

2023 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（午後）

103. 不動産証券化商品の組成と管理（35 問）

104. ファイナンス理論と投資分析（15 問）

Course1 修了試験の受験者は、「120 分間」の試験時間で、2 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 科目の問題（35 問）に解答してください。104 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。

103. 不動産証券化商品の組成と管理

問 題

Course1 修了試験 受験科目

再認定試験 受験科目

問題 1 不動産証券化の仕組みを考える際の倒産隔離や真正譲渡という概念に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 倒産隔離とは、借手であるSPCが債務超過とならないようにするための措置を意味することがある。SPCが債務超過とならないようにするための具体的手法として、SPCの役員が、SPCに対して倒産手続き開始の申立てをしないように誓約するということがある。
- ロ. 倒産隔離とは、証券化の対象となる宅地建物（以下の各問において、「現物不動産」又は単に「不動産」という。）の売主との関係で、当該売主から不動産等を譲り受けるSPCが売主の倒産手続きの影響を受けないようにするための措置を意味することがある。その具体的方法として、売主が債務超過にならないようにする措置や、売主が債務超過になっても買主であるSPCが売主に対して倒産手続き開始の申立てをしないように誓約するということがある。
- ハ. 証券化の対象となる不動産の売買契約に関して買主となるSPCが留意すべき点として、不動産が真正に譲渡された場合でも、売主が倒産手続きに入った場合に、売主側から否認権を行使されないようにするという点がある。不動産の場合には、適正な対価であっても、不動産を費消しやすい金銭に替えてしまう売買取引は、この否認権を行使されるリスクが高い。
- ニ. 売主が倒産する可能性がない場合でも、対象不動産を真正に譲渡するかどうかは、売主の会計上、当該売買をどのように処理するか（売主の資産から切り離すことができるか）という判断に影響を受ける。この点、会計上はいわゆる5%ルールというものがあるが、この会計上のルールと法律上の真正譲渡性の議論は密接に関連している。

- 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2 不動産証券化の媒体としてのSPC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. 現物不動産を取得・保有するために投資家との間で匿名組合契約を締結し、現物不動産の賃貸によって生じた利益を投資家に分配する仕組みは、不動産特定共同事業法（以下の各問において、「不特法」という。）の適用があるため、不特法上、特別目的会社の性質を有する合同会社が当該現物不動産の保有主体となることはできない。
- ロ. 資産の流動化に関する法律（以下の各問において、「資産流動化法」という。）上の特定目的会社（以下の各問において、「TMK」と略称を使う場合がある。）は現物不動産だけではなく信託受益権も取得することができるが、現物不動産を取得した場合には同時に信託会社に信託をする必要があるため、TMKでは不動産信託受益権（以下の各問において、現物不動産を主たる信託財産とする信託受益権をいい、現物不動産と不動産信託受益権を総称して「不動産等」という。）の形態で保有及び売却する必要がある。
- ハ. 投資信託及び投資法人に関する法律（以下の各問において、「投信法」という。）上の登録投資法人が現物不動産のみを取得・保有・売却する場合でも、当該登録投資法人は、有価証券の運用をするわけではないが、金融商品取引法（以下の各問において、「金商法」という。）上の投資運用業の登録をしている資産運用会社と資産の運用に係る業務の委託契約を締結する必要がある。
- ニ. 投資家から資金調達を行う親ファンドが別の合同会社やTMKを子ファンドとして個別の対象不動産等を取得・保有・売却していく二層構造の仕組みにおいて、投資事業有限責任組合契約に関する法律（以下の各問において、「有責法」という。）上の投資事業有限責任組合（有責組合）を親ファンドとして利用することができる。

- 1. イとハ
- 2. ハとニ
- 3. ロとハ
- 4. イとロ

問題3 現物不動産に信託を設定する場合及び賃貸借契約の承継に関連する次の記述のうち、誤っているものはいくつあるか。

- イ. Aは、現物不動産であるマンション一棟を所有していたが、Mとマスターリース契約を締結して一括賃貸をし、Mがテナントとの間で個別の転貸借契約を締結していた（Mもテナントもそれぞれ賃借権の対抗要件を具備しているものとする）。Aは、マンション一棟全てを信託受託者に信託譲渡したが（信託による所有権移転登記もしている）、それによって得た不動産信託受益権はSPCに譲渡する。この事例（本問の以下口ハニにおいてもこの事例を前提とする）において、信託受託者はAとM間のマスターリース契約上のAの賃貸人としての地位を自動的に承継し、この点についてテナントから承諾を得る必要はない。
- ロ. 上記イの事例において、A、M、信託受託者及びSPC間で、Aから信託受託者への信託による所有権移転と同時に、信託受託者と賃貸借契約を締結するものを従前のマスターリース契約上のマスターレシーであるMからLに変更することを合意した。この場合、Lが、Mとテナント間の転貸借契約上のMの地位をMから承継するためには、テナントの承諾を要する。
- ハ. 上記イの事例において、Aから信託受託者への信託による所有権移転と同時に、Aが信託受託者との間で賃貸人の地位（Mを賃借人とするマスターリース契約上の賃貸人の地位）を留保する合意をし、受託者からAへ賃貸する合意をした。この場合、AがMと転貸借契約関係に入ることについてMの承諾は不要である。
- ニ. 上記ハでAから信託受託者への信託による所有権移転に伴い、Aが信託受託者との間で賃貸人の地位を留保する合意をし、受託者からAへ賃貸する合意をした結果、信託受託者からAへの賃貸借契約、AからMへの転貸借契約が成立している場合に、信託受託者及びA間の賃貸借契約が終了したとすると、信託受託者及びM間での賃貸借契約が生じる。

