
不動産証券化協会認定マスター

過去問解説

2020 年度 午前

カブア・イエイツ

目次

2020 年度 午前問題 1	1	2020 年度 午前問題 26	77
2020 年度 午前問題 2	5	2020 年度 午前問題 27	80
2020 年度 午前問題 3	8	2020 年度 午前問題 29	87
2020 年度 午前問題 4	11	2020 年度 午前問題 30	90
2020 年度 午前問題 5	15	2020 年度 午前問題 31	93
2020 年度 午前問題 6	19	2020 年度 午前問題 32	96
2020 年度 午前問題 7	22	2020 年度 午前問題 33	99
2020 年度 午前問題 8	26	2020 年度 午前問題 34	102
2020 年度 午前問題 9	29	2020 年度 午前問題 35	105
2020 年度 午前問題 10	32	2020 年度 午前問題 36	107
2020 年度 午前問題 11	35	2020 年度 午前問題 37	110
2020 年度 午前問題 12	38	2020 年度 午前問題 38	113
2020 年度 午前問題 13	41	2020 年度 午前問題 39	116
2020 年度 午前問題 14	44	2020 年度 午前問題 40	119
2020 年度 午前問題 15	47	2020 年度 午前問題 41	122
2020 年度 午前問題 16	49	2020 年度 午前問題 42	125
2020 年度 午前問題 17	52	2020 年度 午前問題 43	128
2020 年度 午前問題 18	55	2020 年度 午前問題 44	131
2020 年度 午前問題 19	57	2020 年度 午前問題 45	133
2020 年度 午前問題 20	60	2020 年度 午前問題 46	136
2020 年度 午前問題 21	63	2020 年度 午前問題 47	139
2020 年度 午前問題 22	65	2020 年度 午前問題 48	142
2020 年度 午前問題 23	68	2020 年度 午前問題 49	145
2020 年度 午前問題 24	71	2020 年度 午前問題 50	148
2020 年度 午前問題 25	74		

2020 年度 午前問題 1

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 金融商品取引業者等が負う善良な管理者の注意義務（善管注意義務）
- 学習目標: 金商法と民法における善管注意義務の適用関係、投資運用業者の裁量権と義務、専門家責任のレベル、そして従業員の不法行為に対する会社の使用者責任について説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 金商法に明文規定がないからといって、義務が存在しないわけではない点に注意が必要です。民法の一般原則が適用されるケースをしっかりと理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 善管注意義務（ぜんかんちゅういぎむ）

- ・ ①定義: 業務を委任された者が、専門家として、またその職業や社会的地位に応じて通常期待されるレベルの注意を払って業務を遂行する義務のことです。
- ・ ②解説: 例えば、医師が患者を診察する場合や、弁護士が依頼者の代理人を務める場合、そして不動産証券化においてはアセットマネジャーが投資家の資産を運用する場合などに課される、非常に重要な義務です。単に「注意する」だけでなく、その分野のプロとして「善良な管理者」にふさわしい高度な注意が求められます。
- ・ ③類似用語比較: | 用語 | 意味 | 根拠法（例） | | :— | :— | :— | | **善管注意義務** | 専門家として通常期待されるレベルの注意義務。 | 民法第 644 条、金商法第 42 条第 2 項など | | **忠実義務** | 顧客の最善の利益を第一に考え、自己の利益を優先しない義務。利益相反の禁止を含む。 | 金商法第 42 条第 1 項、会社法第 355 条など | | **誠実・公正義務** | 顧客に対して誠実かつ公正に業務を遂行する義務。より広範な行動規範。 | 金融サービス提供法第 2 条 |

■ 不法行為（ふほうこうい）

- ・ ①定義: 故意または過失によって他人の権利や法律上保護される利益を侵害し、損害を与える行為のことです。
- ・ ②解説: 例えば、交通事故で他人に怪我をさせたり、金融商品の販売員が虚偽の説明をして顧客に損害を与えたりした場合がこれにあたります。加害者は被害者に対して損害を賠償する責任を負います。
- ・ ③関連用語:
 - * **使用者責任**: 従業員が業務中に第三者に損害を与えた場合、その使用者（会社など）も損害賠償責任を負うこと（民法第 715 条）。

● 解答

1. (1つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 第二種金融商品取引業者の善管注意義務について、金商法に直接の規定があるかを確認する。
2. テキスト 106 によると、金商法には投資助言業・投資運用業に関する善管注意義務の規定はあるが、第二種金融商品取引業にはない。

3. 次に、金商法に規定がない場合、他の法律が適用されるかを考える。
4. 媒介業務は売主からの「委任」にあたるため、民法の委任契約に関する規定（民法第 644 条）が適用される。
5. 民法第 644 条は受任者に善管注意義務を課している。
6. したがって、第二種金融商品取引業者も民法の規定に基づき善管注意義務を負う。
7. 選択肢は「金融商品取引法…の規定に従い」と根拠を金商法に限定しているため、誤りである。

■ 【解説】：金融商品取引法（金商法）には、投資助言業や投資運用業に対する善管注意義務の規定はありますが（金商法第 41 条第 2 項、第 42 条第 2 項）、第二種金融商品取引業者が行う媒介業務そのものに対する善管注意義務の明文規定はありません。しかし、法律の規定がないからといって義務がないわけではありません。不動産信託受益権の売主から販売の仲介（媒介）を受任するということは、民法上の「委任契約」にあたります。そして、民法第 644 条は、委任を受けた者（受任者）に対して「善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」と定めています。したがって、第二種金融商品取引業者は、民法の規定に従って善管注意義務を負います。選択肢イは、義務の根拠を「金融商品取引法」と限定している点が誤りです。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 投資運用業者が善管注意義務を負うか、金商法の規定を確認する。
2. テキスト 106 によると、金商法第 42 条第 2 項で明確に善管注意義務が規定されている。
3. したがって、「善良な管理者の注意をもって投資運用業を行う義務まではない」という記述は明確に誤りである。
4. 判例では、投資運用業者の専門的な判断には「合理的裁量」が認められているが、それは善管注意義務を否定するものではなく、義務を履行する上での判断基準を示したものの。

■ 【解説】：この選択肢は明確に誤りです。金商法第 42 条第 2 項には「金融商品取引業者等は、権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない」と明記されています。判例では、投資一任契約における投資判断は専門的かつ裁量的なものであるため、その判断が「明らかに合理性を欠いたものと認められる場合」に善管注意義務違反（裁量権の逸脱）が問われる、とされています。これは、専門家としての裁量が広く認められていることを示していますが、善管注意義務そのものを否定するものではありません。むしろ、高い専門性を持つからこそ、その専門家としてふさわしい高度な注意義務が課せられているのです。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 専門家が負う善管注意義務の「程度」や「水準」はどのように決まるのかを確認する。
2. テキスト 106 によると、専門家の善管注意義務のレベルは、画一的なものではなく、その業界の標準的な専門家に要求されるレベルとされる。
3. また、具体的な内容は、一般的な期待水準、契約内容、依頼者の属性などを総合的に勘案して決まるとされている。
4. 選択肢の記述は、このテキストの内容と完全に一致している。

■ 【解説】：その通りです。専門家が負う善管注意義務のレベルは、その職業や地位に応じて社会から一般的に期待される注意のレベルであり、画一的なものではありません。テキスト 106 第 II 部 第 1 章 1.4.4.1 では、「法令や実務に通じた標準的な専門家に要求される注意義務」と説明されており、具体的な内容は「当該専門職の

種類、その業務に対する一般的な期待水準、当該依頼契約の内容とその締結に至る経緯、依頼者の社会的な地位や知識の程度等を総合的に勘案して決定すべき」とされています。選択肢の記述は、この専門家責任の考え方を正確に反映しています。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 従業員（被用者）が業務中に不法行為を行った場合、会社（使用者）は責任を負うかを確認する。
2. 民法には「使用者責任」という規定（民法第 715 条）がある。
3. テキスト 106 によると、この規定に基づき、会社は従業員の不法行為によって顧客が被った損害を賠償する責任を負う。
4. したがって、「使用者である金融商品取引業者等が顧客に対して損害賠償責任を負う根拠はない」という記述は誤りである。

■ 【解説】：従業員（被用者）が業務の執行中に第三者に損害を与えた場合、行為者である従業員個人が不法行為責任（民法第 709 条）を負うのはもちろんですが、その使用者である会社も**使用者責任**（民法第 715 条）に基づいて損害賠償責任を負います。これは、従業員を使って利益を上げている会社は、その活動によって生じるリスク（損害）も負担すべきだという考え方（報償責任）に基づいています。したがって、金融商品取引業者等が責任を負う根拠がない、という記述は明確に誤りです。

● 暗記のポイント

- **善管注意義務**：専門家として通常期待されるレベルの注意義務。
- **民法第 644 条**：委任契約における受任者の善管注意義務を規定。金商法に直接規定がなくても、委任関係があれば適用される。
- **金商法第 42 条第 2 項**：**投資運用業者**は善管注意義務を負うと明記。
- **使用者責任（民法第 715 条）**：従業員の不法行為について、会社も責任を負う。

● 関連知識・発展学習

- **受託者責任の 3 点セット**不動産証券化ビジネスに携わるプロフェッショナルが負うべき義務は、以下の 3 つに整理すると理解しやすくなります。これらは、投資家からの「信認」に応えるための行動規範の根幹をなすものです。| 義務の種類 | 主な内容 | 根拠法規（例） || :— | :— | :— || **誠実・公正義務** | 顧客の最善の利益を勘案し、誠実かつ公正に業務を遂行する義務。最も広範な行動規範。| 金融サービス提供法 第 2 条 || **善管注意義務** | 専門家として通常期待されるレベルの注意を払う義務。業務遂行プロセスの適切性を問う。| 民法 第 644 条、金商法 第 42 条第 2 項 || **忠実義務** | 顧客の利益を最優先し、自己や第三者の利益を優先しない義務。**利益相反の禁止**が核心。| 金商法 第 42 条第 1 項、会社法 第 355 条 |
- **科目横断的な理解**この問題は、倫理行動（106 科目）をテーマにしていますが、その根拠は金商法（104 上法務）や民法（104 上法務）にあります。そして、これらの義務違反が損害賠償につながるという点は、投資家保護の観点から重要です。なぜこのような義務が課せられているのかという背景には、第 I 部で学んだように、不動産証券化が多くの専門家が関与する複雑な仕組みであり、投資家と専門家の間には大きな「情報の非対称性」が存在するという現実があります。この情報格差を前提に、専門家が高い倫理観を持って行動することが、市場全体の信頼を支えているのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第Ⅱ部 第2章 2.2 善管注意義務
- ロ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第Ⅱ部 第1章 1.4.4 運用会社の責任
- ハ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第Ⅱ部 第1章 1.4.4.1 一任業者の裁量権
- ニ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第Ⅱ部 第2章 2.2.3 個人と会社の責任

2020 年度 午前問題 2

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化実務における倫理行動と法令遵守
- 学習目標: 金商法等の法令と、金融庁の原則や業界の倫理規程との関係性（法的拘束力の有無）を理解し、個人のコンプライアンスと会社の体制整備の関連性を説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「誠実・公正義務」は金商法に規定されていますが、「倫理」という言葉自体が法令に明記されているわけではない点を区別しましょう。また、義務の主体が「業者等」だけでなく「役員・使用人」まで含まれる点も重要です。

● 専門用語の定義・解説

■ 誠実・公正義務

- ・ ①定義: 金融サービスを提供する者が、顧客の最善の利益を考慮しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行する義務のことです。
- ・ ②解説: かつては金融商品取引法第 36 条第 1 項に規定されていましたが、2023 年の法改正により、より広範な金融サービスを対象とする「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律（金融サービス提供法）」に移管・強化されました。これは、単に法令を守るだけでなく、顧客に対して誠実な態度で接し、公平な取引を行うという、金融事業者の基本的な心構えを示すものです。
- ・ ③関連情報: この義務は、金融商品取引業者等だけでなく、その役員や使用人にも課せられています。

■ 顧客本位の業務運営に関する原則

- ・ ①定義: 金融庁が公表した、金融事業者が顧客の最善の利益を図るために採択することが期待される 7 つの原則のことです。
- ・ ②解説: これは法律ではなく、各金融事業者が自主的に採択し、自社の取組方針を策定・公表することが求められる「ソフトロー（自主的規範）」です。法的拘束力はありませんが、金融庁は採択した事業者のリストを公表するなどして、その定着を促しており、金融業界における事実上のスタンダードとなっています。

● 解答

1. (1つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 金商法の条文中に「倫理」という単語が使われているかを確認する。
2. テキスト 106 第 II 部 第 2 章 2.1.1 では、金商法第 36 条第 1 項（当時）に「誠実かつ公正」義務が規定されていることを示している。
3. テキスト 106 第 I 部では、法令遵守だけではプロとは言えず、「倫理的義務」を理解する必要があると説いている。これは、法令と倫理がイコールではないことを示唆している。
4. 公式解説も「倫理的に業務を遂行する義務や倫理的な行動をする義務までは明記されていない」としている。

5. よって、「誠実・公正」という行動規範はあるが、「倫理」という抽象的な概念そのものが義務として明記されているわけではない、と解釈するのが妥当。

- 【解説】：その通りです。金融商品取引法には、金融商品取引業者等が「顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」という**誠実・公正義務**が定められています。これは極めて倫理的な要求を含んでいますが、「倫理」という言葉そのものを使って義務を課しているわけではありません。法令は具体的な行為を規制するものであり、より広範で内面的な規範である「倫理」そのものを直接の義務として規定することは一般的ではありません。不動産証券化協会が別途「マスター職業倫理規程」を定めているのも、こうした法令だけではカバーしきれない倫理的側面を補うためです。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
 1. 金融庁が公表した「顧客本位の業務運営に関する原則」の法的性質を確認する。
 2. テキスト 106 第 II 部 第 3 章 3.3 に、この原則は「法的義務を課すものではない」と明確に記載されている。
 3. これは金融事業者が自主的に採択すべき「ベストプラクティス」を示すものであると理解する。
- 【解説】：その通りです。金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」は、法律や政令のような法的拘束力を持つものではなく、各金融事業者が自主的に採択し、実践することが期待される「プリンシプルベース・アプローチ」に基づくものです。テキスト 106 第 II 部 第 3 章 3.3 に「この原則は、ベストプラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を示したものであり法的義務を課すものではない」と明記されています。金融庁は、この原則の定着を通じて、形式的なルール遵守だけでなく、真に顧客のためになる業務運営が業界の文化として根付くことを目指しています。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
 1. 個人の法令遵守と、所属する会社の体制との関係性を考える。
 2. テキスト 106 第 II 部 第 3 章 3.1 には、「いくら個人として十分な意識を有していても、帰属する組織が法令遵守等の体制を整えていなければ、法令遵守のもとで能力を適切に発揮することもできない」と記載されている。
 3. つまり、組織的なサポート体制が、個人のコンプライアンス実現の基盤となる。
- 【解説】：その通りです。不動産証券化業務は複雑で、関連する法令也多岐にわたります。個々の担当者が全てのルールを完璧に把握し、遵守し続けることは現実的ではありません。そのため、会社組織として、明確な社内規程の整備、継続的な研修の実施、コンプライアンス部門によるチェック機能、問題が発生した際の相談窓口などを設けることが不可欠です。こうした**法令遵守体制（コンプライアンス体制）**がしっかりと機能して初めて、個人は其中で安心して能力を発揮し、法令等を遵守した行動をとることができるのです。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
 1. 金商法第 36 条第 1 項（当時）の誠実・公正義務の主体が誰であるかを確認する。

2. テキスト 106 第 II 部 第 2 章 2.1.1 の引用条文を見ると、「金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人」とある。（※現在の金融サービス提供法でも同様の考え方）
3. したがって、義務の主体には「使用人」（従業員）も含まれる。
4. 「使用人は同様の義務を負わない」という記述は誤りである。

■ 【解説】：金融商品取引法第 36 条第 1 項（当時）では、誠実・公正義務の主体を「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人」と明確に規定していました。これは、顧客と直接接する従業員の行動が、企業の信頼性や投資家保護に直結するためです。したがって、金融商品取引業者等に所属する従業員も、会社や役員と同様に、顧客に対して誠実かつ公正に行動する義務を負います。この規定は 2023 年の法改正で金融サービス提供法に移管されましたが、業務を行う者全般に誠実公正義務を課すという趣旨は維持・強化されています。

● 暗記のポイント

- **誠実・公正義務**: 主体は「金融サービス提供者（業者等、役員、使用人）」。顧客の最善の利益を勘案することが求められる。
- **顧客本位の業務運営に関する原則**: 金融庁が公表。法的拘束力はないが、金融業界の事実上のスタンダード。
- **コンプライアンス体制**: 個人の法令遵守を支えるための組織的な仕組みが不可欠。

● 関連知識・発展学習

- **ルールベース vs プリンシプルベース** 規制には大きく分けて 2 つのアプローチがあります。この問題を通じて、その違いを理解しておくと、今後の法改正のニュースなども読み解きやすくなります。| アプローチ | 特徴 | 具体例 | メリット／デメリット || :— | :— | :— | :— || **ルールベース・アプローチ** | 詳細な規則（ルール）を定め、その遵守を求める。「やってはいけないこと」を具体的に列挙する。| 金商法の行為規制（損失補填の禁止など）、建築基準法の各種数値基準| **メリット**: 基準が明確で、遵守しやすい。**デメリット**: ルールの抜け穴を探る動きや、想定外の事態に対応しにくい。|| **プリンシプルベース・アプローチ** | 抽象的な原則（プリンシプル）を示し、各事業者はその原則の趣旨に沿った自主的な対応を促す。| 顧客本位の業務運営に関する原則、コーポレートガバナンス・コード| **メリット**: 柔軟性が高く、実質的な改善を促しやすい。**デメリット**: 基準が曖昧で、どこまでやれば良いか分かりにくい場合がある。|
- **科目横断的な理解** 本問は倫理（106 科目）の問題ですが、その根拠は金商法（104 上法務）にあり、実際の運用は資産運用会社（103 不動産投資）の組織体制に関わります。このように、一つのテーマが複数の科目にまたがって存在することを意識すると、知識が立体的に結びつきます。特に「顧客本位」という考え方は、今後の不動産証券化ビジネスのあらゆる場面で問われる重要なキーワードです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 II 部 第 2 章 2.1.1 金融サービス提供法の改正
- ロ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 II 部 第 3 章 3.3 顧客本位の業務運営に関する原則
- ハ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 II 部 第 3 章 3.1 社内体制整備の重要性
- ニ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 II 部 第 2 章 2.1.1 金融サービス提供法の改正

2020 年度 午前問題 3

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: J-REIT における利益相反取引とインサイダー取引規制の基本的な理解
- 学習目標: J-REIT 特有の「外部運用型」構造が利益相反を生みやすい理由と、インサイダー取引規制が導入された経緯を説明できるようになる。
- ひっかけポイント: インサイダー取引規制が J-REIT に導入されたのは、市場創設時からではなく、2014 年の法改正後であるという歴史的経緯を正確に押さえておきましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 外部運用型

- ・ ①定義: 資産を保有する主体（投資法人）と、その資産を実際に運用する主体（資産運用会社）が別法人となっている運用形態のことです。
- ・ ②解説: J-REIT はすべてこの外部運用型を採用しています。投資法人は資産を保有する「器（ビークル）」に徹し、実際の物件取得や管理・運用といった専門的な業務は、外部のプロである資産運用会社に委託します。この仕組みにより、投資法人は従業員を抱える必要がなく、効率的な運営が可能となりますが、一方で投資法人の利益と資産運用会社の利益が必ずしも一致しない「利益相反」の問題が生じやすくなります。

■ インサイダー取引（内部者取引）

- ・ ①定義: 会社の内部情報に接する立場にある者（会社関係者）が、その情報が公表される前に、その会社の株式等を売買して利益を得たり、損失を回避したりする不公正な取引のことです。
- ・ ②解説: 例えば、ある会社の役員が、近々発表される画期的な新製品の情報を事前に知り、その情報が公表されて株価が上がる前に自社の株を買うような行為が典型例です。このような取引は、一般の投資家との間で不公平を生じさせ、証券市場の信頼性を損なうため、金融商品取引法で厳しく禁止されています。

● 解答

4

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. J-REIT の運用形態を確認する。テキスト 104 下によると「外部運用型」である。
2. 外部運用型とは、資産を保有する「投資法人」と、資産を運用する「資産運用会社」が別法人である仕組み。
3. この仕組みでは、資産運用会社は「投資法人の利益」を最大化すべき義務を負う一方で、自社やその親会社（スポンサー）の利益も追求したいという動機が働きやすい。
4. 例えば、スポンサーが保有する物件を投資法人に高く売却させるといった行為は、資産運用会社（とそのスポンサー）には利益になるが、投資法人の利益を損なう。
5. このように、両者の利益が相反する状況が生まれやすい構造であると理解できる。

- 【解説】: その通りです。J-REIT は、資産を保有するだけの「投資法人」と、その資産の運用を専門に行う「資産運用会社」が別法人である**外部運用型**という仕組みを採用しています。このため、資産運用会社が、投

資法人の利益（＝投資主の利益）よりも、自社やその親会社であるスポンサーの利益を優先させてしまう「利益相反」のリスクが構造的に存在します。例えば、スポンサーが売りたい物件を、投資法人が市場価格より高く買ってしまふといったケースが典型例です。このため、J-REIT には厳しい利益相反取引規制が設けられています。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 利益相反取引の具体例を考える。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.1.1 の表を見ると、物件売買以外にも、「グループ会社等へのプロパティマネジメント業務・修繕工事・監理業務・賃貸借の仲介の委託等」が挙げられている。
3. したがって、利益相反の要素を含む取引は、売買に限らず多岐にわたると理解できる。

■ 【解説】：その通りです。利益相反取引と聞くと、スポンサー企業からの物件売買をイメージしがちですが、その範囲は多岐にわたります。テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.1.1 の表にあるように、物件の売買だけでなく、**賃貸借**（例：スポンサー企業がテナントとして入居する）、**媒介**（例：スポンサー系列の仲介会社を利用する）、**管理**（例：スポンサー系列の管理会社に業務を委託する）など、様々な取引において利益相反の問題が生じる可能性があります。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. J-REIT の資産運用会社が、法令以上の自主的なルールを設けているかを確認する。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.7 には「多くの資産運用会社では、利益相反取引に関する個別の社内規程を制定し、…法令上の定めよりも厳格な仕組みを整えている」と明記されている。
3. これは、投資家からの信頼を得るために、各社が自主的にガバナンスを強化している実態を示している。

■ 【解説】：その通りです。J-REIT 市場の健全な発展のためには、投資家からの信頼が不可欠です。そのため、多くの資産運用会社は、金融商品取引法や投信法といった法令で定められた最低限のルールを守るだけでなく、自主的に**利益相反に関する社内規程**を設け、より厳格なルールを自らに課しています。例えば、利害関係者との取引を行う際には、外部の専門家を含むコンプライアンス委員会の承認を必須とするなど、客観性や透明性を高めるための工夫を凝らしています。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. J-REIT の投資口がいつからインサイダー取引規制の対象になったかを確認する。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 2 章 2.2.1 には、「上場投資法人が発行する投資証券等の取引は、従来、インサイダー取引の規制対象外とされてきた」とある。
3. 同テキストには、その後の法改正により「2014 年施行の改正法により…J-REIT にもインサイダー取引規制が導入された」と記載されている。
4. したがって、「制度発足時から…対象とされてきた」という記述は誤りである。

■ 【解説】：この記述は誤りです。J-REIT 市場が創設された 2001 年当初、投資口はインサイダー取引規制の**対象外**でした。これは、J-REIT の価格は主に保有不動産の純資産価値に基づいて形成されるため、インサイダー

取引の余地は比較的小さいと考えられていたためです。しかし、実際には公募増資やスポンサーの変更といった重要情報によって投資口価格が大きく変動する事例が見られたことなどから、投資家保護の観点で見直しが行われ、**2014 年施行の金融商品取引法改正**によって、初めてインサイダー取引規制の対象となりました。

● 暗記のポイント

- **J-REIT の構造: 外部運用型**（投資法人 ≠ 資産運用会社）→ **利益相反**が生じやすい。
- **インサイダー取引規制の導入**: J-REIT 市場創設時（2001 年）ではなく、**2014 年の法改正**で導入された。

● 関連知識・発展学習

- **なぜインサイダー取引規制が必要になったのか？** テキスト 104 下第 III 部 第 2 章 2.2.1 にあるように、J-REIT が規制対象外だった理由は「運用資産の純資産価額に基づき価格が形成され、インサイダー取引の余地が比較的小さい」と考えられていたためです。しかし、実際には以下のような**重要事実**によって価格が大きく動くことが判明しました。
 - ・ **公募増資**: 新たな物件取得による成長期待で価格が上昇する可能性がある。
 - ・ **スポンサー企業の変更**: 新しいスポンサーの信用力や物件供給能力への期待・不安で価格が変動する。
 - ・ **大口テナントの退去**: 収益の柱を失うことで、分配金減少懸念から価格が下落する可能性がある。このような「未公表の重要事実」を知る内部者が、情報を知らない一般投資家よりも有利な取引を行うことは市場の公正性を損ないます。そのため、一般の株式と同様に規制の対象とすることが不可欠と判断されたのです。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.1.2 J-REIT の体系と利益相反取引
- 2: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.1.1 利益相反取引とは何か
- 3: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.7 資産運用会社の社内規程等に基づく利益相反取引規制
- 4: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 2 章 2.2.1 規制導入の理由

2020 年度 午前問題 4

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: J-REIT の利益相反・インサイダー取引に関する具体的な規制内容の理解
- 学習目標: 投資法人の役員の欠格事由、利益相反取引の承認プロセス、報告義務、インサイダー取引の成否判断の基準について、具体的なルールを説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「書面又は口頭で報告」のように、報告・通知・交付の方法が限定されているかどうか問われることがあります。法令上の義務は厳格な形式が求められることが多い点に注意しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 監督役員

- ・ ①定義: 投資法人の役員の一つで、執行役員の業務執行を監督する役割を担う機関です。
- ・ ②解説: 株式会社における監査役に似た役割ですが、より強い監督権限を持っています。J-REIT のガバナンスを確保するため、監督役員には高い独立性が求められます。そのため、資産運用会社やその親会社等と利害関係のある者は監督役員になることができません。

■ 投資法人役員会

- ・ ①定義: 投資法人のすべての執行役員と監督役員で構成される、業務執行の監督や重要事項の決定を行う機関です。
- ・ ②解説: 株式会社の取締役会に相当します。投資法人の重要な意思決定、特に資産運用会社との利益相反取引の承認など、投資主の利益に直結する事項について審議・決議する重要な役割を担っています。

● 解答

2

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 投資法人の監督役員の独立性に関する規制を確認する。
2. 監督役員は、資産運用会社から独立している必要がある。
3. テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.4.1 やテキスト 104 上 第 4 章 4.5.2.2 によると、資産運用会社等から「継続的な報酬」を受けている者は監督役員になれないと定められている。
4. したがって、この記述は誤りである。

- 【解説】: 投資法人の監督役員には、資産運用会社の業務執行を客観的な立場で監督できるよう、高い独立性が求められます。そのため、投信法第 200 条では、投資法人の監督役員となることができない者の欠格事由を定めており、その中には「当該資産運用会社…から継続的な報酬又は特別の経済上の利益の供与を受けている者」が含まれています。これは、資産運用会社から報酬を得ている者が監督役員になると、資産運用会社に付度してしまい、適切な監督機能が働かなくなるおそれがあるためです。したがって、監督役員が資産運用会社から継続的に役員報酬を受領することはできません。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 投資法人が資産運用会社の利害関係人等と利益相反取引を行う際の承認プロセスを確認する。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.4.3 によると、まず資産運用会社は投資法人から「事前同意」を得る必要がある。
3. さらに、投資法人がその「事前同意」を与える際には、執行役員が「投資法人役員会」の承認を受けなければならない。
4. 選択肢の記述はこのプロセスと一致している。

■ 【解説】：その通りです。投資法人の資産運用会社が、自社の親会社（スポンサー）などの利害関係人等と不動産の売買などの利益相反取引を行う場合、二重のチェック機能が働きます。

1. まず、資産運用会社は、取引を行う前に**投資法人本体の同意**を得なければなりません（投信法第 201 条の 2 第 1 項）。
2. 次に、投資法人がその同意を与える際には、業務執行を担う**執行役員**が、**投資法人役員会**（執行役員と監督役員で構成）の承認を得る必要があります（同条第 2 項）。このように、資産運用会社だけでなく、独立性の高い監督役員を含む投資法人役員会でも審議・承認を経ることで、利益相反取引の公正性を担保する仕組みになっています。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 利益相反取引が行われた後の、資産運用会社から投資法人への報告義務について確認する。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 1 章 1.4.4 によると、資産運用会社は「書面（取引報告書面）を当該投資法人に交付しなければならない」と定められている。
3. 「書面又は口頭で」という記述は、報告方法を限定していないため不正確である。法令は厳格な形式（書面）を要求している。

■ 【解説】：投信法第 203 条第 2 項では、資産運用会社が投資法人と利害関係人等との間で不動産の取得等の取引を行った場合、遅滞なく、その取引内容を記載した**書面**を投資法人に交付することを義務付けています。「口頭」での報告は認められていません。書面で報告・交付することを義務付けることで、取引内容の記録を確実に残し、後から検証できるようにして、取引の透明性を確保する狙いがあります。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. インサイダー取引規制の成立要件を確認する。
2. テキスト 104 下 第 III 部 第 2 章 2.1 によると、成否は「未公表の重要事実を知った上での取引かどうか」で形式的に判断される。
3. 保有期間の長短は、インサイダー取引の成否に影響を与えない個別事情の一つである。
4. 資産運用会社の従業員は会社関係者に該当するため、未公表の重要事実を知って取引すれば、保有期間に関わらずインサイダー取引となる。

■ 【解説】：インサイダー取引に該当するかどうかは、「**未公表の重要事実を知って売買等を行ったか**」という点で形式的に判断されます。テキスト 104 下 第 III 部 第 2 章 2.1 で説明されているように、保有期間の長短、利益が出たか損失が出たか、取引の動機などは、インサイダー取引の成立には一切関係ありません。上場投資

法人の資産運用会社の従業員は「会社関係者」に該当するため、例えば、近々公表される大規模な公募増資の情報を職務上知り、その情報が公表される前に投資口を売却すれば、たとえその投資口を3年以上保有していたとしてもインサイダー取引に該当します。

● 暗記のポイント

- 監督役員の独立性: 資産運用会社から継続的な報酬を受け取ることはできない。
- 利益相反取引の承認: 投資法人の同意が必要。その同意には投資法人役員会の承認が必要。
- 利益相反取引の報告: 資産運用会社から投資法人へ書面で交付。
- インサイダー取引の判断基準: 未公表の重要事実を知っていたかどうか全て。保有期間や損益は関係ない。

● 関連知識・発展学習

- なぜ J-REIT のガバナンスは複雑なのか? J-REIT のガバナンス体制は、投資法人と資産運用会社という2つの法人が関わるため、一見複雑に見えます。これは、投資主の利益を守るための重要な仕組みです。

機関	主な役割	ポイント
【投資法人】		
投資主総会	最高意思決定機関。規約変更、役員選解任、資産運用会社の変更などを決議。	株式会社の株主総会に相当。投資主が直接意思表示できる場。
投資法人役員会	執行役員の業務執行を監督。利益相反取引の承認など重要事項を決議。	独立性の高い監督役員が含まれることがガバナンスの鍵。
【資産運用会社】		
取締役会	資産運用会社の経営方針を決定。	投資法人から委託された運用業務を適切に行うための体制を整備する責任を負う。
コンプライアンス委員会	法令遵守や利益相反の観点から取引を審議。	外部の専門家（弁護士など）が委員として参加し、客観性を担保することが多い。
投資委員会	投資の妥当性（物件の評価、価格など）を審議。	外部の専門家（不動産鑑定士など）が参加することが多い。

このように、複数の機関がそれぞれの役割を果たすことで、利益相反を防ぎ、投資主の利益が損なわれないように監視する体制が構築されています。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.4.1 投資法人の監督役員と一定の関係を有する者への資産運用委託の禁止 / テキスト 104 上 不動産証券化の法務 第 4 章 4.5.2.2 監督役員
- 2: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.4.3 利益相反取引を行う際の投資法人の事前同意
- 3: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 1 章 1.4.4 利益相反取引を行った際の資産運用会社から投資法人への書面交付

■ 4: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 III 部 第 2 章 2.1 インサイダー取引（総論） / 2.2.2 会社関係者

2020 年度 午前問題 5

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: プロフェッショナル (運用受託者、マスター) としての忠実義務と善管注意義務の実践
- 学習目標: 具体的な業務シーンにおいて、何が忠実義務違反や善管注意義務違反にあたるのかを判断できるようになる。
- ひっかけポイント: 選択肢ニ、ホは「マスター職業倫理規程」に定められた当然の義務であり、これらを「望ましくない」と判断しないように注意しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 運用受託者

- ・ ①定義: 投資家 (委託者) から資産の運用・管理を委託された専門家や事業者のことです。
- ・ ②解説: 不動産証券化の文脈では、アセットマネジャーやファンドマネジャーがこれにあたります。彼らは投資家の資金を預かり、その利益を最大化するために行動する責任を負います。そのため、高い専門性と共に、後述する忠実義務や善管注意義務といった信託義務を厳格に遵守することが求められます。

■ 忠実義務

- ・ ①定義: 顧客の最善の利益を第一に考え、自己や第三者の利益を優先させてはならないという義務です。
- ・ ②解説: 利益相反行為の禁止が核心です。例えば、アセットマネジャーが、投資家の利益よりも自社の親会社 (スポンサー) の利益を優先して、スポンサーから物件を割高な価格で購入するような行為は、忠実義務違反となります。

■ 善管注意義務

- ・ ①定義: その職業や地位にある者として、通常期待されるレベルの注意を払って業務を行う義務です。
- ・ ②解説: 「うっかりミス」や「知らなかった」では済まされない、プロとしての注意深さが求められます。例えば、重要な情報を部下から報告されたにもかかわらず、その内容を吟味せず放置し、結果として投資家に損害を与えた場合、善管注意義務違反に問われる可能性があります。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 望ましくない

- 【思考プロセス】:

1. 土壌汚染は物件の価値や将来の費用発生に影響する重要な情報である。
2. この情報を買主に伝えないことは、買主の利益を損なう可能性がある。
3. 部下からの不適切な報告を黙認することは、上司として善管注意義務を怠っている。
4. さらに、問題を隠蔽して取引を進めることは、顧客 (投資家) や取引相手に対する誠実さに欠け、忠実義務にも反する行為と評価されうる。

- 【解説】: 極めて望ましくない行為です。土壌汚染の存在は、不動産の価値や将来の浄化費用に大きな影響を与える重要な事実です。これを買主に告げずに売却することは、説明義務違反や不実告知にあたる可能性があります。部下からの不適切な報告を黙認することは、管理者としての善管注意義務に違反します。テキスト 106

第Ⅰ部 第3章 3.2.2 では、「問題を把握した場合、それを黙殺することなく、プロとして、合理的、現実的な是正措置を講ずる」ことが求められるとされています。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：望ましくない

■ 【思考プロセス】：

1. 運用受託者は投資家の利益のために行動する忠実義務を負う。
2. 不動産鑑定士は中立・公正な立場で評価を行うべき専門家である。
3. 運用受託者が自らの利益（例えば、管理するファンドの評価額を高く見せるなど）のために、鑑定士に不当な圧力をかけることは、投資家の利益を害する行為である。
4. これは明確な忠実義務違反（利益相反行為）にあたる。

■ 【解説】：典型的な**忠実義務違反**であり、望ましくない行為です。運用受託者は、あくまで投資家の利益を最大化するために行動すべきであり、自らが管理するファンドに有利な鑑定評価額を得ようと不動産鑑定士に働きかけることは、その立場を濫用した利益相反行為です。テキスト 106 第Ⅰ部 第3章 3.2.1 では、「運用受託者が、不動産鑑定士などの外部専門家を利用する場合、職業倫理に反するようなことを彼らに要請してはならない」と明確に戒めています。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：望ましくない

■ 【思考プロセス】：

1. 運用受託者は、業務委託先の選定において、投資家の利益を最優先すべきである。
2. 同じ資本傘下の会社（利害関係者）に業務を委託する場合、取引条件が市場価格と比べて適正かどうか問題となる。
3. 「通常より高い報酬や有利な条件」で委託することは、投資家のコスト負担を不当に増やし、その利益を損なう行為である。
4. これも明確な忠実義務違反（利益相反行為）にあたる。

■ 【解説】：これも明確な**忠実義務違反**であり、望ましくない行為です。資産運用会社（運用受託者）が、投資法人の物件の維持管理を委託する業者を選ぶ際には、品質や価格を比較検討し、投資法人にとって最も有利な条件の業者を選ぶべきです。自社のグループ会社だからという理由で、市場価格よりも高い報酬で契約することは、投資家の利益を犠牲にしてグループ会社の利益を図る行為であり、許されません。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：望ましい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産証券化協会認定マスターに求められる行動規範を確認する。
2. テキスト 106 第Ⅰ部 第2章 2.2.1 の「マスター職業倫理規程Ⅰ. 総則 1.」には、「マスター認定者は、… 不断の研鑽に努めなければならない」と規定されている。
3. したがって、この行為はマスターとして当然求められる望ましい行動である。

■ 【解説】：これはマスターとして当然求められる、望ましい行動です。「不動産証券化協会認定マスター職業倫理規程」の総則 1 には、「マスター認定者は、不動産証券化商品について専門知識と実務応用能力を向上させるため、不断の研鑽に努めなければならない」と定められています。不動産証券化を取り巻く法令、税制、市場環境は常に変化しており、プロフェッショナルとして常に知識をアップデートし続けることが不可欠です。

選択肢ホ

■ 【正誤判断】：望ましい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産証券化協会認定マスターに求められる行動規範を確認する。
2. テキスト 106 第 I 部 第 2 章 2.2.1 の「マスター職業倫理規程 I. 総則 2.」には、「マスター認定者は、関係法令及びこの職業倫理規程その他本協会の定める諸規則を遵守し、顧客に対し公正に職務を遂行しなければならない」と規定されている。
3. したがって、この行為はマスターとして当然求められる望ましい行動である。

■ 【解説】：これもマスターとして当然求められる、望ましい行動です。「マスター職業倫理規程」の総則 2 には、法令や協会の規則、倫理規程を遵守し、顧客に対し公正に職務を遂行することが定められています。これはプロフェッショナルとしての基本的な責務です。

● 暗記のポイント

■ 忠実義務違反の典型例:

- ・ 自己や第三者（スポンサー等）の利益を優先する行為。
- ・ 不当な条件での利害関係者との取引。
- ・ 専門家への不当な働きかけ。

■ 善管注意義務違反の典型例:

- ・ 専門家として当然払うべき注意を怠る行為。
- ・ 問題の兆候を把握しながら放置・黙認する行為。

■ マスターの義務: ①不断の研鑽、②法令・規程等の遵守、③忠実義務。

● 関連知識・発展学習

■ なぜ利益相反が問題になるのか？ - 具体例で理解する
アセットマネジャー（AM）は、投資家から不動産運用を任された「プロ」であり、投資家の利益を最大化する**忠実義務**を負っています。しかし、AM は多くの場合、不動産会社などの「スポンサー」の子会社です。ここに利益相反の構造が生まれます。

取引の例	投資家の利益	スポンサーの利益	AM のジレンマ	忠実義務違反の行為例
物件取得	良い物件を安く買いたい	売りたい物件を高く売りたい	どちらの顔を立てるか？	スポンサーの言い値で物件を購入してしまう。
PM 会社選定	安くて質の高い PM 会社に委託したい	グループの PM 会社に仕事を発注したい	どちらの顔を立てるか？	相見積もりも取らずに、グループ会社に相場より高いフィーで発注する。
物件売却	最も高く買ってくれる相手に売りたい	グループの REIT に安く売って、REIT の成長を助けたい	どちらの顔を立てるか？	一般の入札にかけず、グループの REIT に有利な条件で売却してしまう。

このようなジレンマに陥ったとき、AM が投資家の利益ではなくスポンサーの利益を優先してしまうと、忠実義務

務違反となります。だからこそ、J-REIT などでは、外部の専門家を入れた委員会での審議など、厳格な利益相反対策が求められるのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 I 部 第 3 章 3.2.2 個人として注意すべき事項
- ロ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 I 部 第 3 章 3.2.1 運用受託者に対する注意事項
- ハ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 I 部 第 3 章 3.2.1 運用受託者に対する注意事項
- ニ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 I 部 第 2 章 2.2.1 I. 総則 (専門知識・能力の研鑽)
- ホ: テキスト 106 不動産証券化と倫理行動 第 I 部 第 2 章 2.2.1 I. 総則 (法令・規則等の遵守)

2020 年度 午前問題 6

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化の定義と市場規模の理解
- 学習目標: 不動産証券化の定義における「オフバランス」の重要性を理解し、J-REIT と私募ファンドの市場規模の概算値を把握する。
- ひっかけポイント: 定義に関する問題では、「オンバランス」か「オフバランス」かといった微妙な言葉の違いが正誤を分けます。また、市場規模に関する数値は常に変動するため、試験年度のテキストに記載されている最新の数値を覚える必要があります。

● 専門用語の定義・解説

■ オフバランス (Off-balance sheet)

- ・ ①定義: 企業の特定の資産や負債を、その企業の貸借対照表（バランスシート）から切り離す会計処理のことです。
- ・ ②解説: 不動産証券化では、オリジネーター（元の不動産所有者）が不動産を SPV に売却することで、その不動産を自社のバランスシートから切り離します。これにより、オリジネーターの倒産リスクから不動産を法的に隔離（倒産隔離）し、投資家を保護します。また、企業の財務体質改善（例：総資産圧縮による ROA 向上）にも繋がります。

■ J-REIT (ジェイリート)

