

2024 年度  
不動産証券化協会認定マスター  
Course1 修了試験・再認定試験  
試験問題（午前）

- 101. 企業と不動産（3 問）
- 103. 不動産投資の基礎（24 問）
- 105. 不動産ファイナンスの基礎（20 問）
- 106. 不動産証券化と倫理行動（3 問）

Course1 修了試験の受験者は、「120 分間」の試験時間で、4 科目 50 問（全問）に解答してください。

再認定試験の受験者は「90 分間」の試験時間で、103、106 科目の問題（合計 27 問）に解答してください。101、105 科目の問題に解答しても、採点の対象外となります。

<注意事項>

- ・この試験はすべて四肢択一形式で出題されます。
- ・試験開始の合図があるまで試験問題を開いてはいけません。
- ・試験開始の合図があったら、解答を始めてください。
- ・試験開始後、係員が巡回し、本人確認のため、お顔を拝見しますので、ご協力をお願いします。
- ・試験終了の合図があったら、解答をやめ、筆記用具を机の上に置いてください。
- ・試験が終了しても、試験室からの退出を許可するまで、着席したままでお待ちください。
- ・解答に当たって、テキストその他の資料を見ることはできません。
- ・答案用紙はマークシート方式のため、必ずシャープペンシル又は鉛筆を使用してください。また、所定の欄をはみ出さず、はっきりと塗りつぶしてください。
- ・解答を作成する前に、答案用紙に受験番号、氏名を正確に記入した後、受験番号を正確にマークしてください。記入もれがあった場合は、採点されませんので、記入後はもう一度よく確認してください。
- ・解答欄を誤ってマークされた場合であっても、試験終了後に訂正することは一切できません。
- ・試験問題に乱丁、落丁があった場合には、速やかに試験監督までお申し出ください。
- ・試験問題への質問にはお答えできません。
- ・試験時間中は、携帯電話やタブレット端末、スマートウォッチ等のウェアラブル端末などの通信機能を有する全ての機器（イヤホン等の電子機器含む）の使用はできません。必ず電源を切って机上の封筒に入れて封をしてください。
- ・試験中に周囲を見回すなどの行為も不正行為となります。不正行為とみなした場合には、その場で受験を中止します。



## 101. 企業と不動産

# 問 題

Course1 修了試験 受験科目



問題 1 不動産証券化を理解するためのキーワードの説明のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. 株式とは金融商品取引法で定める有価証券である。
- ロ. 有価証券に化体された不動産とは、有価証券のキャッシュフローに依存して決まる財産的価値に対する請求権を不動産の形に変えた、という意味である。
- ハ. 特別法人は単にvehicleと呼ばれることがある。
- ニ. 不動産証券化とは、特別法人が不動産証券化商品を発行しそれを投資家に販売すること、ということもできる。
- ホ. 証券投資信託も不動産ファンドと同じようにファンドを利用した集団投資商品の一種である。

- 1. 2つ
- 2. 3つ
- 3. 4つ
- 4. 全て誤っている

問題 2 企業と不動産証券化に関する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. 企業の価値向上のための原則においては、株主が企業の外に持っている投資機会が企業の内部で行う投資の基準になる。
- ロ. 企業の資金調達には、企業が金融資産を売り出すという側面がある。
- ハ. ダイベストメント(divestment)は投資(investment)と同じく拡大型企業戦略である。
- ニ. 他の資産に比べて、オンバランス賃貸不動産の資産の効率性(回転率)は高いが、そのマージン(税引き後営業利益率)は非常に低い、という傾向がある。
- ホ. 現在日本では、不動産証券化は企業の資金調達のためだけを目的として行われる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 4つ

問題3 下図のモデル不動産ファンドがある。注1にあるように、このファンドの決算は半期（年2回）である（つまり、下記の収入、営業利益、費用の数値を2倍したものが1年間の数値となる）。さて、このファンドの資本コスト（WACC）が4%であるとき、このファンドが創出した価値（1年間の経済的な利益）として正しいものはどれか。なお、不動産ファンドには法人課税がないものとする。

資産	200,000	150,000	負債
		50,000	資本
営業利益	5,000	10,000	収入
費用	5,000		

注1：半期決算（年2回）とする。

注2：法人課税はない。

1. 5億円
2. 10億円
3. 15億円
4. 20億円

## 103. 不動産投資の基礎

# 問題

Course1 修了試験 受験科目

再認定試験 受験科目





問題4 不動産投資に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. スtock社会への変化の中で、不動産をより良好な状態で維持し、キャッシュフローや不動産価値を安定的に維持したいという要請が強まっている。
- ロ. 他の金融資産への投資と比較すると、一般的に不動産投資は、社債や株式への投資よりも相対的にリスクが高いと認識されている。
- ハ. リスク要因は、不動産投資の成否に係ることから、どのようなリスクがあるかの洗い出しが最も重要である。
- ニ. 建物の機能を維持・更新し、適正な状態にし、長持ちさせるためには、不具合が発生した都度の事後の修繕が欠かせない。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題5 不動産投資に関する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. バリュアード投資とは、ファンドの主要な期待リターンの源泉が、不動産賃貸から生じるインカムリターンであるものをいう。
- ロ. 機関投資家には、年金基金、一般機関投資家（例：銀行、生命保険会社・損害保険会社など）、海外の個人投資家が含まれる。
- ハ. 投資対象としての不動産も拡大しており、近年では不動産証券化を用いた老朽化不動産の更新・活用が非常に活発に行われている。
- ニ. わが国の不動産投資ビジネスが、今後もますます安定的に成長・発展していくためには、各プレイヤー相互の信頼関係と専門家としての自覚が必要である。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て誤っている