- 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 4 不動産の信託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. 現物不動産を保有しているA社は、当該不動産を契約に基づき信託して、それにより生じた信託受益権は保有したまま、信託受託者B社を借主として、銀行から融資を受けさせ、信託受託者が信託不動産に抵当権を設定した。信託受託者が融資によって得た資金は、信託財産の返還として、受益者としてのA社が受領した。この事例（本問の以下ロハニにおいてもこの事例を前提とする）において、融資銀行は、信託受託者及び受益者A社に対して、直接、融資金の返還請求権を有する。
- ロ. 上記イの事例において、信託受託者が融資銀行との間で、融資金の返還請求権（融資返還債務）の責任財産を当該信託財産のみに限定する特約（以下の各問において、「責任財産限定特約」という。）を融資契約上合意すると、信託受託者の融資返還債務は信託財産限定責任負担債務となる。
- ハ. 上記イの事例において、信託受託者が受益者の指図で信託不動産を第三者に売却した結果、売却によって得られた金銭その他の信託財産が融資返還債務全部の返済をするのに足りなかった場合で、上記ロのように融資契約に責任財産限定特約の合意をしていなかったとすると、受託者は融資返済債務について自らの財産で返済の責任を負うが、受託者は受益者との間で、受託者が自らの財産で返済した金額等について償還請求できることを合意することはできない。
- ニ. 上記イの事例において、信託設定行為以前にA社に対して債権を取得していたA社の債権者C社は、A社による当該不動産の信託設定による所有権移転行為が詐害行為に該当するとして、その取消を請求することができる場合がある。ただし、C社は信託契約が有効である期間中は信託財産である当該不動産に対して仮差押えをすることはできない。

- 1. イとハ
- 2. ロとハ
- 3. ロとニ
- 4. ハとニ

問題 5 特定目的会社の法制度に関する次の記述について、正しいもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 特定目的会社は資産流動化法に基づき設立される会社で、設立方法は合同会社より厳格であり、定款の公証人による認証や出資金に関しての払込金保管証明の取得などが必要とされている。また、行政機関に対する業務開始届出や期中における業務報告書の提出などの手続きもあるが、税法上の導管性を有するという点や、流通税の減免を受けることができるという点で、不動産証券化の媒体として利用されている。
 - ロ. 特定目的会社では、株主と似た機関として優先出資社員と特定社員が必ず存在するが、役員としては取締役が1名以上、監査役が1名以上いれば足り、代表取締役や会計監査人の選任は任意となっている。
 - ハ. 特定目的会社は、最初に資産流動化計画を提出する事業開始届出時までには、特定資産である現物不動産の売買契約の締結や特定資産管理処分委託契約の締結をする必要はなく、それらの契約は特定資産取得時までには締結していれば良い。
- 二. 不動産信託受益権を特定資産とする特定目的会社では、資産流動化法上、特定資産管理処分受託者、投資運用業者あるいは投資助言業者の選任は必要とされていない。しかし、当該特定目的会社が不動産信託受益権の売却時に売却に関する投資判断を第三者に一任することは可能であり、その場合に投資判断の一任を業として受任する第三者は、金商法上の投資運用業の登録をしている必要がある。

- 1. イとハ
- 2. ロとハ
- 3. イとニ
- 4. ハとニ

問題6 投資法人の法制度に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 上場REIT（以下、「J-REIT」という。）でも私募REITでも（以下、本設問ではいずれの場合も、「投資法人」という。）規約で定めた一定の運用方針のもとで、不動産市場から現物不動産や不動産信託受益権を反復継続して取得し売却していくものであるため、資産運用会社の選定が極めて重要となる。ただし、投資法人が資産運用を開始できる登録投資法人となる際には、すでに資産運用会社は決定されているため、実際に投資主（設立時の投資主を除く）が資産運用会社との資産運用委託契約の締結に関して議決権の行使をするという事態はまれである。
2. 投資法人による不動産等の取得及び売却は、投資法人の役員会の決議事項となっているとはいえ、投資法人の役員会を構成する執行役員や監督役員に関しては、就任の要件として、不動産等に関する運用判断についての専門的知識及び経験が要求されていない。そのため、役員会での決議の際には、投資判断の専門家である資産運用会社の運用判断を尊重するという慣行がある。
3. 投資法人の執行役員は資産運用会社を監督する立場を有しているため、資産運用会社の代表者が、運用の委託を受けている投資法人の執行役員に就任することは、法律上禁止されている。
4. 投資法人は投信法上、規約で投資主の請求により投資口の払戻しをしない旨を規定することができるが、上場投資法人になる場合に限り、投資口の市場での流動性が確保されるため、規約で投資主の請求により投資口の払戻しをする旨を規定することもできる。

問題7 金商法の適用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. 金商法は、ファンド規制として、SPC自体が金融商品取引行為に該当する行為をする場合もあるものとして規制されている。その行為の一つは、いわゆる自己運用行為で、例えば、匿名組合の営業者として匿名組員から出資を受けて不動産信託受益権に投資をする行為が運用行為（自己運用行為）となる。しかし、特定目的会社が不動産証券化の媒体として利用される場合には、特定目的会社が不動産信託受益権に投資をする場合でも、特定目的会社が金商法上の自己運用行為をしていることにはならない。
- ロ. 金融サービスの提供に関する法律（以下の各問において、「金融サービス法」という。）上は、同法でいう重要事項の説明は、「顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない。」としているが、金商法には、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行ってはならないという趣旨の規定があり、この金商法の規定は、説明義務の前にそもそも勧誘の対象としてはならない場合があるという適合性の原則を意味する。
- ハ. 不特法上の匿名組合契約型の不動産特定共同事業契約に基づく特例事業の場合には、匿名組合出資持分（匿名組員が匿名組合契約上有する権利）は金商法上のいわゆる第二項有価証券となるが、当該不動産特定共同事業契約の締結を勧誘する際に匿名組員となる者が500人以上となる場合には、金商法上の新規有価証券の募集となり、金商法上の募集に関する開示規制が適用される。
- ニ. 不動産信託受益権に投資をする匿名組合契約上の権利を有する個人が、別の個人の投資家に当該匿名組合契約上の権利を販売する場合、消費者契約法は、例えば売主側の個人だけが事業者となる場合に適用されるが、金商法はどのような場合であっても上記匿名組合契約上の権利を購入する個人投資家に適用されることはない。