- ・ ①定義: 投資家から集めた資金で不動産を購入し、その賃料収入や売却益を投資家に分配する、取引所に上場された不動産投資信託のことです。
- ・ ②解説: 正式名称は「不動産投資信託」。投資法という法律に基づき「投資法人」という形態で運営されます。個人投資家でも証券取引所を通じて、数万円単位で大規模な不動産ポートフォリオに投資できるのが特徴です。

■ 私募ファンド (しほファンド)

- ・ ①定義: 少数の機関投資家など、特定の投資家から非公開で資金を集めて運用する不動産ファンドのことです。
- ・ ②解説: J-REIT と異なり上場していないため、流動性は低いですが、その分、投資家と運用の自由度が高いのが特徴です。GK-TK スキームなどが主に利用されます。

● 解答

1. (1つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 不動産証券化の定義を思い出す。重要な要素は「資産を切り離す」こと。
2. 「切り離す」とは、会計上「オフバランス」にすることを意味する。
3. 選択肢では「自身のバランスシート上に置いて」と記述されている。これは「オンバランス」を意味する。
4. したがって、不動産証券化の核心的な特徴と矛盾しており、誤りである。

- 【解説】：不動産証券化の最も重要な特徴の一つは、オリジネーターが特定の不動産を**自身のバランスシートから切り離して（オフバランスして）**、倒産隔離された SPV に売却する点にあります。これにより、オリジネーターが倒産しても、証券化された不動産はその影響を受けず、投資家が保護されます。選択肢は「自身のバランスシート上に置いて」と記述しており、これはオンバランスのままであることを意味します。これでは倒産隔離が実現できず、証券化の本質的な機能を満たしていないため、誤りです。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. 2019 年時点での J-REIT と私募ファンドの市場規模に関する数値をテキストで確認する。
 2. テキスト 102 第 I 部 第 4 章 4.1 の記述（※ 2020 年試験当時のテキスト内容を想定）では、2019 年 6 月時点で J-REIT は 18.6 兆円、私募ファンドは 19.2 兆円とされている。
 3. 選択肢の数値（J-REIT 約 10 兆円、私募ファンド約 12 兆円）は、これよりも大幅に小さい。
 4. したがって、この記述は誤りである。
- 【解説】：数値が誤っています。不動産証券化市場は 2010 年代に大きく成長しました。2020 年試験の基準となる 2019 年時点のテキスト 102 第 I 部 第 4 章 4.1 では、運用資産額ベースで J-REIT は **18.6 兆円**、私募ファンドは **19.2 兆円**に達していたとされています。選択肢に示された数値は、それよりもかなり前の時点の規模感であり、誤りです。（参考：最新のテキスト 102 では、2024 年 12 月時点で J-REIT は 23.4 兆円、私募ファンドは 40.8 兆円となっています。市場規模は常に変動するため、試験で問われる際は、学習している年度のテキストに記載されている数値を基準に判断してください。）

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. 私募 REIT の特徴を確認する。
 2. テキスト 102 第 II 部 第 2 章 2.1.1.4 によると、私募 REIT は非上場でオープンエンド型。
 3. 非上場であるため、株式市場の変動の影響を受けにくく、価格（基準価額）は不動産鑑定評価額を基に算出されるため、元本変動リスクが比較的小さい。
 4. 上場していないため、取引所での売買ができず、流動性は低い。
 5. これらの特徴は選択肢の記述と一致している。
- 【解説】：その通りです。私募 REIT は、証券取引所に上場していないため、J-REIT のように日々の市場価格の変動に晒されません。その価値（基準価額）は、保有する不動産の鑑定評価額を基に定期的に算出されるため、**元本変動リスクが比較的小さく、安定的な運用**が期待できます。一方で、上場していないということは、市場で自由に売買できないことを意味します。換金するには投資法人への解約請求などが必要となり、**流動性は J-REIT に比べて劣後**します。これらの特徴から、中長期で安定したインカムゲインを求める機関投資家などに適した商品とされています。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. 国土交通省の調査による不動産証券化の取引額の規模感を確認する。

2. テキスト 102 第 I 部 第 4 章 4.1 の記述（※ 2020 年試験当時のテキスト内容を想定）では、不動産の取得額は「毎年 4～6 兆円程度」、譲渡額は「毎年 4～5 兆円」とされている。
3. 選択肢の数値（取得額 45 兆円、譲渡額 12 兆円）は、実際の規模と大きくかけ離れている。
4. したがって、この記述は誤りである。

- 【解説】：数値が誤っています。国土交通省の「不動産の証券化実態調査」によると、証券化を目的とした不動産等の取得額および譲渡額は、近年、それぞれ年間 **4 兆円～6 兆円**程度で推移しています。選択肢に示された「取得額 45 兆円」「譲渡額 12 兆円」という数値は、実際の市場規模を大幅に上回っており、誤りです。（参考：最新のテキスト 102 【図表 II-2-12】では、2023 年度の取得額が 4.7 兆円、譲渡額が 4.4 兆円となっています。）

● 暗記のポイント

- **証券化の定義**: オリジネーターのバランスシートから**切り離す（オフバランス）**が必須キーワード。
- **市場規模（2024 年 12 月時点の目安）**：
- ・ J-REIT: 約 23 兆円
 - ・ 私募ファンド: 約 41 兆円
 - ・ 市場は成長を続けており、常に最新の動向を意識することが重要です。
- **私募 REIT の特徴**: **非上場・オープンエンド型**で、**安定運用志向**。流動性は低い。

● 関連知識・発展学習

- **なぜオフバランスが重要なのか？ - 会計と法務の連携**不動産証券化において「オフバランス」は、単なる会計上の処理ではありません。法務と密接に連携した、投資家保護の根幹をなす仕組みです。| 側面 | 目的 | 手段・要件 | 関連科目 | | :— | :— | :— | :— | | **会計** | 企業の財務状況を正しく表示する。オリジネーターの財務改善。| **リスク・経済価値アプローチ（5%ルール）**：譲渡した不動産に係るリスクと経済価値のほとんど全てが SPV に移転していること。| 104 下 会計・税務 | | **法務** | 投資家をオリジネーターの倒産リスクから守る（**倒産隔離**）。| **真正売買（True Sale）**：取引が担保目的の融資ではなく、法的に有効な「真の売買」とであると認められること。（適正な価格、対抗要件の具備など）| 104 上 法務 |

実務上、会計上オフバランスと認められるためには、法的に真正売買であることが前提となります。逆に、法的に真正売買と認められるためには、会計上の処理も重要な判断要素の一つとされます。このように、会計と法務の両面から「オリジネーターからの資産の切り離し」を確実なものにすることが、不動産証券化スキームの信頼性を支えているのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 I 部 第 1 章 1.1 不動産証券化の定義
- ロ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 I 部 第 4 章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史
- ハ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 2 章 2.1.1.4 J-REIT と私募ファンド
- ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 I 部 第 4 章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史

2020 年度 午前問題 7

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化の基本概念 (レバレッジ効果、真正売買、ノンリコースローン、利益相反)
- 学習目標: 不動産証券化スキームを構成する重要な 4 つの概念について、その定義と意義を正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「真正売買」の要件として、評価手法 (取引事例比較法か収益還元法か) が問われています。収益不動産の価値評価の基本原則を思い出しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ レバレッジ効果

- ・ ①定義: 借入金など他人資本を利用することで、自己資本に対する利益率 (利回り) を高める効果のことです。
- ・ ②解説: 不動産投資では、物件全体の利回りよりも低い金利で資金を借り入れることで、自己資金 (エクイティ) 部分の利回りを高めることができます。例えば、利回り 5% の物件を全額自己資金で買うとリターンは 5% ですが、半分の資金を金利 1% で借り入れると、エクイティ部分のリターンは 9% に向上します。ただし、不動産価格が下落した際には損失も増幅されるため、諸刃の剣です。

■ 真正売買 (True Sale)

- ・ ①定義: 資産の譲渡が、法的に有効な「真の売買」であり、担保目的の融資などではないと認められることです。
- ・ ②解説: 証券化において、オリジネーターから SPV への不動産譲渡が真正売買と認められないと、オリジネーターの倒産時にその不動産がオリジネーターの資産とみなされ、投資家が損害を被る可能性があります。そのため、適正な価格での取引や、リスクと経済価値が SPV に実質的に移転していることなどが厳しく問われます。

■ ノンリコースローン

- ・ ①定義: 返済原資が特定の資産 (不動産など) から生じるキャッシュフローに限定され、借り手がそれ以外の資産で返済する義務を負わない (遡及されない) ローンのことです。
- ・ ②解説: 証券化で SPV が資金調達する際の基本的なローン形態です。貸し手 (レンダー) は、万が一返済が滞っても、SPV が保有する不動産以外から回収することはできません。そのため、レンダーは企業の信用力ではなく、対象不動産の収益性や価値を厳密に審査します。

■ 利益相反

- ・ ①定義: ある者が一方の当事者に対して忠実義務を負いながら、自己または第三者の利益を図ることで、その義務に反する状況に陥ることです。
- ・ ②解説: J-REIT において、資産運用会社が投資法人の利益よりも、親会社であるスポンサーの利益を優先して物件を高く購入してしまう、といったケースが典型例です。投資家保護のため、様々な規制や自主ルールで利益相反取引は厳しく管理されています。

● 解答

3. (3 つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. レバレッジ効果の定義を思い出す。他人資本を使って自己資本利益率を高めること。
2. テキスト 102 第 II 部 第 1 章 1.2.7 に「外部の低利な資金を借入又は社債発行で取り入れることにより、エクイティ投資家の出資分に対する利回りが上昇すること」と定義されている。
3. 同テキストの図表 II-1-7 では、借入比率が高いほどエクイティ利回りが高くなる例が示されている。
4. 選択肢の記述はこれらと一致している。

■ 【解説】：その通りです。レバレッジ効果とは、不動産全体の利回りよりも低い金利で借入れを行うことで、自己資金（エクイティ）部分の利回りを「てこ（レバー）」のように増幅させる効果のことです。借入比率（LTV）が高いほど、また、不動産利回りと借入金利の差（イールド・ギャップ）が大きいほど、レバレッジ効果は大きくなります。ただし、これはリターンだけでなくリスクも増幅させるため、不動産価格の下落局面では損失が拡大する点に注意が必要です。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 真正売買の要件の一つである「適正な価格」の判断基準を考える。
2. 証券化の対象となる不動産は、キャッシュフローを生み出す「収益不動産」である。
3. 収益不動産の価値評価の基本は、その不動産が生み出す将来の収益を基に評価する「収益還元法」である。
4. テキスト 102 第 II 部 第 1 章 1.2.11 では「不動産の市場価格は SPV に譲渡されるキャッシュフローを基に収益還元法で求めた市場価格（時価）」と説明されている。
5. 「取引事例比較法」は更地の評価などでは使われるが、収益不動産の価格決定の主たる手法ではない。したがって、この記述は誤り。

■ 【解説】：不動産証券化の対象となるのは、賃料収入などのキャッシュフローを生み出す**収益不動産**です。このような収益不動産の価値を評価する際に最も重視される手法は、その不動産が将来生み出すと期待される純収益を現在価値に割り戻して価格を求める**収益還元法**です。選択肢にある「取引事例比較法」は、近隣の類似した不動産の取引価格を参考にする手法ですが、一つとして同じものがない不動産、特に収益性が重視される投資用不動産の評価においては、収益還元法を補完する位置づけとなるのが一般的です。したがって、適正価格の基準を「取引事例比較法で求めた市場価格」とするのは不適切であり、誤りです。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. ノンリコースローンの定義を確認する。
2. テキスト 102 第 II 部 第 1 章 1.2.8 に「資金の貸し手（債権者）の求償権が担保不動産にしか及ばないローンで、責任財産限定型ローンということもある」と定義されている。
3. また、「債務不履行による貸付金の回収不足が生じて、債権者は債務者の他の資産から回収することはできない」とも記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらと完全に一致している。

- 【解説】：その通りです。ノンリコースローン（非遡及型ローン）は、返済の責任財産が特定の担保資産（証券化の場合は SPV が保有する不動産）とそのキャッシュフローに限定されます。もし借り手である SPV が債務不履行に陥っても、貸し手である金融機関は、SPV が持つ他の資産（そのようなものがあれば）や、SPV の出資者（オリジネーターなど）に対して返済を求める（遡及する）ことはできません。この仕組みにより、オリジネーターは証券化した不動産事業のリスクを完全に切り離すことが可能になります。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
 1. 利益相反の定義とその対策について確認する。
 2. テキスト 102 第 II 部 第 1 章 1.2.9 に「利益相反 (Conflict of Interest) とは、忠実義務を負う者が自己や第三者の利益を図り、投資家の利益を損なうことをいう」と定義されている。
 3. 同テキストには対策として「証券化スキーム上の工夫や、実務上の運用により可能な限り…回避」することが求められるとある。
 4. また、市場や投資家による監視が抑止力となることも、市場メカニズムとして当然考えられる。
- 【解説】：その通りです。利益相反は、投資家の利益を損なう可能性があるため、不動産証券化において厳しく管理されるべきリスクです。対策としては、法律による規制や、資産運用会社の社内規程（コンプライアンス委員会の設置など）といったスキーム上の工夫がまず挙げられます。それに加えて、投資家が企業の利益相反に対する姿勢を厳しくチェックし、問題のある企業やファンドには投資しないという市場による監視・選別機能も、利益相反を抑制する重要な力となります。

● 暗記のポイント

- レバレッジ効果: 借入でエクイティ利回りを向上させる効果。リスクも増大。
- 真正売買: 収益還元法による適正価格が重要。オリジネーターからの倒産隔離の要。
- ノンリコースローン: 返済原資は担保不動産のみに限定。オリジネーターに遡及しない。
- 利益相反: 忠実義務に反する行為。投資家の利益を損なうリスク。

● 関連知識・発展学習

- デットとエクイティのリスク・リターンの関係不動産証券化では、一つの不動産が生み出すキャッシュフローを、性質の異なる金融商品に加工します。これが「リスク・リターンの加工」機能です。【図表】 キャッシュフローの分配順位（ウォーターフォール） | 順位 | 受取人 | 金融商品 | リスク | リターン | | :— | :— | :— | :— | :— | | 1 番（優先） | レンダー（金融機関） | ノンリコースローン（デット） | 低い | 低い | | 2 番（劣後） | 投資家 | 匿名組合出資等（エクイティ） | 高い | 高い |
- 不動産からのキャッシュフローは、まず優先的にデットであるノンリコースローンの元利返済に充てられます。
- その残りのキャッシュフローが、エクイティ投資家に分配されます。
- もしキャッシュフローが想定より減少した場合、その損失を最初に被るのはエクイティ投資家です。デット投資家は、エクイティ部分が全ての損失を吸収している間は影響を受けません。
- このように、エクイティはデットに対する「信用補完」の役割を果たしています。リスクが高い分、エクイティ投資家は高いリターンを期待し、リスクが低い分、デット投資家は低いリターンを受け入れます。レバレッジ効果は、このエクイティ投資家が高いリターンを得るための重要なメカニズムなのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 1 章 1.2.7 証券化スキームのポイント⑦レバレッジ効果
- ロ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 1 章 1.2.11 証券化のポイント⑪不動産の適正評価
- ハ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 1 章 1.2.8 証券化スキームのポイント⑧ノンリコースローン
- ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 1 章 1.2.9 証券化スキームのポイント⑨利益相反リスクの回避

2020 年度 午前問題 8

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化スキーム（資産流動化型、ファンド型、私募 REIT、TMK）の基本的な特徴の理解
- 学習目標: 各スキームの定義、目的、特徴を比較し、その違いを正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「私募 REIT」が「クローズドエンド型」なのか「オープンエンド型」なのかは頻出の論点です。上場 REIT との違いを明確に区別しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 資産流動化型スキーム

- ・ ①定義: オリジネーター（元の資産保有者）が、特定の不動産などを SPV に売却して資金化（流動化）することを主目的とした証券化スキームです。
- ・ ②解説: 「モノありき」とも言われ、最初に証券化する特定の不動産が存在します。その不動産をオフバランス化したり、資金調達したりすることがオリジネーターの主な動機です。原則として、一度取得した不動産の入れ替えは予定されていません。TMK スキームが代表例です。

■ ファンド型（資産運用型）スキーム

- ・ ①定義: 投資家から集めた資金（ファンド）を元手に、専門家（アセットマネジャー）が不動産ポートフォリオを構築・運用し、その収益を投資家に分配することを目的としたスキームです。
- ・ ②解説: 「カネありき」とも言われ、最初に投資家からの資金が存在します。特定の不動産に固執せず、投資戦略に基づいて不動産を入れ替えながら、ポートフォリオ価値の最大化を目指します。J-REIT や私募ファンドが代表例です。

■ オープンエンド型ファンド

- ・ ①定義: 投資家からの請求に応じて、ファンドが投資持分（投資口など）を買い戻し（解約・払戻し）する仕組みを持つファンドのことです。
- ・ ②解説: 投資家はいつでも換金できますが、ファンド側は解約に備えて現金を準備しておく必要があります。非上場の投資信託や私募 REIT で採用されています。

■ クローズドエンド型ファンド

- ・ ①定義: ファンド自身は原則として投資持分の解約・払戻しに応じない仕組みのファンドです。
- ・ ②解説: 投資家が換金したい場合は、取引所などで他の投資家に売却する必要があります。ファンド側は解約を気にする必要がないため、不動産のような流動性の低い資産の長期運用に適しています。J-REIT や不動産私募ファンドがこの形態をとります。

● 解答

2

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 資産流動化型スキームの定義と特徴を思い出す。

2. テキスト 102 第 II 部 第 2 章 2.1.1.1 に「オリジネーターが資金調達を目的に、保有する不動産…を SPV に譲渡し…」 「最初に不動産を特定して…静的な仕組み」とある。
3. また、同テキストには「流動化型の特徴を「モノありき」…と表現することもある」と記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの特徴と一致している。

■ 【解説】：その通りです。資産流動化型スキームは、オリジネーターが保有する**特定の不動産**を資金化（流動化）することが出発点となるため、「**モノありき**」と呼ばれます。その目的は、オリジネーターの資金調達や資産のオフバランス化であり、一度組成されると、原則として資産の入れ替えを行わない**静的な仕組み**である点が特徴です。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 私募 REIT の特徴、特に換金方法を確認する。
2. テキスト 102 第 II 部 第 2 章 2.1.1.4 によると、私募 REIT は「非上場の**オープンエンド型**の不動産投資法人」であり、「一定の条件の下で出資金の払戻しなどを認めて流動性を確保している」。
3. 選択肢では「クローズドエンド型」と記述されている。これが誤り。

■ 【解説】：この記述は誤っています。私募 REIT の最大の特徴は、非上場でありながら投資家からの解約請求に応じて投資口の**払戻し**が可能な「**オープンエンド型**」である点です。これに対し、上場している J-REIT は、取引所でいつでも売買できる代わりに、投資法人自身は原則として払戻しに応じない「クローズドエンド型」です。選択肢は、このオープンエンド型とクローズドエンド型を混同しているため誤りです。

項目	私募 REIT	J-REIT (上場 REIT)
上場/非上場	非上場	上場
換金方法	投資法人への 払戻請求 （オープンエンド）	取引所での 売却 （クローズドエンド）
主な投資家	機関投資家	機関投資家、個人投資家
価格の基準	鑑定評価額に基づく 基準価額	取引所での 市場価格 （投資口価格）

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産ローンを証券化した商品の種類を確認する。
2. テキスト 102 第 II 部 第 2 章 2.1.1.5 によると、収益不動産（商業用不動産）向けローンを裏付けとしたものを **CMBS**、住宅ローンを裏付けとしたものを **RMBS** と呼ぶとされている。
3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。

■ 【解説】：その通りです。不動産を担保とするローンを証券化した商品には、担保となる不動産の種類によって主に 2 つの種類があります。

- ・ **CMBS** (Commercial Mortgage Backed Securities): オフィスビルや商業施設などの**商業用不動産**を担保とするローンを裏付けとした証券です。
- ・ **RMBS** (Residential Mortgage Backed Securities): 個人向けの**住宅ローン**を裏付けとした証券です。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 特定目的会社 (TMK) の特徴を確認する。
2. テキスト 102 第 II 部 第 2 章 2.1.1.2 によると、TMK は資産流動化法に基づき、資産を証券化するためだけに設立される。
3. 同テキストには、「投資家保護の観点から、対象資産の管理処分は特定目的会社はその計画 (資産流動化計画) に沿って業務を行う」と記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの特徴と一致している。

■ 【解説】：その通りです。特定目的会社 (TMK) は、資産の流動化 (証券化) という**特定の目的**のために、資産流動化法という特別な法律に基づいて設立される会社です。投資家保護のため、TMK がどのような資産を取得し、どのように管理・処分し、どのように資金調達・分配を行うかといった事業計画の全体像を「**資産流動化計画**」として詳細に定め、それに従って業務を行うことが厳格に義務付けられています。

● 暗記のポイント

- **資産流動化型**: モノありき (特定の不動産が先)、静的運用、オリジネーターの資金調達目的。例: **TMK**。
- **ファンド型**: カネありき (投資家の資金が先)、動的運用 (資産入替あり)、投資家の資産運用目的。例: **J-REIT**、**私募ファンド**。
- **私募 REIT**: 非上場・オープンエンド型 (払戻し可能)。
- **J-REIT**: 上場・クローズドエンド型 (市場で売却)。
- **CMBS**: 商業用不動産ローン証券。
- **RMBS**: 住宅ローン証券。

● 関連知識・発展学習

■ **なぜ私募 REIT はオープンエンド型なのか?** 私募 REIT は非上場であるため、投資家は J-REIT のように取引所で自由に投資口を売却して換金することができません。もしクローズドエンド型 (払戻し不可) にしてしまうと、投資家は資金を回収する手段がほとんどなくなり、投資しにくくなってしまいます。そこで、私募 REIT では、非上場であることのデメリット (流動性の低さ) を補うため、投資家からの請求に応じて投資法人が投資口を買い戻す**オープンエンド型**の仕組みを採用しています。これにより、投資家は一定の流動性を確保することができます。ただし、J-REIT のようにいつでも換金できるわけではなく、解約請求ができる期間が年に 1~2 回に限定されているなど、一定の制約があります。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 2 章 2.1.1.1 資産流動化型スキームとファンド型スキーム
- 2: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 2 章 2.1.1.4 J-REIT と私募ファンド
- 3: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 2 章 2.1.1.5 不動産ローンの証券化 (CMBS と RMBS)
- 4: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 2 章 2.1.1.2 特定目的会社 (TMK) スキーム

2020 年度 午前問題 9

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化市場の歴史の変遷
- 学習目標: 不動産証券化に関連する主要な法制度や出来事が、どのような時代背景のもとで、どのような順番で起こったかを時系列で整理できるようになる。
- ひっかけポイント: 法改正の名称や出来事の正確な時期を混同しないように注意しましょう。特に、リーマンショック後の出来事（不動産市場安定化ファンド設立）と、その後の法改正（自己投資口取得解禁など）の前後関係がポイントです。

● 専門用語の定義・解説

■ 不動産特定共同事業法

- ・ ①定義: 複数の投資家から出資を募り、不動産の売買や賃貸などの取引を行い、その収益を分配する事業（不動産特定共同事業）について定めた法律です。
- ・ ②解説: 1980 年代のバブル期に問題となった、ずさんな不動産小口化商品から投資家を保護するために 1995 年に施行されました。事業を行うには原則として許可が必要であり、投資家への説明義務など厳しい規制が課されています。

■ 不動産市場安定化ファンド

- ・ ①定義: 2008 年のリーマンショック後の金融危機を受け、資金繰りに窮した J-REIT 等を支援するために設立された官民共同のファンドです。
- ・ ②解説: 不動産市況の悪化と金融機関の融資姿勢の硬直化により、多くの J-REIT が借入金の借り換え（リファイナンス）が困難な状況に陥りました。このファンドは、そうした J-REIT が保有する不動産を一時的に買い取るなどして、市場の安定化を図る役割を果たしました。

■ 自己投資口の取得

- ・ ①定義: J-REIT（投資法人）が、自らが発行した投資口を市場から買い戻すことです。
- ・ ②解説: 株式会社における自己株式取得（自社株買い）に相当します。投資口価格が割安な時に実施することで、1 口当たりの資産価値を高めたり、市場に需給が改善するとのシグナルを送ったりする効果が期待されます。当初は認められていませんでしたが、後の法改正で解禁されました。

● 解答

2. (イ→ロ→ニ→ハ)

● 選択肢の個別解説

各出来事の時期を時系列で整理します。

■ イ: 「不動産特定共同事業法」の施行

- ・ 時期: 1995 年 4 月
- ・ 背景: 1980 年代後半のバブル期に乱立した不動産小口化商品が社会問題化したことを受け、投資家保護を目的として制定されました。
- ・ 関連知識: この法律の適用を回避するために、不動産を信託受益権化して取引する GK-TK スキームが発展したという歴史的経緯があります（テキスト 102 第 I 部 第 4 章 4.1）。

■ ロ: 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律 (通称: 旧 SPC 法)」の制定

- ・ **時期: 1998 年 9 月**
- ・ **背景:** バブル崩壊後の金融機関の不良債権処理を促進し、企業の資産流動化を支援するために制定されました。これにより、TMK（特定目的会社）を用いた証券化が可能になりました。
- ・ **関連知識:** この法律は 2001 年に「資産の流動化に関する法律」に改正され、より使いやすい制度になりました。

■ ニ: 官民協調による「不動産市場安定化ファンド」の設立

- ・ **時期: 2009 年 9 月**
- ・ **背景:** 2008 年 9 月のリーマンショックを発端とする世界金融危機により、J-REIT 市場は深刻な資金繰り難（リファイナンス危機）に陥りました。市場の機能不全を防ぐため、政府と民間企業が協力してこのファンドを設立し、J-REIT を支援しました。
- ・ **関連知識:** この金融危機を教訓に、J-REIT は財務基盤の強化（借入期間の長期化など）を進めることとなります。

■ ハ: 投信法改正による「J-REIT による自己投資口の取得解禁」

- ・ **時期: 2013 年 6 月法改正、2014 年施行**
- ・ **背景:** 金融危機後の J-REIT 市場の活性化と、投資法人の財務戦略の多様化を目的として、投信法が改正されました。この改正により、自己投資口の取得のほか、新投資口予約権の発行なども可能になりました。

以上の時系列を整理すると、**イ (1995 年) → ロ (1998 年) → ニ (2009 年) → ハ (2013/2014 年)** の順番になります。したがって、選択肢 2 が正しいです。

● 暗記のポイント

■ 1990 年代: 投資家保護と不良債権処理のための法整備

- ・ **1995 年:** 不動産特定共同事業法（小口化商品の規制）
- ・ **1998 年:** 旧 SPC 法（資産流動化の促進）

■ 2000 年代: J-REIT 市場の創設と金融危機

- ・ **2001 年:** J-REIT 市場創設
- ・ **2008 年:** リーマンショック
- ・ **2009 年:** 不動産市場安定化ファンド設立（危機対応）

■ 2010 年代: 金融危機後の制度見直しと市場活性化

- ・ **2013 年:** 投信法改正（自己投資口取得の解禁など）

● 関連知識・発展学習

- **なぜこの順番なのか？ - 時代の要請と法制度不動産証券化市場の歴史は、その時々社会・経済的な要請に応える形で法制度が整備・改正されてきた歴史でもあります。** | 時代 | 社会・経済の要請 | 対応する主な法制度・出来事 | :— | :— | :— | | **1990 年代前半（バブル崩壊後）** | ・行き過ぎた不動産投資（小口化商品）からの投資家保護・不良債権処理、企業の資産オフバランス化 | ・**不動産特定共同事業法**（1995 年）・**旧 SPC 法**（1998 年） | | **2000 年代前半（金融システム改革）** | ・新たな投資商品の創出・市場型間接金融の育成 | ・投信法改正、**J-REIT 市場創設**（2001 年） | | **2000 年代後半（金融危機）** | ・J-REIT の資金繰り危機への対応・市場の安定化 | ・**不動産市場安定化ファンド設立**（2009 年） | | **2010 年代（金融危機後の再建）** | ・J-REIT の財務基盤強化・資金調達手段の多様化 | ・**投信法改正（自己投資口取得解禁など）**（2013 年） |

このように、「問題発生 → 対策としての制度整備」という流れを意識すると、各出来事の前後関係が理解しやすくなります。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第Ⅰ部 第4章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史
- ロ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第Ⅰ部 第4章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史
- ハ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第Ⅰ部 第4章 4.2.2 金融商品取引法などの制定と改正 / テキスト 104 上
不動産証券化の法務第4章 4.4.2 投資口の取得
- ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第Ⅰ部 第4章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史

2020 年度 午前問題 10

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産取引における調査の実務と関連法規
- 学習目標: 不動産売買の前提となる現地調査や行政調査の具体的な内容と、宅建業法上の広告規制について理解する。
- ひっかけポイント: 「住居表示」と登記上の「所在・地番」の違い、行政調査における所管官庁の違い（文化財は教育委員会）、誇大広告の禁止など、宅建業の実務で基本となる知識が問われています。

● 専門用語の定義・解説

■ 住居表示（じゅうきょひょうじ）

- ・ ①定義: 郵便物の配達などを分かりやすくするために、「住居表示に関する法律」に基づき市町村が定める住所の表示方法です。
- ・ ②解説: 「〇〇町一丁目 2 番 3 号」のように表示されます。日常生活で使う「住所」はほとんどがこの住居表示です。

■ 所在・地番（しよざい・ちばん）

- ・ ①定義: 不動産登記法に基づき、土地を特定するために法務局が一筆ごとに付ける番号のことです。
- ・ ②解説: 「〇〇町一丁目 5 番」のように表示されます。不動産取引や登記手続きでは、この地番が土地を特定する正式な情報となります。住居表示とは必ずしも一致しないため、不動産調査では両者の確認が不可欠です。

■ 文化財埋蔵包蔵地（まいぞうぶんかざいほうぞうち）

- ・ ①定義: 貝塚、古墳、城跡など、土地の中に文化財が埋まっていることが知られている土地のことです。
- ・ ②解説: この区域内で土木工事などを行う場合、事前に**教育委員会**への届出が必要となり、場合によっては発掘調査が義務付けられます。調査には時間と費用がかかるため、不動産取引、特に開発案件では非常に重要な調査項目となります。

● 解答

4. (ロとハとニ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. 現地調査の具体的な作業内容を考える。
 2. テキスト 102 第 III 部 第 1 章 1.1.2 によると、現地調査では「接道道路の幅員…当該道路や取引対象土地との接道面の距離を実測する」とある。
 3. その際の器具として「スチール製の巻尺（スチールテープ、コンベックス）といった信頼性が高い器具を使い」と具体的に示されている。
 4. したがって、この行為は適切な現地調査の一環である。
- 【解説】: これは、不動産の現地調査における基本的な作業であり、正しい行動です。建築基準法上の**接道義務**（原則、幅員 4m 以上の道路に 2m 以上接すること）を満たしているかを確認するため、道路幅員や接道面

の距離を実際に測ることは極めて重要です。その際、信頼性の高いスチール製の巻尺などを使用することは、正確な調査を行う上で当然の行為といえます。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 「住居表示」と登記上の「所在・地番」の関係性を確認する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.1.2 で「不動産登記の他は日常用いている住居表示とは異なる概念であること」と解説されているように、両者は異なる制度に基づくものであり、必ずしも一致しない。
3. したがって、両者が「一致するものである」という記述は誤り。

■ 【解説】：「住居表示」と、登記事項証明書に記載される「所在・地番」は、根拠となる法律も目的も異なるため、必ずしも一致しません。

- ・ **住居表示**：郵便物の配達などの便宜のために市町村が定める住所。（例：〇〇町 1 丁目 2 番 3 号）
- ・ **所在・地番**：不動産登記法に基づき、土地を特定するために法務局が付ける番号。（例：〇〇町 1 丁目 5 番）不動産取引においては、権利関係を正確に把握するために、登記上の「所在・地番」が正式な情報となります。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 文化財埋蔵包蔵地に関する調査の担当部署を確認する。
2. テキスト 102 第 III 部 第 1 章 1.1.2 やテキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.2.6.2 によると、この調査の所管は「**教育委員会**」である。
3. 選択肢では「国土交通省地方整備局」となっているため、誤り。

■ 【解説】：埋蔵文化財に関する事務を所管しているのは、国土交通省ではなく、各市町村の**教育委員会**です。不動産開発などを行う土地が文化財埋蔵包蔵地に該当するかどうかは、必ず教育委員会に照会して確認する必要があります。行政調査では、調査事項ごとに担当部署が異なるため、どこに何を確認すべきかを正確に把握しておくことが重要です。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産広告に関する法規制を確認する。
2. 宅地建物取引業法第 32 条では「誇大広告等の禁止」が定められている。
3. 「他に類を見ない優良物件」といった表現は、客観的な根拠がなければ、消費者に著しく優良であると誤認させる表示に該当する可能性が高い。
4. したがって、この広告は宅建業法違反となる可能性があり、不適切である。

■ 【解説】：宅地建物取引業法第 32 条では、**誇大広告等の禁止**が定められており、「著しく事実に相違する表示をし、又は実際のものよりも著しく優良であり、若しくは有利であると人に誤認させるような表示」をすることを禁じています。「他に類を見ない優良物件」という表現は、客観的な根拠がない限り、まさにこの「著しく優良であると誤認させる表示」に該当する可能性が極めて高く、不適切な広告です。

● 暗記のポイント

■ 不動産調査の基本:

- ・ 現地調査: 巻尺（コンベックス）等で道路幅員・接道距離を実測。
- ・ 権利関係: 登記上の所在・地番で特定。「住居表示」とは異なる。
- ・ 行政調査: 文化財 → 教育委員会。

■ 宅建業法の広告規制: 誇大広告の禁止（宅建業法第 32 条）。根拠のない「一番」「最高」などの表現は NG。

● 関連知識・発展学習

■ なぜ行政調査は重要なのか？ - 公法上の制限不動産は、所有者が自由に何でもできるわけではなく、様々な法律（公法）によって利用方法が制限されています。不動産取引、特に証券化においては、これらの制限を事前に調査することが極めて重要です。もし調査を怠ると、想定していた建物が建てられない、思わぬ費用が発生するなどのリスクがあります。| 調査事項 | 主な関連法規 | 担当部署（例） | 調査を怠った場合のリスク例 || :—| :—| :—| :— || 用途・規模 | 都市計画法、建築基準法 | 市区町村の都市計画課、建築指導課 | ・希望する用途の建物が建てられない・想定より小さい建物しか建てられない（容積率・建蔽率制限）|| 接道 | 建築基準法 | 市区町村の建築指導課、道路管理課 | ・建物の新築・再建築ができない（接道義務違反）|| 埋蔵文化財 | 文化財保護法 | 市区町村の教育委員会 | ・工事着工の遅れ・発掘調査費用の負担 || 土壌汚染 | 土壌汚染対策法 | 都道府県・市の環境部局 | ・浄化費用の負担・健康被害のリスク|

このように、不動産の価値や利用可能性は、目に見えない公法上の規制によって大きく左右されます。だからこそ、不動産デューデリジェンスにおける行政調査は、専門家による慎重な確認が不可欠なのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 III 部 第 1 章 1.1.2 不動産売買の概要
- ロ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 III 部 第 1 章 1.1.2 不動産売買の概要
- ハ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 III 部 第 1 章 1.1.2 不動産売買の概要
- ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 III 部 第 3 章 3.1.1.3 宅地建物取引業の業務規制

2020 年度 午前問題 11

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産信託の基本当事者と、不動産信託受益権の取引に関する法規制
- 学習目標: 信託の 3 当事者（委託者、受託者、受益者）の役割を理解し、不動産信託受益権が金融商品取引法の規制対象であることを説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 不動産信託受益権の取引は、「不動産」の側面と「金融商品」の側面を持ちます。規制の根拠法が宅建業法や信託業法ではなく、**金融商品取引法**であることを正確に押さえましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 信託（しんたく）

- ・ ①定義: 財産を持つ人（委託者）が、信頼できる人（受託者）にその財産を託し、特定の目的（信託目的）に従って、特定の人（受益者）のためにその財産の管理・処分をしてもらう制度です。
- ・ ②解説: 不動産証券化では、不動産そのものではなく、不動産を信託したことで生まれる「信託受益権」（信託から利益を受け取る権利）を売買することが一般的です。これにより、不動産取得税や登録免許税といった流通税を軽減できるメリットがあります。

■ 不動産信託受益権（ふどうさんしんたくじゅえきけん）

- ・ ①定義: 主に不動産を信託財産とする信託から、元本や収益などの利益を受け取る権利のことです。
- ・ ②解説: 金融商品取引法上、「みなし有価証券」として扱われます。そのため、この権利を売買したり、その仲介をしたりする行為は、金融商品取引法の規制対象となります。

■ 第二種金融商品取引業

- ・ ①定義: 金融商品取引業の一つで、不動産信託受益権や匿名組合出資持分など、流動性が比較的低い「みなし有価証券」（第二項有価証券）の売買やその私募の取扱いなどを業として行うために必要な登録です。
- ・ ②解説: 不動産証券化商品の販売や仲介を行う事業者の多くが、この第二種金融商品取引業の登録を受けています。

● 解答

3. (イ: 委託者 ロ: 受益者 ハ: 金融商品取引法 ニ: 損失補てん等の禁止)

● 選択肢の個別解説

空欄イ・ロ

- 【正誤判断】: イ: 委託者、ロ: 受益者

- 【思考プロセス】:

1. 信託を構成する 3 人の当事者の役割を定義する。
2. 財産を託す（移転する）のが「委託者」。
3. 財産を預かり管理・処分するのが「受託者」。
4. 信託から利益を受け取るのが「受益者」。
5. 問題文の「信託を設定し、受託者に対し財産権の移転等の処分をなす」のは**委託者**の役割。
6. 「信託の利益を享受する」のは**受益者**の役割。

- 【解説】: 信託は、**委託者**、**受託者**、**受益者**の 3 当事者で構成されるのが基本です。

- ・ **イ: 委託者**: 自分の財産を信託する人。「信託を設定し、財産権の移転等の処分をなす」役割を担います。

- ・ **ロ：受益者**：信託から生じる利益（賃料収入や売却益など）を受け取る人。「信託の利益を享受する」役割を担います。不動産証券化の初期段階では、不動産の所有者（オリジネーター）が委託者と受益者を兼ねることが一般的です（これを**自益信託**といいます）。

空欄ハ

■ 【正誤判断】：金融商品取引法

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産信託受益権の売買の媒介等を規制する法律は何かを考える。
2. テキスト 104 上 第 8 章 8.4.1 によると、不動産信託受益権は金商法第 2 条第 2 項第 1 号の「みなし有価証券」に該当する。
3. この「みなし有価証券」の売買の媒介等を業として行うには、金商法上の**第二種金融商品取引業**の登録が必要である。
4. したがって、根拠法は**金融商品取引法**である。信託業法は受託者の行為を規制する法律であり、ここでは当てはまらない。

■ 【解説】：不動産信託受益権は、金融商品取引法（金商法）において「みなし有価証券」（第二項有価証券）と位置づけられています。そのため、不動産信託受益権の売買の媒介（仲介）などを業として行うには、金商法に基づく**第二種金融商品取引業**の登録が必要です。したがって、根拠法は「金融商品取引法」となります。「信託業法」は、信託の引受け（受託者になること）を業として行う信託銀行などを規制する法律であり、受益権の売買の媒介を直接規制するものではありません。

空欄ニ

■ 【正誤判断】：損失補てん等の禁止

■ 【思考プロセス】：

1. 第二種金融商品取引業者に課される行為規制の例を考える。
2. テキスト 106 第 II 部 第 1 章 1.4.3.3 の判例や、テキスト 102 第 III 部 第 3 章 3.1.1.3 の宅建業法の規制でも「断定的判断の提供の禁止」は出てくる。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.4.5 のレポートの解説中に「損失補てん等の禁止」という用語が出てくる。
4. テキスト 104 上 第 8 章 8.6.6.2 やテキスト 106 第 I 部 第 3 章 3.2.1 では金商法上の行為規制として「損失補填等の禁止」（金商法第 39 条）が挙げられている。
5. 一方、「最良執行方針」は、主に上場株式等の注文を執行する第一種金融商品取引業者に課される義務であり、第二種金融商品取引業者が行う不動産信託受益権の相対取引の媒介には通常適用されない。
6. したがって、「損失補てん等の禁止」が最も適切な語句である。

■ 【解説】：第二種金融商品取引業者には、金商法に基づき様々な行為規制が課せられています。その代表的なものの一つが「**損失補てん等の禁止**」（金商法第 39 条）です。これは、金融商品取引業者が、顧客に対して損失が出たら補填する、あるいは一定の利益を保証するといった約束をして勧誘することを禁止するルールです。このような約束は、投資家がリスクを正しく認識することを妨げ、自己責任原則を歪めるため、厳しく禁じられています。選択肢にある「最良執行方針の策定義務」は、主に株式など取引所での売買注文を執行する際に、顧客にとって最も有利な条件で取引を執行するための方針を定めて公表する義務であり、第一種金融商品取引業者に課されるものです。

● 暗記のポイント

■ 信託の 3 当事者:

- ・ 委託者: 財産を託す人。
- ・ 受託者: 財産を預かり管理・処分する人（例：信託銀行）。
- ・ 受益者: 利益を受け取る人。

■ 不動産信託受益権: 金商法上のみなし有価証券。

■ 取引の規制: 売買の媒介等は第二種金融商品取引業の登録が必要（根拠法：金商法）。

■ 主な行為規制: 損失補てん等の禁止、断定的判断の提供の禁止など。

● 関連知識・発展学習

- なぜ信託受益権にするのか？ - 法務と税務の連携 不動産を証券化する際に、なぜわざわざ信託を設定して「不動産信託受益権」という形にするのでしょうか。それには、法務・税務上の大きなメリットがあります。| 側面 | メリット | 解説 | 関連科目 | | :— | :— | :— | :— | | 税務 | 流通税の軽減 | 現物不動産を売買すると高額な不動産取得税と登録免許税がかかりますが、信託受益権の売買であれば、これらの税金はかかりません（信託設定時の登録免許税はかかりませんが、売買時より税率は低い）。| 104 下 会計・税務 | | 法務 | 倒産隔離と管理の安定性 | 信託財産は受託者（信託銀行）の固有財産とは分別管理され、受託者が倒産しても影響を受けません。また、専門家である信託銀行が管理することで、資産の安定的な維持が期待できます。| 104 上 法務 | | 業法 | 不動産特定共同事業法の適用除外 | 現物不動産への共同投資は不動産特定共同事業法の許可が必要ですが、信託受益権への投資はこの法律の適用対象外です。これにより、GK-TK スキームのような柔軟なファンド組成が可能になります。| 104 上 法務 |