問題6 アセットマネジャーの業務に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. アセットマネジャーの主な業務は、どのような物件をいつ取得するのかという「入口戦略」、リーシングや修繕をどのように実施していくのかという「期中戦略」、投資物件をいつどのように売却するのかという「出口戦略」の3つの戦略を立案し実行することである。
- ロ. デューデリジェンスは物的調査、法的調査、経済的調査に大別され、それぞれの調査は一般的にアセットマネジャーにて完結するもので、第三者に委託するものではない。
- ハ. ファンドを組成しようとする場合、投資家の趣向や投資資金の性格にあったファンドを組成すべきであり、オポチュニスティックファンドとは、安定的な利益配当を趣向する投資家に適合するファンドである。
- ニ. アセットマネジメントでは、ストラクチャーにより様々な法令を順守する必要があり、例えば、次のスキームでは以下の法令が特に重要となる。GK-TKスキームでは金融商品取引法に、TMKスキームであれば資産の流動化に関する法律に、REITであれば投資信託及び投資法人に関する法律に則る必要がある。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題7 ファイナンスアレンジに関する次の記述のうち、誤っているもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. レンダーを選定する場合、一般的に競争入札を行うことで金利などの経済条件を好条件で調達することが可能になるので、フィナンシャルアドバイザーを起用することがあるが、必ずしもフィナンシャルアドバイザーを起用する必要はなく、アセットマネジャー自らが競争入札を行う場合もある。
- ロ. ストラクチャーを構成するうえでどのようなローンを調達するかは極めて重要であり、ローレバレッジ（浅めのLTV）にして配当利回りを高める設計とするか、又はその逆の設計にするかは、投資対象不動産の特性や投資家の志向によって変化する。
- ハ. 配当停止事由とは資金移動が制限される事由のことであり、一般的にGK-TKスキームの場合では、信託口座からメイン口座への資金移動が禁止され、かつ投資家への配当やAM報酬の支払いが停止される。
- ニ. 強制期限前弁済事由とは、貸付人が口座に留保された金銭をもって貸付の返済に充当できる事由のことであり、一般的にGK-TKスキームの場合ではメイン口座に留保された資金を返済に充当する。

- 1. イとロ
- 2. イとニ
- 3. ロとハ
- 4. ハとニ

問題8 アセットマネジャーの投資期間中の運用業務について、誤っているものはどれか。

1. キャッシュマネジメントとは物件運営レベル及びSPC運営レベルのそれぞれにおいて入出金管理や効率的な資産運用を行うものであり、年度資金計画の作成と予実管理、資金移動の承認と実行、コベナント管理、配当の実施等の業務がある。
2. DSCRテストとは、ローン契約において定められる返済の余裕度をはかるテストであり、基準値を何度か下回ると配当停止事由や強制期限前弁済事由等に抵触する場合もあるので、アセットマネジャーはこれに抵触しないよう注意を払わなければならない。
3. LTVテストとは、ある時点の不動産鑑定評価額に対するローン元本額の割合であるLTV値が、ローン契約において定められた基準値を満たしているかテストするもので、LTV値が基準値を何度か上回ると物件の強制売却に至る場合もある。
4. GK-TKスキームにおいて、口座の階層は信託口座、メイン口座、リリース口座の3階層に分けられており、一般に信託口座レベルでは物件運営にかかわる入出金のほかAM報酬の支払いが行われる。

問題9 各種アセットの需要動向に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. ホテルの需要に影響する訪日外国人の動向をみると、2023年の訪日外客数はコロナ禍の影響が減り、2019年の水準を超えて過去最高を記録した。
- ロ. 住宅の需要に影響する人口移動の動向をみると、東京23区については、2021年にはコロナ禍の影響などで人口の転出が転入を上回る転出超過に転じたが、2022年には転入超過に戻り、2023年はさらに転入が増加している。
- ハ. オフィスの需要に影響する在籍（出社ではなく）の1人当たりのオフィス面積の動向をみると、面積は増加傾向が続いていたが、コロナ禍を経て減少に転じた。
- ニ. 物流施設の需要に影響する消費者向け電子商取引の市場動向をみると、EC化率は年々上昇し続けており、市場規模は2022年度には約23兆円に達している。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て正しい

問題10 オフィス市場の指標に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 東京23区のオフィスストックを規模別に棟数でみたときに、延床5,000坪以上のビルは1割以下である。
2. 新築ビルを対象とした空室率を見る際、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を超えると算出対象から外れる点に注意が必要である。
3. フリーレントはテナント誘致や賃料単価を高く維持したい時などに使われるが、付与率や月数だけでは市場の需給動向を網羅できないケースがみられるようになってきた。
4. 民間調査機関が公表する「空室率」は、調査対象となる物件の基準が異なるものの、空室面積を算出する際の基準は同じである。

問題11 次の説明は、公的な地価である基準地価に関する記述である。空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

基準地価は、が、毎年時点における標準的な土地（基準地）の正常な価格を判定して、毎年に公表される。都市計画区域外の林地は対象に.

- |                   |        |      |         |
|-------------------|--------|------|---------|
| 1. イ：都道府県知事       | ロ：1月1日 | ハ：3月 | ニ：含まれない |
| 2. イ：国土交通省土地鑑定委員会 | ロ：1月1日 | ハ：3月 | ニ：含まれる  |
| 3. イ：都道府県知事       | ロ：7月1日 | ハ：9月 | ニ：含まれる  |
| 4. イ：国土交通省土地鑑定委員会 | ロ：7月1日 | ハ：9月 | ニ：含まれない |

問題12 不動産の指標に関する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. 新規賃料には募集賃料と成約賃料がある。募集賃料はサンプリングの問題や成約賃料との乖離がある場合があるが、以前から長く公表されており市場のトレンド把握に適している。
- ロ. 不動産投資における収益は、投資した金額以上で不動産を売却した時の利益であるインカムゲインと、投資した不動産を他者に貸して継続的に賃料収入などを受け取るキャピタルゲインに分けられる。
- ハ. 今後の不動産売買市場の動向をみる際、J-REITや生命保険会社による不動産の取得・購入が多いときは、彼らが近いうちにその取得・購入した物件を売却すると考え、売却物件の供給が増加して、価格の下押し圧力になることを強く意識しておくべきである。
- ニ. 不動産の売買は一般的には相対取引で行われるため、実際の取引価格（成約価格）が公になることは全くない。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て誤っている