- 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 8 金商法上の有価証券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. 不動産信託受益権については、金商法上の有価証券とみなされるようになったことに伴い、当該受益権を紙媒体に表示した受益権証書を引き渡すことが権利移転の対抗要件となった。
- ロ. 不特法上のいわゆる第一号事業者は自ら投資家勧誘行為を行うことができるが、不特法上の特例事業者は、匿名組合契約型の不動産特定共同事業契約を締結する場合、事業参加者に金商法上の集団投資スキーム持分を発行することになるため、不特法上の事業者ではなく金商法上の第二種金融商品取引業者に勧誘に係る業務の委託をする必要がある。
- ハ. 不動産信託受益権に投資をする匿名組合契約上の匿名組合員の権利は第二項有価証券であるが、当該権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示されると、その権利は電子記録移転権利に該当する場合があり、該当する場合には、第一項有価証券となる。
- ニ. 特定目的会社の優先出資証券は金商法上の第一項有価証券となるが、金商法第2条第2項で規定されている優先出資証券に表示される権利（有価証券表示権利）も第一項有価証券となる。

- 1. イとロ
- 2. イとニ
- 3. ロとハ
- 4. ハとニ

問題9 金商法上の特定投資家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. 金融商品取引業者等の行為規制については、特定投資家とそれ以外の投資家（本問では、それ以外の投資家を「一般投資家」という。）で適用関係が異なる場合がある。例えば、不特法上の不動産特定共同事業者にも準用されている損失補填等の禁止という規制は、補填をする相手方が特定投資家の場合には適用がない。
- ロ. 宅建業法上の宅地建物取引業者でもある第二種金融商品取引業者が不動産信託受益権の販売の媒介行為を行う場合、金商法上の契約締結前交付書面の交付に加えて、宅建業法に基づき一定の重要な事項について販売の相手方に説明義務を負う。ただし、販売の相手方が特定投資家である場合には、金商法上の義務は負わないが、宅建業法上の義務を負う。
- ハ. 上記ロで販売の媒介行為を行う第二種金融商品取引業者が、買主のためにも売買の媒介を行う場合には、当該業者は買主に対しても契約締結前書面の交付を行う義務がある。ただし、その場合の買主が金商法上の適格機関投資家である場合や、資産流動化法上の特定目的会社である場合には、第二種金融商品取引業者としては、当該買主のために売買の媒介を行うときに、あらかじめ当該買主に対して、金商法上のオプトアウト手続き（特定投資家が一般投資家になること）の告知をする義務があり、買主がオプトアウトしない場合には上記買主に対する書面の交付義務はない。
- ニ. 不動産信託受益権に投資をする匿名組合の営業者として自己運用行為を行い、かつ投資家勧誘を行う者が、金商法第63条に基づく要件を満たして適法な適格機関投資家等特例業務の届出をした場合、当該営業者は、法定の特定投資家であるため、投資家勧誘をする際に投資家に金商法上の契約締結前書面の交付をするという行為規制の適用を受けない。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て誤っている

問題10 不動産証券化に適用される法令に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 1995年から施行されている不特法は、現物不動産取引から生じる利益を多数の投資家に分配するための共同投資の仕組みを規定する法律であるが、立法の背景として、1980年代後半からのバブル経済下において不動産小口化商品が出現し投資家を保護する必要性があった。
- ロ. 資産流動化法は、資産を流動化するための仕組みを特別に作る法律であるが、特定目的会社が現物不動産を売買する場合でも、業務開始届出をした特定目的会社に宅建業法の適用はないものとされた。
- ハ. バブル経済崩壊後の1997年頃から合同会社（当時は有限会社）をSPCとして匿名組合契約によりエクイティ資金の出資を受け、不動産投資を行う仕組みが出現したが、当時不特法が施行されていたため、SPCが取得する資産は現物不動産ではなく不動産信託受益権になった。
- ニ. 2000年に改正施行された投信法で初めて、不動産を特定資産として保有する投資法人が組成可能となり、2001年に初めてJ-REITという運用型の投資商品が出現した。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題11 投資家保護に係る法令上の適用に関する記述のうち、正しいもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 不特法上の第二号事業者である会社の従業員Aは、第一号事業者が任意組合型の不動産特定共同事業契約で現物不動産の共有持分の出資を受け、事業参加者に金銭で出資の返還を行う商品を個人に勧誘した。Aは勧誘時に、ある個人に対して、1,000万円の対象不動産の共有持分を出資すると1年後における出資持分の相続税の評価額は300万円となり、その時点で出資持分を1,300万円で売却できる旨を告げて商品を販売した。この事例（本問の以下ロハニにおいてもこの事例を前提とする）の場合、出資をした個人は、金融サービス法上の保護規定の適用を受けることができる。
- ロ. 上記イの事例において、商品購入時から1年後に金融危機が発生して不動産価格が大幅に下落した。従業員Aの説明は、通常とは異なる想定外の事態が事後的に生じたために間違っただものとなったとしても、適用のある法令上、断定的判断の提供となる。
- ハ. 上記イの事例において、出資をした個人は、消費者契約法上の契約取消権の行使を考えたが、消費者契約法の当事者である第一号事業者自体が消費者契約法上取消し得る行為（例えば、断定的判断の提供）をしたわけではないため、当該個人投資家は消費者契約法上の取消権を行使することはできない。
- ニ. 上記イの事例において、従業員Aが、勧誘行為の相手方である個人が不動産投資の仕組みを理解できないことを知りながら勧誘行為を行った場合、不特法上、違法な勧誘行為となり得る。