このように、信託を活用することは、コストを抑え、法的に安定したスキームを構築するための、不動産証券化における基本的なテクニックなのです。

● 公式テキストの参照先

- イ、ロ: テキスト 104 下 不動産証券化の会計・税務 第 V 部 第 4 章 4.1 信託の種類と投資家に対する課税について
- ハ: テキスト 104 上 不動産証券化の法務 第 8 章 8.4.8 信託受益権としての私募の取扱い
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.4.5 PM レポートなど報告書作成業務

2020 年度 午前問題 12

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 金融市場の基本的な分類と金融商品の種類
- 学習目標: 金融市場の分類（短期/長期、店頭市場）、金融仲介の形態（直接/間接/市場型間接）、デリバティブ取引（オプション）の定義をそれぞれ正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「市場型間接金融」の定義が問われています。これは「直接金融」とは異なる概念であることを明確に理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 短期金融市場（マネー・マーケット）

- ・ ①定義: 満期が1年以内の短期的な資金が取引される市場です。
- ・ ②解説: 金融機関同士が日々の資金の過不足を調整するコール市場や、企業が短期の運転資金を調達するCP（コマーシャル・ペーパー）市場などがあります。

■ 長期金融市場（キャピタル・マーケット）

- ・ ①定義: 満期が1年を超える長期的な資金が取引される市場です。
- ・ ②解説: 企業の設備投資資金などを調達するための株式市場や債券市場がこれにあたります。

■ 店頭市場（OTC 市場）

- ・ ①定義: 証券取引所のような特定の取引所を介さず、金融機関や投資家同士が相対で取引を行う市場のことです。
- ・ ②解説: “Over-The-Counter”の略。債券取引の多くは、この店頭市場で行われています。

■ オプション取引

- ・ ①定義: ある商品を、将来の特定の期日までに、あらかじめ決められた価格で「買う権利（コール・オプション）」または「売る権利（プット・オプション）」を売買する取引です。
- ・ ②解説: 権利の買い手は、権利行使価格よりも市場価格が有利になった場合にのみ権利を行使すればよく、損失は最初に支払ったオプション料に限定されます。一方、権利の売り手は、買い手が権利を行使した場合、それに応じる義務を負います。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 金融市場の分類方法を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 1 章 1.2.2 によると、市場は取引期間によって「短期金融市場」と「長期金融市場」に分けられる。
3. また、取引形態によって取引所市場と「店頭市場」に分けられることも記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの分類と一致している。

■ 【解説】: その通りです。金融市場は、取引される資金の期間と取引形態によって分類されます。

- ・ **期間による分類**: 償還期間が1年以内なら**短期金融市場**、1年超なら**長期金融市場（資本市場）**です。
- ・ **形態による分類**: 東京証券取引所のような特定の場所（システム）で取引する**取引所市場**と、金融機関同士などが電話やネットワークを通じて直接取引する**店頭市場（OTC 市場）**があります。

選択肢ロ

- **【正誤判断】**: 誤り
- **【思考プロセス】**:
 1. 「市場型間接金融」の定義を確認する。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 1 章 1.1.4 によると、「市場型間接金融」とは、投資信託や証券化などの「集団投資スキーム」を通じて資金が供給される仕組みを指す。
 3. 企業が株式や社債を発行して直接資金を調達するのは「直接金融」である。
 4. したがって、選択肢の記述は「直接金融」の説明であり、「市場型間接金融」ではない。
- **【解説】**: この記述は誤りです。企業が株式や社債を発行して、資本市場から直接資金を調達する形態は「**直接金融**」と呼ばれます。これに対し、「**市場型間接金融**」とは、投資信託や不動産証券化の SPV といった「集団投資スキーム」が投資家から資金を集め、それを企業等に投資する仕組みを指します。銀行預金のような伝統的な「間接金融」と、株式発行のような「直接金融」の、両方の特徴を併せ持った金融形態です。

金融の形態	資金の流れ	リスク負担者	具体例
直接金融	資金需要者 ⇔ 投資家	投資家	株式、社債
間接金融	資金需要者 ⇔ 金融機関 ⇔ 投資家	金融機関	銀行預金・貸付
市場型間接金融	資金需要者 ⇔ ファンド (SPV) ⇔ 投資家	投資家	J-REIT、投資信託、証券化商品

選択肢ハ

- **【正誤判断】**: 正しい
- **【思考プロセス】**:
 1. オプション取引の定義を確認する。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 1 章 1.2.3 に「オプション取引は、ある商品を、将来の一定期日までに、もしくは一定期日に、あらかじめ定める価格（権利行使価格）で売り付け（プット）又は買い付け（コール）する権利の取引だ」と定義されている。
 3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。
- **【解説】**: その通りです。オプション取引は、「買う権利（**コール・オプション**）」と「売る権利（**プット・オプション**）」を売買する取引です。権利の買い手は、権利を行使するかしないかを自由に選択できますが、権利の売り手は、買い手が権利行使した場合、それに応じる義務があります。この非対称性がオプション取引の最大の特徴です。

選択肢ニ

- **【正誤判断】**: 正しい
- **【思考プロセス】**:
 1. イールドカーブの形状について確認する。

2. テキスト 105 第 IV 部 第 1 章 1.3.2 に「通常、イールドカーブは短期金利ほど低く、長期金利ほど高くなる。これを順イールドと呼ぶ。」とある。
3. また、「金利低下期待が高まり金利の先安観が強い場合など、長期金利が短期金利に近づき (フラットイールド)、さらには長期金利が短期金利を下回る (逆イールド) ことがある。」とも記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらと一致している。

■ 【解説】：その通りです。イールドカーブ (利回り曲線) は、横軸に債券の残存期間、縦軸に利回りをとったグラフで、金利の期間構造を示します。

- ・ 順イールド: 将来の景気拡大や金利上昇が予想される場合に現れやすい、通常の形状 (右肩上がり)。
- ・ フラットイールド: 金融政策の転換期などで見られる、長短金利差がほとんどない状態 (水平)。
- ・ 逆イールド: 将来の景気後退や金利低下が予想される場合に現れる、特殊な形状 (右肩下がり)。

● 暗記のポイント

■ 金融市場の分類:

- ・ 期間: 短期 (1 年以内) vs 長期 (1 年超)
- ・ 形態: 取引所 vs 店頭 (OTC)

■ 金融の 3 類型:

- ・ 直接金融: 企業 ⇄ 投資家
- ・ 間接金融: 企業 ⇄ 銀行 ⇄ 預金者
- ・ 市場型間接金融: 企業 ⇄ ファンド ⇄ 投資家

■ オプション取引: 「買う権利 (コール)」と「売る権利 (プット)」の売買。

■ イールドカーブの形状: 順イールド (通常)、フラットイールド、逆イールド (景気後退のサイン)。

● 関連知識・発展学習

■ なぜ市場型間接金融が重要なのか? バブル崩壊後の日本では、銀行が不良債権問題で融資機能を十分に果たせなくなる「信用収縮」が起きました。これは、企業の資金調達に銀行貸付という「間接金融」に過度に依存していたことのリスクを露呈させました。そこで、金融システムのリスクを分散させるため、銀行以外の多様なルートで資金が供給される仕組みの重要性が認識されるようになりました。その中核を担うのが、不動産証券化や投資信託といった「市場型間接金融」です。市場型間接金融が発展することで、

- ・ 企業 (資金需要者) は: 銀行の融資姿勢に左右されにくい、多様な資金調達手段を得られる。
- ・ 投資家 (資金供給者) は: 預金以外の多様なリスク・リターン運用商品を得られる。
- ・ 経済全体では: 金融システムのリスクが分散され、より安定性が増す。といったメリットが期待されます。不動産証券化は、この市場型間接金融を代表する仕組みの一つとして、日本の金融システムにおいて重要な役割を担っているのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 1 章 1.2.2 金融市場の種類
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 1 章 1.1.4 市場型間接金融
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 1 章 1.2.3 金融先物市場等
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 1 章 1.3.2 イールドカーブ

2020 年度 午前問題 13

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 企業の情報開示制度の全体像
- 学習目標: 金商法、会社法、金融商品取引所の規則、IR 活動という 4 つの異なる根拠に基づく情報開示の目的と特徴を理解し、その違いを説明できるようになる。
- ひっかけポイント: それぞれの開示制度の目的（誰を保護するためか）と、開示される情報のタイミング（発行時、期中、随時）を混同しないようにしましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ EDINET（エディネット）

- ・ ①定義: 金融商品取引法に基づく有価証券報告書などの開示書類を、インターネットを通じて電子的に提出・閲覧できるようにしたシステムのことです。
- ・ ②解説: “Electronic Disclosure for Investors’ NETwork”の略。これにより、投資家は企業の開示情報に公平かつ迅速にアクセスできるようになりました。上場企業や J-REIT は、決算短信や有価証券報告書などをこのシステムを通じて提出します。

■ 適時開示

- ・ ①定義: 上場企業が、投資家の投資判断に重要な影響を与える会社の情報を、発生後直ちに開示することです。
- ・ ②解説: これは金融商品取引所の規則に基づく義務です。決算情報や業績予想の修正、合併や新株発行といった重要事項が対象となります。法定開示（有価証券報告書など）が定期的な情報提供であるのに対し、適時開示は「タイムリーな」情報提供を目的としています。

■ IR 活動（Investor Relations）

- ・ ①定義: 企業が株主や投資家に対し、経営状況や財務状況、今後の戦略などを任意で、かつ積極的に情報提供していく活動全般のことです。
- ・ ②解説: 法律や規則で義務付けられた開示だけでなく、決算説明会の開催、アニュアルレポートの発行、ウェブサイトでの情報発信など、様々な形で行われます。投資家との良好な関係を築き、自社の価値を正しく評価してもらうことを目的としています。

● 解答

4. (全て正しい)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 金商法に基づく開示の目的を確認する。テキスト 105 によると、一般投資家保護と資本市場の健全な発展が目的である。
2. 開示方法として EDINET が使われているかを確認する。テキスト 105 第 IV 部第 2 章 2.2.1 に「EDINET…により電子化された」と明記されている。
3. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。

- 【解説】：その通りです。金融商品取引法（金商法）に基づく開示制度は、広く一般の投資家が適切な投資判断を下せるように情報を提供することを目的としています。そのための仕組みとして、**EDINET** が導入され、有価証券報告書などの法定開示書類が電子的に提出・公開されることで、投資家は迅速かつ公平に情報へアクセスできるようになっています。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. 会社法に基づく開示の目的を確認する。テキスト 105 によると、株主や債権者といった直接的な利害関係者の保護が目的である。
 2. 開示される書類とタイミングを確認する。テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.2.2 によると、「計算書類及び事業報告を定時株主総会の場で開示」することが求められる。
 3. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。
- 【解説】：その通りです。会社法に基づく開示は、主に**株主や債権者**といった、その会社と直接的な利害関係にある人々を保護することを目的としています。その中核となるのが、年に一度の**定時株主総会**における計算書類（貸借対照表、損益計算書など）や事業報告の報告・承認です。これにより、株主は会社の経営状況を把握し、経営陣に対する監督機能を発揮することができます。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. 金融商品取引所の規則に基づく開示（適時開示）の目的を確認する。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.2.3 によると、「投資判断に重要な影響を与える会社の業務運営又は業績等に関する情報について、投資家に適時・適切に開示（適時開示）することを目的としている」。
 3. 選択肢の記述はこの目的と一致している。
- 【解説】：その通りです。金融商品取引所が上場企業に義務付けている**適時開示**は、投資家の投資判断に重要な影響を与える情報（例：決算情報、業績予想の修正、M&A など）を、発生後**直ちに（タイムリーに）**開示させるためのルールです。これにより、情報の非対称性を解消し、インサイダー取引を防ぎ、公正な価格形成を促進することを目的としています。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. IR 活動の性質を確認する。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.2.4 によると、IR 活動は「法律や規則に基づく開示にとどまらず、投資家に向けて積極的に会社情報の開示を実施」する「任意の開示情報」とであると説明されている。
 3. 選択肢の記述はこの内容と一致している。
- 【解説】：その通りです。**IR（インベスター・リレーションズ）活動**は、法令や取引所規則で定められた最低限の開示義務（法定開示、適時開示）に加えて、企業が**任意で、かつ積極的に**行う情報発信活動です。決算説明会の開催やウェブサイトでの情報提供などを通じて、投資家との対話を深め、自社の経営戦略や魅力を伝えることで、企業価値の適正な評価を得ることを目的としています。

● 暗記のポイント

■ 情報開示の 4 類型と目的:

- ・ 金商法開示: 一般投資家保護。EDINET で電子的・網羅的に開示。
- ・ 会社法開示: 株主・債権者保護。定時株主総会で計算書類を承認。
- ・ 適時開示 (取引所規則): 公正な価格形成。重要情報を直ちに開示。
- ・ IR 活動: 企業価値の適正評価。企業による任意・積極的な情報発信。

● 関連知識・発展学習

- なぜ複数の開示制度が必要なのか? 一見すると複雑に見える日本の情報開示制度ですが、それぞれの制度が異なる目的を持ち、相互に補完し合うことで、投資家保護と市場の公正性を多角的に支えています。
- | 制度 | 開示のタイミング | 対象者 | 主な開示情報 | 目的 |
|------------|------------------|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 金商法 (発行開示) | 発行時 | 不特定多数の投資家 | 有価証券届出書、目論見書 | 投資家が十分な情報に基づき新規投資を判断できるようにする |
| 金商法 (継続開示) | 定期的 (年度・半期ごと) | 不特定多数の投資家 | 有価証券報告書、半期報告書 | 投資家が継続的な投資判断を行えるようにする |
| 会社法 | 定期的 (年度ごと) | 株主・債権者 | 計算書類、事業報告 | 株主・債権者が会社の財産状況を把握し、権利を行使できるようにする |
| 適時開示 | 随時 (重要事実発生後、直ちに) | 不特定多数の投資家 | 決算短信、プレスリリース | 情報の非対称性を解消し、インサイダー取引を防ぎ、公正な価格形成を促す |
| IR 活動 | 任意 | 投資家全般 | 説明会資料、アニュアルレポート | 企業と投資家の対話を促進し、企業価値への理解を深める |

このように、各制度が異なる側面から企業情報の開示を規律することで、多層的な投資家保護ネットワークが構築されているのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.2.1 金融商品取引法に基づく開示
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.2.2 会社法に基づく開示
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.2.3 金融商品取引所の規則に基づく開示
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.2.4 IR 活動 (インベスターズ・リレーションズ/IR)

2020 年度 午前問題 14

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 株式取引に関する基礎用語の理解
- 学習目標: IPO、上場廃止、信用取引といった株式市場の基本的な用語の定義を正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「信用取引」と「貸借取引」は似ていますが、主体と目的が異なります。信用取引は投資家が証券会社から資金や株を借りる取引、貸借取引は主に証券会社間での株券の貸し借りです。この違いを明確にしましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ IPO (Initial Public Offering)

- ・ ①定義: 企業が初めて自社の株式を証券取引所に上場し、一般の投資家に向けて売り出すことです。
- ・ ②解説: 日本語では「新規公開株式」や「新規上場株式」といいます。企業は IPO によって市場から大規模な資金を調達でき、知名度や信用度が向上します。投資家にとっては、上場前の割安な価格で株式を取得し、上場後の値上がり益（キャピタルゲイン）を狙える機会となります。

■ 上場廃止

- ・ ①定義: 証券取引所に上場している株式が、その資格を失い、取引所での売買ができなくなることです。
- ・ ②解説: 上場廃止になる理由には、企業の倒産、虚偽記載などの不正行為、あるいは他の会社による完全子会社化などがあります。上場廃止になると、株式の流動性（換金しやすさ）が著しく低下するため、株価は大きく下落するのが一般的です。

■ 信用取引

- ・ ①定義: 投資家が、証券会社に一定の保証金（委託保証金）を預けることで、購入資金や売却するための株券を借りて行う株式売買のことです。
- ・ ②解説: 手持ちの資金以上の金額で株式を買ったり（信用買い）、保有していない株式を借りて売ったり（信用売り、空売り）することができます。レバレッジを効かせた取引が可能ですが、その分リスクも高くなります。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. 株式を上場する際の手続きを確認する。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.1.5.2 によると、「株式を証券取引所に上場させるには、幹事証券会社を通じて証券取引所に申請を行い審査に合格しなくてはならない」と記載されている。
 3. 選択肢の記述はこのプロセスと一致している。
- 【解説】: その通りです。企業が単独で証券取引所に上場を申請することはできません。まず、主幹事となる証券会社を選定し、その指導・サポートのもとで上場に向けた準備を進めます。そして、主幹事証券会社が推薦する形で証券取引所に上場申請を行い、取引所による厳しい**上場審査**に合格する必要があります。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. IPO の定義を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.1.5.2 によると、「株式は上場すると、不特定多数の投資家により売買されるようになるため、上場は株式公開とも呼ばれ」「市場への初の株式供給との意味で、IPO (Initial Public Offering) ともいう」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。

■ 【解説】：その通りです。IPO (Initial Public Offering) は、日本語で「新規株式公開」と訳されます。未上場の企業が、初めて証券取引所に株式を**上場（公開）**し、一般投資家に向けて株式を**売り出す（Offering）**ことを指します。これにより、企業は広く資金を調達するとともに、その株式は取引所で自由に売買されるようになります。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 上場廃止になる理由を確認する。
2. テキスト 105 には直接の記述はないが、一般的な証券市場のルールとして、上場企業が上場を維持するための基準（上場維持基準）を満たせなくなったり、重大なルール違反を犯したりした場合に上場廃止となることは常識的な知識である。
3. 企業の破綻や、流通量が極端に少なくなり公正な価格形成が困難になった場合などは、上場廃止基準に該当する典型例である。

■ 【解説】：その通りです。証券取引所は、投資家保護と市場の信頼性維持のため、上場企業に対して様々な基準（上場維持基準）を設けています。例えば、純資産がマイナスになる（債務超過）、売買高が極端に少ない、虚偽記載を行うといった基準に抵触した場合、投資家が安心して取引できる環境ではなくなるため、**上場廃止**の措置が取られます。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 選択肢で説明されている取引が何かを判断する。
2. 投資家が証券会社から資金や株券を借りて行う売買は「信用取引」である。
3. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.4.5 に「信用取引」の定義はないが、一般的な金融用語として知られている。
4. 「貸借取引」は、主に証券会社同士などが株券を貸し借りする取引を指し、投資家が直接行う信用取引とは異なる。
5. したがって、用語の使い方が誤っている。

■ 【解説】：この記述は、**信用取引**の説明です。「貸借取引」ではありません。

- ・ **信用取引**: 投資家が証券会社から資金や株券を借りて行う取引。
- ・ **貸借取引**: 主に証券会社が他の証券会社や証券金融会社から株券を借りる取引。信用取引で投資家に貸す株券が不足した場合などに利用されます。主体が「投資家」であることから、この取引は「信用取引」と判断するのが適切です。

● 暗記のポイント

- **IPO**: 新規株式公開。企業が初めて上場すること。
- **上場廃止**: 上場企業が資格を失い、取引所で売買できなくなること。
- **信用取引**: 投資家が証券会社から資金や株を借りる取引。

● 関連知識・発展学習

- **J-REIT の IPO** J-REIT も株式会社と同様に、新規に設立されて東京証券取引所の REIT 市場に上場する際に IPO を行います。J-REIT の IPO は「新規上場」と呼ばれ、そのプロセスは株式の IPO と類似しています。
 1. **スポンサーによる準備**: 不動産会社などのスポンサーが、資産運用会社を設立し、投資法人を設立します。
 2. **物件の準備**: 投資法人が最初に取得する物件（ポートフォリオ）を選定し、売買契約を締結します。
 3. **主幹事証券会社の選定**: IPO を主導する証券会社を選びます。
 4. **上場審査**: 東京証券取引所による厳しい審査を受けます。資産内容、運用体制、ガバナンスなどがチェックされます。
 5. **公募・売出し（IPO）**: 審査に合格後、一般の投資家に向けて新投資口を発行（公募）し、資金を調達します。
 6. **物件取得・上場**: 調達した資金で準備していた物件を取得し、取引所に上場します。このように、J-REIT の誕生にも、株式市場で培われた IPO というファイナンス手法が活用されているのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.1.5.2 証券取引所上場制度
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.1.5.2 証券取引所上場制度
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.1.5.2 証券取引所上場制度（直接の記述はないが関連）
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.4.5 信用取引と貸借取引

2020 年度 午前問題 15

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 債券の利回り計算 (単利最終利回り)
- 学習目標: 債券の購入価格、額面、クーポン、残存年数から、単利の最終 (償還) 利回りを正確に計算できるようになる。
- ひっかけポイント: 計算式を正しく覚えることが全てです。特に、償還差損益を年数で割ることを忘れないようにしましょう。また、分母が「購入価格」である点も重要です。

● 専門用語の定義・解説

- 最終利回り (償還利回り)
 - ・ ①定義: 既に発行されている債券 (既発債) を購入し、満期 (償還日) まで保有した場合に得られる、1 年あたりの利回りのことです。
 - ・ ②解説: 債券投資のリターンは、定期的に受け取る利息 (クーポン収入) と、購入価格と償還価格 (通常は額面) との差額である償還差損益の 2 つから構成されます。最終利回りは、これら 2 つのリターンを合算して年平均に直し、投資元本 (購入価格) に対してどのくらいの割合になるかを示したものです。債券の投資尺度として最も一般的に用いられます。
- 単利 (たんり)
 - ・ ①定義: 元本に対してのみ利息が計算される方法です。
 - ・ ②解説: 受け取った利息を再投資することは考慮しません。日本の債券市場では、慣例的にこの単利で利回りを表示することが一般的です。これに対し、受け取った利息も元本に加えて再投資されると仮定して計算する方法を「複利」といいます。

● 解答

4. (1.58%)

● 選択肢の個別解説

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. 単利の最終 (償還) 利回りの計算式を思い出す。利回り (%) = [年間クーポン収入 + (償還価格 - 購入価格) ÷ 残存年数] ÷ 購入価格 × 100
 2. 問題文から各数値を抽出する。
 - ・ 額面: 100 円
 - ・ クーポン: 0.5% → 年間クーポン収入 = 100 円 × 0.5% = 0.5 円
 - ・ 購入価格: 95 円
 - ・ 残存年数: 5 年
 - ・ 償還価格: 100 円 (額面償還)
 3. 計算式に数値を代入する。
 - ・ 1 年あたりの収益 = 0.5 円 + (100 円 - 95 円) ÷ 5 年 = 0.5 円 + 5 円 ÷ 5 年 = 0.5 円 + 1 円 = 1.5 円

- ・ 利回り = $1.5 \text{ 円} \div 95 \text{ 円} \times 100 \div 1.5789\ldots \%$
- 4. 小数点以下第 3 位を四捨五入する。
 - ・ 1.58%
- 5. この結果は選択肢 4 と一致する。

■ 【解説】：単利の最終（償還）利回りは、以下の計算式で求められます。

$$\text{利回り (\%)} = [\text{①年間クーポン収入} + \text{②年平均の償還差損益}] \div \text{購入価格} \times 100$$

問題文の数値を当てはめて、各項目を計算します。

- ・ ①年間クーポン収入: 額面 100 円 $\times$ クーポン 0.5% = **0.5 円**
- ・ ②年平均の償還差損益: (償還価格 100 円 - 購入価格 95 円) $\div$ 残存年数 5 年 = 5 円 $\div$ 5 年 = **1 円** (購入価格が償還価格より安いので、償還差「益」となります)
- ・ 1 年あたりの合計収益: ① 0.5 円 + ② 1 円 = **1.5 円**
- ・ 最終利回り: 1 年あたりの合計収益 1.5 円 $\div$ 購入価格 95 円 $\times$ 100 $\div$ **1.5789...%**

小数点以下第 3 位を四捨五入すると **1.58%** となり、選択肢 4 が正しい答えです。

● 暗記のポイント

- 単利最終（償還）利回りの公式: $[\text{年間クーポン} + (\text{償還価格} - \text{購入価格}) \div \text{残存年数}] \div \text{購入価格}$
- ・ 分子: 1 年あたりのトータルリターン (インカムゲイン + キャピタルゲイン)
 - ・ 分母: 投資元本 (購入価格)

● 関連知識・発展学習

- なぜ購入価格で割るのか？利回りは、投資した元本に対してどれだけのリターンが得られるかを示す指標です。この債券に投資するために支払ったお金は「購入価格」の 95 円なので、利回りを計算する際も分母は 95 円になります。もし分母を額面価格の 100 円にしまうと、実際の投資効率を正しく表すことができません。
- 直接利回りとの違い計算問題でひっかけとして出されやすいのが「直接利回り」です。**直接利回り = 年間クーポン収入 $\div$ 購入価格**この問題で直接利回りを計算すると、 $0.5 \text{ 円} \div 95 \text{ 円} \times 100 \div 0.53\%$ となります。直接利回りは、償還差損益を考慮しないため、購入価格が額面と異なる場合（この問題のように 95 円で購入した場合）の総合的な投資効率を示すことができません。最終利回りは、償還差損益まで含めたトータルリターンを示す、より包括的な指標です。

● 公式テキストの参照先

- テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 2 章 2.5.3 債券利回りと債券価格

2020 年度 午前問題 16

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 銀行業務の基本とバーゼル規制
- 学習目標: 銀行の 3 大固有業務、信用創造機能、自己資本比率規制の基本的な仕組みについて、正確な用語を用いて説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「派生的預金」と「支払準備率」の関係、「預金業務」と「与信業務」の混同、「自己資本比率」の分子と分母の混同、「固有業務」と「付随業務」の区別など、基本的ながら混同しやすいポイントが詰まっています。一つ一つ正確に覚えましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 信用創造機能

- ・ ①定義: 銀行が預金と貸出を繰り返すことで、最初の預金額（本源的預金）を何倍にも増やすことができる機能のことです。
- ・ ②解説: 銀行は預金の一部を支払準備金として残し、残りを貸し出します。貸し出されたお金が再び別の銀行に預金され、その預金がまた貸し出される…という連鎖によって、経済全体のお金の量（預金通貨）が増えていきます。この新たに創り出された預金を「派生的預金」と呼びます。

■ 支払準備率

- ・ ①定義: 銀行が預金者からの払戻し請求に備えて、預金の一定割合を現金や日本銀行への預け金として保有することを義務付けられた比率のことです。
- ・ ②解説: この比率が低いほど、銀行はより多くの資金を貸出に回せるため、信用創造機能は活発になります。逆に、支払準備率が高いと、貸出に回せる資金が減り、信用創造機能は抑制されます。

■ バーゼル規制（BIS 規制）

- ・ ①定義: 国際的に活動する銀行の健全性を維持するために、自己資本の充実度を測る国際的な統一基準のことです。
- ・ ②解説: 自己資本を、抱えているリスク（信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスク）の合計額で割って「自己資本比率」を算出します。国際統一基準行は 8%以上を維持する必要があります。

● 解答

4. (全て誤っている)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 信用創造機能と支払準備率の関係を考える。
2. 支払準備率は、銀行が貸出に回せないお金の割合である。
3. 支払準備率が低いということは、貸出に回せるお金の割合が高いということ。
4. 貸出が増えれば、それが再び預金となり、派生的預金は増える。
5. したがって、「支払準備率が低いほど派生的預金は小さくなる」という記述は逆であり、誤り。

- 【解説】：この記述は逆です。**支払準備率が低いほど、派生的預金は大きくなります**。支払準備率は、銀行が預金のうち貸出に回さず手元に置いておかねばならない割合です。この率が低いということは、より多くの資金を貸出に回せることを意味します。貸出が増えれば、そのお金が経済を巡って再び預金となり、新たな貸出の原資となるため、信用創造機能が活発になり、派生的預金は増大します。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. 銀行の固有業務を思い出す。「預金」「貸付」「為替」。
 2. 「預金業務」は顧客から資金を受け入れる業務。銀行にとっては資金調達であり、負債となる。
 3. 「与信業務」は顧客に資金を貸し付ける業務。
 4. 選択肢は「預金業務」を「与信業務」と説明しており、誤り。
- 【解説】：この記述には二つの誤りがあります。
1. **預金業務は与信業務ではありません**。顧客から資金を預かる「預金業務」は、銀行にとっては資金調達であり、バランスシート上は**負債**となります。一方、「与信業務」とは、顧客に信用を与えて資金を貸し出す**貸付業務**のことです。
 2. したがって、「預金業務は与信業務ともいい」という部分が根本的に誤っています。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. 自己資本比率の計算式を確認する。自己資本比率 = 自己資本 ÷ リスクアセット
 2. オペレーショナルリスク（事務ミスや不正などによる損失リスク）は、リスクアセットの一部である。
 3. したがって、オペレーショナルリスクは計算式の**分母**に加算される。
 4. 選択肢は「分子に加算される」と記述しており、誤り。
- 【解説】：自己資本比率の計算式は、「**自己資本 ÷ リスクアセット（リスクの合計額）**」です。オペレーショナルリスクは、信用リスクや市場リスクと並んで、銀行が抱えるリスクの一つとして分母の**リスクアセット**に加算されます。分子はあくまで「自己資本」です。したがって、「分子に加算される」という記述は誤りです。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. 銀行の業務区分を確認する。「固有業務」と「付随業務」。
 2. テキスト 105 第 IV 部 第 3 章 3.1.1 によると、銀行の 3 大固有業務は「預金業務・貸付業務・為替業務」である。
 3. したがって、「為替業務」は「付随業務」ではなく「固有業務」である。誤り。
- 【解説】：為替業務は、預金業務、貸付業務と並ぶ銀行の **3 大固有業務**の一つです。銀行法で銀行の本業として明確に位置づけられています。「付随業務」とは、これらの固有業務に付随して行われる業務（例：債務の保証、有価証券の売買など）を指します。業務区分が誤っています。

● 暗記のポイント

- 銀行の **3 大固有業務**: **預金**（受信）、**貸付**（与信）、**為替**

- **信用創造**: 支払準備率が**低い**ほど、信用創造は**活発**になり、派生的預金は**大きく**なる。
- **自己資本比率**: 自己資本（分子） ÷ リスクアセット（分母）。オペレーショナルリスクは**分母**。

● 関連知識・発展学習

- **銀行業務の広がり**と**規制**かつて銀行業務は「預金・貸付・為替」の固有業務が中心でしたが、金融の自由化・グローバル化に伴い、その業務範囲は大きく広がっています。| 業務区分 | 具体例 | 関連テキスト | :— | :— | :— |
— || **固有業務** | ・預金、貸付、為替 | 105 不動産ファイナンスの基礎 || **付随業務** | ・債務保証・有価証券の売買・貸付・**不動産証券化**（特定社債の引受、信託受益権売買など）・M&A アドバイザリー | 105 不動産ファイナンスの基礎 || **その他業務** | ・**証券仲介業**（金商法）・**信託業務**（兼営法）・保険窓口販売（保険業法） | 104 上 不動産証券化の法務 105 不動産ファイナンスの基礎 |

このように、銀行は不動産証券化においても、レンダー（貸し手）としてだけでなく、証券の引受・販売、信託受託者など多様な役割を担っています。しかし、その業務範囲が広がるほど、利益相反のリスクも増大するため、銀行法や金商法によって様々な規制（アームズレングスルール、ファイアーウォール規制など）が課せられています。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.10 銀行の信用創造機能
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.1 銀行法上の銀行の定義と銀行業務
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.2.2 バーゼル合意による規制とその見直し
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.1 銀行法上の銀行の定義と銀行業務

2020 年度 午前問題 17

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 銀行業務（貸付金利、ペイオフ、株式保有）の理解
- 学習目標: 貸出スプレッドの概念、ペイオフ制度の保護範囲、銀行の株式保有目的、貸付金利の決定方式について正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: ペイオフの保護範囲が「全額」ではなく「元本 1,000 万円までとその利息」であることを正確に記憶しているかが問われます。

● 専門用語の定義・解説

■ 貸出スプレッド

- ・ ①定義: 銀行が貸出を行う際に、基準となる金利（プライムレートや TIBOR など）に上乗せする金利のことです。
- ・ ②解説: このスプレッドは、貸出先の信用リスク（倒産する可能性）や、貸出業務にかかるコスト、銀行が確保したい利益などを反映して決定されます。信用リスクが高い借り手ほど、スプレッドは大きくなります。

■ ペイオフ

- ・ ①定義: 預金保険制度に加盟している金融機関が破綻した場合に、預金保険機構が預金者一人当たり元本 1,000 万円までとその利息を保護する制度のことです。
- ・ ②解説: 万が一銀行が倒産しても、預金者の一定額までの預金は保護されるため、金融システムの安定に寄与しています。当座預金などの決済用預金は、全額が保護されます。

■ 政策保有株式（持ち合い株式）

- ・ ①定義: 企業が、純粋な投資目的ではなく、取引先との関係維持・強化などの経営戦略上の目的（政策）で保有する他の企業の株式のことです。
- ・ ②解説: かつての日本では、銀行と事業会社が相互に株式を持ち合う「株式持ち合い」が広く行われ、安定株主として企業の経営を支える側面がありましたが、近年はコーポレートガバナンスの観点から、持ち合いを解消する動きが進んでいます。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 貸出スプレッドの定義を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 3 章 3.1.3 によると、「スプレッドとは基準となる市場金利に対する上乗せ金利をいい、本来は引き受ける信用リスクやコストに見合うと銀行が判断するリターンといえる。」
3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。

- 【解説】: その通りです。貸出金利は、基準となる金利（例えば TIBOR）に、個別の貸出案件のリスクやコストを反映したスプレッドを上乗せして決定されます。このスプレッドは、貸し手である銀行にとって、信用リ

スクを引き受けることへの対価（リターン）であり、重要な収益源の一つです。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. ペイオフ制度による預金の保護範囲を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 3 章 3.1.9 によると、保護されるのは「預金者 1 人当たり元本 1,000 万円までとその利息額」である。
3. 選択肢は「元本と利息額の全額」と記述しており、保護範囲が異なるため誤り。

■ 【解説】：ペイオフ制度で保護されるのは、**元本 1,000 万円までとその利息**です。「全額」保護されるわけではありません。1,000 万円を超える部分は、破綻した金融機関の財産の状況に応じて分配されるため、一部しか戻ってこない可能性があります。ただし、利息が付かず、いつでも払い戻しができ、決済サービスに利用できる「**決済用預金**」（**当座預金など**）については、例外的に全額が保護されます。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 銀行が株式を保有する目的を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 3 章 3.1.6 では、保有目的を「売買目的」「満期保有目的」「子会社・関連会社株式」「その他有価証券」に区分している。
3. テキスト 105 第 IV 部 第 2 章 2.4.6 では、銀行の「政策保有（持ち合い）」について言及しており、その目的が取引先との関係強化などであることが示唆されている。
4. したがって、銀行の株式保有には、純粋な投資目的以外に、取引関係の維持といった政策的な目的があることは正しい。

■ 【解説】：その通りです。銀行が保有する株式には、純粋な値上がり益や配当を目的とした「**純投資**」と、取引先企業との関係を維持・強化したり、総合的な取引を推進したりすることを目的とした「**政策保有**」があります。かつての日本の金融システムでは、この政策保有（株式持ち合い）が企業経営の安定に寄与する面がありましたが、近年はコーポレートガバナンスを重視する観点から、政策保有株式を縮減する動きが加速しています。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 銀行の貸付金利の決定方式を確認する。
2. テキスト 105 第 IV 部 第 3 章 3.1.3 に「貸付金利の体系は大きく二つに分かれる。一つは、…プライムレート体系である。もう一つが市場金利に直接連動した市場金利連動方式である。」と記載されている。
3. さらに、市場金利連動方式には「変動金利方式/TIBOR+スプレッド」と「固定金利方式/市場固定金利+スプレッド」があるとされている。
4. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。銀行の貸出金利には、大きく分けて 2 つの決定方式があります。

1. **プライムレート体系**: 銀行が自主的に決定する最優遇貸出金利（プライムレート）を基準にする方式。

2. **市場金利連動方式**: TIBOR（変動金利の場合）やスワップレート（固定金利の場合）といった客観的な市場金利を基準にする方式。近年では、透明性が高い市場金利連動方式が主流となっています。

● 暗記のポイント

- 貸出金利 = 基準金利（TIBOR など） + スプレッド（信用リスク等を反映）
- ペイオフ: 保護範囲は元本 1,000 万円まで + 利息。（※決済用預金は全額保護）
- 銀行の株式保有: 純投資目的と政策保有目的がある。

● 関連知識・発展学習

- **プライムレートはなぜ少なくなったのか?** かつて貸出金利の主流であったプライムレートですが、なぜ市場金利連動方式に取って代わられつつあるのでしょうか。
 - ・ **透明性の問題**: プライムレートは各銀行が自主的に決めるため、その算定根拠が不透明であるという批判がありました。市場金利連動方式は、客観的な市場指標に基づくため、透明性が高いです。
 - ・ **金利リスク管理**: 銀行は預金などで短期の資金を調達し、長期で貸し出すという「長短金利ミスマッチ」を抱えています。市場金利が上昇すると、調達コストは上がるのに貸出金利はすぐに上げられないというリスクがあります。TIBOR などの短期市場金利に連動した変動金利貸出を増やすことで、銀行は調達金利と貸出金利の変動を連動させ、金利変動リスクをヘッジしやすくなります。このような背景から、特に企業向け融資では市場金利連動方式が一般的になりました。これは、不動産ファイナンスにおけるノンリコースローンでも同様です。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.3 貸付金利の決定方式
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.9 ペイオフと情報開示
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.6 機関投資家としての銀行
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 IV 部 第 3 章 3.1.3 貸付金利の決定方式

2020 年度 午前問題 18

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: バーゼルⅡにおける信用リスク計測手法の分類
- 学習目標: バーゼルⅡで導入された信用リスクの計測手法である「標準的手法」と「内部格付手法」、さらに内部格付手法が「基礎的手法」と「先進的手法」に分かれるという階層構造を理解する。
- ひっかけポイント: 「標準的手法」「内部格付手法」「基礎的手法」「先進的手法」という用語の階層関係を正確に把握することが重要です。どの用語がどのレベルに位置するのかを混同しないようにしましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ バーゼルⅡ

- ・ ①定義: 2004 年に合意された、国際的に活動する銀行の自己資本比率に関する国際統一基準のことです。
- ・ ②解説: 1988 年のバーゼルⅠを改訂したもので、自己資本比率の計算におけるリスク計測の精緻化を大きな特徴としています。信用リスクの計測に、銀行自身の内部格付を用いる「内部格付手法」を導入した点が画期的でした。

■ 標準的手法

- ・ ①定義: バーゼルⅡにおける信用リスク計測手法の一つで、監督当局が定めた画一的なリスクウェイトを、外部格付などに基づいて資産に適用する方法です。
- ・ ②解説: 銀行独自のモデルを使わない、比較的簡便な手法です。例えば、国債のリスクウェイトは 0%、事業会社向け貸出は格付に応じて 20%~150%といったように、資産の種類と格付でリスクの重みが決まります。

■ 内部格付手法

- ・ ①定義: バーゼルⅡで導入された信用リスク計測手法の一つで、銀行が自ら開発した内部モデルを用いて、貸出先の倒産確率 (PD) などを推計し、それに基づいてリスク量を計算する方法です。
- ・ ②解説: 標準的手法よりもリスクを精緻に反映できるため、リスク管理能力の高い銀行にとっては、自己資本をより効率的に活用できるメリットがあります。この手法を用いるには、監督当局の承認が必要です。

● 解答

4. (イ: 標準的手法 ロ: 内部格付手法 ハ: 基礎的手法 ニ: 先進的手法)

● 選択肢の個別解説

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. バーゼルⅡにおける信用リスクの計測手法の分類を思い出す。
2. テキスト 105 第Ⅳ部 第3章 3.2.2によると、手法は大きく「標準的手法」と「内部モデル手法」に分かれる。公式解説では「内部格付手法」となっているが、テキスト内では同義で使われている部分もある。
3. さらに、内部モデル手法 (内部格付手法) は、「基礎的手法」と「先進的手法」に区分される。
4. この階層構造に当てはめると、
 - ・ イ: 標準的手法
 - ・ ロ: 内部格付手法

- ・ ハ：基礎的手法
- ・ ニ：先進的手法 となり、選択肢 4 の組合せが正しい。

■ 【解説】：バーゼルⅡでは、自己資本比率の分母となる信用リスクアセットの計算方法として、大きく分けて 2 つのアプローチが導入されました。

1. **イ：標準的手法**: 監督当局が予め定めたリスクウェイトを、外部格付などに基づいて適用する簡便な方法です。
2. **ロ：内部格付手法**: 銀行が自らの内部モデルを用いてリスクを計測する、より精緻な方法です。

さらに、この**内部格付手法**は、銀行が推計するリスク・パラメータの範囲によって、以下の 2 つに分けられます。

- ・ **ハ：基礎的手法**: 銀行は貸出先の**倒産確率（PD）**のみを推計し、その他のパラメータ（LGD：倒産時損失率など）は監督当局が示す値を使用します。
- ・ **ニ：先進的手法**: 銀行が**倒産確率（PD）**に加え、**倒産時損失率（LGD）**や**倒産時エクスポージャー（EAD）**なども自ら推計します。

したがって、空欄にはそれぞれ「イ: 標準的手法」「ロ: 内部格付手法」「ハ: 基礎的手法」「ニ: 先進的手法」が入り、選択肢 4 が正解となります。

● 暗記のポイント

■ バゼルⅡの信用リスク計測手法:

- ・ **標準的手法**（外部格付ベース）
- ・ **内部格付手法**（内部モデルベース）
 - * **基礎的手法**（PD のみ銀行が推計）
 - * **先進的手法**（PD, LGD, EAD も銀行が推計）