問題13 不動産登記簿謄本に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 建物の敷地利用権が借地権である場合、土地の登記が必ずされる。
- ロ. 甲区欄には所有権に関する事項が記載されており、所有者は誰であるか、いつ、どんな原因で所有権を取得したのかが記載されている。
- ハ. 不動産登記簿謄本は法務局において原則誰でも取得することができるが、取得に際して所有者の承諾や委任状が必要となる。
- ニ. 乙区欄に記載されている事項について、根抵当権が設定されている場合には、極度額と実際の借り入れ残額は必ずしも一致しない。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題14 不動産のデューデリジェンスの経済的調査に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 一般的に、テナント構成について、特定のテナントや業種に偏りがなく分散状態にある方が、将来のキャッシュフローは安定的といえる。
- ロ. 多数の不動産を所有しているファンド等において、ファンドが所有する対象不動産の管理費用を査定する際は、当該不動産単独の費用を査定する必要はなく、運営実績を採用して査定する。
- ハ. 実施済の修繕内容とエンジニアリングレポート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は重要である。
- ニ. 一般的に、収益調査において、過去の収支実績はマンスリーレポート等により直近1年のみ分析、検討を行えば十分である。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題15 収益還元法に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 収益還元法の適用において、直接還元法とDCF法のいずれの方法を適用するか、また併用する場合にいずれの方法を重視するかは、対象不動産の種類、収集可能な資料の質、範囲及び評価目的に即して適切に選択することが必要である。
- ロ. 直接還元法は、時間の概念を組み入れることが可能であり、より詳細なシナリオを設定することができるという長所がある。
- ハ. DCF法は、一定期間の将来予測を明示的に行って価格を求める手法であり、予測の内容、精度などにより、求められた価格の信頼性が左右されることとなる。
- ニ. 最終還元利回りは、将来の時点の予測を伴うことから、現在の時点と比較して不確実性が高まること、建物の老朽化が進み、設備・仕様等の陳腐化が進むであろうこと等を考慮すると、一般的には、最終還元利回りは還元利回りと比較してやや高い水準となる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題16 以下の前提条件に基づいて、直接還元法を適用して収益価格を試算した。この場合、査定された収益価格として正しいものはどれか。なお、収益価格については、上3桁未満を四捨五入した金額とする。

【前提条件】

延べ床面積 7,500.00 m<sup>2</sup>

賃貸可能面積 延べ床面積の80.0%とする。

貸室月額賃料単価 7,000 円/m<sup>2</sup>

月額共益費単価 1,000 円/m<sup>2</sup>

共益費込み貸室賃料収入以外の収入はないものとする。

空室等損失は、共益費込み貸室賃料収入（満室想定）の5.0%を計上すること。

運営収益は、共益費込み貸室賃料収入から空室等損失を控除して査定すること。

運営費用は、運営収益の20.0%を計上すること。

敷金残高は貸室月額賃料の6ヶ月分を計上すること。

建物再調達原価（単価） 500,000 円/m<sup>2</sup>

建物再調達原価は、上記建物再調達原価（単価）に延べ床面積を乗じて査定する。

敷金の運用益は、敷金残高の1.0%を計上すること。

資本的支出は、建物再調達原価の0.5%を計上すること。

還元利回り 5.0%

1. 8,430,000,000円
2. 8,460,000,000円
3. 8,500,000,000円
4. 8,560,000,000円

問題17 以下の前提条件に基づいて、保有期間を5年間とするDCF法を適用し、DCF法による収益価格を試算した。査定された収益価格として正しいものはどれか。なお、保有期間満了時の売却価格及びDCF法による収益価格は上3桁未満を四捨五入した金額とする。

【前提条件】	単位：円					
	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目
純収益（NCF）	30,000,000	31,500,000	33,000,000	33,000,000	33,000,000	33,000,000
複利現価率	(ア)	0.92	0.88	0.84	0.80	

各年の純収益は上記に従い査定すること。

保有期間満了時の売却価格は、6年目の純収益（NCF）を最終還元利回りにて還元し、査定すること。

最終還元利回りは、5.0%として査定すること。

売却費用は、売却価格の2.0%として査定すること。

復帰価格は、売却価格から売却費用を控除して、査定すること。

復帰価格の現在価値は、5年目の複利現価率を乗じて、査定すること。

複利現価率（ア）は以下の式でもとめ、小数点第3位を四捨五入し、査定すること。

なお、割引率Yは4.5%、保有期間nは1とする。

$$\text{(式) 複利現価率} = 1 / (1 + Y)^n$$

1. 608,000,000円
2. 658,000,000円
3. 671,000,000円
4. 718,000,000円

問題18 再調達価格に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 再調達価格の総額には、解体撤去費用、設計料、移転引越し費用、営業補償費などは含まない。
2. 再調達価格とは、対象建物の現状仕様に従い、対象建物を調査時点に再度新築するとした場合の費用である。
3. 対象建物が、竣工後に耐震補強工事などが行われていた場合には、新築時とは異なるため、その耐震性を保持するためのコストは反映されない。
4. 再調達価格の算出方式には、竣工時の工事代金内訳書から物価の上昇等の要因を考慮して金額を算出する方式と主要部位の概算積算等を行って金額を算出する方式の2通りの方式がある。