- 1. イとロ
- 2. ロとハ
- 3. ロとニ
- 4. ハとニ

問題12 不動産投資商品に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 不動産投資商品として、宅建業者が個人に対して投資用賃貸マンション（現物不動産）の販売を勧誘するだけであれば、消費者契約法や金融サービス法の適用はない。
 - ロ. 賃貸マンションを投資対象とする共同投資商品を組成しようとする時、不特法を使うか、特定目的会社を使うか、信託受益権化して合同会社を使うか、投資法人を使うかの選択肢があるが、投資事業有限責任組合が現物不動産を直接保有する方式は使えない。
 - ハ. 上記ロで、現物不動産の投資商品を組成・販売したい不動産会社に、証券化の仕組み、ターゲットとなる投資家層の絞り込みや販売戦略を助言し、必要な許認可の取得や契約書作成の補助業務を行う者は、その限度にとどまる限り、自ら不特法や金商法上の許認可取得、登録、届出をする必要はない。
- 二. 投資家に対する勧誘行為について、金商法では有価証券という権利の性質上、契約の締結の勧誘という観点からではなく、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘というように有価証券の取得を基準に規定しているが、不特法では、不動産特定共同事業契約の締結の勧誘というように契約を基準に規定している。ただし、一定の重要な事項を説明する書面の交付義務については、金商法上は私募の場合に金融商品取引契約の締結前の書面の交付義務を規定し、不特法では不動産特定共同事業契約の成立前の書面の交付義務を規定している。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題13 金融商品取引業者等の利益相反行為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. 不動産信託受益権を投資対象とするGK-TK方式で私募ファンド（以下では「Xファンド」という。）の一任運用を受託しているA社が、一任運用する別の私募ファンド（GK-TK方式で、以下「Yファンド」という。）に当該不動産信託受益権を運用業務として売却した。この事例（本問の以下ロハニにおいてもこの事例を前提とする）において、売却行為は、運用財産相互間における取引となり、投資運用業者の忠実義務との関係で、原則として金商法上、禁止されている。
- ロ. 上記イの事例において、例外的に許容される取引となる場合があり、そのためには、A社において、各ファンドの匿名組合営業者に対して事前の説明を行い、かつ全員から同意を取るだけで足りる。
- ハ. 上記イの事例において、売買価格は、不動産信託受益権に係る信託不動産の鑑定評価額と同一で行わない限り、A社の運用行為は忠実義務違反となる。
- ニ. 上記イの事例において、Yファンドの運用担当者である投資判断権者が不動産鑑定士に当該不動産が築数十年の古いビルであることを強調して通常のキャップレートよりも5ベース高くするように圧力をかけた。その結果、通常のキャップレートよりも5ベース高くして得られた鑑定評価額でA社が売買をした場合には、A社は、忠実義務に違反する行為をしたことになる。

- 1. イとロ
- 2. イとハ
- 3. イとニ
- 4. ハとニ

問題14 不動産証券化商品の組成段階での注意事項に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 資産流動化法に基づく特定目的会社は、資産の流動化に係る業務を行うときは、あらかじめ資産流動化計画を監督官庁に提出しなければならない。
- ロ. 資産流動化法に基づき特定目的会社を設立する場合の最低資本金は1,000万円である。
- ハ. 不動産証券化商品の組成にあたっては、債務不履行の発生確率が低くなるように留意し、かつ不動産証券化商品の債務不履行に備えるための費用を必ず留保しなければならない。
- ニ. SPV (Special Purpose Vehicle、発行体となる法主体としての特別目的会社) を利用している不動産証券化商品は、SPV の役職員が重要な意思決定及び事務管理業務の全てを担うため、キャッシュ・フローが十分であれば、債務不履行に陥ることはない。

- 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15 金融商品取引業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. 金融商品取引業を行うためには、原則として監督官庁の登録を要するが、例外として1名以上の適格機関投資家及び99名以下の適格機関投資家以外の者を相手方として行う集団投資スキーム持分の私募は、届出をもって行うことができる。
- ロ. 第二種金融商品取引業には、集団投資スキーム持分等の自己募集、二項有価証券の売買、私募の取扱いが含まれるが、二項有価証券の売買の媒介・取次ぎ・代理は含まれない。
- ハ. 投資運用業のうち、不動産信託受益権又はこれを主な投資対象とする組合に投資するものを不動産関連特定投資運用業といい、これを含めて登録を受ける場合には、人的構成等の登録の要件が加重される。
- ニ. 銀行は、自己投資で行う場合を除き、原則として有価証券売買・有価証券に関連するデリバティブ取引及びこれらの受託等、並びに投資運用業を行うことができないが、第一種金融商品取引業者としての登録を受ければこれを行うことができる。

- 1. イとハ
- 2. イとロとニ
- 3. イとロとハ
- 4. ロとニ

問題16 不動産特定共同事業に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 不動産特定共同事業には、大きく分けて現物不動産から生じる収益を分配するものと、不動産信託受益権から生じる収益を分配するものがある。
2. 特例事業者を当事者とする不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介を行う場合、不動産特定共同事業の許可に加え、第二種金融商品取引業の登録を受ける必要はない。
3. 不動産特定共同事業の「業務管理者」に要求される要件は、宅地建物取引士であることに加え、3年以上現物不動産の売買の業務に従事した経験を有することである。
4. 不動産特定共同事業契約の締結の勧誘を行うときは、原則として損失補填等の禁止及び適合性の原則の遵守を要する。