● 関連知識・発展学習

■ **なぜ内部格付手法が導入されたのか？** バゼルⅠの標準的手法では、例えば企業向け貸出のリスクウェイトは一律 100%とされていました。しかし、実際には優良企業への貸出リスクと、業績不振企業への貸出リスクは全く異なります。このように、画一的なリスクウェイトでは、銀行が抱えるリスクの実態を正確に反映できないという問題がありました。そこでバーゼルⅡでは、銀行自身のリスク管理能力を活用する**内部格付手法**が導入されました。これにより、銀行は自らの貸出ポートフォリオのリスクをより精緻に評価し、それに見合った自己資本を確保することが求められるようになりました。これは、銀行のリスク管理を高度化させるインセンティブとなり、金融システムの安定化に繋がることが期待されたのです。不動産ファイナンスにおいても、レンダーである銀行がどの手法を採用しているかによって、案件ごとのリスク評価の精緻さが異なってくる可能性があります。

● 公式テキストの参照先

■ テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第Ⅳ部 第3章 3.2.2 バゼル合意による規制とその見直し

2020 年度 午前問題 19

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 国内機関投資家の運用特性と不動産投資
- 学習目標: 生損保の資産運用の違い、ALM の概念、不動産証券化における所有と経営の分離、私募 REIT の主要な投資家層について説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 私募 REIT の投資家構成が問われています。イメージで答えるのではなく、テキストに記載されたデータに基づいて判断することが重要です。

● 専門用語の定義・解説

■ ALM (Asset Liability Management)

- ・ ①定義: 資産 (Asset) と負債 (Liability) を総合的に管理し、金利変動などのリスクをコントロールしながら収益の最大化を目指す経営手法のことです。
- ・ ②解説: 主に銀行や保険会社、年金基金などの金融機関で用いられます。例えば、生命保険会社は将来の保険金支払いという長期の負債を抱えているため、資産側でも長期国債や不動産といった長期の資産を多く保有し、資産と負債の期間 (デュレーション) を合わせることで金利変動リスクを管理します。

■ 私募 REIT (しほリート)

- ・ ①定義: 証券取引所に上場せず、機関投資家など特定の投資家を対象として非公開で募集される不動産投資信託 (投資法人) のことです。
- ・ ②解説: 上場 REIT と比べて市場価格の変動リスクが少なく、安定したインカムゲインが期待できるため、長期運用を志向する年金基金や地域金融機関などに適した商品とされています。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 生命保険と損害保険の負債 (保険契約) の期間の違いを考える。生保は長期、損保は短期 (1 年契約が多い) である。
2. ALM の観点から、負債の期間が異なれば、資産運用のポートフォリオも異なると推測できる。
3. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.1.2 によると、損害保険は不測の事態に備えるため「流動性・換金性の確保に重点が置かれてきた」。
4. 同テキストの図表 V-2-4 を見ると、損保の預貯金比率は生保より高く、換金性の高い資産を重視していることがわかる。

- 【解説】: その通りです。生命保険は終身保険や個人年金など契約期間が数十年におよぶ**長期の負債**を抱えているため、資産運用も長期国債や不動産といった**長期資産**が中心となります。一方、損害保険は自動車保険や火災保険など契約期間が 1 年のものが多く、いつ保険金支払いが発生するか予測しにくいため、**短期の負債**の性格が強いです。そのため、いつでも換金できるよう、預貯金などの**流動性の高い資産**の割合が生命保険会社よりも高くなる傾向があります。これは ALM (資産負債管理) の基本的な考え方に基づいています。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. ALM の定義を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.1.1 に「機関投資家が持つ負債の特性に基づき総合的に資産管理を行うリスク管理手法を ALM (Asset Liability Management) といい、以下の機関投資家の資産運用・管理においては、ALM の考え方が導入されている」として、保険や年金、銀行が挙げられている。
3. 選択肢の記述は ALM の基本的な概念を正しく説明している。

■ 【解説】：その通りです。ALM (Asset Liability Management：資産負債管理) は、銀行、保険会社、年金基金といった、将来の支払い義務(負債)を負っている機関投資家にとって、経営の根幹をなすリスク管理手法です。資産と負債の金利や期間のミスマッチを適切に管理することで、金利変動リスクをコントロールし、安定的な収益の確保を目指します。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産証券化が不動産業界にもたらした変化を考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.1.1 に「機関投資家への実質的な所有の移転は、不動産の所有と経営の分離を促進する意味を持つ。このことは、アセットマネジメントやプロパティマネジメント等の不動産投資ビジネスが産業として成長することを促すことになる。」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。不動産証券化が普及する以前は、不動産の「所有」と「経営(管理・運営)」は一体であることがほとんどでした。しかし、証券化によって、投資家(機関投資家など)が不動産を「所有」し、その「経営」を専門家であるアセットマネージャーやプロパティマネージャーに委託する「**所有と経営の分離**」が進みました。これにより、不動産マネジメント業務が専門的なサービスとして確立し、新たなビジネス機会が創出されました。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 2019 年時点での私募 REIT の投資家構成をテキストで確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.2 によると、「不動産証券化協会「私募リート・クォータリー(2024 年 9 月末基準)」によれば、私募 REIT の投資家分布状況(出資金額ベース)によれば、地方銀行・地域金融機関の占める割合が最も大きく、33%に達している。」とある。
3. 公式解説では、2019 年末時点で最も割合が大きいのは「地域金融機関」であり、「年金」ではないとしている。
4. したがって、選択肢の記述は誤りである。

■ 【解説】：この記述は誤りです。2020 年試験の基準となるテキスト(2019 年末時点のデータ)によれば、私募 REIT の投資家として最も大きな割合を占めていたのは「**地域金融機関**」(地方銀行など)であり、「年金」ではありませんでした。(参考：最新のテキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.2 でも、2024 年 9 月末時点で「地方銀行・地域金融機関の占める割合が最も大きく、33%に達している」と記載されており、この傾向は継続しています。) 私募 REIT は、安定したインカムゲインが期待できるため、運用難に直面する地域金融機関にとって

魅力的な投資対象となっていることが背景にあります。

● 暗記のポイント

■ ALM: 資産 (Asset) と負債 (Liability) を総合的に管理 (Management) する手法。

■ 生保 vs 損保:

- ・ 生保: 負債が長期 → 運用も長期中心 (国債、不動産)
- ・ 損保: 負債が短期 → 運用は流動性重視 (預貯金)

■ 私募 REIT の主要投資家: 地域金融機関が最大のシェア。

● 関連知識・発展学習

■ なぜ地域金融機関は私募 REIT に投資するのか? 長引く低金利環境下で、伝統的な貸出業務や国債運用では十分な収益を上げることが難しくなった地域金融機関 (地方銀行、信用金庫など) は、新たな収益源を求めています。その中で、私募 REIT は以下のような点で魅力的な投資対象となっています。

- ・ 相対的に高い利回り: 国債などの安全資産と比べて、安定した高い分配金利回りが期待できる。
- ・ 価格の安定性: 上場 REIT と異なり、株式市場の変動の影響を受けにくく、価格 (基準価額) が安定している。
- ・ 不動産への間接投資: 自ら不動産を保有・管理するノウハウがなくても、プロの運用を通じて不動産投資のリターンを享受できる。
- ・ ALM との親和性: 中長期で安定したインカムゲインを生むため、預金などの負債とのバランスを取りやすい。このような理由から、多くの地域金融機関が、運用ポートフォリオの一部として私募 REIT への投資を積極的に行っています。

● 公式テキストの参照先

■ イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.1.1 生命保険会社 / 2.1.2 損害保険会社

■ ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.1.1 生命保険会社

■ ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 1 章 1.1.1 不動産証券化において機関投資家の果たす役割

■ ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.2 銀行その他の機関投資家

2020 年度 午前問題 20

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 海外機関投資家の特徴と国内金融機関の不動産関連業務
- 学習目標: SWF（政府系ファンド）の特性、保険会社の不動産投資の形態、海外年金基金の不動産投資の背景、国内銀行の不動産市場における役割（投資と融資）について理解する。
- ひっかけポイント: 保険会社の不動産投資が「不動産証券化商品に限られている」という限定的な表現に注意しましょう。実際には実物不動産も保有しています。

● 専門用語の定義・解説

■ SWF (Sovereign Wealth Fund / 政府系ファンド)

- ・ ①定義: 政府が保有する外貨準備金や、石油・天然ガスなどの資源収入を原資として、資産運用を行う政府所有の投資ファンドのことです。
- ・ ②解説: 中国の CIC やシンガポールの GIC、ノルウェーの政府年金基金などが有名です。特定の支払い義務（年金給付など）を負わないため、非常に長期的な視点で、不動産を含む多様な資産に大規模な投資を行うことができます。

■ 受託者責任 (Fiduciary Duty)

- ・ ①定義: 他人（顧客・受益者など）の資産を預かり管理・運用する者（受託者）が、その人の利益のためにのみ行動しなければならないという法的な義務のことです。
- ・ ②解説: 年金基金や信託銀行、アセットマネジャーなどが負う最も重要な義務です。善管注意義務と忠実義務（利益相反の禁止）がその中核をなします。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. SWF の定義と特徴を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.3.2 によると、SWF は資源売却収入や外貨準備金を原資とする。
3. 同テキストには、「ほかの投資家と異なり給付債務を持たないことから、投資利回りの設定に関して柔軟性が高く、優良な投資物件に対しては長期投資を前提に強気なスタンスで投資する傾向がある」と記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの特徴と一致している。

- 【解説】: その通りです。SWF（政府系ファンド）は、特定の支払い義務（年金給付や保険金支払いなど）を持たないため、ALM 上の制約が少なく、非常に長期的な視点での資産運用が可能です。そのため、不動産のような流動性の低い資産にも大規模な投資を行うことができます。原資も、石油などの資源収入や豊富な外貨準備金であり、その運用規模は極めて大きいのが特徴です。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 保険会社の不動産投資の対象を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.1.1 によると、生保の資産配分には「有形固定資産」として「土地、建物、建設仮勘定」の合計が計上されており、これは「実物不動産」であると説明されている。
3. したがって、保険会社の不動産投資は「不動産証券化商品に限られている」わけではない。
4. 選択肢は限定的な表現であり、誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。生命保険会社や損害保険会社は、不動産証券化商品（REIT や私募ファンドなど）に投資するだけでなく、自社の営業拠点や賃貸用のオフィスビルなど、**実物不動産も保有**しています。テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.1.1 の資産配分データでも、「有形固定資産」として実物不動産が計上されていることが確認できます。したがって、投資対象が「不動産証券化商品に限られている」という限定は不正確です。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 海外の大型年金基金が不動産投資に積極的な背景を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.3.1 によると、これらの年金基金が運用しているのは、日本の国民年金のような基礎年金ではなく、それに「上乗せする年金部分」が多い。
3. 基礎年金は安定性が重視されるが、上乗せ年金はより高いリターンを求めて不動産などのオルタナティブ資産に投資する傾向がある。
4. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

- 【解説】：その通りです。海外、特に米国の年金制度は多層的で、日本の国民年金にあたる「基礎年金」部分は、安全性が最優先されるため、主に国債などで堅実に運用されます。一方、不動産投資に積極的なカルパス（カリフォルニア州職員退職年金基金）のような大規模な公務員年金は、この基礎年金に**上乗せする部分**を運用しています。この部分では、将来の給付を賄うために、国債よりも高いリターンを目指す必要があり、そのための分散投資の一環として不動産などのオルタナティブ資産への投資が積極的に行われています。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 国内銀行の不動産市場における役割を確認する。
2. 銀行は「投資家」としての側面と、「貸し手（レンダー）」としての側面を持つ。
3. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.2 によると、銀行は「有価証券投資の一部」として不動産証券化商品に投資している。
4. また、同テキストには、銀行の「不動産業向け貸出」や「SPC」向けの貸出残高のデータが示されており、レンダーとしての役割も大きいことがわかる。
5. 選択肢の記述は、これらの両側面を正しく説明している。

- 【解説】：その通りです。国内銀行は、不動産投資市場において二つの重要な役割を担っています。

1. **投資家として**：自らの資産運用の一環として、主に J-REIT や私募 REIT などの**不動産証券化商品に投資**しています。
2. **貸し手（レンダー）として**：不動産会社や J-REIT、私募ファンドの SPV に対して、物件取得資金などを

融資しています。特に貸し手としての役割は大きく、不動産証券化市場の資金循環を支える重要なプレーヤーとなっています。

● 暗記のポイント

- SWF（政府系ファンド）：給付債務がない → 超長期・柔軟な運用が可能。
- 保険会社の不動産投資：実物不動産（自社ビル等）と証券化商品の両方に投資。
- 海外年金基金：主に上乗せ年金を運用 → 高いリターンを求め不動産投資に積極的。
- 国内銀行：投資家（証券化商品購入）と貸し手（不動産向け融資）の二つの顔を持つ。

● 関連知識・発展学習

- ERISA 法とプルードントマン・ルール選択肢ハに関連して、米国の年金基金が不動産投資に積極的になった背景には、1974 年に制定された ERISA 法（従業員退職所得保障法）の存在が大きいです。この法律で定められた「プルードントマン・ルール（思慮深い専門家の原則）」は、年金の受託者に対して、特定の投資対象（例えば株式は OK、不動産は NG）を規定するのではなく、「思慮深い専門家であれば行うであろう注意・スキル・思慮・勤勉さ」をもって運用することを求めました。そして、その具体的な行動として「分散投資」を挙げたのです。これにより、年金基金が資産を株式や債券だけでなく、不動産、プライベートエクイティなどの多様な資産に分散させることが、受託者責任を果たす上で重要であるという考え方が定着しました。この法制度が、米国の年金基金を世界有数の不動産投資家へと押し上げた大きな要因の一つとなっています。

● 公式テキストの参照先

- イ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.3.2 政府系基金 (SWF)
- ロ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.1.1 生命保険会社 / 2.1.2 損害保険会社
- ハ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.3.1 年金基金
- ニ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.2 銀行その他の機関投資家

2020 年度 午前問題 21

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産投資におけるリスクの分類
- 学習目標: 不動産投資のリスクを、「不動産固有のリスク」と「ストラクチャー（仕組み）に起因するリスク」に分類できるようになる。
- ひっかけポイント: 選択肢に挙げられたリスクが、物件そのものに内在する問題なのか、それとも証券化という仕組み（契約や法制度など）から生じる問題なのかを区別することが鍵です。

● 専門用語の定義・解説

■ 不動産固有のリスク

- ・ ①定義: 不動産という物理的な資産そのものや、その不動産が置かれている市場環境に起因するリスクのことです。
- ・ ②解説: 例えば、建物の欠陥（瑕疵）、土壌汚染、自然災害による損壊、賃料相場の下落、空室の発生などがこれにあたります。これらは、証券化されているかどうかにかかわらず、不動産を保有する限り常に伴うリスクです。

■ ストラクチャーのリスク

- ・ ①定義: 不動産を証券化するために構築された仕組み（ストラクチャー）に起因するリスクのことです。
- ・ ②解説: 例えば、SPV が倒産隔離されていないリスク、税務上二重課税されてしまうリスク、アセットマネジャーとの契約内容が不適切であるリスクなどがこれにあたります。これらは、不動産そのものの価値とは別に、証券化という法務・税務・会計的な枠組みから生じるリスクです。

● 解答

3

● 選択肢の個別解説

- 【正誤判断】: 正しい（ストラクチャーのリスクに該当する）

- 【思考プロセス】:

1. 各選択肢のリスクが「不動産そのもの」に起因するか、「仕組み」に起因するかを判断する。
2. 選択肢 1 「物件または権利に関する瑕疵」: これは不動産そのものの物理的・法的な欠陥であり、**不動産固有のリスク**です。
3. 選択肢 2 「自然災害によりその価値が毀損するリスク」: 地震や台風などは不動産そのものに物理的な損害を与えるものであり、**不動産固有のリスク**です。
4. 選択肢 3 「二重課税の回避や導管性の確保について適切な対処が行われていないリスク」: これは、SPV という器（ヴィークル）の税務上の取り扱いに関する問題であり、証券化の**ストラクチャー（仕組み）に起因するリスク**です。
5. 選択肢 4 「不動産市場の流動性や個別性」: これらは不動産という資産クラスが持つ本質的な特性であり、**不動産固有のリスク**です。
6. したがって、ストラクチャーのリスクに該当するのは選択肢 3 のみである。

■ 【解説】：不動産投資のリスクは、大きく分けて「**不動産固有のリスク**」と「**ストラクチャーのリスク**」に分類できます。

- ・ **不動産固有のリスク**：選択肢 1、2、4 がこれに該当します。これらは、物件そのものの欠陥、自然災害、あるいは不動産市場の特性といった、不動産そのものに付随するリスクです。
- ・ **ストラクチャーのリスク**：選択肢 3 がこれに該当します。**二重課税の回避（導管性の確保）**は、SPV という器（ヴィークル）を税法上どのように設計・維持するかという、証券化の「仕組み」に関する問題です。もしこの仕組みに不備があれば、SPV 段階で予期せぬ法人税が課され、投資家への分配金が大きく減少してしまいます。これは、物件自体の価値とは独立して発生する、ストラクチャー固有のリスクです。

● 暗記のポイント

■ リスクの分類:

- ・ **不動産固有リスク**：物件の物理的・法的欠陥、災害、市場変動、流動性の低さなど。
- ・ **ストラクチャーリスク**：倒産隔離の不備、**二重課税**、利益相反、契約不備など。

● 関連知識・発展学習

■ **リスク分類とデューデリジェンスの対応関係** 不動産投資の意思決定に際して行うデューデリジェンスは、これらのリスクを網羅的に洗い出すための調査活動です。リスクの種類ごとに、対応するデューデリジェンスの分野があります。| リスクの種類 | 具体例 | 対応するデューデリジェンス | 担当する専門家（例） | | :— | :— | :— | :— | | **不動産固有リスク**（物理的） | ・建物の欠陥、アスベスト・土壌汚染・地震による損壊 | **物的調査**（エンジニアリングレポート） | 建築士、環境調査会社 | | **不動産固有リスク**（経済的） | ・賃料下落、空室増加・周辺との競争激化 | **経済的調査**（不動産鑑定評価、マーケットレポート） | 不動産鑑定士、市場調査会社 | | **ストラクチャーリスク**（法的・税務的） | ・権利関係の瑕疵・倒産隔離の不備・**二重課税のリスク** | **法的調査・税務調査** | 弁護士、税理士、会計士 |

このように、デューデリジェンスは、様々な専門家が協力して多角的な視点からリスクを洗い出し、投資判断の精度を高めるための重要なプロセスなのです。

● 公式テキストの参照先

- テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 4 章 4.1.2 任意組合等の税務
- テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.3 不動産投資で大切なこと
- テキスト 102 不動産証券化の概要 第 II 部 第 1 章 1.2.4 証券化スキームのポイント②二重課税の回避

2020 年度 午前問題 22

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産インデックスの特性と利用上の注意点
- 学習目標: 不動産インデックスが鑑定評価額をベースにしていることによる特性（スモーキング・バイアスなど）と、その利用に適したファンドタイプを理解する。
- ひっかけポイント: 不動産インデックスは、日々取引価格が形成される株式インデックスとは異なり、評価ベースであるため、市場の急変への反応が遅れる特性があります。この違いをしっかりと理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 不動産インデックス

- ・ ①定義: 多数の不動産の投資パフォーマンス（インカム収益率やキャピタル収益率など）を集計し、指数化したものです。
- ・ ②解説: 不動産投資市場全体の動向を把握したり、個別のファンドの運用成績を評価するためのベンチマークとして利用されます。ARES が公表している「AJPI」や「AJFI」が代表例です。

■ オープンエンド型ファンド

- ・ ①定義: 投資家からの請求に応じて、ファンドが投資持分を買い戻す（解約・払戻し）仕組みを持つファンドです。
- ・ ②解説: 価格は、保有不動産の鑑定評価額などを基にした純資産価値（NAV）を基準に決定されます。私募 REIT などがこの形態をとります。

■ クローズドエンド型ファンド

- ・ ①定義: ファンド自身は原則として投資持分の解約・払戻しに応じない仕組みのファンドです。
- ・ ②解説: 投資家は取引所などで他の投資家に売却して換金します。価格は市場での需給によって決まるため、必ずしも純資産価値とは一致しません。J-REIT や不動産私募ファンドがこの形態をとります。

■ スモーキング・バイアス

- ・ ①定義: 不動産鑑定評価額が、実際の市場価格の変動よりも緩やかに（スムーズに）動く傾向があることによって生じる、統計上の偏り（バイアス）のことです。
- ・ ②解説: 鑑定評価は過去の取引事例なども参考にするため、市場の急激な変動をすぐには反映しにくい性質があります。その結果、不動産インデックスが見かけ上、実際の市場よりもボラティリティ（変動リスク）が低く見える傾向があります。

● 解答

2. (適当でない)

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

- 【正誤判断】: 正しい（注意点として適当）
- 【思考プロセス】:
 1. 不動産インデックスのデータソースを確認する。
 2. テキスト 103 第 I 部 第 3 章 3.2.3 によると、AJPI や AJFI は J-REIT や一部の私募ファンドのデータを基にしており、「不動産マーケット全体をカバーしたものではない」とされている。

3. したがって、母集団が限定されている（サンプル・セクション・バイアス）ことは、利用上の注意点として正しい。

■ 【解説】：その通りです。現在利用可能な不動産インデックス（ARES Japan Property Index など）は、主に J-REIT や一部の私募ファンドが保有する不動産のデータを基に作成されています。これは、日本の投資用不動産市場全体から見れば一部に過ぎません。そのため、インデックスが市場全体の動向を完全に代表しているわけではないという**サンプル・セクション・バイアス**（標本選択の偏り）が存在する点に留意する必要があります。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り（適当でない）

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産インデックスの価格の基準は何かを考える。それは「鑑定評価額」である。
2. オープンエンド型ファンド（例：私募 REIT）の価格基準は何かを考える。これも「鑑定評価額」を基にした純資産価値（NAV）である。
3. クローズドエンド型ファンド（例：J-REIT）の価格基準は何かを考える。これは取引所での「市場価格（投資口価格）」であり、鑑定評価額とは乖離することがある。
4. したがって、鑑定評価額をベースにした不動産インデックスは、同じく鑑定評価額を基準とする**オープンエンド型ファンド**のパフォーマンス評価により適している。
5. 「クローズドエンド型ファンドの評価に適している」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は適当ではありません。不動産インデックスは、**鑑定評価額**を基に算出されています。

・ **オープンエンド型ファンド**（私募 REIT など）の基準価額も、同様に**鑑定評価額**を基にした純資産価値（NAV）で決まります。

・ 一方、**クローズドエンド型ファンド**（上場 REIT など）の価格は、証券取引所での**市場価格**であり、投資家の期待や需給によって変動するため、鑑定評価額とは乖離します。

したがって、同じ「鑑定評価額」という物差しで測られる**オープンエンド型ファンド**のパフォーマンス評価に、不動産インデックスはより適していると言えます。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい（注意点として適当）

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産鑑定評価の特性を考える。
2. 鑑定評価は、過去の取引事例や将来の収益予測などを総合的に判断するため、日々の市場価格の変動を直接反映するわけではない。
3. そのため、価格の動きが実際の市場よりも緩やかになる（平準化される）傾向がある。これが「**スミージング・バイアス**」である。
4. テキスト 103 第 V 部 第 4 章 4.4.1 でこの問題点が指摘されている。

■ 【解説】：その通りです。不動産インデックスは鑑定評価額に基づいているため、**スミージング・バイアス**（平準化による偏り）が生じるという特性があります。鑑定評価は、日々の市場の細かな動きを捉えるというよりは、中長期的な価値を判断するものであるため、実際の市場価格の変動に比べて動きが緩やかになります。その結果、不動産インデックスは、実際の市場リスクよりもリスク（ボラティリティ）が低く見える傾向があるため、利用する際にはこの点を割り引いて考える必要があります。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい（注意点として適当）

■ 【思考プロセス】：

1. 鑑定評価が市場の急変にどう反応するかを考える。
2. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 3.2.4 に「不況や金融逼迫等により不動産取引が極端に委縮した状況下では、不動産投資市場の動向がインデックスによって測定されるのではなく、時価評価を行う者が実質的にインデックスを決定するといった事態も起こりうる」とある。
3. これは、市場が急変した際に、鑑定評価がその変化に追いつけない可能性があることを示唆している。

■ 【解説】：その通りです。不動産鑑定評価は、過去の取引事例なども参考に価格を決定します。しかし、リーマンショックのような金融危機が発生し、不動産取引が極端に減少すると、参考とすべき市場価格情報が乏しくなります。そのような状況では、鑑定評価額が市場の実態から乖離してしまったり、市場の急激な変化にすぐに対応できなかったりする可能性があります。不動産インデックスを利用する際は、このような鑑定評価額の特性を理解しておくことが重要です。

● 暗記のポイント

■ 不動産インデックスのベース：鑑定評価額（≠市場取引価格）。

■ 不動産インデックスの特性：

- ・ サンプル・セレクション・バイアス：対象が J-REIT 等に限定されている。
- ・ スムージング・バイアス：実際の市場変動より動きが緩やかに見える。

■ インデックスとの親和性：オープンエンド型（私募 REIT）＞ クローズドエンド型（上場 REIT）。

● 関連知識・発展学習

■ なぜ不動産の「成約価格」インデックスは作りにくいのか？株式のように、日々取引される全ての成約価格を基にしたインデックスがあれば、不動産市場の動向をより正確に把握できます。しかし、不動産でそれを作るのは非常に困難です。| 理由 | 解説 | :— | :— | **個性** | 不動産は一つとして同じものがありません。立地、築年数、規模、仕様などが全て異なるため、単純に価格を比較・集計することが困難です。| **取引頻度の低さ** | 不動産は株式のように毎日取引されるわけではありません。特定の物件が次に取引されるのは数年後、数十年後かもしれません。| **情報の非公開性** | 不動産取引は相対取引が中心であり、成約価格は公表されないのが一般的です。| **取引の特殊事情** | 隣地買収（高値になりがち）や、相続に伴う売却（安値になりがち）など、市場価格とは異なる特殊な事情で価格が決まることがあります。|

これらの理由から、不動産の成約価格だけを基にした信頼性の高いインデックスを作成することは難しく、現状では鑑定評価額をベースとしたインデックスが主流となっています。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 3 章 3.2.3 AJPI 及び AJFI
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 4 章 4.1 不動産私募ファンド及び私募 REIT の特徴とリスクの把握
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 4 章 4.4.1 マネージャー選定
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 3.2.4 株価インデックスとの相違点

2020 年度 午前問題 23

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産証券化における倒産隔離の概念と手法
- 学習目標: 倒産隔離の目的（オリジネーターからと SPV 自体の 2 側面）、真正売買の要件、具体的な倒産隔離手法の変遷について説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 倒産隔離はオリジネーターから SPV を隔離するだけでなく、SPV 自体が倒産しないようにする仕組みも含む二重構造であることを理解しましょう。また、真正売買における対抗要件は「債務者」ではなく「第三者」対抗要件です。

● 専門用語の定義・解説

■ 倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness)

- ・ ①定義: 証券化の対象となる不動産を、オリジネーター（元の所有者）の倒産リスクや、SPV 自体の倒産リスクから法的に切り離し、投資家を保護するための仕組みのことです。
- ・ ②解説: これにより、万が一オリジネーターが倒産しても、SPV が保有する不動産は差し押さえられることなく、投資家への支払いが継続されます。倒産隔離は、不動産証券化スキームの根幹をなす、最も重要な要素の一つです。

■ 真正売買 (True Sale)

- ・ ①定義: オリジネーターから SPV への資産譲渡が、法的に有効な「真の売買」であり、担保目的の融資などではないと認められることです。
- ・ ②解説: もし譲渡が真正売買と認められない場合、オリジネーターの倒産時に、その資産はオリジネーターの財産とみなされてしまいます。そのため、適正な価格での取引、対抗要件の具備、リスクと経済価値の SPV への実質的な移転などが厳しく問われます。

■ 慈善信託 (Charitable Trust)

- ・ ①定義: ケイマン諸島などの法制度を利用した、倒産隔離を実現するための一般的な手法です。
- ・ ②解説: 証券化を行う国内 SPC の親会社として、ケイマン諸島に別の SPC（ケイマン SPC）を設立します。そして、そのケイマン SPC の議決権を、特定の受益者がいない「慈善信託」に信託します。これにより、オリジネーターなどの利害関係者が議決権を行使できなくなり、倒産隔離が図られます。

■ 一般社団法人

- ・ ①定義: 営利を目的とせず、社員に剰余金を分配しない法人形態のことです。
- ・ ②解説: 現在の不動産証券化では、この一般社団法人を SPV の親会社とすることで、倒産隔離を実現するのが主流となっています。スポンサーは議決権のない「基金」を拠出し、議決権を持つ「社員」には利害関係のない中立的な第三者（会計士など）が就任することで、オリジネーターからの独立性を確保します。

● 解答

1. (1つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:

1. 倒産隔離の目的を再確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 1 章 1.2.4 によると、倒産隔離には「①資産の原所有者の倒産リスクを排除」「②SPV 自体の倒産リスクを排除」という 2 つの側面がある。
3. 選択肢は①の側面しか述べていない。
4. したがって、説明として不十分であり、誤り。

■ 【解説】：倒産隔離には、二つの重要な側面があります。

1. **オリジネーターからの倒産隔離**: 不動産をオリジネーターの倒産リスクから切り離すこと。
2. **SPV 自体の倒産隔離**: SPV そのものが、証券化した不動産事業以外の理由で倒産することを防ぐこと。
選択肢イは、①の側面しか述べていません。SPV 自体が他の事業を行ったり、利害関係者の意向でむやみに倒産申立てをしたりしないようにする②の仕組みも、倒産隔離の重要な要素です。したがって、説明として不完全であり、誤りです。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 真正売買の要件を確認する。
2. 資産の譲渡を第三者に対して主張するためには、「第三者対抗要件」が必要である。
3. テキスト 105 第 II 部 第 3 章 3.2.1.2 によると、不動産の場合は「登記」、債権の場合は「確定日付ある証書による通知・承諾」が第三者対抗要件となる。
4. 「債務者対抗要件」は、債務者に対してのみ債権譲渡を主張できる要件であり、オリジネーターの倒産管財人などの第三者には対抗できない。
5. したがって、「債務者対抗要件」という記述が誤り。

■ 【解説】：真正売買の要件として具備すべきなのは、「債務者対抗要件」ではなく「**第三者対抗要件**」です。

- ・ **債務者対抗要件**: 債権を譲り受けた人が、元の債務者に対して「私が新しい債権者です」と主張するための要件です。
- ・ **第三者対抗要件**: 債権を譲り受けた人が、元の債権者の他の債権者や倒産管財人など、当事者以外の**第三者**に対して「この債権は私のものです」と主張するための要件です。

倒産隔離の文脈で重要なのは、オリジネーターが倒産した場合に、その管財人という**第三者**に対して SPV が資産の所有権を主張できることです。そのため、より強力な「第三者対抗要件」の具備が不可欠となります。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 現在の倒産隔離手法の主流を確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 2 章 2.1.2 の (C) によると、かつては慈善信託を利用したケイマン SPC が一般的だった。
3. しかし、同テキストには「証券化による資金調達取引が発展するにつれて、海外法人を設立せずとも倒産隔離を設計」できるようになり、「一般社団法人」が利用されるようになったとある。
4. テキスト 106 第 I 部 第 1 章 1.2.6 でも同様の説明がある。
5. したがって、「現在は一般的である」という記述は誤り。

■ 【解説】：慈善信託を利用したケイマン SPC のスキームは、日本の不動産証券化の黎明期には広く使われていましたが、**現在では一般的ではありません**。2008 年に施行された「一般社団・財団法人法」により、日本国内

で**一般社団法人**を設立して、それを SPV の親会社とすることで、より簡便かつ低コストで倒産隔離を実現できるようになりました。そのため、現在ではこの一般社団法人を用いるスキームが主流となっています。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 信託の倒産隔離機能を確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 2 章 2.1.2 の (A) によると、「信託法上、受託者の固有財産とは完全に分離・独立しているため、法的には受託者が倒産しても信託財産には影響が及ばない。」とある。
3. これは、信託制度そのものが持つ「信託財産の独立性」という性質によるものである。
4. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。信託された財産（信託財産）は、信託法上、受託者（信託銀行など）自身の財産（固有財産）とは明確に区別して管理することが義務付けられています（**分別管理義務**）。そのため、万が一受託者である信託銀行が倒産したとしても、信託財産がその破産財団に組み込まれることはなく、受益者の権利は保護されます。このように、**信託制度自体に倒産隔離機能が内蔵されている**点が、証券化で信託が多用される大きな理由の一つです。

● 暗記のポイント

- 倒産隔離の 2 側面: ①**オリジネーターからの隔離** + ② **SPV 自体の倒産防止**。
- 真正売買の要件: 適正価格、**第三者対抗要件**の具備、リスク・経済価値の移転など。
- 倒産隔離手法の変遷: かつては**慈善信託（ケイマン SPC）** → 現在は**一般社団法人**が主流。
- 信託の機能: 信託制度そのものが**倒産隔離機能**を持つ（信託財産の独立性）。

● 関連知識・発展学習

■ **なぜ一般社団法人が倒産隔離に使えるのか？**一般社団法人が倒産隔離に最適な理由は、その「非営利性」と「所有と議決権の分離」という特徴にあります。| 特徴 | 解説 | 倒産隔離への効果 | :— | :— | :— | | **非営利性** | 社員に剰余金や残余財産を分配することができない。 | スポンサーなどの利害関係者が、SPV を支配して利益を吸い上げる動機（インセンティブ）が働かない。 | | **所有と議決権の分離** | 資金を提供する者（基金拠出者）と、議決権を持つ者（社員）を分離できる。 | | ①資金はスポンサーが「基金」として提供し、SPV の出資金に充てる。②議決権を持つ「社員」には、利害関係のない中立的な第三者（公認会計士など）が就任する。⇒これにより、スポンサーが SPV の意思決定に直接介入できなくなり、SPV の独立性が確保される。 |

この仕組みにより、オリジネーター（スポンサー）と SPV の間に法的な壁を作り、オリジネーターの倒産リスクから投資家を保護することができるのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 1 章 1.2.4 倒産隔離
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 3 章 3.2.3 真正売買（True sale）
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 2 章 2.1.2 SPV
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 2 章 2.1.2 SPV

2020 年度 午前問題 24

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 証券化における信用補完と流動性補完
- 学習目標: 信用補完の代表的な手法（優先・劣後構造、超過担保）の定義と、現金準備勘定やスプレッド勘定が持つ二つの機能（信用補完と流動性補完）について説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 「優先・劣後構造」と「超過担保」の定義を混同しないようにしましょう。また、「スプレッド勘定」が流動性補完としても機能する点を理解しておくことが重要です。

● 専門用語の定義・解説

■ 信用補完 (Credit Enhancement)

- ・ ①定義: 証券化の裏付けとなる資産（不動産やローン債権など）の信用力だけでは投資家の求める格付が得られない場合に、その信用力を高める（補完する）ための様々な措置のことです。
- ・ ②解説: これにより、投資家は安心して投資できるようになり、発行体はより有利な条件で資金調達が可能になります。優先・劣後構造、超過担保、現金準備勘定などが代表的な手法です。

■ 流動性補完 (Liquidity Enhancement)

- ・ ①定義: 裏付け資産からのキャッシュフローの入金タイミングと、投資家への元利払い等の支払タイミングが一時的にずれることで生じる資金ショートを防ぐための措置です。
- ・ ②解説: 例えば、テナントからの賃料入金が遅れた場合でも、投資家への利払いが滞らないように、予め現金を準備しておく（現金準備勘定など）のが典型例です。信用力が毀損したわけではない、一時的な資金繰りのための備えです。

■ 優先・劣後構造

- ・ ①定義: SPV が発行する証券を、元利金の支払いを受ける順番が異なる複数の階層（トランシェ）に分ける信用補完手法です。
- ・ ②解説: 優先（シニア）部分は最初に支払いを受け、劣後（メザニン、ジュニア）部分は後から支払いを受けます。万が一、裏付け資産からのキャッシュフローが減少した場合、その損失はまず劣後部分が吸収するため、優先部分の元利払いの確実性が高まります。

■ 超過担保

- ・ ①定義: SPV が発行する証券の額面総額よりも、価値の高い資産を裏付けとして提供する信用補完手法です。
- ・ ②解説: 例えば、100 億円の証券を発行するために、110 億円の価値がある不動産を SPV に譲渡するようなケースです。この 10 億円の差額（超過担保）が、将来のキャッシュフロー減少に対するクッションとなります。

● 解答

3. (ロとハ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:

1. 選択肢で説明されている信用補完措置が何かを判断する。
2. 「資金調達額を超えた額の資産を SPV へ譲渡する」というのは、「超過担保」の定義である。
3. テキスト 105 第 II 部 第 3 章 3.3.2 に「超過担保とは、SPV が証券などを発行することによって調達する金額を超えた額の資産を…SPV に譲渡すること」と定義されている。
4. 一方、「優先・劣後構造」はキャッシュフローの支払順位を分ける手法である。
5. したがって、用語の定義が誤っている。

■ 【解説】：この記述は**超過担保**の説明です。**優先・劣後構造**とは、資産から生じるキャッシュフローを受け取る順番に優先順位をつけ、損失が発生した場合は劣後部分から先に負担させることで、優先部分の安全性を高める仕組みのことです。用語の定義が入れ替わっているため、誤りです。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. パフォーマンス悪化時に劣後部分への配当を停止する仕組みがあるかを確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 3 章 3.3.2 の「優先・劣後構造」の解説に、「証券化期間中に債権プールのパフォーマンスが悪化した場合を想定して一定の条件（トリガー）を設け、トリガーに抵触した場合は、劣後部分に対する配当を、それ以降、一時的に停止するといった信用補完を備えた取引もある」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。これは**優先・劣後構造**における動的な信用補完の一例です。あらかじめパフォーマンスの悪化を示す**トリガー**（例えば、ローンの延滞率が一定水準を超えるなど）を設定しておき、それに抵触した場合、劣後部分への支払いを一時的に停止します。これにより、利用可能なキャッシュフローをすべて優先部分の元利払いに充当することができ、優先部分の安全性をさらに高めることができます。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 現金準備勘定の機能を確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 3 章 3.3.2 によると、現金準備勘定は発行代金の一部を預金しておくものである。
3. 同テキストには、この勘定が「SPV が投資家に支払う利払金や費用支払の資金が一時的に不足する場合に備えるための流動性補完としても機能する」と記載されている。
4. また、元利払いの確実性を高めるものであるから、当然、信用補完としても機能する。
5. 選択肢の記述はこれらの両機能に言及しており、正しい。

■ 【解説】：その通りです。現金準備勘定（キャッシュ・リザーブ）は、二つの重要な機能を果たします。

1. **流動性補完**：賃料の入金遅れなど、一時的な資金不足が発生した場合に、投資家への支払いが滞らないようにするための備え。
2. **信用補完**：裏付け資産のパフォーマンスが悪化し、恒常的にキャッシュフローが不足した場合に、元利払いの元本を補填するための備え。このように、現金準備勘定は一時的なズレにも、恒常的な不足にも対応できる、強力な補完措置です。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】:

1. スプレッド勘定の機能を確認する。
2. テキスト 105 第 II 部 第 3 章 3.3.2 によると、スプレッド勘定は「資産からのキャッシュフローから…控除した後の残余を預金として積み立てておくもの」である。
3. 同テキストの現金準備勘定の説明の中で、「両勘定ともに…流動性補完としても機能する」と明記されている。
4. したがって、「流動性補完としては機能しない」という記述は誤り。

- 【解説】: この記述は誤りです。スプレッド勘定（超過利差）は、裏付け資産から得られる利息収入と、投資家への支払利息や各種費用の差額分を積み立てるものです。この積み立てられた現金は、将来の損失に備える**信用補完**として機能するだけでなく、現金準備勘定と同様に、一時的な資金ショートに備える**流動性補完**としても機能します。

● 暗記のポイント

■ 信用補完の主な手法:

- ・ 優先・劣後構造: 支払順位の階層化。
- ・ 超過担保: 証券額面 < 資産価値。

■ 補完のための勘定:

- ・ 現金準備勘定: 発行時に設定。信用補完 兼 流動性補完。
- ・ スプレッド勘定: 運用中の余剰利益を積立。信用補完 兼 流動性補完。

● 関連知識・発展学習

- 内部信用補完 vs 外部信用補完 本問で扱われた手法は、すべて証券化の仕組みの**内部**で信用力を高める「内部信用補完」です。これに対して、仕組みの**外部**の第三者が信用力を提供する「外部信用補完」という手法もあります。| 種類 | 手法 | 特徴 || :- | :- | :- || 内部信用補完 | ・ 優先・劣後構造・超過担保・現金準備勘定・スプレッド勘定 | ・ 仕組みの中で完結するため、追加のコストは比較的小さい。・ 現在の証券化で主流の手法。|| 外部信用補完 | ・ 第三者保証（銀行、保険会社など）・モノライン保険（金融保証専門の保険会社による保証）・バックアップライン（銀行による流動性供与） | ・ 外部機関の信用力を利用するため、高い格付を得やすい。・ 保証料などのコストがかかる。・ 保証する金融機関自体の信用リスクを負うことになる。・ かつては多用されたが、金融危機以降は減少傾向。|

不動産証券化の実務では、これらの手法を単独または組み合わせて用いることで、投資家のニーズに合ったリスク・リターン特性を持つ商品を設計しています。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 3 章 3.3.2 内部信用補完
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 3 章 3.3.2 内部信用補完
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 3 章 3.3.2 内部信用補完
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 3 章 3.3.2 内部信用補完

2020 年度 午前問題 25

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: CLO (ローン担保証券) に関する知識
- 学習目標: CLO と一般的な ABS との違い、キャッシュ型とシンセティック型の区別、バランスシート型とアービトラージ型の目的の違いを理解する。
- ひっかけポイント: CLO の担保資産は「大数の法則」が成立しにくい大口の企業向け貸付債権が中心であること、過去の邦銀による大型 CLO がシンセティック型であったこと、米国の CLO の主流がアービトラージ型であること、など専門的な知識が問われます。