問題19 土壌汚染リスク評価に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 過去に実施された土壌汚染対策法に基づく調査で、「区域指定」等の指定を受けていなかったため、通常的地歴調査を実施して、対象物件の取得を進めた。
2. 地歴調査で近隣地域に工場等の存在は確認されなかった一般の商業地において、過去に印刷会社やクリーニング店の立地が確認されたため、フェーズⅡ調査を実施した。
3. 土壌汚染対策法では、健康影響のおそれがある「要措置区域」と、汚染はあるが現状の土地利用を継続する上では健康影響の心配がない「形質変更時要届出区域」の区分があるが、自然由来と想定される区域の設定は無い。
4. 土壌汚染の地歴調査において、調査対象地が過去に工場敷地として利用されていたことが判明したが、当時の事業者は追跡できず、また年数も経過していることから「土壌汚染リスクは低い」と判断した。

問題20 エンジニアリングレポートの目的に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. エンジニアリングレポートは技術的見地から、第三者の立場で、対象不動産の機能・性能等を客観的に評価し、収益性に影響を及ぼす様々なリスクを定量化する役割をもつ。
2. 建物が建築時に適法に建てられ検査済証が交付されているため、遵法性上は問題が無いものと判断した。
3. 建物に使用されている材料、設備機器、これを動かすための油類（燃料）等に、環境上の問題がないかを確認した。
4. 土壌・地下水汚染は人の健康や生活環境への影響もさることながら、大きな経済的なリスクであるため、地歴調査を実施した。

問題 21 プロパティマネジメントに関する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. プロパティマネジメント業務は、「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」などから構成されるものであり、実際に行われる業務の範囲や程度は契約のもとに決定される。
- ロ. プロパティマネジャーの役割は投資家収益の最大化であり、不動産ファンドの対象となる不動産をポートフォリオとして運用し、投資家のインカムゲインとキャピタルゲインの最大化を図ることである。
- ハ. プロパティマネジャーには不動産運営のプロフェッショナルとして、対象不動産の固有のリスクや時代と共に刻々と変化するリスクを的確にコントロールすることにより資産価値を最大化することが求められる。
- ニ. プロパティマネジメント業務のうち「運営業務」は、建物の品質管理・テナント等の窓口対応・賃料などの入金管理・定期的なビルオーナーへのレポートニングなどソフト面の対応を指す。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 誤っているものはない（全て正しい）

問題22 建物の管理運営の企画に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

- 1. 長期修繕計画は概ね10年を超える修繕計画を指すことが多く、実施を見据えた現実的な計画である。そのため計画策定にあたっては修繕を行う対象と方法を費用を含めて明確にする必要がある。
- 2. 建物の劣化への対処方法である「修繕・更新」は、機能や性能が低下した機器等を竣工時と同等、又は実用上支障のない状態までに回復させる行為であり、主に社会的劣化への対処が目的である。
- 3. 建物の劣化への対処方法については予防保全を前提に検討し、リスク・コスト共に割高になる事後保全は避けるべきである。
- 4. 改修計画は、ビルに新しい価値を生み出す業務であり、プロパティマネジメントの実務における通常業務と異なり、非定常の業務である。

問題23 テナントの誘致に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 建物賃貸借契約は、更新の意思があるかどうか、更新を拒絶する正当事由があるかどうかなどに関わらず、契約期間の満了により契約を終了することができる。
2. 入居申込書は、入居希望テナントとの契約条件交渉に先立って、賃貸条件等、交渉に対する考え方を書面により受領するものであるが、一般的に法的拘束力を有さない。
3. 館内規則はビルへの入居に関し、当該ビルの標準仕様・工事区分・各種法的規制・建築・設備の規則及び条件を明示したものである。
4. プロパティマネジャーは通常、対象建物ごとに収入と支出の予測や修繕計画などをまとめた「PMレポート」をビルオーナー（アセットマネジャー等）へ年度ごとに提出する。

問題24 建物管理業務に関する次の記述のうち、正しいもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 設備管理業務には主に日常運転監視業務と定期整備業務があり、その方法として設備管理員が施設に常駐して監視・点検などを行う常駐設備管理方式と、施設には常駐せず定期的に巡回する巡回設備管理方式がある。
- ロ. 清掃衛生業務の特別清掃とは、日常清掃では落とせない汚れを専用の薬品、機材を使って定期的に除去する作業であり、床面やガラス面などが主な対象となる。
- ハ. 巡回警備では、異常を検知してから警備対象施設まで30分以内（都内などの場合は25分以内）に到着しなければいけないことが警備業法で定められている。
- ニ. プロパティマネジメントにおけるコンストラクションマネジメントとは、修繕工事・改修工事に関わる企画・提案、工事管理を通じて品質・工期・コストの最適化を図ることをいう。

1. イとロ
2. イとニ
3. ロとハ
4. ハとニ

問題25 建物の管理運営上の関連法規に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 建築物衛生法で規定される特殊建築物の維持管理権原者は、特殊建築物の維持管理が環境衛生上適正に行われるように監督させるため、建築物環境衛生管理技術者免状を有する者のうちから、建築物環境衛生管理技術者を選任しなければならない。
2. 消防法において全ての防火対象物は、自衛消防組織を設置しなければならない。
3. 電気事業法における電気主任技術者の外部委託とは、自社で電気主任技術者を選任せず外部の組織に保安管理業務を委託することである。
4. 建築基準法において建築確認申請が必要な建築行為は新築工事に限られる。

問題26 ESGフレームワークに関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. PRIは2016年に公表された、サステナビリティ報告書の作成において準拠するガイドラインであり、企業が経済・環境・社会に与える様々なインパクトについて一般の人々に情報提供の際の国際的なベストプラクティスを反映した基準である。
2. TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）が提出した最終報告書は、企業に対して、気候変動のリスクと機会が財務に及ぼす影響を整理した上で気候関連情報を開示することを推奨している。
3. GRESBIは、欧州の主要年金基金などを中心に2009年に創設されたESGの取り組みを評価するフレームワークで、不動産業界をはじめとした実物資産を対象としていることが特徴であり、物件単位でESGの取り組みと実績を評価している。
4. CRREMIは、脱炭素社会に向けた物理リスクを管理し、パリ協定の2°C及び1.5°C目標に整合させるため、商業用及び住宅用不動産セクターの脱炭素化の道筋（パスウェイ）を科学的根拠に基づき定義するプロジェクトである。