問題 17 商品販売に係る届出に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 一項有価証券について、適格機関投資家のみを対象とした取得勧誘で、適格機関投資家以外に譲渡されるおそれが少ないものを適格機関投資家私募というが、二項有価証券については適格機関投資家私募という概念は存在しない。
2. 適格機関投資家とは、特定投資家、国、日本銀行等を指す。
3. 金商業者等が二項有価証券の募集や売出しに携わる場合に、当局への届出が必要となることはない。
4. 一項有価証券について発行額1億円以上の公募を行うときは、内閣総理大臣への届出（有価証券届出書の提出）が必要となるが、それ以後、定期的に有価証券報告書を提出する必要はない。

問題18 J-REITのインサイダー取引規制に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. J-REITの役員が当該J-REITの投資口のインサイダー取引を行った場合、証券会社等は、日本証券業協会の規則により、原則として6ヶ月は当該J-REITの投資口の募集の引受けを行うことができないが、投資法人や資産運用会社はこの規則に直接拘束されないため、当該6ヶ月の期間経過前に投資口を募集することについて、実務上の支障は生じない。
2. 金商法に基づき、J-REITの投資口についてもインサイダー取引は規制されるが、その規制対象となる「重要事実」は、資産運用委託契約の締結・解約や投資法人の合併といったJ-REITの根本的性質を左右する事項のみであり、投資口の発行は重要事実に当たらない。
3. 金商法のインサイダー取引規制にはバスケット条項が置かれており、J-REITの運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものは、インサイダー取引規制上の重要事実に当たるものと定められている。
4. 資産運用会社は、J-REITに係る未公表の重要情報で、投資者の投資判断に影響を及ぼすと認められるものであっても、それがインサイダー取引規制上の重要事実に当たらないのであれば、金商法上、その拡散を防止するための措置を講じる必要はない。

問題19 J-REITに関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. J-REITは内国法人として法人税の納税義務を負うが、所定の導管性要件を満たした場合には、投資主への分配の利益配当部分を損金に算入でき、その限りで免税法人に近い取扱いを受けることができる。
- ロ. 現在の投信法では、J-REITが他の日本法人の議決権の過半数を取得することは禁止されており、また、これに違反した場合には導管性を失うことになるが、一定の要件を満たせば禁止は解除され、導管性も維持できるため、様々な目的でいわゆる導管体接続を行うことが可能である。
- ハ. J-REITが発行できる有価証券は、投資口、投資法人債（及び短期投資法人債）、新投資口予約権（ただしライツ・オファリングの場合に限る。）のみであり、米国のREITで多用される転換社債を発行することは認められていない。
- ニ. 期末時点において発行済み投資口の過半数が特定の会社に保有されていた場合、投資法人はその期について税務上の導管性を失うことになってしまうので、J-REITにおいて敵対的買収が試みられることはない。

- 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20 会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針（同Q&A）」及び「特別目的会社を利用した取引に関する監査上の留意点についてのQ&A」に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 譲渡人が譲渡不動産の対価として特別目的会社の発行する証券等を有している場合でも、譲渡人のリスク負担割合が概ね10%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんど全てが他の者に移転しているものとして取り扱われる。
 - ロ. 譲渡人がセール・アンド・リースバック取引により、継続的に譲渡不動産を使用している場合には継続的関与があると判定されるが、当該リースバック取引がファイナンス・リース取引であって、譲渡人（借手）が適正な賃借料を支払うこととなっているときには、売却処理が認められる。
 - ハ. 追加出資の可能性がある場合や他の名目でありながら実質的に追加負担となるリスクに該当する場合でも、当該リスクは加味せずリスク負担割合を算定する。
- ニ. 「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針（同Q&A）」で例示されている継続的関与の一例として、「譲渡人が譲渡した不動産の管理業務を行っている場合」がある。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題21 企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会計基準」及び企業会計基準適用指針第22号「連結財務諸表における子会社及び関連会社の範囲の決定に関する適用指針」に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

- 1. 企業Aが自己の計算において他の企業の議決権の過半数を所有している場合、企業Aは当該他の企業を支配していると判断することができる。
- 2. 企業Bが自己の計算において他の企業の議決権の41%を所有している場合に、企業Bが他の企業の重要な財務及び営業又は事業の方針の決定を支配する契約等が存在するときは、企業Bは当該他の企業を支配していると判断することができる。
- 3. 企業Cが自己の計算において所有している議決権と、緊密な者及び同意している者が所有している議決権とを合わせて他の企業の議決権の過半数を占めている場合に、企業Cの役員若しくは使用人である者、又はこれらであった者で自己が他の企業の財務及び営業又は事業の方針の決定に関して影響を与えることができる者が、当該他の企業の取締役会その他これに準ずる機関の構成員の過半数を占めているときは、企業Cは当該他の企業を支配していると判断することができる。
- 4. 「連結財務諸表に関する会計基準」第7-2項において、同規定の対象となるヴィークルが非連結とされる要件の1つとして、「譲渡人が譲渡不動産からのキャッシュ・フローや譲渡不動産の残存価額を実質的に保証している場合」が定められている。

問題22 次の文章は、企業会計基準適用指針第15号「一定の特別目的会社に係る開示に関する適用指針」に基づいた開示対象特別目的会社についての記述である。空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