● 専門用語の定義・解説

■ CLO (Collateralized Loan Obligation)

- ・ ①定義: 企業向け貸付債権 (ローン) を束ねて裏付け資産とし、そこから生じるキャッシュフローを原資として発行される証券化商品 (資産担保証券) のことです。
- ・ ②解説: 多数の個人向け小口ローンを束ねる一般的な ABS とは異なり、CLO は比較的少数の大口の企業向けローンを束ねるため、「大数の法則」が働きにくく、個々の企業の信用リスク分析がより重要になります。

■ キャッシュ型 CLO

- ・ ①定義: 実際に企業向けローン債権そのものを SPV に譲渡し、それを裏付けとして発行される CLO のことです。
- ・ ②解説: 資産 (ローン債権) が実際に SPV に移転するため、オリジネーターである金融機関は、そのローン債権をバランスシートから切り離す (オフバランスする) ことができます。

■ シンセティック型 CLO

- ・ ①定義: 企業向けローン債権そのものではなく、その債権から生じる「信用リスク」のみをクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) というデリバティブ取引を使って SPV に移転し、それを裏付けとして発行される CLO のことです。
- ・ ②解説: ローン債権自体はオリジネーターのバランスシートに残ったままですが、信用リスクを移転することで、自己資本比率規制上のリスクアセットを削減する効果があります。

■ アービトラージ型 CLO

- ・ ①定義: 裏付けとなるローン債権の利回りと、発行する CLO のクーポン (支払利息) との金利差 (スプレッド) を収益源とすることを目的として組成される CLO です。
- ・ ②解説: 例えば、平均利回り 5% のローンを集めて、それを裏付けに平均クーポン 3% の CLO を発行すれば、その差額 2% がエクイティ部分の投資家のリターンになります。米国の CLO 市場の主流はこのタイプです。

● 解答

4. (全て誤っている)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】：

1. CLO と一般的な ABS の担保資産の違いを比較する。
2. 一般的な ABS（オートローンなど）は、多数の個人向け小口債権が裏付けであり、個々のデフォルトの影響は小さく、「大数の法則」が働きやすい。
3. CLO は、比較的少数の企業向け大口貸付債権が裏付けであり、個々の企業のデフォルトの影響が大きく、「大数の法則」は成立しにくい。
4. テキスト 105 第 II 部 第 4 章 4.2.4 によると、「CLO や CBO はそうした分散プールではないというところに大きな特徴がある」。
5. したがって、「一般的な ABS と同様に…大数の法則が成立する」という記述は誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。リース債権やクレジット債権を裏付けとする一般的な ABS は、多数の個人向け小口債権をプールするため、個々の債務者のデフォルトが全体に与える影響は小さく、統計的な予測（大数の法則）が成り立ちやすいのが特徴です。一方、CLO は、比較的少数の企業向け大口貸付債権をプールするため、特定の 1 社のデフォルトが全体のパフォーマンスに大きな影響を与える可能性があります。そのため、大数の法則は成立しにくく、個々の企業の信用力分析がより重要となります。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 2000 年代前半に邦銀が発行した大型 CLO の形態（キャッシュ型かシンセティック型か）を確認する。
2. 公式解説によると、これらの CLO は「シンセティック型」であったとされている。
3. 選択肢は「キャッシュ型取引」と記述しているため、誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。2000 年代前半に、旧みずほコーポレート銀行や旧 UFJ 銀行が発行した大規模な CLO は、実際にローン債権を SPV に譲渡する「キャッシュ型」ではなく、信用リスクのみをクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）で移転する「シンセティック型」でした。シンセティック型は、ローン債権そのものを動かさずに信用リスクだけを移転できるため、大規模なポートフォリオを効率的に証券化するのに適していました。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 財務省による財投機関債 CLO の目的を確認する。
2. 公式解説によると、目的は「信用リスクのヘッジ」ではなく、「資金調達が多様化」であった。
3. したがって、記述は誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。2000 年代半ばに財務省が発行した、政府系機関向け貸付債権を裏付けとする CLO の主な目的は、債務者の信用リスクをヘッジすることではなく、財政投融资の原資となる資金を、従来の財投債に加えて CLO という新たな手法で市場から調達する「資金調達の多様化」にありました。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 米国 CLO 市場の主流が「バランスシート型」か「アービトラージ型」かを確認する。
2. テキスト 105 には直接の記述はないが、公式解説では「アービトラージ型」が主流であるとされている。

3. 選択肢は「バランスシート型」と記述しているため、誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。米国で発行される CLO の主流は、金融機関が自己のバランスシートからリスクを削減することを目的とする「バランスシート型」ではなく、裏付け資産の利回りと発行する証券のコストの差額（スプレッド）から収益を得ることを目的とする「アービトラージ型」です。テキスト 105 第 II 部 第 4 章 4.2.4 で言及されている「レバレッジドローンなどを担保資産とした CLO」も、このアービトラージ型に分類されます。

● 暗記のポイント

- CLO vs ABS: CLO は企業向け大口ローンが中心、大数の法則は働きにくい。

- CLO の類型（形態）：

- ・ キャッシュ型: 資産そのものを SPV に移転（オフバランス）。
- ・ シンセティック型: 信用リスクのみを CDS で移転。

- CLO の類型（目的）：

- ・ バランスシート型: リスクアセット削減目的。
- ・ アービトラージ型: 利鞘（スプレッド）収益目的。米国市場の主流。

● 関連知識・発展学習

- CLO の仕組みと不動産証券化 CLO の仕組みは、不動産を裏付けとする CMBS と非常に似ています。どちらも、資産（ローン債権）から生み出されるキャッシュフローを原資として、優先・劣後構造を持つ複数の証券（トランシェ）を発行します。| 項目 | CLO | CMBS | | :— | :— | :— | | 裏付け資産 | 企業向け貸付債権（ローン） | 商業用不動産担保ローン | | キャッシュフロー | 企業の元利払い | テナントの賃料、不動産売却代金 | | リスク | 企業の信用リスク（倒産リスク） | 不動産の空室・賃料下落リスク、価格変動リスク | | 発行証券 | 優先債、メザニン債、エクイティ債 | 優先債、メザニン債、エクイティ債 |

このように、裏付け資産が「企業向けローン」なのか「商業用不動産ローン」なのかという違いはありますが、キャッシュフローを切り出して証券化し、リスクを階層化して投資家に分配するという「証券化」の基本的な考え方は共通しています。CLO の仕組みを理解することは、CMBS や他の不動産証券化商品を理解する上でも役立ちます。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 4 章 4.2.4 企業向け貸付債権等
- ロ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 4 章 4.2.4 企業向け貸付債権等
- ハ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 4 章 4.2.4 企業向け貸付債権等
- ニ: テキスト 105 不動産ファイナンスの基礎 第 II 部 第 4 章 4.2.4 企業向け貸付債権等

2020 年度 午前問題 26

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産投資の基本的な特徴とリターンの種類
- 学習目標: 不動産投資の特性（個別性、デューデリジェンスの必要性）、インカムゲインとキャピタルゲインの定義、プロフェッショナルの役割を理解する。
- ひっかけポイント: 「インカムゲイン」と「キャピタルゲイン」の定義を混同しないように注意しましょう。これは不動産投資だけでなく、あらゆる投資の基本です。

● 専門用語の定義・解説

■ インカムゲイン

- ・ ①定義: 資産を保有している間に、継続的に得られる収益のことです。
- ・ ②解説: 不動産投資における賃料収入や、株式投資における配当金、債券投資における利息（クーポン）がこれにあたります。比較的安定したリターンが期待できるのが特徴です。

■ キャピタルゲイン

- ・ ①定義: 保有している資産を、取得した時よりも高い価格で売却することによって得られる売買差益のことです。
- ・ ②解説: 不動産投資における売却益や、株式投資における値上がり益がこれにあたります。大きなリターンが期待できる可能性がある一方で、逆に価格が下落して損失（キャピタルロス）を被るリスクもあります。

■ デューデリジェンス

- ・ ①定義: 投資対象となる不動産の価値やリスクを把握するために、物理的、法的、経済的な側面から詳細な調査を行うことです。
- ・ ②解説: 建物の状態を調べるエンジニアリングレポートの取得や、権利関係を確認する法的調査、市場性を分析する経済的調査などがあります。不動産は個別性が高いため、投資判断を行う上で不可欠なプロセスです。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. リーマンショック後の不動産投資のトレンドを確認する。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.1 によると、「リーマンショック後は、不動産投資の本来の醍醐味である安定性に基づく中長期的な投資ヘシフトしてきており、その結果、インカムゲインがより重視されてきている。」
3. 選択肢は「キャピタルゲインがより重視されてきている」と記述しており、逆の内容であるため誤り。

- 【解説】: この記述は逆です。リーマンショックでは、不動産価格の急落により短期的なキャピタルゲインを狙った投資が大きな損失を被りました。その反省から、ショック後は、不動産が本来持つ**安定的で継続的な賃**

料収入（インカムゲイン）の価値が見直され、中長期的な視点での投資が主流となっています。キャピタルゲインよりもインカムゲインが重視される傾向が強まっています。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産投資と他の金融資産投資との違いを考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.2 によると、不動産の特徴として「個別性」「価格が分かりにくい」「詳細な調査（デューデリジェンス）が必要」などが挙げられている。
3. 選択肢の記述はこの特徴と一致している。

■ 【解説】：その通りです。不動産は、株式や債券のように規格化された商品ではなく、一つひとつが異なる特徴を持つ**個別性の高い資産**です。そのため、投資判断を行う前に、その物件の権利関係、建物の状態、法的な規制、収益性などを専門家が詳細に調査する**デューデリジェンス**が不可欠となります。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産の用途とその収益性の関係を考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.7 によると、オフィス、住宅、ホテル、商業施設など、用途によって価格や賃料の形成要因が異なる。
3. 特にホテルなどのオペレーショナルアセットでは、「誰がどのようなオペレーションをするか」が収益性に大きく影響することが述べられている。
4. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。不動産は、オフィス、住宅、商業施設、ホテルなど、その**用途（アセットタイプ）**によって市場の特性や収益構造が大きく異なります。特にホテルやヘルスケア施設のような**オペレーショナルアセット**では、単に建物を貸すだけでなく、そこで行われる事業（オペレーション）の巧拙が収益を大きく左右します。そのため、アセットマネジャーには、不動産の知識に加えて、それぞれの事業分野に対する深い理解が求められます。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産投資におけるプロフェッショナルの役割を考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.8 には、不動産投資にはアセットマネジャー、プロパティマネジャー、レンダー、鑑定士、弁護士など「様々なプレーヤーが関与している」ことが図示されている。
3. 同テキストには、「不動産投資ビジネスが、多くのプレーヤーが関与し、彼らに支えられた巨大なビジネスであることの認識が必要である」と記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの趣旨と一致している。

■ 【解説】：その通りです。不動産投資は、単独で完結するものではなく、アセットマネジャー、プロパティマネジャー、レンダー（金融機関）、不動産鑑定士、弁護士、税理士など、**多様な専門家（プレーヤー）**が関与し、それぞれの役割を果たすことで成り立っています。投資家は、これらの専門家と連携しながら、リスクを管理し、適切な投資判断を行っていく必要があります。

● 暗記のポイント

■ 不動産投資のリターン:

- ・ インカムゲイン: 保有中に得られる賃料収入など。
- ・ キャピタルゲイン: 売却時に得られる値上がり益。

■ 不動産投資の特徴: 個性が高く、デューデリジェンスが不可欠。

■ オペレーショナルアセット: ホテルなど、運営（オペレーション）の巧拙が収益を大きく左右する不動産。

● 関連知識・発展学習

■ なぜリーマンショックでインカムゲインが重視されるようになったのか？リーマンショック以前の不動産ファンドブームでは、不動産価格が右肩上がりです上昇することを前提に、高いレバレッジをかけて物件を取得し、短期間で転売してキャピタルゲインを狙う「オポチュニスティック」な投資が盛んに行われました。しかし、リーマンショックで不動産市場が凍りつき、価格が暴落すると、

1. **売却できない:** 買い手がいなくなり、キャピタルゲインによる出口戦略が機能しなくなった。
2. **借り換えできない:** 金融機関が融資を引き締め、ローンの借り換え（リファイナンス）ができなくなった。
3. **逆ザヤ発生:** 不動産からの収益（インカム）が減少し、借入金利を下回る「逆ザヤ」が発生した。という事態に陥り、多くのファンドが破綻しました。この教訓から、不動産価格の変動に左右されやすいキャピタルゲインに過度に依存するのではなく、不動産が本来持つ、安定的で継続的な**インカムゲイン**の重要性が見直されるようになったのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第I部 第1章 1.1 不動産投資とは？
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第I部 第1章 1.2 不動産投資の特徴
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第I部 第1章 1.7 投資対象としての不動産
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第I部 第1章 1.8 不動産投資に関わる主なプレイヤー

2020 年度 午前問題 27

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産投資におけるリスクマネジメント
- 学習目標: 不動産投資のリスクの定義、商業用不動産における管理の重要性、災害リスク対策、リファイナンスリスクについて理解する。
- ひっかけポイント: 「リファイナンスリスク」の考え方が重要です。投資期間中に借入金の満期が到来すると、金融市場が悪化していた場合に借り換えができなくなるリスクがあります。これを避けるためには、投資期間をカバーする長期の借入れが望ましいです。

● 専門用語の定義・解説

- リスク（不動産投資における）
 - ・ ①定義: 将来得られるキャッシュフローや不動産価格の「不確実性」や「ばらつき（変動）」のことです。
 - ・ ②解説: 一般的に「危険」という意味で使われがちですが、投資の世界では、リターンが予想から上下にブレる可能性を指します。プラスにブレる可能性（オポチュニティ）も含む概念ですが、通常はマイナス方向の変動（損失の可能性）を管理することがリスクマネジメントの中心となります。
- リファイナンスリスク
 - ・ ①定義: 借入金の満期が到来した際に、新たな借入れ（借り換え）ができない、あるいは不利な条件でしか借り換えができないリスクのことです。
 - ・ ②解説: リーマンショック時には、多くの不動産ファンドがこのリスクに直面しました。金融機関が融資を一斉に引き締めたため、満期を迎えたローンの借り換えができず、資金繰りに行き詰まるファンドが続出しました。

● 解答

2. (2つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. 不動産投資における「リスク」の定義を確認する。
 2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.3 によると、「リスクとは一般的には“危ない”とか“危険”という意味で使われるが、ここでは、“ばらつきが大きい”“変動が大きい”ということである。すなわち、…キャッシュフローや不動産価格等を変動させる要因がリスク要因である。」
 3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。
- 【解説】: その通りです。投資における「リスク」とは、単に「危険」を意味するのではなく、**結果の不確実性や変動の大きさ**を指します。不動産投資においては、賃料収入や将来の売却価格が、当初の予想からどれだけブレる可能性があるか、そのブレをもたらす要因（空室の発生、賃料の下落、災害など）がリスク要因となります。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 商業用不動産における管理の重要性を考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.3 によると、「管理に関するリスクは、今まで十分に認識されていなかったが、実は極めて重要なものである。」と述べられている。
3. また、「オフィスなどの商業用不動産においても管理が適正に行われていることは極めて重要であり、テナントの満足度や各種事故の発生リスクにも影響し、結果的には、キャッシュフローや不動産価格に影響を及ぼす」とある。
4. したがって、「管理の意義は相対的に低い」という記述は誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。オフィス、商業施設、ホテルなどの商業用不動産においても、**適正な管理は極めて重要**です。良好な管理は、テナントの満足度を高めて退去を防ぎ、賃料の安定化に繋がります。また、適切なメンテナンスは建物の資産価値を維持・向上させ、事故のリスクを低減します。逆に管理がずさんであれば、テナントの流出や賃料下落、資産価値の毀損を招き、投資パフォーマンスに深刻な悪影響を及ぼします。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 地震などの災害リスクに対する軽減策を考える。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.4 に、リスク軽減の方法として「保険等」が挙げられており、「地震保険への加入は地震リスクを軽減することができる」と記載されている。
3. また、レンダー（金融機関）が融資の条件として地震保険への加入を求めることも実務上一般的である。

- 【解説】：その通りです。地震による建物の損壊という物理的なリスクを完全に無くすことはできませんが、**地震保険に加入**することで、損壊した場合の経済的な損失を補填し、リスクを軽減することができます。特に、ノンリコースローンで融資を行う金融機関（レンダー）は、担保不動産の価値が地震で毀損することを懸念するため、融資の条件として、一定水準以上の PML（予想最大損失率）を持つ物件に対して地震保険への加入を求めることが一般的です。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. リファイナンスリスクを回避するための借入期間の考え方を確認する。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.4 の「融資面での工夫」の項に、「仮に投資期間中に借入金の満期が到来すると、マーケットが悪化していれば、借り換え（リファイナンス）リスクが顕在化することになる」と記載されている。
3. これを避けるためには、「想定される投資期間をカバーする借入期間を設定することが有効である」とされている。
4. したがって、「投資期間より短い融資期間を選択の方が好ましい」という記述は逆であり、誤り。

- 【解説】：この記述は逆であり、誤りです。**リファイナンスリスクを軽減するためには、想定される投資期間をカバーできる長期の融資期間を設定することが望ましい**です。もし投資期間よりも短い融資期間を選択してしまうと、投資の途中で借入金の満期が到来します。その時点で金融市場が悪化していると、借り換えができなかったり、非常に高い金利を提示されたりするリスク（リファイナンスリスク）に直面します。これを避けるため、不動産投資の出口（売却）時期とローンの満期を合わせるか、それよりも長く設定するのがリスクマ

ネジメントの基本です。

● 暗記のポイント

- **投資リスク**: 結果の不確実性・変動のこと。
- **不動産管理**: 全ての用途で**極めて重要**。資産価値とキャッシュフローに直結。
- **災害リスク対策**: 保険への加入が有効な経済的リスク軽減策。
- **リファイナンスリスク対策**: 借入期間は**投資期間をカバーする**ように設定する。

● 関連知識・発展学習

- **PML と地震保険** 選択肢ハに出てきた PML（予想最大損失率）は、地震リスクを評価する上で非常に重要な指標です。
 - ・ **PML とは**: 再現期間 475 年（50 年間に発生する確率が 10%）クラスの大地震が発生した際に、建物が被るであろう損害額が再調達価格（建て直し費用）の何%になるかを確率的に示した数値です。
 - ・ **金融機関の判断基準**: 多くの金融機関では、融資の可否を判断する際に、この PML 値を参考にします。一般的に、**PML が 15%～20%**を超えると、融資の条件として地震保険への加入が必須となることが多いです。
 - ・ **投資家の判断基準**: PML 値が高い物件は、地震による資産価値の毀損リスクが高いと判断され、投資家はその分、高い利回り（リスクプレミアム）を要求するか、投資を敬遠する傾向があります。

このように、PML は不動産ファイナンスや投資判断において、地震リスクを定量的に評価するための共通言語として機能しています。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.3 不動産投資で大切なこと
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.3 不動産投資で大切なこと
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.4 リスク軽減の方法
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.4 リスク軽減の方法

● 2020 年度 午前問題 28

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: アセットマネジャー (AM) の業務内容と責任
- 学習目標: AM の役割 (投資戦略の立案)、ビジネスプランの定義、アンダーライティングにおける実績データの重要性、プロパティマネジャー (PM) からの請求に対する AM の確認義務について理解する。
- ひっかけポイント: 各プレーヤー (AM、PM など) の役割分担を正確に理解することが重要です。投資クライテリアを定めるのは誰か、実績データは参考にするべきか、PM からの請求を無条件で支払ってよいか、といった実務上の判断が問われます。

● 専門用語の定義・解説

■ 投資クライテリア

- ・ ①定義: 不動産ファンドがどのような不動産に投資するかを定めた具体的な基準のことです。
- ・ ②解説: 例えば、「東京都心5区の、築10年以内の、延床面積5,000㎡以上のオフィスビル」といったように、投資対象とする物件のエリア、用途、規模、築年数などを具体的に定めます。これは、ファンドの投資戦略を具現化するものであり、投資家に対してファンドの性格を明確に示す役割も果たします。

■ ビジネスプラン (事業計画)

- ・ ①定義: 不動産ファンドの投資運用計画全体を示す最終的な計画書のことです。
- ・ ②解説: デューデリジェンスやアンダーライティングの結果を基に、取得価格、資金調達計画、保有期間中の収支予測、修繕計画、売却戦略、投資家への配当計画などを具体的にまとめたものです。アセットマネジャーが作成し、投資家やレンダー (金融機関) に提示します。

■ アンダーライティング

- ・ ①定義: 不動産ファンドにおいて、投資対象不動産の収益性を詳細に分析・評価し、投資採算性を検証する作業のことです。
- ・ ②解説: デューデリジェンスで得られた情報などを基に、将来の賃料収入や運営費用、修繕費などを予測し、精緻なキャッシュフローモデルを作成します。この結果は、物件の取得価格を決定する上で最も重要な判断材料となります。

■ ファンディングリクエスト

- ・ ①定義: プロパティマネジャー (PM) が、物件の運営管理のために立て替えて支払った費用を、ビルオーナーやアセットマネジャーに請求することです。
- ・ ②解説: 例えば、小規模な修繕費用や緊急対応にかかった費用などが該当します。アセットマネジャーは、この請求内容が妥当であるかを確認した上で支払いを行います。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:
 1. 「投資クライテリア」を誰が定めるのかを考える。

2. 投資クライテリアは、ファンドの根幹をなす「投資戦略」を具体化したものである。
3. テキスト 103 第 I 部 第 2 章 2.2.1 によると、投資戦略の立案はアセットマネジャーの業務である。
4. プロパティマネジャー（PM 会社）は、AM が策定した戦略に基づき、個別の物件管理を実行する役割である。
5. したがって、投資クライテリアを定めるのは PM 会社ではなく、アセットマネジャーである。記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は役割分担が逆であり、誤りです。投資クライテリア（投資基準）を定め、それに基づいて投資戦略を立案するのは、ファンド全体の運用責任を負うアセットマネジャーの重要な役割です。プロパティマネジャーは、アセットマネジャーが策定した戦略・計画に基づき、個別の不動産の日常的な管理運営（リーシングやメンテナンスなど）を実行する役割を担います。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. ビジネスプランの定義と内容を確認する。
 2. テキスト 103 第 I 部 第 2 章 2.4.1 に「ビジネスプラン（事業計画）とはアセットマネジャーが投資家やレンダーに提示する最終的な投資運用計画のことである」と定義されている。
 3. また、その内容として「アンダーライティングをベースとして最終的な売買金額やローン条件、リース戦略、修繕計画…SPC レベルでの収支、そして最終的な配当計画が記載されている」とある。
 4. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。
- 【解説】：その通りです。ビジネスプランは、不動産ファンドの組成から清算までの全貌を描いた「事業計画書」です。デューデリジェンスやアンダーライティングで得られた詳細な分析結果を基に、物件の取得から運営、売却までの具体的な計画と、それによって見込まれる投資家へのリターン（配当）が網羅的に記載されます。これは、投資家や金融機関が投資・融資判断を行う上で最も重要な書類の一つです。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. アンダーライティング（将来の収益予測）を行う際に、過去の実績データが有用か否かを考える。
 2. 将来を予測するためには、過去のトレンドや実績を分析することが基本である。
 3. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.4.3.1 の収益調査では、「過去の推移及び将来の動向を詳細に分析して運営収益及び運営費用を予測する」とあり、実績データの重要性が示されている。
 4. したがって、「実績値は過去のデータであるためアンダーライティングの参考にしてはならない」という記述は明確に誤り。
- 【解説】：この記述は誤りです。アンダーライティングは、将来のキャッシュフローを予測する作業ですが、その予測の精度を高めるためには、過去の実績データを分析することが不可欠です。過去の賃料推移や修繕履歴、運営コストなどを分析することで、その不動産が持つ本来の収益力やリスクを把握し、より現実的な将来予測を立てることができます。「過去のデータだから参考にしない」というのは、適切な投資分析の姿勢とは言えません。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：

1. アセットマネジャーがプロパティマネジャー (PM) からのファンディングリクエスト (費用請求) をどのように処理すべきかを考える。
2. AM は投資家に対して善管注意義務や忠実義務を負っており、ファンドの資金を適切に管理する責任がある。
3. したがって、PM からの請求であっても、その内容が妥当か、契約や予算の範囲内かなどを確認する義務がある。
4. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.4.1 の解説で「金額が妥当なものであるか、本来発注 (入札が伴うものであったり) であったり、支払い立替の妥当性を確認する必要がある」とされている。
5. 「直ちに支払いの手続きを行わなければならない」という無条件の支払いを意味する記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。アセットマネジャーは、投資家から資産運用を委託された受託者として、ファンドの資金を適切に管理する善管注意義務を負っています。そのため、プロパティマネジャーからのファンディングリクエスト (立替費用の請求) を受領した場合でも、その請求内容が契約や予算の範囲内であるか、金額は妥当か、そもそも必要な支出であったかなどを確認した上で支払う必要があります。請求内容を確認せずに直ちに支払うことは、受託者としての義務を果たしているとは言えません。

● 暗記のポイント

- AM の役割: 投資戦略・投資クライテリア・ビジネスプランの策定。
- PM の役割: AM の戦略に基づき、個別の物件管理を実行。
- アンダーライティング: 過去の実績データを基に将来の収益を予測する。
- 費用支払: AM は PM からの請求内容を確認する義務がある。

● 関連知識・発展学習

- **アセットマネジャー (AM) とプロパティマネジャー (PM) の連携の重要性** 不動産ファンドの成功は、AM と PM の緊密な連携にかかっていると言っても過言ではありません。両者の役割分担と連携のイメージは以下の通りです。| 項目 | アセットマネジャー (AM) | プロパティマネジャー (PM) | | :— | :— | :— | | **役割** | **ファンド全体の「経営者」・「戦略家」** | **個別物件の「現場監督」・「実行部隊」** | | **視点** | 長期的・ポートフォリオ全体 | 短期的・個別物件 | | **主な業務** | ・投資戦略、ビジネスプラン策定・物件の取得・売却判断・資金調達 (リファイナンス)・投資家へのレポート | ・リーシング (テナント誘致)・テナント対応、賃料回収・建物・設備の維持管理、修繕・AM へのレポート |
- AM は、ファンド全体の投資戦略やビジネスプランを策定し、PM にその方針を伝えます。
- PM は、AM の方針に基づき、リーシング活動や修繕計画といった具体的な実行プランを立て、現場で実行します。
- PM は、現場で得た情報 (テナントの動向、建物の状況など) を AM に報告し、AM はその情報を基に戦略を見直します。

このように、AM の「戦略」と PM の「実行力」がうまく噛み合うことで、初めてファンドのパフォーマンスは最大化されるのです。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.2.1 投資戦略の立案
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.4.1 ビジネスプランの策定

- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.3.1 アンダーライティング
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.4.1 賃料等請求業務

2020 年度 午前問題 29

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産デューデリジェンス (DD) の実務
- 学習目標: DD の目的、調査の進め方、レントロールの限界について理解する。
- ひっかけポイント: レントロールはあくまで概要をまとめた「一覧表」であり、それだけで契約内容を完全に把握したことはありません。必ず賃貸借契約書本体を確認する必要があるという実務上の鉄則が問われています。

● 専門用語の定義・解説

■ デューデリジェンス (Due Diligence / DD)

- ・ ①定義: 投資対象となる不動産の価値やリスクを把握するために、物理的、法的、経済的な側面から詳細な調査を行うことです。
- ・ ②解説: 日本語では「当然払うべき注意」と訳されます。不動産は個性が高く、様々なリスクを内包しているため、投資判断を行う前にこの DD を徹底的に行うことが不可欠です。

■ レントロール

- ・ ①定義: 賃貸不動産の各部屋 (区画) ごとの賃貸借契約の主要な条件 (賃料、共益費、敷金、契約期間、テナント名など) をまとめた一覧表のことです。
- ・ ②解説: 物件の収益性を一目で把握できるため、デューデリジェンスや不動産評価において最も基本的な資料の一つです。しかし、フリーレント (一定期間の賃料無料) や特殊な特約など、レントロールだけでは分からない情報も多いため、必ず契約書本体と照合する必要があります。

● 解答

1. (1 つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. デューデリジェンスの目的を確認する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.1.1 に「デューデリジェンスの目的は、投資対象の詳細調査による投資リスクの把握・リスク軽減・リスク回避手段の構築、適正投資価値の把握、投資効率の向上である。」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの目的と一致している。

- 【解説】: その通りです。デューデリジェンスの目的は、単に物件を調査することではありません。調査を通じて**リスクを洗い出し**、そのリスクを価格交渉に反映させたり、保険でカバーしたりといった**リスク軽減策を講じる**ことで、最終的に**投資効率を向上させる**ことまでを含んだ一連のプロセスです。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 現地調査を行う際の適切な進め方を考える。
2. 事前に資料を読み込み、確認すべきポイントを整理しておくことで、限られた時間の中で効率的かつ網羅的な調査が可能になる。
3. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.2.3 に「現地調査実施前に売主から開示された資料を基に当該不動産の状況及び特徴を十分に把握・分析し、確認すべきポイントを整理した上で現地調査に臨むべきである。」と記載されている。

- 【解説】：その通りです。現地調査は、デューデリジェンスの中でも特に重要なプロセスですが、時間は限られています。そのため、やみくもに現地を訪れるのではなく、事前に登記簿謄本や図面、レントロールなどの開示資料を十分に読み込み、現地で確認すべき事項や疑問点をリストアップしておくことが、調査の質を高める上で不可欠です。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. デューデリジェンスの実施主体を確認する。
2. DD は物的・法的・経済的など多岐にわたる専門分野の調査が必要となる。
3. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.1.3 に「デューデリジェンスの担い手は、弁護士、会計士、建設会社、エンジニアリング会社、設計士、不動産鑑定士、マーケットリサーチャー等の専門家で、調査項目ごとに共同であるいは個別に調査を行う。」と記載されている。

- 【解説】：その通りです。デューデリジェンスは、建物の構造、法的な権利関係、市場性など、非常に広範で専門的な知識を必要とします。そのため、アセットマネジャーが全てを自ら行うのではなく、**各分野の専門家**（エンジニアリング会社、弁護士、不動産鑑定士など）に調査を委託し、それらのレポートを統合して最終的な投資判断を下すのが一般的です。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. レントロールだけで賃貸借契約の内容を正確に把握できるか検討する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.3.1.4 に「レントロール（賃貸借契約の主な経済条件を一覧表に整理したもの）の記載内容が必ずしも実態を表しているとは限らない場合がある。」とある。
3. その理由として「フリーレントやレントホリデーなどの定めがある場合の賃貸借契約の場合、表面上の賃料と実際に収受する賃料では差が生じることがある」と具体例が挙げられている。
4. したがって、レントロールだけで判断せず、契約書本体を確認する必要がある。記述は誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。レントロールは、物件の収益性を概観するための非常に便利な「一覧表」ですが、あくまで要約です。実際の賃貸借契約書には、レントロールには記載されない重要な条項（例えば、**フリーレント、中途解約条項、特殊な特約**など）が含まれている可能性があります。これらの条項は、将来のキャッシュフローに大きな影響を与える可能性があるため、デューデリジェンスにおいては、**必ず賃貸借契約書本体を精査**し、レントロールの内容と相違がないか、他に重要な条項がないかを確認しなければなりません。レントロールだけで判断するのは、プロの調査としては不十分です。

● 暗記のポイント

- デューデリジェンスの目的: リスクの把握・軽減と、投資効率の向上。
- 現地調査の鉄則: 事前準備が全て。資料を読み込み、確認ポイントを整理する。
- DD の担い手: 各分野の専門家（弁護士、鑑定士、建築士など）。
- レントロール: あくまで要約。契約書本体の確認が必須。

● 関連知識・発展学習

- デューデリジェンスにおける「レッドフラッグ」デューデリジェンスを行っていると、投資判断に重大な影響を及ぼす可能性のある「危険信号（レッドフラッグ）」が見つかることがあります。プロのアセットマネジャーは、これらのフラッグをいち早く察知し、そのリスクを評価・対処する能力が求められます。| DD の分野 | レッドフラッグの例 | 想定されるリスク | :— | :— | :— | | 物的調査 | ・建築確認はあるが検査済証がない・アスベストや PCB の使用が疑われる | ・違法建築の可能性、再建築時に制約・高額な除去費用の発生、健康被害リスク | | 法的調査 | ・境界が未確定・賃貸借契約書に不利な中途解約条項がある | ・隣地とのトラブル、開発の遅延・テナントの急な退去による収益悪化 | | 経済的調査 | ・特定の一社への賃料依存度が極端に高い・周辺で競合となる大規模物件の開発計画がある | ・当該テナント退去時の大幅な収益悪化・将来の空室率上昇、賃料下落 |

これらのレッドフラッグが見つかった場合、取引を中止するか、価格交渉でリスク分を値引いてもらうか、あるいは契約書に特別な保証（表明保証）を盛り込んでもらうか、といった対応が必要になります。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.1.1 デューデリジェンスとは
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.2.3 現地調査
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.1.3 不動産証券化に係るデューデリジェンス
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.3.1.4 賃貸借契約関係

2020 年度 午前問題 30

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産ファンドのストラクチャーを構成するプレーヤーの選定
- 学習目標: プロパティマネジャー (PM)、ビルメンテナンス会社 (BM)、信託受託者、レンダー (金融機関) を選定する際の重要な視点を理解する。
- ひっかけポイント: 各プレーヤーの役割を正確に区別することが重要です。PM の業務範囲や、レンダー選定における競争入札とフィナンシャルアドバイザー (FA) の関係性を正しく理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ プロパティマネジャー (Property Manager / PM)

- ・ ①定義: ビルオーナーやアセットマネジャーから委託を受け、個別の不動産の日常的な管理・運営業務 (リーシング、テナント対応、賃料回収、修繕計画など) を行う専門業者のことです。
- ・ ②解説: 不動産ファンドのパフォーマンスを現場で支える、極めて重要な役割を担います。

■ ビルメンテナンス会社 (Building Maintenance Company / BM)

- ・ ①定義: PM 会社などからの委託を受け、建物の設備管理、清掃、警備といった物理的な維持管理業務を行う専門業者のことです。
- ・ ②解説: PM が運営全体のマネジメントを行うのに対し、BM はより現場に近い物理的な作業を担当します。

■ 信託受託者

- ・ ①定義: 信託契約に基づき、委託者から信託財産 (不動産など) の移転を受け、受益者のためにその財産の管理・処分を行う者です。
- ・ ②解説: 不動産証券化では、主に信託銀行がこの役割を担います。信託財産の分別管理や倒産隔離といった機能を提供し、スキームの安定性に貢献します。

■ レンダー (Lender)

- ・ ①定義: 資金の貸し手のことです。不動産ファイナンスの文脈では、SPV などに対してノンリコースローンを提供する金融機関を指します。
- ・ ②解説: 銀行、信託銀行、生命保険会社などが主なレンダーとなります。

● 解答

2. (ロとハ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:

1. PM 会社の業務範囲を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部第 4 章では、PM 業務としてテナント管理、コスト管理、レポーティング、事務・出納業務などが挙げられている。
3. 会計事務所が「全てのレポーティング業務を担当する」わけではなく、PM も重要なレポーティング (PM レポートなど) を行う。

4. したがって、前提となる役割分担の記述が誤っている。

- 【解説】：この記述は誤りです。プロパティマネジャー（PM 会社）の業務には、物件の管理やリーシングだけでなく、ビルオーナー（アセットマネジャー）に対する**レポーティング業務**や、賃料の請求・入金確認といった**会計・出納に関連する業務**も含まれます。会計事務所は SPC 全体の決算や税務申告などを担当しますが、日常的な物件レベルの会計・報告は PM 会社が担当するのが一般的です。したがって、「会計事務所が…全てのレポーティング業務を担当する」という前提が誤っています。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. ビルメンテナンス会社（BM）の選定基準を考える。
 2. テキスト 103 第 IV 部 第 2 章 2.5.1.1 では、PM や BM の「提案能力や交渉力、実行力、解決力」が重要であると述べられている。
 3. 単純なコスト（報酬）だけでなく、実績や財務状況、提案力といった総合的な能力を評価することが、物件価値の維持・向上につながる。
 4. したがって、選択肢の記述は適切な選定基準を示している。
- 【解説】：その通りです。ビルメンテナンス会社を選定する際には、単に委託料が安いかどうかだけでなく、**過去の実績、財務の安定性、そして修繕やバリューアップに関する提案力**などを総合的に評価することが重要です。質の低い管理は、長期的には建物の劣化を早め、テナントの不満を招き、結果として資産価値を損なうことになりかねません。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. 信託受託者の選定基準を考える。
 2. テキスト 103 第 I 部 第 2 章 2.3.2.3 によると、「信託受託者によって受託スタンスやテナント及び物件に対する審査基準やカストディ（信託受益権の管理・保管）のサービス内容も相違している」とある。
 3. したがって、信託報酬というコストだけでなく、これらのサービス内容や審査基準といった質的な側面も総合的に判断して選定する必要がある。
- 【解説】：その通りです。不動産証券化で信託を利用する場合、信託受託者（主に信託銀行）の選定は重要なプロセスです。信託報酬というコスト面はもちろんですが、各信託銀行によって、**引き受け可能な不動産の種類や規模に関する審査基準、受益権の管理方法（カストディ）、アセットマネジャーへの報告体制**といった**サービス内容**が異なります。ファンドの特性や目的に合った、最適なパートナーを選ぶことが求められます。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. レンダー選定の方法を確認する。
 2. テキスト 103 第 I 部 第 2 章 2.3.3.1 によると、レンダー選定には競争入札と相対交渉がある。
 3. 競争入札を行う際に、フィナンシャルアドバイザー（FA）を起用する場合もあるが、「必ず…起用」しなければならないわけではない。

4. 同テキストには、「FA を採用せずともアセットマネジャー自ら入札を取り仕切ることも広く行われている」と明記されている。
5. したがって、「必ずフィナンシャルアドバイザーを起用した上で」という部分が誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。レンダー（金融機関）を選定する際に、複数の金融機関から条件を募る**競争入札**は、透明性や公平性を確保し、有利な条件を引き出す上で有効な手法です。そのプロセスをフィナンシャルアドバイザー（FA）に委託することもあります。が、**FA の起用は必須ではありません**。アセットマネジャーが自ら入札を取り仕切ることも、また特定の金融機関と直接交渉する**相対方式**を選択することも一般的です。案件の特性に応じて最適な方法を選択すべきであり、「必ず」FA を起用して入札しなければならない、というわけではありません。

● 暗記のポイント

- PM の業務: リーシング、テナント管理、建物管理に加え、**会計・レポーティング業務**も含む。
- BM/PM/信託受託者の選定: コストだけでなく、**実績・財務・サービス内容・提案力**など総合的に判断。
- レンダーの選定: **競争入札**と**相対交渉**がある。FA の起用は**必須ではない**。

● 関連知識・発展学習

- **プロパティマネジャー（PM）の重要性**不動産ファンドのパフォーマンスは、マクロ経済や不動産市況に大きく左右されますが、同じ市場環境下でも、ファンドごとにパフォーマンスに差が生まれます。その大きな要因の一つが、**プロパティマネジメントの質**です。
 - ・ **リーシング力**: 優れた PM は、幅広いネットワークと市場分析力で、優良なテナントを迅速に見つけ、空室期間を短縮します。
 - ・ **テナントリレーション**: 既存テナントとの良好な関係を築き、満足度を高めることで、退去率を下げ、安定したキャッシュフローを確保します。
 - ・ **コスト管理能力**: 無駄なコストを削減しつつ、必要な修繕は計画的に実施することで、NOI（純営業収益）を最大化します。
 - ・ **バリューアップ提案力**: 省エネ改修やリノベーションなど、不動産の資産価値を高めるための具体的な提案を行います。アセットマネジャーが描く戦略という「設計図」を、現実に価値ある建物へと創り上げるのが PM の役割です。優れた PM を選定し、良好なパートナーシップを築くことは、アセットマネジャーの最も重要な仕事のひとつと言えるでしょう。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.4 事務・出納業務
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.3.2.4 プロパティマネジャー及びビルメンテナンス会社
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.3.2.3 信託受託者
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 2 章 2.3.3 ファイナンスアレンジ

2020 年度 午前問題 31

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産投資の基本 (リターンの種類、市場特性、歴史)
- 学習目標: インカムゲインとキャピタルゲインを正しく定義し、不動産市場の情報特性や日本の地価の歴史的動向を説明できるようになる。
- ひっかけポイント: インカムゲイン (保有期間中の収益) とキャピタルゲイン (売却時の差益) の定義を混同しないようにしましょう。頻出の基本用語です。

● 専門用語の定義・解説

■ インカムゲイン

- ・ ①定義: 資産を保有している間に、継続的に得られる収益のことです。
- ・ ②解説: 不動産投資における賃料収入や、株式投資における配当金がこれにあたります。

■ キャピタルゲイン

- ・ ①定義: 保有している資産を、取得した時よりも高い価格で売却することによって得られる売買差益のことです。
- ・ ②解説: 不動産投資における売却益や、株式投資における値上がり益がこれにあたります。

■ 土地神話

- ・ ①定義: 日本の土地価格は下落することなく上昇し続けるという、かつて広く信じられていた考え方のことです。
- ・ ②解説: 高度経済成長期からバブル期まで、実際に地価は長期にわたり上昇を続けましたが、1990 年代初頭のバブル崩壊によって地価が暴落し、この神話は崩壊しました。

● 解答

2. (2つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. J-REIT 市場におけるアセットタイプ別の資産規模を確認する。
2. テキスト 103 第 I 部 第 1 章 1.7 の図表 I-1-8 (2019 年時点のデータ) を見ると、用途別資産額の割合は、オフィスが 41.6%で最大であり、物流施設は 16.0%である。
3. したがって、「物流施設がオフィスを上回っている」という記述は誤り。