問題27 グリーンビルディング認証に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. LEEDは、グリーンビルディングとして環境性能を様々な視点から評価するため、エネルギー効率だけでなく、敷地選定、水の利用、立地と交通、材料と建築、室内環境、総合的プロセスなど複数の評価分野（カテゴリー）が設けられている。
  - ロ. BELSは、建築物省エネ法に準じた評価手法を採用しており、(1) 室内環境、(2) サービスの質、(3) 敷地の屋外環境、(4) エネルギー、(5) 資源・素材、(6) 敷地外環境など、持続可能性の様々な側面を多面的に評価し、「環境品質」(Q) 値と「環境負荷」(L) 値の比率である総合指標で評価している。
  - ハ. 日本の不動産市場においても、グリーンビルディング認証が不動産のキャッシュフローや価値に与える影響（グリーン・プレミアム）が存在することを示した実証研究が複数発表されている。
- ニ. ESGフレームワークの一つであるGRESBの評価項目には、グリーンビルディング認証を取得した物件の面積割合も含まれており、物件レベルでのESGの取り組みが企業・ファンドレベルでの評価につながるようになっている。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て正しい

## 105. 不動産ファイナンスの基礎

# 問 題

Course1 修了試験 受験科目



問題28 不動産ファイナンスに関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 105科目のテキストでは、ファイナンスという言葉は、広義には資金調達だけではなく投資理論なども含むものとして使用している。
- ロ. 不動産ファイナンスの代表的な形態であるノンリコースローンは、非遡求型ローンとも言われており、対象となる不動産からの収益や売却代金によって返済がなされるが、万一返済が滞った場合には、関係者である投資家や不動産投資顧問会社に対して残債権額の返済を求めるといったような保証を求めることが多い。
- ハ. 不動産ファイナンスでは、仕組みを構築する際に、倒産隔離性を確保することが重要だと言われるが、当該事業主体にファイナンスを行っている債権者から見た場合には、第三者の債権者が出現しないことがより重要となる。
- ニ. J-REITへのファイナンスは、一般に不動産ファンドは投資期間が有限であることに対し、期限の定めが無い事業主体であることから、継続企業を前提としてファイナンスの可否を判断する必要がある。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題29 ストラクチャーに関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 社債を投資家に対して発行して資金調達する場合には、投資家保護のために必ず社債管理者が設置される。
- ロ. SPV自体の倒産隔離の方法として、現在は慈善信託によるものが主流となっている。
- ハ. オリジネーターなどは、一般社団法人を設立するための費用を基金拠出の形で負担し、併せて一般社団法人に対する議決権を有する。
- ニ. 組合は、民法上の任意組合、商法上の匿名組合、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合及び有限責任事業組合契約に関する法律に基づく有限責任事業組合があるが、いずれも組合事業の制限はない。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 正しいものはない（全て誤っている）

問題30 対抗要件と否認に関する次の記述のうち、正しいもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 債権譲渡は譲渡人と譲受人との契約で行うことができ、債務者の関与は不要であるから、そのままでは誰が正当な債権者であるのか債務者にはわからない。そこで金銭債権の証券化において、オリジネーターがサービサーとしてサービシング業務を行っているか否かに拘らず、債務者対抗要件として債務者への譲渡の通知などを必ず行う。
  - ロ. 債権譲渡については原債権者から債務者に確定日付ある証書で通知するか、債務者が債権譲渡を確定日付ある証書で承諾すること、又は債権譲渡登記ファイルに譲渡の登記がなされることが第三者対抗要件となるが、オリジネーターがサービサーとしてサービシング業務を行っている場合は当該対抗要件を具備しないのが一般的である。
  - ハ. 金銭債権の証券化において、動産・債権譲渡特例法に基づいて第三者対抗要件を具備する場合、債権譲渡登記を行うものの、オリジネーターがサービサーとしてサービシング業務を行っている場合、登記事項証明書を交付して債務者に通知したり、債務者の承諾を得ないのが一般的である。
- 二. 動産・債権譲渡特例法によれば、債権譲渡登記がされた場合において、譲渡人若しくは譲受人が当該債権の債務者に債権譲渡登記に係る登記事項証明書を交付して通知をするか、又は当該債務者が承諾をすることにより、債務者対抗要件が具備されたものとみなされる。

- 1. イとハ
- 2. イとニ
- 3. ロとハ
- 4. ハとニ



問題31 次の説明は、不動産の適正価額での処分に関する考え方に関する記述である。空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

旧破産法においては判例上、不動産を費消、隠匿しやすい金銭に換えることは債権者に対する共同担保を実質的に減少させることになるという理由から適正価額での不動産の処分についても否認の対象となるとされていた。しかし、適正価額での売却について後に否認されることが広く認められると、取引の安全を害するし、危機に瀕した企業が遊休資産などを売却して資金繰りにあてようとしてもできなくなり、破綻を早めることにもなりかねない。そこで、改正破産法では、厳格な要件の下でこれを認めることとした。適正価額による処分は、(i) 当該処分による財産の種類の変更により  イ  などの処分をするおそれを現に生じさせるものであること、(ii)  ロ  がその行為の当時  イ  などの処分をする  ハ  を有していたこと、(iii)  ニ  が行為の当時  ロ  が  イ  などの処分をする  ハ  を有していたことを知っていたことの要件を充たす場合に限り、否認できるものとした（破産法第161条）。

- |         |       |      |       |
|---------|-------|------|-------|
| 1. イ：隠匿 | ロ：破産者 | ハ：能力 | ニ：相手方 |
| 2. イ：換価 | ロ：相手方 | ハ：意思 | ニ：破産者 |
| 3. イ：隠匿 | ロ：破産者 | ハ：意思 | ニ：相手方 |
| 4. イ：換価 | ロ：相手方 | ハ：能力 | ニ：破産者 |