「連結財務諸表に関する会計基準」第7-2項により、イに該当しないものと推定された特別目的会社は、次の事項を注記しなければならない。

(1) 開示対象特別目的会社の概要及び開示対象特別目的会社を利用した取引の概要

- ・ 開示対象特別目的会社の数
- ・ ロ
- ・ 会社との関係（議決権に対する所有割合、役員の兼任状況など）
- ・ 会社と開示対象特別目的会社との取引状況や取引の目的

(2) 開示対象特別目的会社との取引金額等

- ・ 当期に行った主な取引の金額
- ・ 当該取引の期末残高
- ・ 当期の主な損益計上額
- ・ 開示対象特別目的会社の直近のハ

- | | | |
|-----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| 1. <input type="checkbox"/> イ：親会社 | <input type="checkbox"/> ロ：連結開始年度 | <input type="checkbox"/> ハ：財政状態 |
| 2. <input type="checkbox"/> イ：子会社 | <input type="checkbox"/> ロ：主な法形態 | <input type="checkbox"/> ハ：財政状態 |
| 3. <input type="checkbox"/> イ：親会社 | <input type="checkbox"/> ロ：主な法形態 | <input type="checkbox"/> ハ：連結相殺消去取引 |
| 4. <input type="checkbox"/> イ：子会社 | <input type="checkbox"/> ロ：連結開始年度 | <input type="checkbox"/> ハ：連結相殺消去取引 |

問題23 企業会計基準第13号「リース取引に関する会計基準」及び企業会計基準適用指針第16号「リース取引に関する会計基準の適用指針」に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 土地のリース取引については、「所有権移転条項」又は「割安購入選択権」のいずれかを有する場合を除き、オペレーティング・リース取引に該当するものと推定する。
2. 土地と建物等を一括したリース取引（契約上、建物賃貸借契約とされているものも含む。）がファイナンス・リース取引に該当するかオペレーティング・リース取引に該当するかを判定する際には、原則として、リース料総額を土地に係る部分と建物に係る部分に分割せずにファイナンス・リース取引の該当可否の判定を行う。
3. 経済的耐用年数基準に基づき判断した場合、解約不能のリース期間が5年、リース物件の経済的耐用年数が8年のリース取引についてはファイナンス・リース取引に該当すると判断される。
4. 「リース取引に関する会計基準の適用指針」において、現在価値基準とは、「解約不能のリース期間中のリース料総額の現在価値が、当該リース物件を借手が現金で購入するものと仮定した場合の合理的見積金額の概ね75%以上であること」と定義されている。

問題24 「固定資産の減損に係る会計基準」及び企業会計基準適用指針第6号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 固定資産の減損損失の計上を行う際は、①固定資産のグルーピング、②減損の認識の判定、③減損の兆候の把握、④減損損失の測定、の順番でステップを踏んだ上で、⑤減損損失を損益計算書に計上する。
2. 減損対象となる資産の帳簿価額が10,000、使用価値が6,000、正味売却価額が5,500のとき、計上される減損損失の額は4,500である。
3. 減損損失の計上にあたっては、独立したキャッシュ・フローを生み出す最小単位ごとに判断されるため、必ず個々の資産ごとに減損損失の計上の可否を判断しなければならない。
4. 減損会計により固定資産の減損損失を計上した場合に、当該固定資産の価値が翌期以降に回復した場合でも、減損損失の戻入益を計上して固定資産の帳簿価額を回復させることはできない。

問題25 次の文章は、企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」に基づいた有価証券の評価についての説明文である。空欄に入る語句として、正しいものの組合せはどれか。

<ul style="list-style-type: none">・ 売買目的有価証券は、<input type="text" value="イ"/>をもって貸借対照表価額とし、評価差額は当期の損益として処理する。・ 満期保有目的の債券は、取得原価をもって貸借対照表価額とする。ただし、債券を債券金額より低い価額又は高い価額で取得した場合において、取得価額と債券金額との差額の性格が金利の調整と認められるときは、<input type="text" value="ロ"/>に基づいて算定された価額をもって貸借対照表価額としなければならない。・ 子会社株式及び関連会社株式は、取得原価をもって貸借対照表価額とする。・ その他有価証券(売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券)は、<input type="text" value="ハ"/>をもって貸借対照表価額とし、評価差額は洗替え方式に基づき、次のいずれかの方法により処理する。<ol style="list-style-type: none">(1) 評価差額の合計額を純資産の部に計上する。(2) <input type="text" value="ハ"/>が取得原価を上回る銘柄に係る評価差額は純資産の部に計上し、<input type="text" value="ハ"/>が取得原価を下回る銘柄に係る評価差額は当期の損失として処理する。・ 市場価格のない株式は、取得原価をもって貸借対照表価額とする。

- | | | |
|-----------|---------|----------|
| 1. イ：時価 | ロ：原価回収法 | ハ：回収可能価額 |
| 2. イ：取得原価 | ロ：償却原価法 | ハ：回収可能価額 |
| 3. イ：時価 | ロ：償却原価法 | ハ：時価 |
| 4. イ：取得原価 | ロ：原価回収法 | ハ：時価 |

問題26 企業会計基準第18号「資産除去債務に関する会計基準」及び企業会計基準適用指針第21号「資産除去債務に関する会計基準の適用指針」に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 「資産除去債務に関する会計基準」の適用となる固定資産は、企業が営業活動に使用している有形固定資産のみであり、建設仮勘定や投資不動産などは同会計基準の適用対象となることはない。
2. 資産除去債務に対応する除去費用は、資産除去債務を負債として計上した時に、当該負債の計上額と同額を、関連する有形固定資産の帳簿価額に加えて資産計上し、減価償却を通じて各期に費用配分する。
3. 資産除去債務の発生時に、当該債務の金額を合理的に見積ることができない場合には、これを計上せず、当該債務額を合理的に見積ることができるようになった時点で負債として計上する。
4. 資産除去債務の認識対象は、有形固定資産の取得、建設、開発又は通常の使用によって生じ、当該有形固定資産の除去に関して法令又は契約で要求される法律上の義務及びそれに準ずるものをいい、この場合の義務には有形固定資産を除去する際に当該有形固定資産に使用されている有害物質等を法律等の要求による特別の方法で除去する義務も含まれる。