- 【解説】: この記述は誤りです。J-REIT 市場において、資産規模が最も大きいアセットタイプはオフィスです。テキスト 103 の【図表 I-1-8】 (2019 年時点) によると、オフィスが 41.6%を占めるのに対し、物流施設は 16.0%です。近年、物流施設の比率は上昇傾向にありますが、依然としてオフィスが最大のセクターです。(参考: 最新のテキスト 102 の【図表 II-2-12】 (2023 年時点) でも、オフィスが 33.8%で最大、物流施設は 21.6%となっています。)

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. インカムゲインとキャピタルゲインの定義を再確認する。
2. インカムゲインは保有期間中の収益（賃料など）。
3. キャピタルゲインは売却時の差益。
4. 選択肢では「売却した時の利益であるインカムゲイン」と「賃料収入などを受け取るキャピタルゲイン」となっており、定義が逆になっている。

■ 【解説】：この記述は、インカムゲインとキャピタルゲインの定義が逆になっており、誤りです。

- ・ インカムゲイン：資産を保有している間に得られる収益（例：賃料収入）
- ・ キャピタルゲイン：資産を売却した時に得られる売買差益これは不動産投資だけでなく、あらゆる投資の基本となる重要な用語ですので、正確に覚えましょう。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産取引の情報の公開性を考える。
2. テキスト 103 第 II 部 第 1 章 1.1.1 に「不動産は相対で取引が行われるため、実際に成約した売買価格（成約価格）や賃料（成約賃料）のデータを入手することが難しい」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。株式のように取引所を通じて取引される金融商品とは異なり、不動産の売買や賃貸借は当事者間の相対取引が中心です。そのため、実際にいくらで売買されたか、いくら賃料で契約されたかという成約価格情報は、公になることが少なく、入手が困難です。この情報の非対称性が、不動産市場の大きな特徴の一つです。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 日本の地価の長期的な動向を思い出す。
2. テキスト 102 第 I 部 第 4 章 4.1 に「1955 年から 1991 年まで一貫して上昇を続けたことから、土地は絶対値下がりしないという土地神話が生まれた。しかし地価は 1991 年をピークに下落に転じ、土地神話は崩壊した。」と記載されている。
3. 選択肢の記述はこの歴史的経緯と一致している。

■ 【解説】：その通りです。戦後の高度経済成長からバブル経済期にかけて、日本の地価は長期にわたり上昇を続け、「土地の価格は下落しない」という土地神話が生まれました。しかし、1991 年をピークにバブルが崩壊すると地価は暴落し、この神話も崩壊しました。この経験は、不動産にも価格変動リスクがあることを市場に広く認識させる契機となりました。

● 暗記のポイント

■ J-REIT 最大セクター：オフィス

■ インカムゲイン：保有中の収益（賃料）

■ キャピタルゲイン：売却時の差益

■ 土地神話：バブル崩壊（1991 年）で崩壊。

● 関連知識・発展学習

- **なぜ不動産取引情報は不透明なのか？** 選択肢ハで触れられた不動産情報の非公開性は、不動産市場の効率性を阻害する要因とも考えられています。では、なぜ情報は公開されにくいのでしょうか。

- ・ **プライバシーの問題:** 個人が当事者となる取引が多く、取引価格が公開されることはプライバシーの侵害につながる懸念がある。
- ・ **取引戦略上の理由:** 不動産会社などのプロの投資家にとっては、取引情報そのものが競争力の源泉であるため、公開するインセンティブが働きにくい。
- ・ **制度の不在:** 株式市場のような、取引情報を集約・公開する中央集権的な仕組みが存在しない。

こうした状況を改善するため、国土交通省は不動産取引を行った当事者へのアンケート調査を基にした「不動産情報ライブラリ」を運営するなど、情報の透明性を高める努力を続けています。J-REIT が個別の物件取得価格や鑑定評価額を詳細に開示することも、市場の透明性向上に大きく貢献しています。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.7 投資対象としての不動産
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 I 部 第 1 章 1.1 不動産投資とは？
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 II 部 第 1 章 1.1.1 成約情報の不足
- ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第 I 部 第 4 章 4.1 日本における不動産証券化市場の成長の歴史

2020 年度 午前問題 32

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: オフィス市場の各種指標とストック構造の理解
- 学習目標: オフィス賃料の分類、新築ビルの空室率データの特徴、主要都市の市場規模、オフィスストックの構造（規模別・築年別）について説明できるようになる。
- ひっかけポイント: オフィスストック全体の構造と、大規模ビルに限定した場合の構造の違いが問われています。マクロな視点とミクロな視点の両方が必要です。

● 専門用語の定義・解説

■ 新規賃料

- ・ ①定義: テナントが新たに賃貸借契約を締結する際の賃料のことです。
- ・ ②解説: さらに、ビルオーナーがテナントを募集する際に提示する「募集賃料」と、実際に契約が成立した際の「成約賃料」に分けられます。新規賃料は、その時々々のマーケットの需給を敏感に反映します。

■ 継続賃料

- ・ ①定義: 既に契約を締結しているテナントが、契約更新後などに支払う賃料のことです。
- ・ ②解説: 一般的に、新規賃料に比べて変動が緩やかです。マーケットが急騰・急落しても、既存の契約があるため、すぐにその水準まで改定されることは少ないです。

■ オフィスストック

- ・ ①定義: ある時点において、市場に存在する賃貸オフィスビルの総量のことです。
- ・ ②解説: 通常、賃貸可能面積の合計で表されます。このストックに対して、どれだけの新規供給があり、どれだけの需要があるかを見ることで、需給バランス（空室率）を分析します。

● 解答

4

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

- 【正誤判断】: 正しい

- 【思考プロセス】:

1. オフィス賃料の分類を確認する。
2. テキスト 103 第 II 部 第 3 章 3.2.5 によると、賃料はまず「新規賃料」と「継続賃料」に分けられる。
3. さらに、新規賃料は「募集賃料」と「成約賃料」に区分できると記載されている。
4. 選択肢の記述はこの分類と一致している。

- 【解説】: その通りです。オフィス賃料は、分析の目的によって使い分ける必要があります。

- ・ **募集賃料**: ビルオーナーの希望価格であり、市況の先行指標となることが多い。
- ・ **成約賃料**: 実際に取引が成立した価格であり、最も実態に近い市況を反映する。
- ・ **継続賃料**: 既存ポートフォリオの収益性を分析する上で重要。変動は緩やか。これらの違いを理解することが、オフィス市場を正確に読み解く第一歩です。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 新築ビルの空室率データの特性を確認する。
2. テキスト 103 第 II 部 第 3 章 3.2.4 によると、「新築ビルの空室率は、オフィス市場に敏感に反応するデータとして有用」とされている。
3. 一方で、注意点として「対象物件数が少ないためデータの変動が大きい点」や「新築期間（12 ヶ月）を超えると算出対象から外れる点」が挙げられている。
4. 選択肢の記述はこれらの特性を正しく説明している。

■ 【解説】：その通りです。新築ビルの空室率は、テナントの新規需要の強さをダイレクトに反映するため、**オフィス市況の先行指標**として非常に有用です。しかし、その利用には注意が必要です。月々の供給量が少ないため、特定の大型ビルの竣工によって**データが大きく振れやすい**こと、また、竣工後一定期間（通常 12 ヶ月）を過ぎると統計の対象から外れてしまうため、**空室を抱えたまま統計から消える**ビルがあると、市場の実態を見誤る可能性があることを理解しておく必要があります。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 東京 23 区、大阪市、名古屋市のオフィス賃貸可能面積の規模感を比較する。
2. テキスト 103 第 II 部 第 3 章 3.2.1 のデータ（2019 年 9 月末時点）を確認する。
3. 東京 23 区: 1,189 万坪
4. 大阪市: 320 万坪
5. 名古屋市: 131 万坪
6. 大阪市と名古屋市の合計は $320 + 131 = 451$ 万坪。
7. $1,189$ 万坪 $>$ 451 万坪 であるため、選択肢の記述は正しい。

■ 【解説】：その通りです。日本のオフィス市場は、東京への一極集中が顕著です。テキスト 103 の【図表 II-3-1】（2023 年 9 月末時点）によると、東京 23 区の賃貸可能面積（1,212 万坪）は、大阪市（312 万坪）と名古屋市（132 万坪）の合計（444 万坪）の 2.7 倍以上の規模を誇ります。この圧倒的な市場規模の違いは、不動産投資戦略を考える上で基本的な前提となります。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 東京 23 区のオフィスストックの構造を規模別・築年別に確認する。
2. テキスト 103 第 II 部 第 3 章 3.2.1 の「オフィスピラミッド」の図（【図表 II-3-3】）を参照する。
3. この図を見ると、延床 5,000 坪未満の中小規模ビルでは、バブル期に竣工した築 30 年前後のストックが非常に厚い「山」を形成していることがわかる。
4. しかし、大規模ビルについては、バブル期だけでなく、2000 年代以降も継続的に供給されており、特定の年代に集中した「山」は見られない。
5. したがって、「この傾向は大規模ビルも同様である」という記述が誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。東京 23 区のオフィスストックは、ビルの規模によって築年の分布が大きく異なります。

- ・ **中小規模ビル（延床 5,000 坪未満）**：テキストの「オフィスピラミッド」が示すように、1980 年代後半

から 1990 年代初頭の**バブル期**に大量に建設されたため、築 30 年前後のストックが突出して多くなっています。

- ・ **大規模ビル**: バブル期にも建設されましたが、その後も 2000 年代の IT バブル期や、近年の再開発ブームなど、**継続的に供給**が行われています。そのため、中小規模ビルのように特定の年代に供給が集中しているわけではありません。「大規模ビルも同様である」という部分が事実と異なります。

● 暗記のポイント

- 賃料の分類: 新規賃料（募集/成約） vs 継続賃料。
- 新築ビル空室率: 先行指標だが、変動が大きい点に注意。
- オフィス市場規模: 東京が圧倒的。
- スtock構造: 中小規模ビルはバブル期に集中、大規模ビルは**継続的に供給**。

● 関連知識・発展学習

- **なぜ大規模ビルの供給は継続しているのか?** 中小規模ビルの供給がバブル期に集中したのに対し、大規模ビルの供給が継続している背景には、以下のような要因があります。
 1. **都市再開発**: 東京では、国際競争力強化を目的とした大規模な都市再開発プロジェクトが継続的に行われています。これらのプロジェクトでは、複数の古いビルを一体的に建て替えることで、大規模なオフィスビルが生まれます。
 2. **テナントニーズの変化**: 企業は、より高い耐震性、優れた環境性能、充実した共用施設（カフェテリア、保育所など）を備えた、グレードの高い大規模ビルを求める傾向が強まっています。
 3. **開発ノウハウの集約**: 大規模ビルの開発には、高度な技術力と巨額の資金が必要となるため、大手デベロッパーに限られます。彼らは継続的に開発プロジェクトを手掛けています。このように、都市の更新やテナントニーズの変化に対応する形で、大規模ビルの供給は時代と共に継続しているのです。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 II 部 第 3 章 3.2.5 賃料
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 II 部 第 3 章 3.2.4 需給バランス（空室率）
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 II 部 第 3 章 3.2.1 供給（総賃貸可能面積、ストック）
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 II 部 第 3 章 3.2.1 供給（総賃貸可能面積、ストック）

2020 年度 午前問題 33

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 商業施設・ホテル市場の指標と特性
- 学習目標: 売上歩合賃料のリスク、リゾートホテルの季節性、RevPAR の計算方法、オペレーショナルアセットの定義について理解する。
- ひっかけポイント: 売上歩合賃料はテナントの売上が上がれば賃料も上がりますが、逆に下がれば賃料も下がるため、貸主にとってもリスクがある点を理解しましょう。リゾートホテルの季節性も、具体的な月を正確に覚える必要があります。

● 専門用語の定義・解説

■ 売上歩合賃料

- ・ ①定義: テナントの売上高の一定割合を賃料として支払う契約形態のことです。
- ・ ②解説: 商業施設で多く見られます。テナントの売上が好調なときは賃料収入が増えるメリットがありますが、不調なときは賃料収入が減少するリスクを貸主も負うことになります。多くの場合、最低保証賃料が設定されます。

■ RevPAR (Revenue Per Available Room)

- ・ ①定義: ホテルの客室 1 室あたりの売上を示す、重要な経営指標です。
- ・ ②解説: 「販売可能客室 1 室当たり売上」と訳されます。計算方法は 2 通りあり、①客室売上合計 ÷ 販売可能客室総数、または ②平均客室単価 (ADR) × 客室稼働率 (OCC) で求められます。ホテルの収益性を総合的に判断するために用いられます。

■ オペレーショナルアセット

- ・ ①定義: 不動産の価値や収益が、その不動産で行われる事業 (オペレーション) の巧拙に大きく依存するタイプの不動産のことです。
- ・ ②解説: 商業施設、ホテル、ヘルスケア施設などが典型例です。単に場所を貸すだけでなく、集客力やサービスの質といった運営ノウハウが収益を大きく左右するため、アセットマネジメントにおいて高度な専門性が求められます。

● 解答

2. (2つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 売上歩合賃料の特性を貸主 (オーナー) の視点から考える。
2. テナントの売上が上がれば賃料収入も増えるが、逆に売上が下がれば賃料収入も減少する。
3. つまり、貸主もテナントの事業リスクを一部負担することになる。
4. したがって、「賃貸人にとって有利な契約条件といえる」と断定することはできず、リスクも伴うため、誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。売上歩合賃料は、テナントの売上が好調な際には賃料収入が増えるというメリットがありますが、**逆に売上が不調な際には賃料収入も減少するリスク**を貸主（賃貸人）が負うことになります。つまり、テナントの事業リスクを貸主とテナントで分かち合う契約形態です。必ずしも一方的に賃貸人にとって有利な契約とは言えません。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
1. リゾートホテルの稼働率の季節性を確認する。
 2. テキスト 103 第 II 部 第 5 章 5.1.3 の【図表 II-5-7】を見ると、リゾートホテルの稼働率は夏休み期間である **8 月が突出して高い**。
 3. 一方で、冬休みにあたる 1 月の稼働率は、他の月と比較して特別高いわけではない。
 4. したがって、「冬休みの 1 月の稼働率が突出して高い」という部分が誤り。
- 【解説】：この記述は誤りです。リゾートホテルの稼働率は季節による変動が大きく、テキスト 103 の【図表 II-5-7】が示すように、夏休みシーズンである **8 月が突出して高くなります**。一方で、**1 月**は年末年始の需要はありますが、月全体で見ると他の月と比べて稼働率が突出して高いわけではありません。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. RevPAR の計算式を確認する。
 2. RevPAR は「販売可能客室 1 室当たり売上」である。
 3. テキスト 103 第 II 部 第 5 章 5.1.2.4 に $\text{RevPAR} = \text{平均客室単価 (ADR)} \times \text{客室稼働率 (OCC)}$ という計算式が記載されている。
 4. 選択肢の記述はこの内容と一致している。
- 【解説】：その通りです。RevPAR (Revenue Per Available Room) は、ホテルの収益性を測る最も重要な指標の一つであり、以下の 2 通りの計算方法があります。
1. **客室売上合計 ÷ 販売可能客室総数**
 2. **平均客室単価 (ADR) × 客室稼働率 (OCC)** この指標により、客室単価と稼働率の両方を考慮した総合的な収益力を評価することができます。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：正しい
- 【思考プロセス】：
1. オペレーショナルアセットの定義を確認する。
 2. テキスト 103 第 II 部 第 5 章 5.1.1 に「商業施設、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設…など、専門のオペレーターを必要とするアセットは、オペレーショナルアセットといわれる。」と記載されている。
 3. 選択肢で挙げられている施設は、この定義と一致している。
- 【解説】：その通りです。**オペレーショナルアセット**とは、不動産の価値や収益が、その不動産で行われる事業（オペレーション）の巧拙に大きく依存する不動産のことです。選択肢に挙げられている**商業施設、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設**は、いずれも専門的な運営ノウハウが収益を大きく左右する代表的なオペレーショナルアセットです。

● 暗記のポイント

- 売上歩合賃料: 貸主もテナントの事業リスクを負う。
- リゾートホテルの季節性: 夏休み（8月）がピーク。
- RevPAR の計算式: $\text{RevPAR} = \text{ADR} \times \text{OCC}$
- オペレーショナルアセットの例: 商業施設、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設

● 関連知識・発展学習

- なぜオペレーショナルアセットへの投資が増えているのか？近年、J-REIT や私募ファンドにおいて、ホテルや物流施設、ヘルスケア施設といったオペレーショナルアセットへの投資が増加しています。その背景には、以下のような要因があります。
 - ・ **高い成長性**: e コマースの拡大（物流施設）、高齢化の進展（ヘルスケア施設）、インバウンド観光の増加（ホテル）など、社会構造の変化を背景とした力強い需要の伸びが期待されています。
 - ・ **高い利回り**: 運営に専門性が必要でリスクも伴う分、伝統的なオフィスや住宅に比べて高い投資利回りが期待できます。
 - ・ **分散投資効果**: オフィスや住宅とは異なる値動きをする傾向があるため、ポートフォリオに組み入れることで分散投資効果が期待できます。ただし、これらのアセットへの投資を成功させるには、不動産の専門知識だけでなく、それぞれの事業分野における深い知見と、優れたオペレーター（運営事業者）を見極める能力が不可欠となります。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅱ部 第4章 4.1.2.4 賃料
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅱ部 第5章 5.1.3 ホテル市場の見方
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅱ部 第5章 5.1.2.4 賃料（客室単価）
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅱ部 第5章 5.1.1 ホテル市場とは

2020 年度 午前問題 34

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 4つの公的地価の比較
- 学習目標: 地価公示、基準地価、相続税路線価、固定資産税評価額について、それぞれの調査主体、基準日、目的、価格水準を正確に説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 4つの地価は調査主体と基準日がそれぞれ異なります。特に「地価公示（1月1日）」と「基準地価（7月1日）」の基準日の違い、また相続税路線価（公示価格の8割）と固定資産税評価額（同7割）の価格水準の違いを混同しないようにしましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 地価公示（公示地価）

- ・ ①定義: 国土交通省が、毎年1月1日時点の標準的な土地の正常な価格を判定し、公表するものです。
- ・ ②解説: 一般の土地取引の価格指標や、公共事業用地の取得価格算定の基準となる、最も基本となる地価指標です。

■ 基準地価（都道府県地価調査）

- ・ ①定義: 都道府県が、毎年7月1日時点の標準的な土地の価格を判定し、公表するものです。
- ・ ②解説: 地価公示を補完する役割を持ち、都市計画区域外の土地も対象に含まれるのが特徴です。

■ 相続税路線価

- ・ ①定義: 国税庁が、相続税や贈与税を計算するために、毎年1月1日時点の道路に面する土地の価格を算定したものです。
- ・ ②解説: 地価公示価格の8割程度の水準を目安として設定されています。

■ 固定資産税評価額（固定資産税路線価）

- ・ ①定義: 市町村が、固定資産税などを課税するために、3年ごとの1月1日時点の土地や家屋の価格を評価したものです。
- ・ ②解説: 地価公示価格の7割程度の水準を目安として設定されています。

● 解答

1

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 固定資産税評価額の定義を確認する。
2. テキスト 103 第 II 部 第 2 章 2.1.4 によると、調査主体は「市町村等」。
3. 価格水準は「地価公示の7割程度が目安」。
4. 評価替えは「3年ごとの1月1日」に行われる。
5. 選択肢の記述はこれらの内容と全て一致している。

- 【解説】: その通りです。固定資産税評価額は、市町村が固定資産税などを課税するために3年に一度評価替えを行うもので、その価格水準は地価公示価格の7割程度が目安とされています。不動産取得税や登録免許税

の課税標準としても利用される重要な価格です。

選択肢 2

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
 1. 基準地価の調査対象範囲を確認する。
 2. テキスト 103 第 II 部 第 2 章 2.1.2 によると、「地価公示が都市計画区域内を対象にしているのに対し、基準地価は都市計画区域外の林地・リゾート地なども対象となる。」
 3. したがって、「都市計画区域外の林地・リゾート地などは対象外となる」という記述は誤り。
- 【解説】：この記述は誤りです。都道府県地価調査（基準地価）は、地価公示を補完する役割を持っており、地価公示が対象としない都市計画区域外の土地（林地やリゾート地など）も調査対象に含んでいるのが大きな特徴です。

選択肢 3

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
 1. 相続税路線価の価格水準を確認する。
 2. テキスト 103 第 II 部 第 2 章 2.1.3 によると、「地価公示の 8 割程度が目安とされる。」
 3. 選択肢は「6 割程度」と記述しており、誤り。
- 【解説】：この記述は誤りです。相続税路線価の価格水準は、地価公示価格の 8 割程度が目安とされています。「6 割程度」ではありません。

選択肢 4

- 【正誤判断】：誤り
- 【思考プロセス】：
 1. 地価公示の基準日を確認する。
 2. テキスト 103 第 II 部 第 2 章 2.1.1 によると、地価公示の基準日は「毎年 1 月 1 日時点」である。
 3. 選択肢は「毎年 7 月 1 日時点」と記述しており、これは基準地価の基準日であるため誤り。
- 【解説】：この記述は誤りです。地価公示の価格の基準日は、毎年 1 月 1 日です。選択肢にある「7 月 1 日」は、都道府県地価調査（基準地価）の基準日です。

● 暗記のポイント

- 4つの公的地価の比較表 | 名称 | 調査主体 | 基準日 | 価格水準の目安 | 主な目的 | | :— | :— | :— | :— | :— | | 地価公示 | 国土交通省 | 1 月 1 日 | 100% | 一般の土地取引の指標 | | 基準地価 | 都道府県 | 7 月 1 日 | (公示価格とほぼ同じ) | 地価公示の補完 | | 相続税路線価 | 国税庁 | 1 月 1 日 | 8 割 | 相続税・贈与税の算定 | | 固定資産税評価額 | 市町村 | 3 年ごとの 1 月 1 日 | 7 割 | 固定資産税等の算定 |

● 関連知識・発展学習

- なぜ複数の地価指標が存在するのか？ 一見すると複雑な 4 つの公的地価ですが、それぞれが異なる目的を持っているために存在しています。

- ・ **地価公示**: 全ての地価の「基準」となる最も重要な指標です。客観性と信頼性を担保するため、2人以上の不動産鑑定士が評価を行います。
- ・ **基準地価**: 地価公示がカバーしない都市計画区域外の土地や、地価公示から半年後の時点の価格動向を示すことで、地価公示を「補完」する役割を担います。
- ・ **相続税路線価・固定資産税評価額**: これらは「税金」を計算するための指標です。毎年多くの土地の評価を効率的に行う必要があるため、地価公示価格を基準にしつつ、一定の割引率（8割、7割）を乗じて簡易的に算出する手法がとられています。もしこれらを100%にしてしまうと、納税者の負担が重くなりすぎるという政策的な配慮もあります。このように、それぞれの役割を理解すると、なぜ4つも存在するのかが分かりやすくなります。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第II部 第2章 2.1.4 固定資産税評価（固定資産税路線価）
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第II部 第2章 2.1.2 都道府県地価調査（基準地価）
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第II部 第2章 2.1.3 相続税路線価（路線価）
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第II部 第2章 2.1.1 地価公示（公示地価）

2020 年度 午前問題 35

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産登記記録の構成
- 学習目標: 登記事項証明書の「表題部」「権利部（甲区）」「権利部（乙区）」にそれぞれ何が記録されているかを説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 甲区（所有権）と乙区（所有権以外の権利）の区別は基本ですが、頻出論点です。また、表題部は権利関係ではなく、不動産の「物理的な現況」を示すものであることを理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 不動産登記（ふどうさんとうき）

- ・ ①定義: 土地や建物といった不動産の物理的な状況と、それに関する権利関係（誰が所有者か、抵当権は付いているか等）を、法務局が管理する公的な帳簿（登記記録）に記録し、一般に公開する制度です。
- ・ ②解説: これにより、不動産取引の安全と円滑が図られます。

■ 表題部（ひょうだいぶ）

- ・ ①定義: 登記記録の一部で、不動産の物理的な現況を示す情報が記録される部分です。
- ・ ②解説: 土地であれば「所在・地番・地目・地積」、建物であれば「所在・家屋番号・種類・構造・床面積」などが記録されます。

■ 権利部（けんりぶ）

- ・ ①定義: 登記記録の一部で、不動産に関する権利関係が記録される部分です。甲区と乙区に分かれています。
- ・ ②解説:
 - * 甲区（こうく）: 所有権に関する事項（誰が所有者か、差押えはないか等）が記録されます。
 - * 乙区（おつく）: 所有権以外の権利に関する事項（抵当権、地上権、賃借権など）が記録されます。

● 解答

4. (イ: 物理的な情報 ロ: 所有権 ハ: 所有権以外の権利 ニ: 権利の確定)

● 選択肢の個別解説

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 登記記録の3つの構成部分（表題部、甲区、乙区）の役割をそれぞれ思い出す。
2. **イ: 表題部**: 不動産の物理的なスペック（所在、面積、構造など）を記録する部分。したがって、「物理的な情報」が入る。
3. **ロ: 甲区**: 所有権の保存や移転など、「**所有権**」に関する事項を記録する部分。
4. **ハ: 乙区**: 抵当権や地上権、賃借権など、「**所有権以外の権利**」に関する事項を記録する部分。
5. **ニ: 権利部（甲区・乙区）**: これらの権利関係を調査することは、取引の安全を確保するための「**権利の確定**」作業において重要である。
6. この組合せは選択肢4と一致する。

■ 【解説】：不動産の登記事項証明書（登記簿謄本）は、大きく分けて「表題部」と「権利部」で構成されています。

・ **イ：表題部**：その不動産がどこにあって、どのようなものかという**物理的な情報**が記録されています。土地なら所在・地番・地目・地積、建物なら所在・家屋番号・種類・構造・床面積です。

・ **権利部**：さらに2つに分かれます。

＊ **ロ：甲区**：**所有権**に関する事項が記録されます。誰が所有者なのか、差押えなど所有権を制限する登記がないかなどを確認できます。

＊ **ハ：乙区**：抵当権や地上権、賃借権といった、**所有権以外の権利**に関する事項が記録されます。

デューデリジェンスにおいて、これらの権利部を確認することは、その不動産に関する法的な**権利の確定**を行う上で極めて重要な調査事項となります。

● 暗記のポイント

■ 登記記録の構成：

- ・ 表題部 → 物理的情報（スペック）
- ・ 権利部 甲区 → 所有権に関する情報
- ・ 権利部 乙区 → 所有権以外の権利に関する情報

● 関連知識・発展学習

■ **登記の対抗力と公信力**不動産登記を理解する上で重要な二つの概念が「対抗力」と「公信力」です。| 効力 | 内容 | 日本の不動産登記 || :- | :- | :- || **対抗力** | 登記をしておけば、当事者以外の第三者に対して「この不動産は私のものだ」と主張できる力。| **ある**（民法第177条）。不動産取引では、契約だけでなく登記まで完了させることが不可欠。|| **公信力** | 登記記録の内容を信じて取引した者は、たとえ登記名義人が真の権利者でなかったとしても、その権利を取得できると保護される力。| **ない**。登記を信じて、真の権利者が別にいれば権利を失う可能性がある。「信じる者は救われない」のが原則。|

日本の不動産登記には公信力がないため、不動産取引を行う際には、登記情報だけでなく、売主が本当に所有者であるかを本人確認書類や固定資産税の納税通知書などで慎重に確認する必要があります。これがデューデリジェンスにおける権利関係調査の重要なポイントです。

● 公式テキストの参照先

■ イ, ロ, ハ, ニ: テキスト 102 不動産証券化の概要 第III部 第2章 2.1.2 不動産登記法の基礎知識

2020 年度 午前問題 36

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 不動産ファンドの運営支出の分析
- 学習目標: 運営支出を調査する際の基本的な考え方（過去データの活用、個別物件への按分、費用区分の理解）を習得する。
- ひっかけポイント: ファンド全体のコストと、個別不動産の運営コストを混同しないことが重要です。不動産の収益性を評価する際（NOI 計算など）には、ファンド運営に係る費用（AM フィーなど）は含めません。

● 専門用語の定義・解説

■ 運営支出（Operating Expenses / OPEX）

- ・ ①定義: 賃貸不動産を運営・管理するために経常的に発生する費用のことです。
- ・ ②解説: 具体的には、維持管理費、水道光熱費、修繕費、プロパティマネジメントフィー、公租公課（固定資産税など）、損害保険料などが含まれます。賃料収入からこの運営支出を差し引いたものが、NOI（純営業収益）となります。

■ アセットマネジメントフィー（AM フィー）

- ・ ①定義: アセットマネージャーが、不動産ファンド全体の資産運用業務を行う対価として受け取る報酬のことです。
- ・ ②解説: これは個別物件の運営費用ではなく、ファンド全体の管理費用です。そのため、個別物件の NOI を計算する際には、運営支出に含めません。NOI から、さらにこの AM フィーや借入金利息などを差し引いたものが、投資家への分配金の原資となります。

● 解答

2. (2つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. 運営支出を調査する際の適切な方法を考える。
 2. 将来の支出を予測するためには、過去の実績が最も重要な基礎データとなる。
 3. テキスト 103 第 III 部 第 1 章 1.4.3.2 には、「収入実績と同様に支出実績についても可能な限り過去の実績に遡り確認すべき」と記載されている。
- 【解説】: その通りです。将来の運営支出を精度高く予測するためには、**過去の実績データを分析することが不可欠**です。過去数年分のマンスリーレポートなどを確認し、各費目（修繕費、水道光熱費など）の推移や、突発的な費用の発生がないかなどを分析することで、その不動産固有のコスト構造を把握することができます。

選択肢ロ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:

1. 修繕計画の妥当性を検証する方法を考える。
2. 過去にどのような修繕が行われてきたか（修繕履歴）と、専門家が評価した今後必要な修繕（エンジニアリングレポートの指摘）を比較することで、計画の網羅性や適切性を判断できる。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 2 章 2.2.4 に「実施済の修繕内容と ER 記載の修繕項目を照合して、計画的な修繕計画が立案され、実行されているかを確認することも重要である」と記載されている。

■ 【解説】：その通りです。これは、不動産の維持管理状態を評価する上で非常に重要なプロセスです。**エンジニアリングレポート（ER）**には、専門家が評価した今後必要となる修繕項目がリストアップされています。これと、実際の**過去の修繕履歴**を照合することで、必要な修繕が計画的に行われているか、あるいは先送りされていないかなどを客観的に評価することができます。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 複数の不動産を保有するファンドにおいて、個別不動産の運営費用をどう査定するかを考える。
2. ファンド全体で一括して契約している費用（PM フィーや保険料など）がある場合、ファンド全体の費用をそのまま個別物件の費用とすることはできない。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.4.5 に、「多数の不動産を所有しているファンド等の場合…不動産単独の場合の支出を把握する必要がある」と記載されている。
4. したがって、「当該不動産単独の費用を査定する必要はなく」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。複数の不動産を保有するファンドでは、プロパティマネジメントフィーや損害保険料などをファンド全体で一括して契約し、コスト削減を図っている場合があります。このような場合、ファンド全体の運営実績をそのまま個別不動産の評価に用いることはできません。その不動産を**単独で保有した場合にかかるであろう費用を別途査定し**、収益性を評価する必要があります。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 不動産そのものの収益性を評価する際の費用項目を考える。
2. アセットマネジメントフィーや信託報酬は、不動産そのものから生じる費用ではなく、証券化の仕組み（ファンド）を維持・運用するための費用である。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.4.5 の解説で、「ファンド維持に関する費用…は、不動産の維持管理に関係ない費用」とされている。
4. 不動産の収益性評価（NOI 計算など）においては、これらのファンドレベルの費用は除外する。したがって、「必ず計上する必要がある」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。**アセットマネジメントフィーや信託報酬**は、不動産そのものの運営にかかる費用ではなく、不動産を保有する器である**ファンド（SPV や信託）を維持・運用するための費用**です。不動産の収益性を評価する指標である **NOI（純営業収益）**を計算する際には、これらのファンドレベルの費用は含めません。NOI は、あくまで不動産という資産そのものが生み出すキャッシュフローを示す指標だからです。AM フィーなどは、NOI からさらに差し引かれ、最終的な投資家への分配金が計算されます。

● 暗記のポイント

■ 支出調査: 過去の実績が重要。**修繕履歴**と **ER** を照合。

■ ファンドの費用: 個別不動産の運営費用とファンド全体の管理費用を区別する。

■ NOI (純営業収益) の計算:

- ・ 含める費用: 維持管理費、修繕費、PM フィー、公租公課、保険料など
- ・ 含めない費用: AM フィー、信託報酬、借入金利息、減価償却費

● 関連知識・発展学習

■ キャッシュフローの階層構造 不動産証券化におけるキャッシュフローは、以下のような階層（ウォーターフォール）で計算・分配されます。この構造を理解すると、各費用の位置づけが明確になります。| 項目 | 計算 | 意味 || :— | :— | :— || **PGI (潜在総収入)** | 満室想定賃貸料収入 | **EGI (実効総収入)** | PGI - 空室損・貸倒損失 + その他収入 | 実際の総収入 || **NOI (純営業収益)** | EGI - 運営費用 (OPEX) | 不動産そのものが生み出すキャッシュフロー。物件の収益力を示す。|| **NCF (純現金収支)** | NOI - 資本的支出 (CAPEX) | 大規模修繕などを考慮した、より実態に近い物件キャッシュフロー。|| **BTCF (税引前 CF)** | NCF - 借入金元利返済額 | デット投資家 (レンダー) への支払後の、エクイティ投資家の取り分。|| **ATCF (税引後 CF)** | BTCF - 法人税等 | エクイティ投資家への最終的な分配原資。|

AM フィーや信託報酬といったファンドレベルの費用は、通常、NOI を計算した後の段階で差し引かれます。このように、どの段階のキャッシュフローについて話しているのかを意識することが、不動産投資分析では非常に重要です。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.4.3.2 運営支出
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.4.3.2 運営支出
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.4.3.2 運営支出
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 1 章 1.4.3.2 運営支出

2020 年度 午前問題 37

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: オペレーショナルアセットの定義と特徴
- 学習目標: オペレーショナルアセットがどのような不動産を指すのか、その収益性がなぜ事業経営に依存するのかを説明できるようになる。
- ひっかけポイント: 所有形態（所有直営か賃貸か）にかかわらず、その不動産で行われる事業の巧拙が収益を左右するものがオペレーショナルアセットです。「所有者自らが運営する場合は該当しない」といった誤解をしないようにしましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ オペレーショナルアセット

- ・ ①定義: 不動産の価値や収益が、その不動産で行われる事業（オペレーション）の巧拙に大きく依存するタイプの不動産のことです。
- ・ ②解説: ホテル、商業施設、ヘルスケア施設、物流施設などが典型例です。単に場所を貸すだけのオフィスや住宅とは異なり、専門的な運営ノウハウが収益を大きく左右するため、アセットマネジメントにおいて高度な専門性が求められます。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. オペレーショナルアセットの定義を確認する。
 2. テキスト 103 第 III 部 第 3 章 3.4 によると、「賃貸用不動産又は賃貸以外の事業の用に供する不動産の内、その収益性が当該事業（賃貸用不動産にあっては賃借人による事業）の経営の動向に強く影響をうけるものをオペレーショナルアセットという。」
 3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。
- 【解説】: その通りです。これは**オペレーショナルアセット**の正確な定義です。ポイントは、不動産そのものの価値だけでなく、その上で展開される「**事業の経営**」が収益性を大きく左右する点です。例えばホテルであれば、立地や建物が良くても、ホテル運営会社のサービスが悪ければ客は来ず、収益は上がりません。

選択肢ロ

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. オペレーショナルアセットの運営形態の多様性を考える。
 2. テキスト 103 第 III 部 第 3 章 3.4.3.1 によると、ホテルの例では「所有直営方式」「賃貸借直営方式」「運営委託方式」など多様な形態がある。

3. これらの運営形態によって、リスクとリターンの所在や、オーナーが受け取る収益（固定賃料か、売上歩合か、運営利益の分配かなど）の性質が異なる。
4. 選択肢の記述はこの実態と一致している。

■ 【解説】：その通りです。オペレーショナルアセットは、所有者が直接運営する**直営方式**から、専門のオペレーターに運営を委託する**運営委託方式**、オペレーターに一括で貸し出す**賃貸借方式**まで、様々な運営形態があります。どの形態をとるかによって、不動産オーナーが負うリスクや、受け取る収益の性質（安定性や変動性）が大きく異なるため、投資分析の際にはその運営形態を正確に把握することが重要です。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. オペレーショナルアセットの定義に立ち返る。定義は「収益性が事業の経営の動向に強く影響を受ける」不動産である。
2. 所有者が自ら運営するホテルも、そのホテル事業の経営がうまくいかなければ収益は上がらない。したがって、定義に当てはまる。
3. 運営形態（所有直営か、賃貸か）は、オペレーショナルアセットであるかどうかの判断基準ではない。
4. したがって、この記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。オペレーショナルアセットであるかどうかは、**誰が運営しているか（所有形態）ではなく、その不動産の収益性が運営（オペレーション）の巧拙に依存するかどうか**で判断されます。所有者が自ら運営するホテルであっても、そのホテル事業の経営が収益を大きく左右することには変わりはないため、当然オペレーショナルアセットに該当します。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. オペレーショナルアセットの市場特性を考える。
2. ホテルやヘルスケア施設などは、オフィスや住宅に比べて取引事例が少なく、個性が非常に高い。
3. そのため、標準的な賃料相場というものが形成されにくく、賃貸事例を基に収益性を評価することが困難な場合が多い。
4. テキスト 103 第 III 部 第 3 章 3.4.2.3 に「オペレーショナルアセットは、その利用方法において個性が高く、賃貸借の市場が成熟していないことが多いため、賃貸借の事例をもとに当該純収益を把握することが困難な場合が多い」と記載されている。

■ 【解説】：その通りです。ホテルや商業施設、ヘルスケア施設といったオペレーショナルアセットは、一般的なオフィスや住宅と比べて物件ごとの**個性が非常に高く、標準化された賃貸市場が成熟していない**ことが多いです。そのため、類似物件の賃貸事例を探すことが難しく、収益性を評価する際には、その物件で行われる事業そのものの収支計画を詳細に分析する必要があります。

● 暗記のポイント

- **オペレーショナルアセットの定義**: 収益が事業（オペレーション）の巧拙に強く影響される不動産。
- **オペレーショナルアセットの例**: ホテル、商業施設、物流施設、ヘルスケア施設など。
- **運営形態**: 所有形態（直営か賃貸か）に関わらず、オペレーショナルアセットに該当する。
- **市場特性**: 個性が高く、賃貸市場が未成熟なことが多い。

● 関連知識・発展学習

- **なぜオペレーショナルアセットへの投資は難しいのか？** オペレーショナルアセットへの投資は、伝統的なオフィスや住宅への投資と比べて、より高度な専門性が求められます。| 比較項目 | 伝統的アセット（オフィス・住宅） | オペレーショナルアセット（ホテル等） || :— | :— | :— || **収益の源泉** | 賃料収入（比較的安定的） | 事業収入（売上高。変動が大きい） || **主なリスク** | 空室リスク、賃料下落リスク | **事業リスク**（景気変動、競争激化、運営失敗など） || **必要なノウハウ** | 不動産管理・リーシング | 不動産知識 + **各事業分野の専門知識**（ホテル経営、小売業、物流など） || **AM の役割** | 適切な PM の選定・監督が中心 | 適切な **オペレーター**の選定・監督が極めて重要 |

このように、オペレーショナルアセットへの投資は、不動産投資であると同時に**事業投資**の側面を色濃く持ちます。そのため、アセットマネジャーには、不動産に関する知識だけでなく、ホテル経営や物流事業といった、それぞれの分野における深い知見と、優れた運営事業者（オペレーター）を見抜き、パートナーシップを築く能力が不可欠となります。

● 公式テキストの参照先

- イ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.4 オペレーショナルアセット（事業用不動産）の評価
■ ロ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.4.1 オペレーショナルアセットの例示
■ ハ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.4.1 オペレーショナルアセットの例示
■ ニ：テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.4.2.3 オペレーショナルアセットに係る純収益の把握における留意点

2020 年度 午前問題 38

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 直接還元法による収益価格の計算
- 学習目標: 与えられた条件から、運営収益、運営費用、運営純収益 (NOI)、純収益 (NCF) を段階的に計算し、最終的に還元利回りを用いて収益価格を算出できるようになる。
- ひっかけポイント: 各費用の計算基礎 (運営収益ベースか、再調達原価ベースかなど) を間違えないように注意しましょう。また、NOI と NCF の違い (資本的支出を引くかどうか) も重要です。最後に、四捨五入の指示を見落とさないようにしてください。

● 専門用語の定義・解説

■ 直接還元法

- ・ ①定義: 不動産評価手法の一つで、1 期間 (通常は 1 年間) の純収益を還元利回り (キャップレート) で割ることによって、不動産の収益価格を直接的に算出する方法です。
- ・ ②解説: 計算が簡便であり、市場の利回り水準を直接的に反映できるため、実務で広く用いられています。
収益価格 = 純収益 ÷ 還元利回りというシンプルな式で表されます。

■ 運営純収益 (NOI: Net Operating Income)

- ・ ①定義: 満室想定賃料収入から、空室損失や運営費用 (管理費、公租公課、保険料など) を差し引いた、不動産が生み出す純粋な営業収益のことです。
- ・ ②解説: 減価償却費や借入金返済、資本的支出は含めません。不動産そのものの収益力を測る最も基本的な指標です。

■ 純収益 (NCF: Net Cash Flow)

- ・ ①定義: 運営純収益 (NOI) から、さらに資本的支出 (大規模修繕費など) を差し引いた後のキャッシュフローです。
- ・ ②解説: NOI よりも、実際に手元に残る現金に近い概念です。直接還元法で用いる「純収益」は、この NCF を指すことが一般的です。

● 解答

2. (3,250,000,000 円)