問題 32 J-REIT のデットファイナンス（投資法人債の起債）に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 投資法人債の発行市場は、米国の不動産バブルの崩壊を受けて、2008年から2009年にかけて、資金調達額が大幅に落ち込んだ。
2. ESG推進の流れの中で、新規に起債される投資法人債の約8割がSDGs債となっており、特にソーシャルボンドの占める割合が高い。
3. 投資法人債のプライシングにおいては、原則はスプレッド・プライシングという手法が使われ、引受証券会社と機関投資家の間ではスプレッドの目線感の擦り合わせが行われる。
4. J-REITに債券投資する機関投資家は、その属性ごとに運用方針が異なるが、基本的にはそれぞれのALM（Asset Liability Management）の考え方にに基づき投資判断をしている。

不動産ファイナンスの基礎

問題 33 J-REIT のエクイティファイナンス（公募増資による新投資口の発行）に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 日本銀行が「異次元の金融緩和」を開始した 2013 年は、J-REIT において公募増資（IPO や F0）が活発に行われ、1 兆円を超えるエクイティファイナンスがあった。
2. 公募増資の場合、投資家保護の観点から、有価証券届出書や目論見書といった「法定開示」や金融商品取引所が定めるルールに則った「適時開示」を要求される。
3. 地域金融機関や個人投資家の資金は、J-REIT の個別銘柄に直接向かうこともあるが、投資信託を通じて J-REIT 市場に流入している部分も大きい。
4. ここ数年は東京証券取引所で取引された総売買代金のうち、委託取引の約 7 割が個人投資家であり、J-REIT 市場を牽引していると言っても過言ではない。

問題 34 次の説明は株式投資におけるリスクに関する記述である。空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

株式投資のリスクは複数銘柄への分散投資によって低減できる個別銘柄特有のリスク（＝）と、分散投資によっても低減できない株式市場そのもののリスク（＝）の 2 種類に分けられる。

は株式市場全体の動きとは無関係な個別銘柄のリスクであり、その企業もしくはその企業が属する業界特有の要因によって生じる。は分散投資によって低減できる。

一方、は、株式市場全体の変動に連動するリスクで、一般的には景気動向や金利等経済全体に関連した要因によって生じる。したがって、その株式市場に属している銘柄だけでポートフォリオを組んでいる限りは、は複数銘柄への分散投資によっても除去することはできない。

また、は、株式市場を構成する全ての銘柄が等しく影響を受けるわけではない。個々の銘柄が市場リスクに影響を受ける度合いが、ベータ（＝）と呼ばれる指標で表される。

1. イ：システムティックリスク　ロ：アン・システムティックリスク  
ハ：市場のリターンの分散／当銘柄と市場のリターンの共分散
2. イ：システムティックリスク　ロ：アン・システムティックリスク  
ハ：当銘柄と市場のリターンの共分散／市場のリターンの分散
3. イ：アン・システムティックリスク　ロ：システムティックリスク  
ハ：市場のリターンの分散／当銘柄と市場のリターンの共分散
4. イ：アン・システムティックリスク　ロ：システムティックリスク  
ハ：当銘柄と市場のリターンの共分散／市場のリターンの分散

問題 35 定率成長配当割引モデルにおいて以下のように前提が変更された場合、前提変更前に比べて前提変更後の株価は何%変動するかについて、正しいものはどれか。

前提変更前：1年目の予想配当金=10円、期待リターン=5%、配当金の成長率=1%

前提変更後：1年目の予想配当金=11円、期待リターン=6%、配当金の成長率=2%

1. +5%
2. +10%
3. -5%
4. -10%

問題 36 ESGに関する次の記述のうち、正しいもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. グリーンボンドとはグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行する債券をいう。ソーシャルボンドとは社会的課題に取り組むプロジェクトの資金を調達するために発行される債券である。そして、サステナビリティボンドとは資金用途を環境・社会の持続可能性に貢献する事業に限定した債券をいい、グリーンボンドとソーシャルボンドの両方の特性を併せ持つ債券といえる。
- ロ. GRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）は、不動産会社・ファンドのESG配慮を測る年次評価である。責任投資原則（PRI）を主導した欧州の年金基金グループが中心となり2019年に創設された。
- ハ. J-REITにとっての「ガバナンス」とは「投資主利益の最大化を目的として運用を行う」という点にある。ガバナンスが欠如する場合に多く見られる点は「スポンサーとの利益相反問題」である。

1. イとロ
2. イとロとハ
3. ロとハ
4. イとハ

問題37 モジリアーニとミラーによる企業の最適資本構成に関する理論（いわゆるMM理論）で法人税と倒産コストが存在する場合の理論に関する以下の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 企業価値は資本構成から独立したものであり、負債比率の大小は企業価値に影響を及ぼさない。
- ロ. 負債の節税効果が生じるため、負債比率の大きい企業ほど企業価値が高くなる。
- ハ. 資本構成に負債があると、企業価値評価において倒産コストが織り込まれるようになるため、負債がなく株主資本だけの場合に企業価値は最大となる。
- ニ. 企業価値が最大化する負債の水準は、追加的に負債を取り入れた場合の倒産コストの期待値の限界的増加が負債の節税効果のそれと拮抗する水準である。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