問題27 不動産に係る会計基準に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針（同Q&A）」の適用対象となる不動産の譲渡にあたっては、企業会計基準第29号「収益認識に関する会計基準」もあわせて適用されることとなる。
2. 会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針（同Q&A）」によると、不動産信託受益権の譲渡にあたっては、財務構成要素アプローチにより、当該信託受益権を構成する財務的要素に対する支配が他に移転した場合に当該移転した財務構成要素の消滅を認識し、留保される財務構成要素の存続を認識する。
3. 企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」では、賃貸等不動産を保有している場合には、期末時点の時価をもって貸借対照表価額とし、a. 賃貸等不動産の概要、b. 賃貸等不動産の貸借対照表計上額及び期中における主な変動、c. 賃貸等不動産の当期末における時価の算定方法、d. 賃貸等不動産に関する損益、を注記することとされている。
4. 企業会計基準第31号「会計上の見積りの開示に関する会計基準」によると、当年度の財務諸表に計上した金額が会計上の見積りによるもののうち、翌年度の財務諸表に重要な影響を及ぼすリスクがある項目における会計上の見積りの内容について、財務諸表利用者の理解に資する情報を開示することとしている。例えば、固定資産について減損損失の認識は行わない場合でも、翌年度の財務諸表に重要な影響を及ぼすリスクを検討したうえで、当該固定資産を開示する項目として識別する可能性がある。

問題28 不動産証券化において用いられるスキームにおいては、納税義務がどの者に有するかの判定が重要となる。事業から生じる所得に対する法人税、及び事業における取引から生じる消費税の納税義務の有無について次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 投資法人は法人税の納税主体となる事業体であるため、税務上一定の要件を満たすことができなければ法人税の課税所得の計算において配当の損金算入ができず、結果として所得に対し法人税課税を受けることとなる。
2. 任意組合においては、各組合員が事業から生じる所得に対する申告義務を負うこととなるため、税務上の加算項目が生じた場合にはその申告調整は組合員側が行う必要がある。
3. 匿名組合が、組合員同士の合議を行っている等、実態として人格のない社団であるとみなされる場合には、法人税課税の対象となる可能性がある。
4. 受益者等課税信託の受託者は、信託財産の法的な所有者であるため、単独で信託財産にかかる課税資産の譲渡等を行ったものとみなされ、消費税の納税義務を負う。

問題29 次の記述のうち、誤っているものはどれか。なお、いずれの場合においても、組合員は、業務の執行の決定に関与し、かつ、当該業務のうち契約を締結するための交渉その他の重要な部分を自ら執行する組合員に該当しない。また租税条約の適用のある場合を除く。

1. 匿名組合契約から生じる利益の分配を行う場合には、原則としてすべての組合員に対し、源泉徴収を行う必要がある。
2. 匿名組合の計算期間の末日と営業者の決算日が一致していない場合、匿名組合員に分配されない損益について営業者側で法人税課税の対象となる。
3. 匿名組合事業が不動産事業である場合、個人である組合員がその組合事業から得る所得は、原則として不動産所得に区分される。
4. 任意組合事業が不動産事業である場合、その組合事業から損失が生じていても、個人である組合員の所得税申告においてその損失の額はなかったものとされ、他の所得と通算することはできない。

問題30 信託について行った税務上の取扱いについて、次の記述のうち、誤った処理を行っているものはどれか。なお、受益者は法人であるものとし、信託財産から生じる収益及び費用について、損失填補あるいは収益保証契約等はないものとする。

1. 受益者等課税信託について、信託金額を超える損失金額が生じていたため、その超える部分の金額については損金の額に算入しなかった。
2. 受益者等課税信託より生じる収益及び費用について、その金額が僅少であるため、受益者において個々の収益、費用の項目を区分せず純額で会計処理を行った。
3. 集団投資信託から生じている信託収益について、実際に信託収益の分配を受領する時まで益金の額に算入しなかった。
4. 受益者等課税信託より生じる収益及び費用について、受益者において会計処理を行う際、信託の会計期間は考慮しなかった。

問題31 次の記述のうち、特定目的会社の導管性要件（租税特別措置法第67条の14）が損なわれていないと考えられるものはどれか。いずれの場合においても、優先出資の金額は50億円、特定出資の金額は20万円、特定社債を発行する場合にはその金額は2億円であるものとする。

1. 解散したことにより廃業の届出を提出し、特定目的会社名簿から抹消された。
2. 優先出資は機関投資家である投資家2者、特定出資は一般社団法人1者が保有しており、特定社債は発行していない（すべて国内募集）。
3. 優先出資は機関投資家ではない投資家1者、特定出資は一般社団法人1者が保有しており、機関投資家に対し特定社債を発行している（すべて国内募集）。
4. 優先出資のうち100%を国内募集し、同時に残余財産の分配を受ける権利を有する特定出資のうち55%を国外募集する旨が資産流動化計画に記載されている。

問題32 投資法人の導管性要件（租税特別措置法第67条の15）に関する次の記述のうち、空欄に入る語句として、正しいものの組み合わせはどれか。

投資法人の対象事業年度の要件として、他の法人の発行済株式または出資の 以上を保有することができないこととする他法人支配禁止要件がおかれている。また、特定資産の保有要件としてその事業年度末における特定資産の帳簿価額の合計額が総資産の帳簿価額の合計額の 相当額を超えていることが求められている。また、借入は からのものであることが必要である。