● 選択肢の個別解説

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 可能総収入を計算する。

- ・ 貸室賃料収入 (a): $4,000 \text{ 円/m}^2 \times 4,000 \text{ m}^2 \times 12 \text{ ヶ月} = 192,000,000 \text{ 円}$
- ・ 共益費収入 (b): $900 \text{ 円/m}^2 \times 4,000 \text{ m}^2 \times 12 \text{ ヶ月} = 43,200,000 \text{ 円}$
- ・ 可能総収入 (c): $192,000,000 + 43,200,000 = \mathbf{235,200,000 \text{ 円}}$

2. 運営収益 (EGI) を計算する。

- ・ 空室等損失 (d): $235,200,000 \text{ 円} \times 5.0\% = 11,760,000 \text{ 円}$
- ・ 運営収益 (e): $235,200,000 \text{ 円} - 11,760,000 \text{ 円} = \mathbf{223,440,000 \text{ 円}}$

3. 運営純収益 (NOI) を計算する。

- ・ 運営費用 (f): $223,440,000 \text{ 円} \times 25.0\% = 55,860,000 \text{ 円}$
- ・ 運営純収益 (g): $223,440,000 \text{ 円} - 55,860,000 \text{ 円} = \mathbf{167,580,000 \text{ 円}}$

4. 純収益 (NCF) を計算する。

- ・ 敷金の運用益 (h): $91,200,000 \text{ 円} \times 1.0\% = 912,000 \text{ 円}$
- ・ 資本的支出 (i): $1,512,500,000 \text{ 円} \times 0.4\% = 6,050,000 \text{ 円}$
- ・ 純収益 (j): $167,580,000 \text{ 円} + 912,000 \text{ 円} - 6,050,000 \text{ 円} = \mathbf{162,442,000 \text{ 円}}$

5. 収益価格を計算する。

- ・ 収益価格 (A): $162,442,000 \text{ 円} \div 5.0\% = 3,248,840,000 \text{ 円}$

6. 四捨五入する。

- ・ 上 3 桁未満を四捨五入すると $\mathbf{3,250,000,000 \text{ 円}}$

7. この結果は選択肢 2 と一致する。

■ 【解説】：直接還元法による収益価格は、**純収益 (NCF) $\div$ 還元利回り**で求められます。設問の条件に従って、段階的に計算を進めます。

1. 可能総収入の計算

- ・ 年間貸室賃料収入 (a) = $4,000 \text{ 円/m}^2 \times 4,000 \text{ m}^2 \times 12 \text{ ヶ月} = 192,000,000 \text{ 円}$
- ・ 年間共益費収入 (b) = $900 \text{ 円/m}^2 \times 4,000 \text{ m}^2 \times 12 \text{ ヶ月} = 43,200,000 \text{ 円}$
- ・ 可能総収入 (c) = $192,000,000 + 43,200,000 = 235,200,000 \text{ 円}$

2. 運営収益 (EGI) の計算

- ・ 空室等損失 (d) = $235,200,000 \text{ 円} \times 5.0\% = 11,760,000 \text{ 円}$
- ・ 運営収益 (e) = $235,200,000 \text{ 円} - 11,760,000 \text{ 円} = 223,440,000 \text{ 円}$

3. 運営純収益 (NOI) の計算

- ・ 運営費用 (f) = $223,440,000 \text{ 円} \times 25.0\% = 55,860,000 \text{ 円}$
- ・ 運営純収益 (g) = $223,440,000 \text{ 円} - 55,860,000 \text{ 円} = \mathbf{167,580,000 \text{ 円}}$

4. 純収益 (NCF) の計算

- ・ 敷金の運用益 (h) = $91,200,000 \text{ 円} \times 1.0\% = 912,000 \text{ 円}$
- ・ 資本的支出 (i) = $1,512,500,000 \text{ 円} \times 0.4\% = 6,050,000 \text{ 円}$
- ・ 純収益 (j) = $\text{NOI(g)} + \text{敷金運用益 (h)} - \text{資本的支出 (i)} = 167,580,000 \text{ 円} + 912,000 \text{ 円} - 6,050,000 \text{ 円} = \mathbf{162,442,000 \text{ 円}}$

5. 収益価格の計算

- ・ 収益価格 (A) = $\text{純収益 (j)} \div \text{還元利回り} = 162,442,000 \text{ 円} \div 5.0\% = 3,248,840,000 \text{ 円}$

最後に、上 3 桁未満を四捨五入すると、 $\mathbf{3,250,000,000 \text{ 円}}$ となり、選択肢 2 が正解です。

● 暗記のポイント

■ 収益価格の計算フロー:

1. 可能総収入 (PGI) を計算
2. 空室・貸倒損失を引いて、運営収益 (EGI) を計算
3. EGI から運営費用 (OPEX) を引いて、**運営純収益 (NOI)** を計算
4. NOI に一時金の運用益を足し、資本的支出 (CAPEX) を引いて、**純収益 (NCF)** を計算
5. NCF を還元利回りで割って、**収益価格**を計算

● 関連知識・発展学習

- **NOI と NCF の使い分け** 不動産評価の実務では、NOI と NCF が目的によって使い分けられます。| 指標 | 計算式 | 特徴 | 主な用途 | | :— | :— | :— | :— | | **NOI**(運営純収益) | 運営収益 - 運営費用 | ・不動産の**基本的な収益力**を示す・大規模修繕などの**資本的支出を含まない**・**還元利回り**（キャップレート）の計算（NOI 利回り）・異なる物件の収益性を比較| | **NCF**(純収益) | NOI - 資本的支出 | ・**最終的に手元に残る現金**に近い・大規模修繕など将来のコストを考慮| ・**直接還元法**や **DCF 法**による価格評価・投資家への分配可能額の算定|

NOI は物件のポテンシャルを見る指標、NCF はより現実に近い手残りキャッシュを見る指標、と理解すると分かりやすいでしょう。

● 公式テキストの参照先

- テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.1.5.1 直接還元法

2020 年度 午前問題 39

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: DCF 法による収益価格の計算
- 学習目標: 保有期間中の各期の純収益の現在価値合計と、保有期間満了時の復帰価格の現在価値をそれぞれ算出し、それらを合計して DCF 法による収益価格を計算できるようになる。
- ひっかけポイント: 復帰価格を計算する際に、売却価格から売却費用を控除し忘れないように注意しましょう。また、復帰価格を現在価値に割り引く際には、保有期間の最終年度（この問題では 5 年目）の複利現価率を使う点も重要です。

● 専門用語の定義・解説

■ DCF 法 (Discounted Cash Flow 法)

- ・ ①定義: 不動産評価手法の一つで、保有期間中に得られると予測される各期の純収益（キャッシュフロー）と、保有期間満了時に得られると予測される売却価格（復帰価格）を、それぞれ現在価値に割り引いて合計することで、不動産の収益価格を算出する方法です。
- ・ ②解説: キャッシュフローの時間的価値を考慮した、より精緻な評価手法です。特に、保有期間中に賃料の変動や大規模修繕などが予定されている物件の評価に適しています。

■ 復帰価格 (Terminal Value)

- ・ ①定義: DCF 法において、保有（分析）期間満了時点での不動産の売却価格のことです。
- ・ ②解説: 一般的には、保有期間満了の翌年度（ $n+1$ 期）の純収益を、その時点で見込まれる還元利回り（最終還元利回り）で割って算出します。

■ 割引率 (Discount Rate)

- ・ ①定義: DCF 法において、将来のキャッシュフローを現在価値に割り戻すために用いる利率のことです。
- ・ ②解説: 投資家がその不動産投資に期待する収益率（期待リターン）を反映したものであり、リスクが高い不動産ほど高い割引率が適用されます。

● 解答

4. (2,350,000,000 円)

● 選択肢の個別解説

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 純収益の現在価値合計 (e) を計算する。問題文で既に各年の現在価値が示されているので、それらを合計する。 $96,200,000 + 92,962,500 + 89,791,223 + 86,788,923 + 83,856,371 = 449,599,017$ 円
2. 保有期間満了時の売却価格 (a) を計算する。 6 年目純収益 $102,525,125$ 円 $\div$ 最終還元利回り $4.3\% \approx 2,384,305,232$ 円これを上 3 桁未満四捨五入すると、 $2,380,000,000$ 円となる。
3. 売却費用 (b) を計算する。売却価格 (a) $2,380,000,000$ 円 $\times 3\% = 71,400,000$ 円
4. 復帰価格 (c) を計算する。売却価格 (a) $2,380,000,000$ 円 $-$ 売却費用 (b) $71,400,000$ 円 $= 2,308,600,000$ 円

5. 復帰価格の現在価値 (d) を計算する。復帰価格 (c) $2,308,600,000 \text{ 円} \times 5 \text{ 年目複利現価率 } 0.822 = 1,897,669,200 \text{ 円}$
6. DCF 法による収益価格 (A) を計算する。純収益の現在価値合計 (e) $449,599,017 \text{ 円} + \text{復帰価格の現在価値 (d) } 1,897,669,200 \text{ 円} = 2,347,268,217 \text{ 円}$
7. 四捨五入する。上 3 桁未満を四捨五入すると **2,350,000,000 円**
8. この結果は選択肢 4 と一致する。

■ 【解説】：DCF 法による収益価格は、①保有期間中の各期純収益の現在価値の合計と、②保有期間満了時の復帰価格の現在価値を足し合わせて求めます。

1. ①純収益の現在価値合計 (e) 問題文の表にある各年の「純収益の現在価値」を合計します。 $96,200,000 + 92,962,500 + 89,791,223 + 86,788,923 + 83,856,371 = 449,599,017 \text{ 円}$
2. ②復帰価格の現在価値 (d) まず、保有期間満了時の売却価格を計算します。
 - ・ 売却価格 (a) $= 6 \text{ 年目純収益} \div \text{最終還元利回り} = 102,525,125 \text{ 円} \div 4.3\% \div 2,384,305,232 \text{ 円}$
 - ・ 指示に従い上 3 桁未満を四捨五入して、**2,380,000,000 円**

次に、売却費用を差し引いて復帰価格を求めます。

- ・ 売却費用 (b) $= 2,380,000,000 \text{ 円} \times 3\% = 71,400,000 \text{ 円}$
- ・ 復帰価格 (c) $= 2,380,000,000 \text{ 円} - 71,400,000 \text{ 円} = \mathbf{2,308,600,000 \text{ 円}}$

最後に、この復帰価格を 5 年後の価値なので、5 年目の複利現価率を使って現在価値に割り引きます。

- ・ 復帰価格の現在価値 (d) $= 2,308,600,000 \text{ 円} \times 0.822 = \mathbf{1,897,669,200 \text{ 円}}$

3. DCF 法による収益価格 (A) ①と②を合計します。 $449,599,017 \text{ 円} + 1,897,669,200 \text{ 円} = 2,347,268,217 \text{ 円}$

これを上 3 桁未満で四捨五入すると、**2,350,000,000 円**となり、選択肢 4 が正解です。

● 暗記のポイント

■ DCF 法の公式: 収益価格 $= \Sigma (\text{各期の純収益} \div (1 + \text{割引率})^{\text{期数}}) + (\text{復帰価格} \div (1 + \text{割引率})^{\text{保有期間}})$

- ・ 復帰価格 $= (\text{保有期間の翌年度の純収益} \div \text{最終還元利回り}) - \text{売却費用}$

● 関連知識・発展学習

■ なぜ最終還元利回りは割引率より高いことが多いのか？ DCF 法の実務では、復帰価格を計算する際の「最終還元利回り」を、期中のキャッシュフローを割り引く「割引率」よりも少し高い値に設定することが一般的です。これには以下のような理由があります。

- ・ 将来の不確実性: 保有期間満了時点（5 年後や 10 年後）の不動産市況を正確に予測することは困難です。この将来の不確実性というリスクを価格に反映させるため、より高い利回り（＝より低い価格）を設定します。
- ・ 建物の陳腐化: 時間の経過とともに建物は物理的に劣化し、デザインや設備も陳腐化します。この価値の減少分を反映させるために、利回りを高く設定します。

- ・ **保守的な評価:** 鑑定評価や投資分析では、過度に楽観的な予測を避けるため、出口の価格については保守的に見積もる傾向があります。このように、最終還元利回りには、将来のリスクプレミアムが上乗せされていると考えることができます。

● 公式テキストの参照先

- テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.1.5.2 DCF 法

2020 年度 午前問題 40

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 地震リスク評価 (PML) の理解と活用
- 学習目標: PML の評価手法が複数存在すること、新耐震基準の建物でもリスク評価が必要であること、PML 値を設計目標として活用できること、建築基準法の耐震基準の目的を理解する。
- ひっかけポイント: 「新耐震基準」= 「地震で壊れない」という誤解をしないようにしましょう。新耐震基準はあくまで「人命保護」を目的とした最低基準であり、建物の損傷（経済的損失）を防ぐものではありません。

● 専門用語の定義・解説

■ PML (Probable Maximum Loss)

- ・ ①定義: 日本語では「予想最大損失率」。想定される最大級の地震（通常、再現期間 475 年）が発生した際に、建物が被るであろう物理的な損害額が、建て直し費用（再調達価格）の何パーセントになるかを確率的に示した指標です。
- ・ ②解説: 不動産の地震リスクを定量的に評価するための指標として、不動産ファイナンスや投資判断で広く用いられます。PML 値が高いほど、地震による経済的損失のリスクが大きいと判断されます。

■ 新耐震基準

- ・ ①定義: 1981 年 6 月 1 日に施行された建築基準法の耐震基準のことです。
- ・ ②解説: 震度 6 強～7 程度の大規模地震でも倒壊・崩壊しない（人命を守る）ことを目標としています。これ以前の基準を「旧耐震基準」と呼びます。

● 解答

2

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

- 【正誤判断】: 正しい
- 【思考プロセス】:
 1. PML の評価手法は一つに定まっているかを確認する。
 2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.5.2.1 によると、PML の定義には複数のものがあり、ER 作成者によっても評価方法が異なる可能性があるとしてされている。
 3. ポートフォリオ全体の PML を評価する場合、個々の物件で評価方法が異なると比較・合算ができないため、同一の評価者に依頼するのは合理的な判断である。
- 【解説】: その通りです。PML の算定方法には、テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.5.2.1 で示されているように複数の定義や手法が存在し、どの手法を用いるかによって結果が異なる可能性があります。そのため、複数の物件からなるポートフォリオ全体の地震リスクを評価する際には、**同一の基準で評価するために、1 社の ER 作成者にまとめて依頼する**のが一般的です。これにより、各物件のリスクを正しく比較し、ポートフォリオ全体のリスク分散効果を適切に評価することができます。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 新耐震基準の建物のリスクを考える。
2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.5.2.2 に「1981 年以降の『新耐震基準』の建物であるから、想定される被害が大きいとも限らないし、旧耐震基準の建物であるから、想定される被害が大きいとも限らない」とある。
3. 新耐震基準はあくまで人命保護のための最低基準であり、建物の損傷を防ぐものではない。
4. したがって、新耐震基準適合であっても、経済的損失のリスクを評価する必要がある。「必要はない」という判断は誤り。

- 【解説】：この判断は誤りです。1981 年以降の**新耐震基準**は、大規模地震で建物が倒壊・崩壊して人命が失われることを防ぐための**最低基準**です。建物の損傷を防ぐことを保証するものではなく、中規模から大規模の損傷（経済的損失）が発生する可能性は十分にあります。不動産投資は経済的なリターンを目的とするものであり、地震による建物の損傷は直接的な経済的損失につながります。したがって、たとえ新耐震基準を満たしている建物であっても、**PML 評価を行い、その経済的リスクを定量的に把握することは不可欠**です。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. PML 値を設計目標として使えるか検討する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.5.2.3 に「最近では、開発型証券化等で新築する建物を設計段階で PML 評価（例えば〇〇%未満）を設計条件として性能規定する発注者や開発者、明確な設計目標（例えば〇〇未満）を企画する設計者もいる」と記載されている。
3. したがって、この行為は近年の実務として行われている。

- 【解説】：その通りです。近年、不動産開発プロジェクトにおいて、単に建築基準法を満たすだけでなく、目標とする PML 値をあらかじめ設定し、それを達成するように設計・施工する**性能規定型の設計**が増えています。これにより、開発段階から地震リスクをコントロールし、投資家や金融機関に対して物件の安全性をアピールすることができます。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 建築基準法の耐震基準の目的を再確認する。
2. その目的は、あくまで「人命保護」であり、建物の無被害を保証するものではない。
3. 大規模地震の際には、倒壊はしないものの、修復が必要な「中破」程度の被害が発生することは想定されている。

- 【解説】：その通りです。建築基準法が求める耐震性能は、極めて稀に発生する大地震（震度 6 強～7）に対しては「**倒壊・崩壊しないこと（人命保護）**」を目標としています。建物の機能が維持されること（無被害）までは求めていません。したがって、大地震が発生した際には、建物が倒壊はしなくても、柱や梁に損傷が生じ、大規模な修繕が必要となる「中破」程度の被害を受ける可能性は十分にあり得ます。

● 暗記のポイント

- PML 評価: **新耐震基準適合物件でも必須**。経済的損失リスクを測るため。

- 建築基準法の耐震基準: 目的は人命保護であり、建物の無被害を保証するものではない。
- PML の活用: 性能規定として、新築建物の設計目標にも使われる。
- ポートフォリオ PML: 評価手法を統一するため、1社にまとめて依頼するのが一般的。

● 関連知識・発展学習

- PML 値と不動産価値の関係 PML 値は、不動産の価格や取引に直接的な影響を与えます。| PML 値| 市場での評価・取扱い ||:—|:—| | 低い (例: 10%未満) | ・地震リスクが低いと評価される。・金融機関からの融資条件が有利になる可能性がある。・投資家から好まれ、売買価格が高くなる傾向がある。|| 中程度 (例: 10%~20%) | ・標準的なリスクレベル。・多くの場合、融資の条件として地震保険への加入が求められる。| | 高い (例: 20%超) | ・地震リスクが高いと評価される。・金融機関が融資に難色を示したり、非常に高い金利を要求したりする。・投資家から敬遠され、価格が低くなるか、買い手が見つかりにくくなる。・耐震補強工事の検討が必要となる。|

このように、PML は不動産のリスクを価格に反映させるための重要な指標として機能しています。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.5.2.3 結果をどう読み取るか
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.5.2.2 評価方法
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.5.2.3 結果をどう読み取るか
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.5.1 地震リスク評価とは

2020 年度 午前問題 41

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 建物環境リスク評価（アスベスト調査）における実務上の留意点
- 学習目標: アスベストに関する法規制が年々強化されていることを理解し、過去の調査結果の有効性、調査範囲の限定の開示、リスクの報告義務について判断できるようになる。
- ひっかけポイント: アスベスト規制は「飛散性（レベル1）」だけでなく、「非飛散性（レベル2,3）」にも拡大しています。目視で吹付材がないからといってリスクがないと判断するのは早計です。また、法改正が頻繁なため、過去の調査結果を鵜呑みにできない点も重要です。

● 専門用語の定義・解説

- アスベスト（石綿）
 - ・ ①定義: 天然に産する繊維状鉱物で、かつては耐火性や断熱性に優れるため建材として広く使用されましたが、その粉じんを吸入すると肺がんや中皮腫などを引き起こすことが判明し、現在では原則として製造・使用が禁止されています。
 - ・ ②解説: 既存の建物には依然としてアスベストを含有する建材が使用されている可能性があり、解体・改修工事の際には飛散防止対策が法律で厳しく義務付けられています。
- フェーズⅠ / フェーズⅡ調査
 - ・ ①定義: 環境リスク評価における調査段階の区分です。
 - ・ ②解説:
 - * **フェーズⅠ調査**: 既存の資料の確認、関係者へのヒアリング、現地での目視調査など、非破壊的な方法で行う**予備調査**です。汚染の「可能性」を評価します。ERで行われるのは通常この段階までです。
 - * **フェーズⅡ調査**: フェーズⅠで汚染の可能性が指摘された場合に行う**詳細調査**です。建材のサンプルを採取して分析したり、土壌のボーリング調査を行ったりして、汚染の有無や範囲を確定させます。

● 解答

4. (イとハとニ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:
 1. アスベストに関する法規制が不変か、変化しているかを考える。
 2. テキスト 103 第Ⅲ部 第2章 2.3.3によると、「法律・条例の改正や最新の知見の発表により、評価の内容が大きく変更される項目がある」「以前実施した評価が、既に法律や規則等の改正により、現時点の判断では「無効」となることがある」と記載されている。
 3. したがって、数年前の調査結果をそのまま利用するのは不適切であり、最新の法令に基づいて再調査する必要がある。
- 【解説】: これは誤った対応です。アスベストに関する法令や規制は年々強化されており、調査対象となる建材の種類や分析方法も変化しています。数年前に実施された調査は、**現在の基準を満たしていない可能性**があ

ります。そのため、過去の報告書を参考にするのは良いですが、それだけで判断せず、必ず**最新の法令に基づいて再調査**を行うか、少なくとも専門家に過去の調査結果の有効性を確認してもらう必要があります。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. ER 作成における調査範囲の限定とその開示の妥当性を考える。
2. デューデリジェンスは時間やコストの制約の中で行われるため、全ての調査が完璧に行えるわけではない。
3. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.3.2 で「ER は、この段階（フェーズ I）までの調査であり、その対策や解決策は言及しない。」とあるように、調査範囲には限界がある。
4. 調査ができなかった事項について、その事実を報告書に明記することは、レポートの前提条件や限界を明確にする上で、誠実かつ適切な対応である。

■ 【解説】：これは適切な対応です。デューデリジェンスは、期間や予算の制約の中で行われます。フェーズ I 調査で懸念事項が発見されても、時間的な制約から詳細なフェーズ II 調査に進めないことは実務上あり得ます。その場合、「**調査が未実施である**」という事実とその理由を**エンジニアリングレポートに明確に記載**し、投資家やレンダーにリスクの存在を伝えることが重要です。これにより、関係者はそのリスクを認識した上で、価格交渉や追加調査の要否などの判断を行うことができます。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. ER 作成者に対する依頼者としての適切な態度を考える。
2. ER は、専門家が客観的な立場でリスクを評価し報告するものである。
3. 依頼者が、把握したリスクについて「コメント等を記載しないよう」依頼することは、報告書の客観性・信頼性を損なう不当な圧力（依頼者プレッシャー）にあたる。
4. アスベスト含有の可能性は重大なリスクであり、これを報告しないことは投資家等に対する情報隠蔽となりうる。

■ 【解説】：これは極めて不適切な行為であり、誤りです。エンジニアリングレポートは、専門家が客観的な立場で不動産のリスクを評価し、投資家などの利害関係者に情報を提供するためのものです。依頼者が、把握されたリスクについて**意図的に報告書に記載しないよう求めることは、情報の隠蔽**にあたり、プロフェッショナルとしての倫理に反します。アスベスト含有の可能性は、将来の改修・解体時に高額な対策費用が発生する重大なリスクであり、必ず報告書に記載されるべき事項です。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. アスベスト含有建材の種類を考える。
2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.3.3 によると、アスベスト規制は「飛散性（レベル 1）」だけでなく、「非飛散性（レベル 2）及び非飛散性（レベル 3）」にも拡大している。
3. 目視で確認できる「吹付材」は主に飛散性のアスベスト（レベル 1）である。
4. 成形板などの非飛散性アスベストは、目視だけでは含有の有無を判断できない場合が多い。

5. したがって、「吹付材が確認されなかった」ことだけをもって「環境リスクは少ない」と判断するのは早計であり、誤り。

- 【解説】：この判断は誤りであり、危険です。アスベスト含有建材には、綿のように吹き付けられた「飛散性」のもの（レベル 1）だけでなく、ボードやタイルなどに練り込まれた「非飛散性」のもの（レベル 2、レベル 3）があります。目視調査で吹付材が確認できなかったとしても、天井裏のボードや床のタイル、外壁の塗装材などに非飛散性アスベストが含有されている可能性は十分にあります。これらの非飛散性建材も、解体・改修工事の際には飛散するリスクがあるため、法令に基づく適切な対応が必要です。「吹付材がない＝アスベストのリスクが少ない」と安易に判断することはできません。

● 暗記のポイント

- アスベスト規制: 常に最新の法令を確認。過去の調査結果は鵜呑みにしない。
- ER の限界: フェーズ I 調査は可能性を指摘するもの。調査範囲の限定は明確に記載する。
- ER 作成者への態度: 客観性・独立性を尊重し、不当な圧力をかけない。
- アスベストの種類: 飛散性（吹付材など）と非飛散性（成形板など）がある。目視だけで判断しない。

● 関連知識・発展学習

- アスベストのレベル分類とリスクアスベスト含有建材は、発じん性（飛散のしやすさ）の高さに応じて 3 つのレベルに分類され、レベルが高いほど厳重な対策が求められます。| レベル | 発じん性 | 建材の例 | 主な対策 |
| :— | | :— | | :— | | | レベル 1 | 著しく高い | 吹付けアスベスト、アスベスト含有保温材など | ・作業場所の隔離（負圧隔離）・作業員の特別教育、保護具着用・作業計画の届出 | | レベル 2 | 高い | アスベスト含有断熱材、耐火被覆板など | ・レベル 1 に準じた飛散防止対策 | | レベル 3 | 比較的低い | 成形板（スレートボード、サイディング）、ビニル床タイルなど | ・湿式作業の徹底・破断・切断を避ける |

ER の報告書を読む際には、どのレベルのアスベストが、どこに使用されている可能性があるのかを理解することが、リスクを正しく評価する上で重要になります。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.3.3 調査内容
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.3.2 フェーズ I 評価とは
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.6.4.1 レポートの限界と第三者性
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.3.3 調査内容

2020 年度 午前問題 42

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 土壤汚染リスク評価 (フェーズ I) における実務的な判断
- 学習目標: 土地の利用履歴 (地歴) 調査の重要性、土壤汚染対策法の限界、埋立地のリスク、汚染の可能性がある業種の具体例について理解する。
- ひっかけポイント: 過去に調査済みだから、あるいは一見クリーンな土地利用履歴だからといって、リスクがないと断定するのは危険です。様々な角度から汚染の可能性を検討する姿勢が問われます。

● 専門用語の定義・解説

■ 地歴調査

- ・ ①定義: 土地の過去から現在までの利用履歴を、登記簿謄本、古地図、航空写真、関係者へのヒアリングなどを用いて調査することです。
- ・ ②解説: 土壤汚染リスク評価 (フェーズ I) の中核をなす調査です。過去に工場、ガソリンスタンド、クリーニング店など、有害物質を使用する可能性のある施設がなかったかを調べることで、土壤汚染の可能性を評価します。

■ フェーズ II 調査

- ・ ①定義: 地歴調査 (フェーズ I) の結果、汚染の可能性が指摘された場合に行う詳細調査のことです。
- ・ ②解説: 実際に土地の土壌や地下水を採取・分析し、汚染の有無、種類、範囲、深度を確定させます。この調査には専門的な技術と相応の費用が必要となります。

● 解答

4

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:
 1. 地歴調査の重要性を考える。過去の土地利用が現在の汚染リスクに繋がる。
 2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.4.3.1 によると、既存情報の確認として「土地利用変遷の情報」が挙げられている。
 3. 過去に工場があったという事実は、それ自体が重大なリスク情報である。
 4. 事業者が廃業しているからといって、土中に汚染物質が残存している可能性が消えるわけではない。
 5. したがって、「リスクは低い」と判断するのは不適切であり、誤り。
- 【解説】: この判断は誤りです。過去に工場敷地として利用されていたという事実は、**土壤汚染の可能性が高いことを示す重要な情報 (レッドフラッグ)** です。たとえ当時の事業者が廃業し、詳細な情報が入手困難であったとしても、汚染リスクそのものが消えるわけではありません。このような場合は、むしろリスクが高いと判断し、フェーズ II 調査に進むか、あるいは投資を見送るなどの慎重な対応が必要です。「リスクは低い」という判断は楽観的すぎます。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 土壤汚染対策法における「区域指定」の意味を考える。これは、汚染が「判明した」土地に対して行われるものである。
2. 指定を受けていない土地が、汚染されていないことを保証するものではない。未調査の汚染が存在する可能性は常にある。
3. テキスト 103 第 II 部 第 2 章 2.2.3.6 に「指定された区域外の土地についても土壤汚染が売買の際に契約不適合の原因となる可能性」について言及されている。
4. したがって、「区域指定」がないことだけを根拠に、通常的地歴調査だけで取得を進めるのはリスク管理として不十分であり、不適切な判断である。

■ 【解説】：この判断は誤りです。土壤汚染対策法に基づく「区域指定」は、汚染の存在が顕在化した場合に行われる行政措置です。したがって、**区域指定を受けていない土地が、必ずしも汚染されていないことを意味するわけではありません**。未知の汚染が存在する可能性は常にあります。過去に調査済みであっても、その調査が不十分であったり、新たな汚染が発生したりしている可能性も否定できません。したがって、区域指定の有無にかかわらず、デューデリジェンスとして地歴調査などを適切に行い、リスクを評価する必要があります。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 埋立地の土壤汚染リスクを考える。
2. 埋立地は、どのような材料で埋め立てられたかが重要である。過去には有害物質を含む廃棄物などで埋め立てられたケースもある。
3. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.4.3.4 の解説で「臨海部や河川エリアは、『自然由来』による土壤汚染リスクが存在する可能性が非常に高い」という趣旨の記述がある。
4. したがって、たとえ地歴調査で有害物質の取扱いが確認できなくても、埋立地であること自体がリスク要因であり、追加調査の必要性を検討すべき。

■ 【解説】：この判断は誤りです。臨海部の埋立地は、過去の利用履歴がクリーンに見えても、**埋め立てに使われた土砂そのもの**に有害物質が含まれているリスクや、周辺からの汚染が流入しているリスクがあります。また、自然由来の重金属（ヒ素、鉛など）が含まれている可能性も考慮しなければなりません。したがって、地歴調査で有害物質の使用履歴が確認できなかったとしても、埋立地であるというだけで追加調査の必要性を慎重に検討すべきです。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. クリーニング店、写真店、印刷会社といった業種が土壤汚染の原因となりうるかを考える。
2. これらの業種は、洗浄溶剤（テトラクロロエチレンなど）や現像液、インクなど、有害物質を含む液体を使用する。
3. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.2.3.6 で、土壤汚染の可能性がある業種として「クリーニング工場」が例示されている。
4. したがって、これらの施設の存在が確認された場合、汚染の可能性を疑い、詳細なフェーズ II 調査に進むことは適切な判断である。

- 【解説】：これは、適切なリスク評価と判断です。一見すると汚染とは無関係に見える商業地であっても、**クリーニング店（有機溶剤）、写真店（現像液）、印刷会社（インク、洗浄剤）**といった業種は、有害物質を使用・排出していた可能性があります。これらの施設が存在が地歴調査で判明した場合、土壤汚染のリスクを想定し、より詳細なフェーズⅡ調査（土壌・地下水分析）に進むのは、デューデリジェンスにおける慎重かつ適切な対応です。

● 暗記のポイント

- **地歴調査**: 過去の土地利用が重要。**工場、ガソリンスタンド、クリーニング店**などは要注意。
- **土壤汚染対策法**: 「区域指定なし」 ≠ 「汚染なし」。
- **埋立地**: 埋立柱自体や周辺からの汚染リスクを考慮。
- **フェーズⅠ → フェーズⅡ**: 地歴調査などで汚染の**可能性**が指摘されたら、土壌分析などの**詳細調査**へ。

● 関連知識・発展学習

- **土壤汚染リスクと契約実務**デューデリジェンスで土壤汚染のリスクが判明した場合、売買契約においてどのように対応するのでしょうか。実務では以下のような方法がとられます。| 対応方法 | 内容 | メリット | デメリット ||:—|:—|:—|:—|| **価格交渉** | 汚染の浄化費用や資産価値の低下分を、売買価格から減額してもらう。| 買主のリスクを金銭的にヘッジできる。| 浄化費用が想定以上にかかるリスクは残る。|| **売主による浄化** | 売主の責任と費用で、物件の引渡し前に汚染を浄化してもらう。| 買主はクリーンな状態で物件を取得できる。| 浄化に時間がかかり、取引スケジュールが遅れる可能性がある。|| **契約不適合責任の特約** | 売主が一定期間、土壤汚染に関する責任（契約不適合責任）を負うことを契約書で明確にする。| 将来汚染が発見された場合に、売主に責任を追及できる。| 売主の資力によっては、賠償を受けられないリスクがある。|| **取引中止** | リスクが大きすぎると判断した場合、取引そのものを見送る。| リスクを完全に回避できる。| 投資機会を失う。|

どの対応をとるかは、汚染の程度、浄化の難易度、売主・買主間の交渉力などによって総合的に判断されます。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅲ部 第2章 2.4.3 土壤汚染リスク評価（フェーズⅠ）の内容
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅲ部 第2章 2.2.3.6 土壤汚染対策法
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅲ部 第2章 2.4.3 土壤汚染リスク評価（フェーズⅠ）の内容
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅲ部 第2章 2.4.3 土壤汚染リスク評価（フェーズⅠ）の内容

2020 年度 午前問題 43

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: プロパティマネジメント (PM) の業務領域
- 学習目標: PM の業務が、運営業務 (ソフト面) と管理業務 (ハード面) に大別され、さらに建物の管理運営企画やテナント誘致まで含む広範なものであることを理解する。
- ひっかけポイント: PM の業務は、日常の清掃や設備点検といった「管理」だけでなく、収益最大化を目指す「運営」や「企画」まで含む、経営的な視点が求められる業務であることを理解しましょう。「警備業務」は建物管理業務の一要素であり、同列の分類ではありません。

● 専門用語の定義・解説

- プロパティマネジメント (Property Management / PM)
 - ・ ①定義: 不動産の所有者 (オーナー) やアセットマネジャーから委託を受け、個別の不動産の収益・資産価値の最大化を目的として、日常的な管理・運営業務を一括して行うことです。
 - ・ ②解説: テナントの募集・管理、賃料の請求・回収、建物の維持・修繕計画の立案・実行、オーナーへのレポートなど、その業務は多岐にわたります。不動産経営の「現場監督」的な役割を担います。
- 運営業務 (ソフト面)
 - ・ ①定義: PM 業務のうち、主にコスト管理、テナント管理、渉外業務、事務・出納など、不動産の収益性や利便性を維持・向上させるための非物理的な管理活動のことです。
 - ・ ②解説: テナントとのコミュニケーションや契約管理、予算策定や実績報告といった、経営的な側面が強い業務です。
- 管理業務 (ハード面)
 - ・ ①定義: PM 業務のうち、設備管理、清掃、警備など、建物の物理的な状態を維持・保全するための活動のことです。
 - ・ ②解説: ビルメンテナンス会社 (BM) などに再委託されることが多いですが、その品質を監督・評価するのは PM の重要な役割です。

● 解答

4

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

- 【正誤判断】: 誤り
- 【思考プロセス】:
 1. プロパティマネジメントの業務領域の分類を確認する。
 2. テキスト 103 第 IV 部 第 1 章 1.3 によると、PM 業務は「建物の管理運営の企画」「テナントの誘致」「運営業務」「建物管理業務」に分解される。
 3. 選択肢にある「警備業務」は、「建物管理業務」に含まれる一要素であり、同列の大きな分類ではない。
 4. したがって、この分類は不適切であり、誤り。
- 【解説】: この記述は誤りです。プロパティマネジメント業務は、より大きな枠組みで分類されます。テキスト 103 第 IV 部 第 1 章 1.3 では、PM 業務を「建物の管理運営の企画」「テナント誘致業務」「運営業務」「建

「物管理業務」の4つに分解しています。選択肢にある「警備業務」は、このうちの「建物管理業務」に含まれる具体的な業務の一つであり、これらと同列の大きな分類ではありません。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 「安全管理業務」に含まれる内容を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 5 章 5.5 によると、安全管理業務は「震災対策」「感染症対策」「不審者対処」など、事故や災害への対応が中心である。
3. 「エネルギー管理業務」は、省エネ法への対応など環境配慮やコスト削減を目的とするものであり、直接的な安全管理とは異なる領域として整理されている（同章 5.4）。
4. したがって、「エネルギー管理業務」を含むこの記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。「エネルギー管理業務」は、主に省エネ法などに対応し、エネルギーコストの削減や環境負荷の低減を目指す業務であり、火災や地震、犯罪などから人命や財産を守ることを目的とする「安全管理業務」とは区別されます。テキストでは、それぞれ独立した業務として解説されています。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. プロパティマネジャーに求められる目標を考える。
2. PM の最終的な目的は、不動産の資産価値の最大化である。
3. そのためには、賃貸収入を増やすだけでなく、運営費用を適切に管理し、純営業利益（NOI）を最大化する必要がある。
4. 選択肢は「支出の改善・増大を図る」となっており、「増大」という部分が収益最大化の目的と矛盾する。

■ 【解説】：この記述は不正確であり、誤りです。プロパティマネジャーの役割は、不動産の純営業利益（NOI）、ひいては資産価値を最大化することです。そのためには、賃貸収入を増やすだけでなく、運営支出を適切に管理し、費用対効果を考えて支出を「最適化」する必要があります。単に「支出の改善・増大を図る」というのは目的を正しく表していません。無駄なコストは削減し、必要な投資（修繕など）は適切に行うことが求められます。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 「運営業務」の具体的な内容を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 1 章 1.3 や第 4 章のタイトルを見ると、運営業務には「コスト管理」「渉外業務」「テナント管理」「事務・出納業務」が含まれる。
3. 選択肢で挙げられている「管理運営計画の作成」「テナント要望事項などへの対応」「諸官庁対応」「法定資格者の選任」「各種費用の支払いに伴う会計業務・事務業務」は、これらの業務内容と合致する。

■ 【解説】：その通りです。運営業務は、不動産という資産を経営していく上でのソフト面の業務全般を指します。具体的には、

- ・ 計画: 年間の管理運営計画（予算）の策定
- ・ 渉外: テナントからの要望対応や、行政機関への届出といった諸官庁対応

- ・ **管理**: 法令に基づく資格者の選任や、賃料などの入金管理、費用の支払いといった事務・出納業務などが含まれます。これらは、不動産の価値を維持・向上させるための根幹となる業務です。

● 暗記のポイント

■ PM 業務の 4 本柱:

1. 建物の管理運営の企画
2. テナント誘致業務（リーシング）
3. 運営業務（ソフト面）
4. 建物管理業務（ハード面）

■ 安全管理 vs エネルギー管理: 安全管理は防災・防犯、エネルギー管理は省エネ・環境配慮。目的が異なる。

■ PM の目標: NOI（純営業収益）と資産価値の最大化。

● 関連知識・発展学習

■ アセットマネジメント (AM) vs プロパティマネジメント (PM) vs ビルメンテナンス (BM) 不動産運用に関わる 3 つのマネジメントは、しばしば混同されがちですが、その役割と視点は明確に異なります。オーケストラに例えると分かりやすいでしょう。| 役職 | 不動産運用 | 役割 | 視点 | | :--- | :--- | :--- | :--- | | **指揮者** | **アセットマネジャー (AM)** | どの曲（投資戦略）を演奏するか決め、全体のパフォーマンス（投資収益）を最大化する。 | **長期的・ポートフォリオ全体** | | **コンサートマスター** | **プロパティマネジャー (PM)** | 指揮者の意図を汲み取り、各楽器パート（BM、テナント等）をまとめ、最高の演奏（物件運営）を実現する。 | **中期的・個別物件** | | **演奏者** | **ビルメンテナンス会社 (BM)** | 実際に楽器（設備、清掃道具）を使い、美しい音（快適・安全な環境）を奏でる。 | **日常的・現場作業** |

このように、AM が戦略レベル、PM が戦術・管理レベル、BM が実行レベルと、階層構造になっていることを理解すると、それぞれの役割が明確になります。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 1 章 1.3 プロパティマネジメント業務
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 5 章 5.5 安全管理業務 / 5.4 エネルギー管理業務
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 1 章 1.1 プロパティマネジメントとは
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 運営業務

2020 年度 午前問題 44

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 景気とオフィス市場の相関関係
- 学習目標: 景気が改善すると、企業の業績向上を通じてオフィス需要が高まり、その結果として空室率が低下し、賃料が上昇するという基本的なメカニズムを理解する。
- ひっかけポイント: 賃料と空室率の関係は、一般的に逆相関（トレードオフ）になります。この基本的な関係性を押さえておけば、誤った選択肢を排除できます。

● 専門用語の定義・解説

■ 空室率

- ・ ①定義: 賃貸オフィスビル全体の賃貸可能面積のうち、テナントが入居していない空室面積が占める割合のことです。
- ・ ②解説: オフィス市場の需給バランスを示す最も代表的な指標です。空室率が低いほど需要が供給を上回っている（貸し手市場）ことを、高いほど供給が需要を上回っている（借り手市場）ことを示します。

■ 賃料水準

- ・ ①定義: オフィスを借りる際の貸借料の価格水準のことです。
- ・ ②解説: 新規に契約する場合の「新規賃料」と、契約を更新する際の「継続賃料」があります。市場全体の動向を見る際には、新規賃料（特に成約賃料）が重要な指標となります。空室率が低下し、需給が逼迫すると、賃料水準は上昇する傾向があります。

● 解答

3

● 選択肢の個別解説

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 景気改善がオフィス市場に与える影響を段階的に考える。
 - ・ 景気改善 → 企業の業績が向上する。
 - ・ 業績向上 → 企業は人員を増やしたり、事業を拡大したりするため、より広いオフィススペースが必要になる（オフィス需要の増加）。
 - ・ 需要増加 → 市場の空室が埋まっていく（空室率の低下）。
 - ・ 空室率低下 → 貸せるスペースが少なくなるため、貸主は強気になり、賃料を引き上げる（賃料水準の上昇）。
2. この一連の流れをまとめると、「景気の改善にともない賃料水準は上昇し、空室率は低下する傾向にある」となる。
3. これは選択肢 3 の記述と一致する。
4. 他の選択肢は、この基本的な相関関係と矛盾するため誤りである。
 - ・ 選択肢 1: 空室率も上昇するのは矛盾。
 - ・ 選択肢 2: 賃料水準が低下するのは矛盾。
 - ・ 選択肢 4: 賃料水準も低下するのは矛盾。