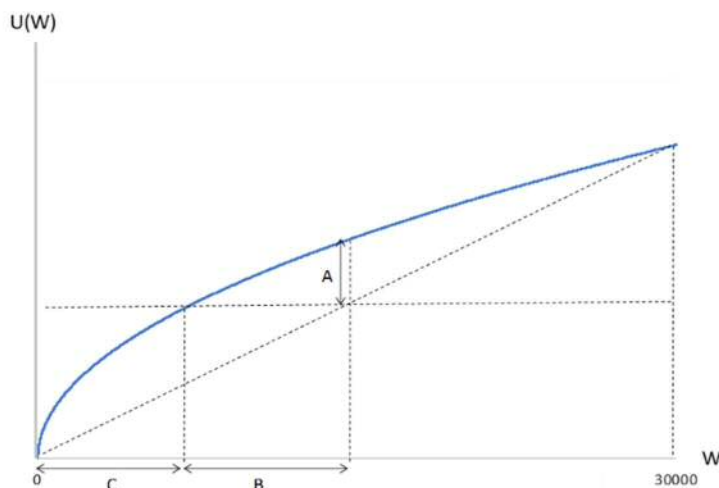
問題38 株価インデックス及び不動産投資インデックスに関する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. 「日経平均株価（日経225）」が下落した場合には、「TOPIX（東証株価指数）」も下落する。
- ロ. 東証REIT指数には、いわゆる配当込みインデックスとそうでないものがある。
- ハ. 不動産証券化協会が公表しているAJPI（ARES Japan Property Index）は、一定の期間に実際に取引された不動産を基礎として、総合収益率を算出している。
- ニ. 「日経平均株価（日経225）」は、株式時価総額を指数化したものである。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 誤っているものはない（全て正しい）

問題 39 50%の確率で 0 円、50%の確率で 30,000 円を得られる投資機会 A がある。富  $W$  に対する投資家  $X$  の効用が  $U = \sqrt{W/3}$  で表せるとき、次の記述の空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

投資家  $X$  にとって投資機会 A の確実性等価は図の イ で表され、リスクプレミアムは図の ロ で表される。この場合のリスクプレミアムは ハ である。



- 1. イ : B    ロ : A    ハ : 5,500
- 2. イ : B    ロ : C    ハ : 7,500
- 3. イ : C    ロ : A    ハ : 5,500
- 4. イ : C    ロ : B    ハ : 7,500

問題 40 株式 A の株価が次のように推移したとする。この場合における株式 A の年率平均リターンとして正しいものはどれか。

年率平均リターンは、各年について算出した年率リターン（3 年分）の単純平均によって算出するものとする。また、計算過程において小数となった場合には全て小数第 1 位を四捨五入すること。なお、単純平均とは、データの値を合計し、そのデータの個数で割って算出される平均値をいう。

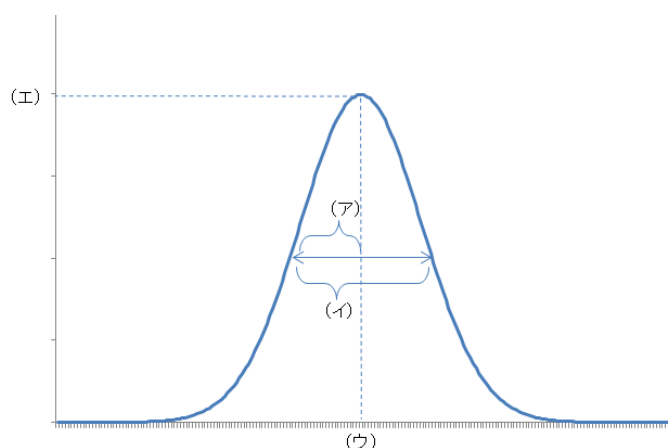
投資開始	100
1 年後	110
2 年後	80
3 年後	130

- 1. 15%
- 2. 20%
- 3. 25%
- 4. 30%

問題 41 IRR に関する以下の記述のうち正しいものはどれか。

1. IRR は同額の資金を回収するならば回収のタイミングによらず一定となる。
2. 当初の投資額と同額を投資の終了時に回収する場合でも、期中で得られる配当等のキャッシュフローが年率で3%の場合、IRR は3%とならない。
3. IRR は投資額と回収するキャッシュフローの現在価値の総和がゼロとなる割引率である。
4. IRR と債券のフォワードレートは同じ概念である。

問題42 以下の図は正規分布を示しており、この正規分布の平均と標準偏差は図中の（ア）（イ）（ウ）のいずれかで表されるものとする。このとき、正規分布の平均と標準偏差を表す組合せとして正しいものはどれか。



1. 標準偏差：(ア)      平均：(ウ)
2. 標準偏差：(ア)      平均：(エ)
3. 標準偏差：(イ)      平均：(ウ)
4. 標準偏差：(イ)      平均：(エ)

問題 43 A・Bという2つの資産があり、資産Aは期待リターン5%でリスク（標準偏差）2%、資産Bは期待リターン7%でリスク（標準偏差）3%である。今、資産A・Bのそれぞれを50%の保有割合で組み合わせるポートフォリオを考える。このとき次の記述のうち、正しいものはどれか。なお、期待リターン、リスク（標準偏差）は全て年率である。

1. 資産A・Bについてのリターンの相関係数は0.5である。
2. このポートフォリオの期待リターンは6%である。
3. 資産A・Bについてのリターンの相関係数が小さくなるほど、ポートフォリオのリスク（標準偏差）は大きくなる。
4. 資産Aと資産Bのリターンが正の完全相関にある場合、ポートフォリオの分散効果は最大化される。

問題 44 効率的フロンティアに関する以下の記述のうち誤っているものはどれか。

1. 効率的フロンティアとは同じ期待リターンで最も低いリスク、同じリスクで最も高い期待リターンを持つポートフォリオの集合である。
2. 「最小分散ポートフォリオ」とは、「効率的フロンティア」上でリスク（標準偏差）が最も低いポートフォリオである。
3. リスク回避度が異なる2人の投資家が、共通の「効率的フロンティア」を想定している場合、この2人の「最適ポートフォリオ」は必ず同じ組み合わせとなる。
4. 「無差別曲線」とは、同じ効用水準が得られるリスクとリターンの組み合わせを結んだ曲線である。