- 【解説】：これはオフィス市場の基本的なメカニズムです。景気が改善すると、企業の業績が上向き、事業拡大や人員増強のためにオフィスを増床・移転する動きが活発になります。これにより**オフィス需要が高まり、市場の空室は減っていきます（空室率の低下）**。貸せるスペースが少なくなると、需給バランスは貸し手優位に傾き、ビルオーナーは賃料を引き上げやすくなります。その結果、**賃料水準は上昇する傾向**にあります。したがって、「景気の改善にともない賃料水準は上昇し、空室率は低下する傾向にある」という選択肢3が正しい関係を示しています。テキスト 103 の【図表Ⅱ-3-15】でも、景気回復局面で成約賃料DIがプラスに転じ、成約賃料インデックスが上昇する様子が確認できます。

● 暗記のポイント

- 景気とオフィス市場のサイクル：
- ・ 景気改善 → 需要増加 → 空室率低下 → 賃料上昇
 - ・ 景気後退 → 需要減少 → 空室率上昇 → 賃料下落
- 賃料と空室率の関係：原則として逆相関（トレードオフ）の関係。

● 関連知識・発展学習

- オフィスマーケットサイクルの4つのステージオフィス市場の景気循環は、空室率と賃料の動きによって、一般的に以下の4つのステージに分類されます。これを理解すると、現在の市場がどの段階にあるのかを判断し、将来を予測するのに役立ちます。| ステージ | 空室率 | 賃料 | 市場の状況 | 投資戦略の例 || :— | :— | :— | :— || :— ||
1. 回復期 (Recovery) | 高い水準で**低下**し始める | 底を打ち、**上昇**し始める | 景気回復を背景に、空室が徐々に埋まり始める。| 安値で物件を取得する好機（仕込みの時期）。||
2. 拡大期 (Expansion) | **低下**を続ける | **上昇**を続ける | 好景気。需要が旺盛で、空室が不足し、賃料が大きく上昇する。新規供給も増える。| 保有物件の賃料増額や、開発を検討する時期。||
3. 後退期 (Hypersupply) | 低い水準で**上昇**し始める | 頭打ちとなり、**下落**し始める | 景気後退や新規供給の過剰により、空室が増え始める。| 高値での物件売却を検討する時期（出口戦略）。||
4. 不況期 (Recession) | **上昇**を続ける | **下落**を続ける | 不景気。需要が減退し、空室が大量に発生。賃料が大きく下落する。| 積極的な投資は控え、既存物件のテナント維持に注力する時期。|

現在の市場がどのステージにあるのかを、空室率や賃料のデータから見極めることが、アセットマネジャーに求められる重要な能力の一つです。

● 公式テキストの参照先

- テキスト 103 不動産投資の基礎 第Ⅱ部 第3章 3.3 オフィス市場の見方

2020 年度 午前問題 45

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: テナント管理の実務と法的留意点
- 学習目標: テナント工事の管理、原状回復のタイミング、賃貸人からの解約（立退き交渉）の制約、工事実施時の配慮について、実務上および法的に正しい対応を判断できるようになる。
- ひっかけポイント: 原状回復は契約終了「後」ではなく「まで」に完了するのが原則です。また、賃貸人からの解約や立退き交渉は借地借家法で厳しく制限されており、プロパティマネジャーが安易に行える業務ではない点を理解しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ A 工事・B 工事・C 工事

- ・ ①定義: オフィスビルなどの賃貸借において、内装工事などを誰が費用を負担し、誰が業者を選定・発注するかを区分する用語です。
- ・ ②解説:
 - * **A 工事**: ビルオーナー（貸主）の費用と責任で行う、ビル全体の躯体や共用部に関する工事。
 - * **B 工事**: テナント（借主）の要望に基づき、テナントの費用負担で、ビルオーナーが指定する業者を使って行う工事。主に、空調や防災設備などビル全体の機能に関わる部分が対象。
 - * **C 工事**: テナントの費用と責任で、テナントが選んだ業者を使って行う、専有部内の内装工事など。

■ 原状回復

- ・ ①定義: 賃貸借契約が終了した際に、借主が借りていた物件を、入居時の状態に戻して貸主に明け渡す義務のことです。
- ・ ②解説: ただし、通常の使用によって生じる損耗（通常損耗）や経年劣化は、原状回復の対象外とするのが一般的です。

■ 正当事由（せいとうじゆう）

- ・ ①定義: 借地借家法において、建物の賃貸人が賃貸借契約の更新を拒絶したり、解約を申し入れたりするために必要とされる、社会通念上もっともだと認められる理由のことです。
- ・ ②解説: 貸主側の建物の使用を必要とする事情や、立退料の提供などが総合的に考慮されます。貸主の都合だけで一方的に契約を終了させることはできず、賃借人の居住権や営業権は強く保護されています。

● 解答

1. (1つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. C 工事（テナント工事）の内容を考える。テナントの費用と責任で行う工事である。
2. しかし、工事内容によっては、ビルの構造体、防災設備、電気容量などに影響を与える可能性がある。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 によると、「テナント工事の事前チェックは、ビル躯体への影響防止、運営・メンテナンス上の支障防止に留意する」とある。

4. したがって、貸主側（PM）のチェックは必要であり、「すべてをテナント側工事業者に任せても問題はない」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。C 工事はテナントの費用と責任で行われますが、その内容が**ビルの構造、防災設備、電気容量などに影響を及ぼす可能性**があるため、貸主側（プロパティマネジャー）が事前に工事内容をチェックし、承認することが不可欠です。例えば、消防法に違反するような間仕切りを設置したり、ビルの電気容量を超える機器を設置したりすることを防ぐ必要があります。全てをテナント任せにすることは、ビル全体の安全管理上、極めて危険です。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 原状回復工事を行うべきタイミングを考える。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 に「テナントが解約予告を出した場合、通常は契約終了日までに賃貸借室内のテナントの物品等一切を搬出し、…原状に修復して明け渡すことを求める」とある。
3. したがって、原状回復は契約終了日「まで」に完了させ、明け渡すのが原則。「契約終了日以降に開始」では遅い。

■ 【解説】：この記述は誤りです。賃貸借契約における原状回復義務は、**契約期間が終了する日までに**履行し、物件を明け渡すのが原則です。「契約終了日以降に工事を開始する」のでは、契約期間を超えて物件を占有し続けることになり、賃料相当損害金などが発生する可能性があります。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 賃貸人からの解約申入れの要件を確認する。
2. 借地借家法第 28 条により、普通建物賃貸借契約において賃貸人から解約を申し入れるには「**正当事由**」が必要である。
3. 単に賃料が市場から乖離しているというだけでは、通常、正当事由とは認められにくい。
4. また、立退き交渉は高度な法律知識を要し、弁護士法に抵触する（非弁行為）リスクがあるため、PM が当然に行える業務ではない。

■ 【解説】：この記述は二つの点で誤りです。

1. 普通建物賃貸借契約において、賃貸人から一方的に解約を申し入れるには、借地借家法で定められた「**正当事由**」が必要です。単に「賃料条件がマーケットから乖離していた」というだけでは、通常、正当事由とは認められません。
2. また、**立退き交渉**は、弁護士法に抵触する**非弁行為**となる可能性があり、プロパティマネジャーが安易に行うべき業務ではありません。このような交渉は、弁護士などの専門家に依頼するのが適切です。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. テナント工事実施時の PM の役割を考える。
2. テナント工事は、他の入居テナントやビル運営に支障をきたさないように管理する必要がある。

3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 に、「入居中のテナントに支障が出ないように、エレベーターの専用使用や音・臭いが出る工事の時間帯への配慮や、休日・夜間の工事に関わる注意事項などを十分に打ち合わせる必要がある」と記載されている。
4. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。これは、プロパティマネジャーとして適切な管理業務です。テナントの内装工事は、騒音、振動、臭い、資材の搬出入などで、他のテナントやビル運営に影響を与える可能性があります。そのため、事前に施工業者と**工事の注意事項（作業時間、搬入経路、養生など）**を綿密に打ち合わせ、**ルールを遵守させる**ことは、トラブルを未然に防ぎ、ビル全体の資産価値を維持するために不可欠です。

● 暗記のポイント

- **テナント工事**: **C 工事**であっても貸主側の**事前承認**が必要。
- **原状回復**: 契約終了日までに完了するのが原則。
- **貸主からの解約**: **正当事由**が必要（借地借家法）。
- **立退き交渉**: **非弁行為**のリスクがあり、PM が安易に行うべきではない。

● 関連知識・発展学習

- **原状回復をめぐるトラブルとガイドライン**賃貸住宅の退去時に、原状回復費用の負担をめぐる貸主と借主の間でトラブルになることが多発したため、国土交通省は「**原状回復をめぐるトラブルとガイドライン**」を公表しています。これは法的な強制力はありませんが、裁判などでも重要な判断基準とされています。【**ガイドラインのポイント**】
 - ・ **原状回復とは**: 「賃借人の故意・過失、善管注意義務違反、その他通常の使用を超えるような使用による損耗・毀損を復旧すること」と定義。
 - ・ **通常損耗・経年変化は貸主負担**: 普通に生活していて生じる汚れや傷（家具の設置跡、日照による壁紙の変色など）の修繕費用は、賃料に含まれているものとして、**貸主が負担**すべき。
 - ・ **借主負担の例**: タバコのヤニによる壁紙の変色、ペットによる傷や臭い、不注意で壁に穴を開けた、など。
 - ・ **減価償却の考慮**: 借主が費用を負担する場合でも、その設備の経過年数を考慮し、負担割合を減額すべき（例：耐用年数 6 年の壁紙は、6 年経てば価値は 1 円となり、借主の負担は 1 円でよい）。オフィスビルなど事業用不動産の原状回復は、このガイドラインが直接適用されるわけではありませんが、基本的な考え方は参考になります。契約書で原状回復の範囲や費用負担を明確に定めておくことが、トラブル防止の鍵となります。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 テナント内装工事の管理
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 テナント内装工事の管理
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 3 章 3.1.1.3 宅地建物取引業の業務規制 / テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.1.3 不動産と民法の関わり一賃貸借一
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.3.3 テナント内装工事の管理

2020 年度 午前問題 46

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 建物管理業務の具体的な内容と法的義務
- 学習目標: 設備管理、保安警備、清掃業務の内容と、それらに関する法的義務（建築物衛生法など）について理解する。
- ひっかけポイント: 「全て」「必ず」といった断定的な表現に注意しましょう。設備管理業務は専門業者への委託だけでなく、常駐の設備管理員が行う業務もあります。また、清掃業務も一定規模以上の建物では法的な義務となります。

● 専門用語の定義・解説

■ 設備管理業務

- ・ ①定義: 建物の電気、空調、給排水、昇降機などの設備機器が正常に機能するように、監視、点検、整備を行う業務です。
- ・ ②解説: 日常的に運転状況を監視する「日常運転監視業務」と、定期的に点検・整備を行う「定期整備業務」に大別されます。

■ 保安警備業務

- ・ ①定義: 建物の防犯、防災、出入管理などを行い、人や財産の安全を確保する業務です。
- ・ ②解説: 警備員が常駐する「常駐警備」、定期的に見回る「巡回警備」、センサーなどで遠隔監視する「機械警備」といった形態があります。

■ 建築物衛生法

- ・ ①定義: 多数の人が利用する建築物（特定建築物）の衛生的な環境を確保するための法律です。正式名称は「建築物における衛生的環境の確保に関する法律」。
- ・ ②解説: 特定建築物の所有者等に対して、空気環境の測定、給排水の管理、清掃などを定めた「建築物環境衛生管理基準」に従って維持管理することを義務付けています。

● 解答

3. (3つ)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 定期整備業務の実施主体を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 5 章 5.1 によると、「定期整備業務」は「設備管理員にて行う場合と、専門業者に委託して行う場合がある。」と記載されている。
3. したがって、「全て専門業者に委託しなければならない」という記述は誤り。

- 【解説】: この記述は誤りです。定期整備業務のうち、モーターへのグリスアップやベルト交換といった比較的簡易な作業は、常駐の設備管理員が行うこともあります。ボイラーの分解整備や特殊な機器の点検など、高度な専門性が求められる業務については専門業者に委託しますが、「全て」を委託しなければならないわけではありません。

選択肢ロ

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 保安警備業務の内容と警備方式を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 5 章 5.3 によると、主な業務として「施設の防犯、防災、出入管理、巡回、事件・事故の防止など」が挙げられている。
3. また、警備方式として「常駐警備と巡回警備、そして機械による機械警備」があると記載されている。
4. 選択肢の記述はこれらの内容と一致している。（※「防火・防災」の「防火」は消防法上の義務であり警備業法上の業務とは少し異なるが、防災センター業務など密接に関連するため、ここでは正しいと判断する。）

■ 【解説】：その通りです。保安警備業務は、施設の安全・安心を守るための様々な活動を含みます。その実施方式には、警備員が 24 時間体制などで常駐する**常駐警備**、定期的に施設を見回る**巡回警備**、そしてセンサーやカメラで監視し異常時に警備員が駆けつける**機械警備**の 3 つの基本的な形態があります。施設の規模や用途に応じて、これらの方式が単独または組み合わせて採用されます。

選択肢ハ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 清掃業務に関する法的義務の有無を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 5 章 5.2 によると、「建築物衛生法では清掃する上での技術基準を定め、特に不特定多数の利用者が利用する「特定建築物」に該当する場合、清掃の実施が義務付けられている。」と記載されている。
3. したがって、「法令で義務化されていない」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。**建築物衛生法**では、一定規模以上の商業施設やオフィスビルなど、不特定多数の人が利用する「特定建築物」に対して、**清掃の実施を義務付けています**。具体的には、日常的な清掃に加え、6 ヶ月以内ごとに 1 回、床面の定期清掃などを行うことが「建築物環境衛生管理基準」で定められています。

選択肢ニ

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 法令で定められた義務と、契約書の関係を考える。
2. 法令上の義務は、契約書の記載の有無にかかわらず、建物の所有者等に課せられるものである。
3. 管理業務委託契約書は、それらの義務を誰が（例えば PM が）、どのように履行するかという役割分担を定めるものである。
4. スポット対応（都度発注）とするか、年間契約に含めるかは、当事者間の合意による。必ずしも契約書に盛り込むことが義務付けられているわけではない。

■ 【解説】：この記述は誤りです。法令で定められた点検や報告の義務は、建物の所有者（管理権原者）に課せられるものであり、**管理業務委託契約書に記載があるかどうかに関わらず、遵守しなければなりません**。契約書は、それらの法的な義務をプロパティマネジャーが代行して履行する場合の役割分担や費用負担を定めるものです。特定の点検を年間契約に含めず、都度発注（スポット対応）とすることも可能であり、「必ず管理業務委託契約書に盛り込まなければならない」わけではありません。

● 暗記のポイント

- 設備管理: 日常監視と定期整備。定期整備は設備管理員も行う。
- 警備業務: 常駐、巡回、機械の3方式。
- 清掃業務: 特定建築物では建築物衛生法により義務化。
- 法定義務と契約: 法令上の義務は契約書の記載に関わらず**遵守必須**。契約書は**役割分担**を定めるもの。

● 関連知識・発展学習

- **なぜプロに管理を委託するのか？ - ビルオーナーの責任**建物の管理運営には、本問で扱った法律以外にも、消防法、電気事業法、建築基準法など、様々な法令が関わってきます。これらの法令は専門性が高く、法改正も頻繁に行われます。| 主な法令 | 主な義務 | 資格者(例) || :— | :— | :— || **建築物衛生法** | ・環境衛生管理基準の遵守・空気環境測定、水質検査など | 建築物環境衛生管理技術者 || **消防法** | ・消防用設備等の設置・点検・消防計画の作成、避難訓練 | 防火管理者、防災管理者 || **電気事業法** | ・事業用電気工作物の保安監督 | 電気主任技術者 || **建築基準法** | ・特定建築物等の定期調査・検査報告 | 一級建築士、特定建築物調査員 |

これらの法令上の責任は、最終的には建物の**所有者（ビルオーナー）**にあります。もし法令違反があれば、所有者が行政指導や罰則の対象となります。しかし、多くのビルオーナーはこれらの専門知識を持っているわけではありません。そのため、専門家であるプロパティマネジャーに管理を委託し、これらの法的な義務を適切に履行してもらうのです。プロパティマネジャーは、ビルオーナーに代わってこれらの専門的な管理業務を遂行する、重要なパートナーと言えます。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第IV部 第5章 5.1 設備管理業務
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第IV部 第5章 5.3 保安警備業務
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第IV部 第5章 5.2 清掃衛生業務
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第IV部 第5章 4.4.2 管理委託契約や発注に係る管理業務

2020 年度 午前問題 47

● この問題の学習ポイント

■ 核心テーマ: 工事の発注形態と発注方式

■ 学習目標: 「一括発注」と「分離発注」のメリット・デメリット、「特命発注」と「競争入札」の特徴を比較し、説明できるようになる。

■ ひっかけポイント: 「一括発注」は手間が少ないがコストは割高になる傾向、「分離発注」は手間がかかるがコストを抑えやすい、というトレードオフの関係を逆にしないように注意しましょう。

● 専門用語の定義・解説

■ 一括発注方式

- ・ ①定義: 工事全体を一つの元請業者（ゼネコンなど）にまとめて発注する方式です。
- ・ ②解説: 発注者（ビルオーナー）の窓口が一本化されるため、管理・調整の手間が少なくて済みます。しかし、元請業者の管理経費などが上乗せされるため、コストは割高になる傾向があります。

■ 分離発注方式

- ・ ①定義: 工事の種類ごと（建築、電気、空調など）に、専門工事業者に直接分離して発注する方式です。
- ・ ②解説: 発注者は複数の業者と直接契約し、工程調整などを行う必要がありますが、中間マージンを削減できるため、コストを抑えやすいというメリットがあります。

■ 特命発注方式

- ・ ①定義: 特定の業者を指名して、随意契約で工事を発注する方式です。
- ・ ②解説: 信頼できる特定の業者に任せたい場合や、特殊な技術が必要な場合に採用されます。競争がないため、価格の妥当性や選定プロセスの透明性が課題となることがあります。

■ 競争入札方式

- ・ ①定義: 複数の業者から見積もりを取り、最も有利な条件を提示した業者に工事を発注する方式です。
- ・ ②解説: 競争原理が働くためコストを削減しやすく、公平性・透明性が高いのが特徴です。公共工事などで原則とされる方式です。

● 解答

2

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 施工業者を選定する際の基本的な考え方を検討する。
2. 工事の種類（電気、空調など）、規模、難易度によって、得意とする業者や適切な技術レベルを持つ業者は異なる。
3. したがって、これらの要素を考慮して業者を選定するのは、合理的な判断である。

■ 【解説】: その通りです。工事を成功させるためには、その工事の内容に最も適した施工業者を選定することが重要です。例えば、小規模な内装工事と、大規模な躯体改修工事では、求められる技術力や管理能力が全く異なります。工事の特性に応じて適切な業者を選ぶことは、品質確保とコスト最適化の基本です。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 「一括発注」と「分離発注」のコストと手間の関係を確認する。
2. **一括発注**: 窓口が一つなので**手間は少ない**が、元請のマージンが乗るため**コストは割高**になりやすい。
3. **分離発注**: 複数の業者と調整が必要なので**手間はかかる**が、中間マージンを省けるため**コストは抑えやすい**。
4. 選択肢は「管理・調整手間はかかるがコストが抑えやすいのは「一括発注」である」と記述しており、分離発注の特徴を誤って一括発注のものとして説明している。

■ 【解説】：この記述は誤りです。「工事全体の管理・調整手間はかかるがコストが抑えやすい」のは、「**分離発注**」の特徴です。「**一括発注**」は、管理・調整の手間は少なくて済みますが、元請業者の経費が上乗せされるため、コストは割高になる傾向があります。両者の特徴が逆になっています。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 「特命発注」と「競争入札」の公平性・透明性を比較する。
2. 「特命発注」は特定の 1 社との交渉なので、選定プロセスは不透明になりがち。
3. 「競争入札」は複数の業者を同じ土俵で比較するため、プロセスが透明であり、公平性が高い。
4. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。**競争入札方式**は、複数の業者に同じ条件で見積もりを依頼し、その結果に基づいて業者を選定するため、**公平性・透明性が高い**のが特徴です。不動産ファンドなど、投資家に対する説明責任が求められる場面では、この競争入札方式が原則とされることが多くなっています。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 修繕計画の運用方法を考える。
2. 修繕計画は、一度立てたら終わりではなく、実績や市場環境の変化に応じて見直していく（PDCA サイクルを回す）ことが重要である。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 2 章 2.2.4 に「状況や条件の変化に応じた定期的な見直し」が必要と記載されている。
4. 選択肢の記述は、この継続的な見直しのプロセスを正しく説明している。

■ 【解説】：その通りです。修繕計画は、一度策定して終わりではありません。実際の工事で得られた知見（想定よりコストがかかった、新しい工法が見つかったなど）や、建物の劣化状況、テナントの要望、新たな技術の登場といった変化を**定期的に計画にフィードバックし、見直しを行う**ことが重要です。このような PDCA サイクルを回すことで、修繕計画はより実効性の高いものとなり、最適な投資効果を生み出すことができます。

● 暗記のポイント

■ 発注形態:

- ・ **一括発注**: 手間が少ないが、**コストは割高**。

- ・ 分離発注: 手間はかかるが、コストは安い。

■ 発注方式:

- ・ 特命発注: 特定の 1 社に発注。
- ・ 競争入札: 複数社で競争。公平性・透明性が高い。

■ 修繕計画: PDCA サイクルを回し、常に見直すことが重要。

● 関連知識・発展学習

■ コンストラクションマネジメント (CM) 方式大規模で複雑な工事において、発注者の側に立ち、専門的な知見をもってプロジェクト全体をマネジメントする手法として「コンストラクションマネジメント (CM) 方式」があります。

- ・ **CMer の役割:** コンストラクションマネジャー (CMer) は、設計段階から施工業者の選定、コスト管理、工程管理、品質管理まで、発注者をトータルでサポートします。
- ・ **発注方式との関係:** CM 方式は、特に分離発注方式と親和性が高いです。分離発注では発注者の調整業務が煩雑になりますが、その専門的な業務を CMer が代行することで、発注者はコストメリットを享受しつつ、プロジェクトを円滑に進めることができます。
- ・ **メリット:** ①コストの透明性向上と削減、②品質の確保、③工期の遵守、④発注者の負担軽減などが期待できます。不動産証券化における大規模なバリューアップ工事などでは、この CM 方式が採用されることもあります。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 5 章 5.6.3 大規模修繕の実施
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 5 章 5.6.3 大規模修繕の実施
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 5 章 5.6.3 大規模修繕の実施
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 5 章 5.6.1 修繕計画の立案と実行

2020 年度 午前問題 48

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: ビル管理における品質管理の手法
- 学習目標: テナント満足度 (CS 調査) と業務品質評価 (インスペクション) の違い、保安警備業務の評価のポイント、インスペクションの効果について理解する。
- ひっかけポイント: 「CS 調査」と「インスペクション」は目的が異なります。CS 調査は顧客 (テナント) の「満足度」を測る主観的な評価、インスペクションは仕様書通りの業務が行われているかをチェックする客観的な評価です。

● 専門用語の定義・解説

■ CS 調査 (Customer Satisfaction Survey)

- ・ ①定義: 顧客満足度調査のことです。
- ・ ②解説: 不動産管理の文脈では、入居しているテナントに対して、清掃の質、空調の快適性、警備員の対応など、ビル管理サービス全般に対する満足度をアンケートなどで調査することを指します。テナントのニーズや不満を把握し、サービス改善に繋げることを目的とします。

■ インスペクション (Inspection)

- ・ ①定義: 専門家による検査や査察のことです。
- ・ ②解説: 不動産管理の文脈では、プロパティマネージャーなどが、ビルメンテナンス会社や清掃会社との契約書や仕様書に定められた通りの業務が、適切な品質で実施されているかを客観的にチェックすることを指します。

● 解答

3

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. ビルメンテナンス業務 (清掃、設備管理など) がテナントに与える影響を考える。
2. 清掃が行き届いていなければ不快だし、空調が効かなければ不便である。
3. これらはテナントの快適性や生産性に直結するため、満足度に大きな影響を与える。
4. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 でも「建物の品質はテナントの評価の対象とされやすく」とある。
5. したがって、「関係性がない」という記述は誤り。

- 【解説】: この記述は誤りです。ビルメンテナンス業務の品質は、**テナントの満足度に直結**します。トイレが清潔か、空調が快適か、エレベーターがスムーズに動くかといった日常的な管理品質は、テナントがそのビルで快適に過ごし、業務に集中できるかどうかを大きく左右します。管理品質の低いビルはテナントから敬遠され、退去や賃料減額要求の原因となります。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 「CS 調査」の目的を再確認する。その名の通り「顧客満足度」を測る調査である。
2. 「要求品質と実際の品質とのギャップを抽出し補正する」のは、仕様書通りに業務が行われているかをチェックする「インスペクション」の目的である。
3. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 に、業務評価（インスペクション）の目的が示唆されている。
4. したがって、用語の定義が誤っている。

■ 【解説】：この記述はインスペクションの説明です。CS 調査の目的は、あくまでテナントの主観的な満足度を測ることです。一方、契約書や仕様書で定められた要求品質（例：廊下を 1 日 2 回清掃する）と、実際の品質（例：実際には 1 回しか清掃していない）とのギャップを客観的にチェックし、是正を求めるのがインスペクションです。両者は目的が異なるため、混同しないように注意が必要です。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 保安警備業務の評価の難しさを考える。
2. 警備業務の成果は「事故が起らなかったこと」であり、目に見える形で評価しにくい。
3. そのため、結果（アウトプット）ではなく、プロセスや体制（インプット）が適切に整備・運用されているかを評価することが重要になる。
4. テキスト 103 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 の【図表IV-4-3】には、警備のインスペクション項目として「警備体制」「労務管理」「教育・訓練」などが挙げられており、プロセスや体制を評価していることがわかる。

■ 【解説】：その通りです。保安警備業務の成果は「何も起らないこと」であり、その品質を直接的・定量的に評価することは困難です。そのため、警備業務の評価（インスペクション）では、警備員の配置体制が適切か、必要な教育・訓練が行われているか、労務管理に問題はないかといった、業務を適切に遂行するための体制やプロセスが整備されているかを評価することが中心となります。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. インスペクションの効果を考える。
2. インスペクションで問題点が指摘されれば、現場レベルでの業務改善が行われる。
3. さらに、なぜそのような問題が起きたのかを分析し、マニュアルの見直しや研修制度の強化といった組織レベルでの改善につなげることが、再発防止のために重要である。
4. テキスト 106 第 II 部 第 3 章 3.1.2 で示唆されているように、個人の行動規範は組織の体制と連動する。
5. したがって、「組織改善には効果が見込めない」という記述は誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。インスペクションは、個別の業務改善だけでなく、組織全体の改善にも大きな効果をもたらします。インスペクションで発見された問題点の根本原因を追求することで、業務マニュアルの不備、従業員への教育不足、人員配置の問題といった組織的な課題が明らかになることがあります。これらの課題に対処することで、組織全体の品質管理レベルを向上させ、問題の再発を防ぐことができます。

● 暗記のポイント

■ ビルメンテナンスの品質：テナント満足度に直結する。

- **CS 調査**: テナントの主観的な満足度を測る。
- **インスペクション**: 業務が仕様書通りかを客観的にチェックする。
- **警備業務の評価**: 結果ではなく、体制やプロセスを評価する。

● 関連知識・発展学習

- **品質管理の PDCA サイクル** 選択肢 3 や 4 で問われているインスペクションや改善活動は、品質管理の基本である「PDCA サイクル」そのものです。プロパティマネジャーは、このサイクルを回し続けることで、管理品質を継続的に向上させていきます。| PDCA | 具体的な活動例 | | :— | :— | | **P (Plan)** | ・管理仕様書や業務マニュアルを作成する。・品質目標を設定する。| | **D (Do)** | ・ビルメンテナンス会社などが、仕様書に基づき日常業務（清掃、点検など）を実施する。| | **C (Check)** | ・**インスペクション**を実施し、仕様書通りに業務が行われているかを確認する。・**CS 調査**を実施し、テナントの満足度を把握する。| | **A (Action)** | ・チェックで見つかった問題点について、業務マニュアルの改訂や、従業員への再教育などの**改善策**を実施する。・次の Plan にフィードバックする。|

このように、単に「やって終わり」ではなく、常に評価と改善を繰り返していく姿勢が、プロのプロパティマネジメントには不可欠です。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 品質管理
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 品質管理
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 品質管理
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 IV 部 第 4 章 4.1.2 品質管理

2020 年度 午前問題 49

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 建築関連リスク (PCB、耐震、アスベスト) と建築基準法の用語定義
- 学習目標: 低濃度 PCB の定義、要緊急安全確認大規模建築物の制度、アスベストの使用禁止の経緯、建築基準法上の「大規模の修繕」の定義をそれぞれ正確に理解する。
- ひっかけポイント: 「大規模の修繕」の定義が「4 分の 3 以上」ではなく「過半」であることが問われています。法律用語の定義は正確に暗記する必要があります。

● 専門用語の定義・解説

■ PCB (Polychlorinated Biphenyl)

- ・ ①定義: かつて変圧器やコンデンサーなどの電気機器の絶縁油として広く使用された化学物質ですが、毒性が高く、環境汚染や健康被害を引き起こすことから、現在では製造・輸入が禁止されています。
- ・ ②解説: PCB を含む廃棄物は、その濃度によって「高濃度 PCB」と「低濃度 PCB」に分けられ、それぞれ法律で定められた期限内に適正に処理することが義務付けられています。

■ 要緊急安全確認大規模建築物

- ・ ①定義: 病院、店舗、ホテルなど、不特定多数の人が利用する大規模な建築物や、学校、老人ホームなど避難弱者が利用する大規模な建築物のうち、旧耐震基準 (1981 年以前) で建てられたものです。
- ・ ②解説: 2013 年の改正耐震改修促進法により、これらの建築物の所有者には、耐震診断を行い、その結果を所管行政庁に報告することが義務付けられました。報告結果は公表されます。

■ 大規模の修繕

- ・ ①定義: 建築基準法上の用語で、建築物の主要構造部 (壁、柱、床、梁、屋根、階段) の一種以上について行う過半の修繕のことです。
- ・ ②解説: この「大規模の修繕」に該当する工事を行う場合、建築確認申請が必要となることがあります。

● 解答

4

● 選択肢の個別解説

選択肢 1

■ 【正誤判断】: 正しい

■ 【思考プロセス】:

1. 低濃度 PCB の定義を確認する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.3.3 によると、低濃度 PCB は「濃度が 0.5mg/kg を超え 5,000mg/kg 以下の PCB に汚染された機器」という趣旨の記述がある。
3. 選択肢の記述はこの定義と一致している。

■ 【解説】: その通りです。PCB 廃棄物は濃度によって処理方法や期限が異なります。

- ・ **高濃度 PCB**: 意図的に PCB が使用された電気機器など。処理期限は既に終了しています。
- ・ **低濃度 PCB**: 意図せず PCB に汚染された絶縁油など。濃度が 0.5mg/kg 超のものが該当し、処理期限は 2027 年 3 月 31 日までです。

選択肢 2

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. 改正耐震改修促進法による「要緊急安全確認大規模建築物」の制度内容を確認する。
2. テキスト 103 第 IV 部 第 6 章 6.4.4 で関連する耐震基準の歴史に触れている。
3. 同テキストの解説によると、この制度は、不特定多数が利用する大規模な旧耐震建築物に対して、耐震診断と結果報告を義務付け、その結果を公表するものである。
4. 選択肢の記述はこの制度内容を正しく説明している。

■ 【解説】：その通りです。これは、2013 年に改正された**耐震改修促進法**で定められた制度です。不特定多数の人が利用する大規模な旧耐震建築物（病院、店舗、ホテルなど）の所有者に対し、**耐震診断の実施と結果報告を義務化**し、その結果を自治体が公表することで、建物の耐震化を促すことを目的としています。

選択肢 3

■ 【正誤判断】：正しい

■ 【思考プロセス】：

1. アスベストの使用禁止に関する経緯を確認する。
2. テキスト 103 第 III 部 第 2 章 2.3.3 によると、2006 年の労働安全衛生法改正により、アスベスト及びその含有製品の製造・使用等が原則として全面的に禁止されたとある。
3. 選択肢の記述はこの内容と一致している。

■ 【解説】：その通りです。アスベストの健康被害が社会問題化したことを受け、**2006 年の労働安全衛生法改正**により、石綿および石綿をその重量の 0.1% を超えて含有する製品の製造、輸入、使用などが原則として**全面的に禁止**されました。

選択肢 4

■ 【正誤判断】：誤り

■ 【思考プロセス】：

1. 建築基準法上の「大規模の修繕」の定義を正確に思い出す。
2. テキストでは明確な定義の記述がないが、一般的な建築基準法の知識として、主要構造部の「**過半**」の修繕である。
3. 選択肢は「4 分の 3 以上」と記述しており、誤り。

■ 【解説】：この記述は誤りです。建築基準法第 2 条第 14 号において、「大規模の修繕」は、建築物の主要構造部（壁、柱、床、梁、屋根又は階段）の一種以上について行う**過半**の修繕と定義されています。「4 分の 3 以上」ではありません。同様に、「大規模の模様替」は**過半**の模様替を指します。これらの定義は、建築確認申請が必要かどうかを判断する上で重要な基準となるため、正確に覚えておく必要があります。

● 暗記のポイント

■ 低濃度 PCB: 処理期限は **2027 年 3 月 31 日**まで。

■ 要緊急安全確認大規模建築物: 旧耐震の大規模な特定建築物。**耐震診断・報告が義務**。

■ アスベスト: **2006 年**から原則**全面使用禁止**。

■ 大規模の修繕・模様替: 主要構造部の**過半（1/2 超）**。

● 関連知識・発展学習

- **なぜ遵法性の確認が重要なのか？ - 既存不適格と違法建築** デューデリジェンスにおいて、建物の遵法性を確認することは極めて重要です。その際に、「既存不適格」と「違法建築」の違いを理解しておく必要があります。| 用語 | 意味 | 再建築・増改築時の扱い | :— | :— | :— || **既存不適格建築物** | 建築当時は適法だったが、その後の法改正などにより、**現行の法規に適合しなくなった建築物**。| ・そのまま使用し続けることは可能。・**増改築**などを行う際には、原則として建物全体を**現行法規に適合させる**必要がある。|| **違法建築物** | **建築当時**から法令に違反して建てられた建築物。| ・是正命令の対象となる可能性がある。・金融機関が融資をしないことが多く、売買も困難。|

例えば、建築後に前面道路が拡幅され、現在の基準では容積率オーバーになっているビルは「既存不適格」です。一方、建築当初から許可された容積率を超えて建てられたビルは「違法建築」です。不動産投資においては、違法建築物は論外ですが、既存不適格建築物も将来の建て替えや大規模改修の際に大きな制約を受ける可能性があるため、そのリスクを十分に評価する必要があります。

● 公式テキストの参照先

- 1: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.3.3 調査内容
- 2: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.2.2.4 建築物の耐震基準
- 3: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.3.3 調査内容
- 4: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 III 部 第 2 章 2.2.2 建築基準法の概要

2020 年度 午前問題 50

● この問題の学習ポイント

- 核心テーマ: 環境不動産 (ESG 投資) に関する基礎知識
- 学習目標: 建築物省エネ法、ESG の定義、GRESB と ENERGY STAR の違い、CASBEE-ウェルネスオフィスについて、それぞれの内容を正確に理解する。
- ひっかけポイント: 多くのアルファベット略語が登場するため、それぞれの定義と内容を混同しないように整理して覚えることが重要です。特に、GRESB と ENERGY STAR、CASBEE-不動産と CASBEE-ウェルネスオフィスの違いは狙われやすいポイントです。

● 専門用語の定義・解説

■ 建築物省エネ法

- ・ ①定義: 建築物のエネルギー消費性能の向上を図るための法律です。
- ・ ②解説: 一定規模以上の非住宅建築物の新築・増改築時に、省エネ基準への適合を義務付けています。対象となる規模は段階的に拡大されています。

■ ESG 投資

- ・ ①定義: 従来の財務情報だけでなく、**環境 (Environment)**、**社会 (Social)**、**ガバナンス (Governance)** の要素も考慮して投資判断を行うことです。
- ・ ②解説: 企業の持続的な成長のためには、これらの非財務的な側面も重要であるという考え方に基づいています。

■ GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark)

- ・ ①定義: 不動産会社やファンドの ESG への取り組みを評価する、世界的なベンチマーク (評価基準) のことです。
- ・ ②解説: 欧州の年金基金が中心となって創設され、機関投資家が投資先を選定する際に広く活用されています。

■ WELL 認証 / CASBEE-ウェルネスオフィス

- ・ ①定義: 建物の環境性能だけでなく、そこで働く人々の健康性や快適性、知的生産性といった**ウェルネス (Wellness)** の側面を評価する認証制度です。
- ・ ②解説: WELL 認証は米国発の国際的な制度、CASBEE-ウェルネスオフィスは日本国内で開発された制度です。

● 解答

4. (全て誤っている)

● 選択肢の個別解説

選択肢イ

■ 【正誤判断】: 誤り

■ 【思考プロセス】:

1. 建築物省エネ法の規制対象の変遷を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 4 章 4.1.3 によると、2017 年から 2,000 m²以上の大規模非住宅が対象となった。
3. 公式解説によると、2019 年の改正で対象が拡大されたのは「300 m²以上の中規模非住宅建築物」である。

4. 選択肢は「2,000 m²以上の大規模住宅建築物」としており、規模と対象（住宅か非住宅か）が誤っている。

- 【解説】：この記述は誤りです。2019 年の建築物省エネ法改正で省エネ基準適合義務の対象が拡大されたのは、**300 m²以上の中規模「非住宅」建築物**です。選択肢にある「大規模住宅建築物」は、適合義務の対象とはなっていません（ただし、届出義務はあります）。

選択肢ロ

- 【正誤判断】：誤り

- 【思考プロセス】：

1. ESG の正式名称を確認する。
2. E は Environment（環境）、S は Social（社会）、G は Governance（ガバナンス／企業統治）。
3. テキスト 103 第 V 部 はじめに「環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）」と明記されている。
4. 選択肢では E が「Economy（経済）」となっており、誤り。

- 【解説】：この記述は誤りです。ESG の「E」は **Environment（環境）** の頭文字です。「Economy（経済）」ではありません。ESG は、従来の経済的価値（財務情報）だけでなく、環境・社会・ガバナンスといった非財務的な価値も考慮して投資を行おうという考え方です。

選択肢ハ

- 【正誤判断】：誤り

- 【思考プロセス】：

1. 選択肢で説明されているフレームワークが何かを特定する。
2. 「欧州の年金基金グループが中心となって創設」「不動産ポートフォリオにおけるサステナビリティパフォーマンスを測定するベンチマーク」という特徴は、**GRESB** のものである。
3. テキスト 103 第 V 部 第 2 章 2.4.1 に GRESB の説明がある。
4. ENERGY STAR は、米国の環境保護庁（EPA）が始めた制度である（同テキスト第 2 章 3.2.1）。
5. したがって、名称が誤っている。

- 【解説】：この記述は **GRESB** の説明です。**ENERGY STAR** は、米国の環境保護庁（EPA）が始めた、主に製品や建物の**エネルギー効率**を評価・認証する制度です。一方、GRESB は、欧州の年金基金が中心となって創設された、**不動産会社やファンド単位での ESG への取り組み全体**を評価するベンチマークです。両者は目的も成り立ちも異なります。

選択肢ニ

- 【正誤判断】：誤り

- 【思考プロセス】：

1. 日本で開発されたウェルネス特化の認証制度の名称を確認する。
2. テキスト 103 第 V 部 第 3 章 3.3.2 によると、日本で開発されたのは「CASBEE-ウェルネスオフィス」である。
3. CASBEE-不動産は、不動産の環境性能を総合的に評価するものであり、ウェルネスに特化したものではない。
4. したがって、認証制度の名称が誤っている。

- 【解説】：この記述は誤りです。日本で開発された、働く人の健康性や快適性といった**ウェルネス**に特化した評価制度は、「**CASBEE-ウェルネスオフィス**」です。「**CASBEE-不動産**」は、既存建築物の環境性能を総

合的に評価するための制度であり、ウェルネスに特化したものではありません。

● 暗記のポイント

- **建築物省エネ法**: 適合義務は**非住宅**が中心。対象規模は段階的に拡大（2000 m²→300 m²）。
- **ESG**: **E**nvironment（環境）、**S**ocial（社会）、**G**overnance（ガバナンス）。
- **GRESB**: 不動産ファンド・企業単位の **ESG** 総合評価。欧州の年金基金が創設。
- **CASBEE-ウェルネスオフィス**: 日本版のウェルネス特化型認証。

● 関連知識・発展学習

- **サステナビリティ評価の階層**不動産におけるサステナビリティ評価は、対象とするレイヤーによって複数のフレームワークや認証制度が存在します。これらを階層的に整理すると理解しやすくなります。| 階層 | 主なフレームワーク / 認証制度 | 評価対象 ||:—|:—|:—|| **企業・ファンドレベル**（トップダウン）|・ **GRESB**・ FTSE Russell ESG Rating・ MSCI ESG Rating |・ 企業やファンド全体の ESG 戦略、方針、組織体制、情報開示|| **物件レベル**（ボトムアップ）|・ **CASBEE**・ **DBJ Green Building 認証**・ **BELS**・ LEED (国際)・ WELL 認証 (国際) |・ 個別の不動産の環境性能、省エネ性能、健康・快適性 |

GRESB などの企業・ファンドレベルの評価では、個別の物件がどれだけグリーンビルディング認証を取得しているかが加点項目になります。つまり、物件レベルでの地道な取り組みが、ファンド全体の評価向上につながるという構造になっています。アセットマネジャーは、両方のレベルでの取り組みを戦略的に進めていくことが求められます。

● 公式テキストの参照先

- イ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 4 章 4.1.3 不動産事業者への規制
- ロ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 はじめに
- ハ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 2 章 2.4.1 GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark)
- ニ: テキスト 103 不動産投資の基礎 第 V 部 第 3 章 3.3.2 CASBEE (建築環境総合性能評価システム) / 4.4.2 ウェルビーイング認証・ウェルネス認証