問題 45 資産A、B、C、Dがあり、それぞれの $\beta$ 値が1.2、1.0、0.8、0.01であるとする。資本資産評価モデル（CAPM）が成立するものとし、安全資産のリターンが1%、市場ポートフォリオの期待リターンが3%であるとき、次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 資産Aの期待リターンは、3.4%である。
2. 各資産を期待リターンの大きさの順に並べると、 $A > B > C > D$ である。
3. 資産Dの期待リターンは、安全資産のリターンと等しい。
4.  $\beta$ がゼロの資産がある場合、その資産のシステムティックリスクとアン・システムティックリスクの合計は、常に0（ゼロ）にはならない。

問題46 各時点からの1年物フォワードレートが下表の場合、各年限のスポットレートの組合せのうち正しいものはどれか。なお、小数点以下第2位を四捨五入したものとする。

開始時点	0	1	2
フォワードレート	1.5%	2.3%	2.7%

1. 1年スポットレート：2.3%      2年スポットレート：1.9%
2. 1年スポットレート：1.5%      2年スポットレート：1.9%
3. 1年スポットレート：2.3%      2年スポットレート：2.7%
4. 1年スポットレート：1.5%      2年スポットレート：2.7%

問題 47 デュレーションに関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。なお、債券のキャッシュフローには不確実性が無いものとする。

1. 利回り変化が同一であれば、デュレーションが長い債券の方が価格変動は大きくなる。
2. 割引債のデュレーションは残存期間と等しい。
3. デュレーションは、キャッシュフローを受け取れるまでの期間をキャッシュフローの現在価値で単純平均したものである。
4. 同一満期、かつ満期時の償還元本も同じでクーポンの異なる固定利付債では、クーポンが大きい債券の方がデュレーションは短い。



## 106. 不動産証券化と倫理行動

# 問 題

Course1 修了試験 受験科目

再認定試験 受験科目

問題48 不動産証券化商品の勧誘行為において発生する不法行為責任に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 匿名組合出資持分の私募の取扱いを匿名組合の営業者から受託した金融商品取引業者の担当者が、金融商品取引法（以下の各問において、「金商法」という。）に記載すべきとされている金融商品取引業者の名称や報酬を記載しないで契約締結前書面を顧客に交付した場合、当該担当者個人は直ちに金商法違反を理由として不法行為責任を負うことになる。
- ロ. 有価証券の販売を行う金融商品取引業者は、法人として販売行為を行うものであり、その社員である担当者個人は法人の履行補助者として販売行為をするに過ぎないので、仮に当該担当者個人が販売時の投資家勧誘行為において民事上の説明義務違反となる行為をした場合でも、当該担当者個人が不法行為責任を負うことはない。
- ハ. 上記ロの場合において、担当者個人の違法な勧誘行為により法人である金融商品取引業者会が不法行為責任を負った場合、金融商品取引業者は担当者個人に、法人として支払った賠償額につき求償することができる。
- ニ. 金融庁が公表している「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下の各問において、「顧客本位の原則」という。）では、金融事業者は金融商品に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきであるとしている。しかし、顧客本位の原則は法律上の規範ではないため、当該原則に違反するような重要な情報について、顧客が到底理解できないような説明を金融商品取引業者が行った場合でも、金融商品取引業者やそのような説明を行った担当者個人は、不法行為責任を負うことはない。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題49 金融商品取引業者等が負う義務に関する次の記述のうち、誤っているもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 金融商品取引業者 A 社は金商法上の金融商品取引業者の登録において、投資運用業務、不動産信託受益権の売買の媒介業務のいずれの業務も行うことができる前提において、不動産信託受益権を保有する合同会社から有価証券の投資判断に関する一任業務を受託している当該金融商品取引業者 A 社は、当該信託受益権の購入を希望する買主候補 B 社から購入に係る媒介業務を受任してくれないかと打診された。このような事例の場合、当該金融商品取引業者 A 社として考慮すべきことは、忠実義務の問題ではなく善管注意義務の問題である。
  - ロ. 上記イの事例において、当該金融商品取引業者 A 社は、合同会社の保有する不動産信託受益権の購入を希望する B 社から媒介業務受任を打診された際に謝絶したところ、B 社は別の業者に媒介業務を委託し、B 社が買主となった。A 社は、合同会社から B 社への売却を実行する運用行為において、複数の鑑定会社から取得した鑑定価格のうち最も低い価格を参考に売買価格を設定した。このような事例において、A 社の行為は、A 社が金商法上合同会社に負う忠実義務に反する可能性がある。
  - ハ. 顧客本位の原則では、金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきであるとされているが、上記ロにおいて金融商品取引業者 A 社が B 社から購入に際して媒介業務を打診された際に謝絶したことは利益相反を適切に管理していることと評価できる。しかし、合同会社から B 社への売却価格を判断する際に複数の鑑定会社から取得した鑑定価格のうち最も低い価格を参考に売買価格を設定したことは、顧客の最善の利益を図るべきであるという顧客本位の原則に反する。
- 二. 匿名組合出資を受けて不動産信託受益権を保有する合同会社が適格機関投資家等特例業務の届出をして自己運用業務を遂行する場合、当該合同会社は、金商法上、匿名組合員に対して忠実に業務を行う義務を負うが、当該組合員は業務執行に関与できないから、匿名組合員から反対を受けるような不動産信託受益権の売却行為をしても忠実義務に反することはない。

- 1. イとニ
- 2. イとハ
- 3. ロとニ
- 4. ハとニ

問題50 106科目のテキスト内容に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 不動産証券化ビジネスに関わる人々はプロフェッショナルと見なされ、プロである限り、法的義務が出てくる根拠、つまり、倫理的義務、信認義務を理解し、それに基づいて行動しなければならない。
- ロ. 信認義務とは、主に忠実義務と善管注意義務という二つの義務からなり、後者の善管注意義務とは、信認者・受益者の利益を第一に考え行動することである。
- ハ. 善管注意義務を負うということは、取り組む際の姿勢を問題とするのであって、結果を問うものではない。
- ニ. 不動産証券化協会認定マスターが職業倫理規程に反する行為を行った場合は、不動産証券化協会による処分の対象となる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