1. イ：三分の一 ロ：70% ハ：適格機関投資家
2. イ：三分の一 ロ：二分の一 ハ：適格機関投資家
3. イ：50% ロ：70% ハ：機関投資家
4. イ：50% ロ：二分の一 ハ：機関投資家

問題33 投資法人及び特定目的会社においては、会計と税務の処理に差異が生じること等により、90%超配当要件を充足できない可能性が生じる。この場合において、税務上の導管性の維持に関し、次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 特定目的会社がデリバティブ取引を行い、繰延ヘッジ処理により評価損が純資産の部に計上されている場合には、税会不一致は生じず、導管性への影響はない。
2. 投資法人において、寄附金や交際費など永久差異の発生により税務上の所得が会計上の利益を上回る場合、一時差異等調整引当額の設定により利益超過分配を行い、導管性の維持を図ることが可能である。
3. 特定目的会社においては、減損損失の70%相当額を導管性判定式の分母から控除することができる措置があるが、これによりすべての場合において導管性が維持できるわけではない。
4. 投資法人に負ののれん発生益が生じた場合には、導管性を維持するために多額の配当を行う必要がある。

問題34 不動産取得税、登録免許税に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。なお、軽減措置については、不動産の証券化を促進する趣旨により、特定のヴィークルあるいはスキームに限り適用される特例に限るものとする。

1. 特定目的会社が取得する一定の不動産に係る不動産取得税及び登録免許税の軽減措置は時限措置であり、開発型スキームなどで不動産の取得時期が未定の場合、改正の動向に留意が必要である。
2. 登録免許税は、固定資産税評価額を課税標準として課税される都道府県民税である。
3. 不動産特定共同事業において取得する一定の不動産に係る不動産取得税及び登録免許税についての軽減措置は、不動産特定共同事業法第2条第7項に定める小規模不動産特定共同事業者は適用できない。
4. 不動産の現物を取得し、直後に信託財産として登記した場合には、不動産の移転は形式的移転となり、不動産の現物を取得したことによる不動産取得税及び登録免許税は非課税となる。

問題35 次の法人の課税期間のうち、消費税の課税事業者とならないものはどれか。なお、設問の期間にわたり給与の支給額はなく、適格請求書発行事業者の登録は受けていないものとする。

[前提]

設立日及び事業開始日 2021年1月1日（特定目的会社）

設立時資本金 10万円

（資本金は、設立時より課税売上の生じない一般社団法人が100%保有しており、消費税の課税売上が5億円を超える法人と特殊な関係にある法人には該当しない。設立時及びそれ以降においても、合併・分割等の組織再編は行っていないものとする。）

第1課税期間 2021年1月1日～2021年12月31日

第2課税期間 2022年1月1日～2022年12月31日

1. 2021年12月25日に、第1課税期間から課税選択する意図で課税事業者選択届出書を提出した場合の第1課税期間。なお、資本金の増減はないものとする。
2. 2021年12月25日に、第2課税期間から課税選択する意図で課税事業者選択届出書を提出した場合の第2課税期間。なお、資本金の増減はないものとする。
3. 2021年12月25日に増資を行い、資本金額が10億円となった場合の第1課税期間。なお、課税選択は行っていない。
4. 2021年12月25日に増資を行い、資本金額が10億円となった場合の第2課税期間。なお、課税選択は行っていない。

104. ファイナンス理論と投資分析

問 題

Course1 修了試験 受験科目

問題36 0.5の確率で0円、0.5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の効用を $U = \sqrt{W/3}$ で表せるとき、次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 投資家Xはリスク回避的な投資家である。
2. 投資家Xにとって、投資機会Aの期待効用は50である。
3. 投資家Xにとって、投資機会Aの確実性等価は7,000円である。
4. 投資家Xにとって、投資機会Aと、確実に15,000円を得られる投資機会Bとでは投資機会Bの効用の方が大きい。

問題37 資産A、Bの収益率がともに正規分布に従うものとし、期待値が資産A10%、資産B5%、標準偏差がともに5%であるとき、次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. リスクを標準偏差で捉えた場合、リスク回避的な投資家であれば、資産Aよりも資産Bを選択する。
2. 資産AとBともに、それぞれの期待値（10%/5%）を上回る値を取る確率は同じである。
3. 資産Aと資産Bの分布の裾の広さは同じである。
4. 資産Aが5%から15%までの値を取る確率と資産Bが0%から10%までの値を取る確率は同じである。

問題38 A・Bという2つのリスク資産があり、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・B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39 現代ポートフォリオ理論に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。なお、前提条件として資産の空売りや資金の借り入れは可能であるものとする。

1. 安全資産が存在する場合、トービンの分離定理によれば、リスク資産同士を組み合わせで構成される「接点ポートフォリオ」は、投資家のリスク回避度とは無関係に決まる。
2. 「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。
3. 「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。
4. 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。

問題40 資産A、B、C、Dがあり、それぞれの β 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(以下の各問において、「CAPM」という。)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. β 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41 パフォーマンス評価に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. シャープ・レシオが等しい2つのファンドでも、トレーナーの測度は異なる。
2. ファンドのリターンが証券市場線（SML）上にあれば、このファンドのジェンセンのアルファはゼロである。
3. 2つのファンドのトレーナーの測度が等しければ、横軸にベータ値、縦軸にリターンを取った平面上において、このうちの一方のファンドと安全資産を結ぶ直線上にもう一方のファンドも位置している。
4. シャープ・レシオとは、トータル・リスク1単位当たりの市場ポートフォリオの期待リターンに対する超過リターンのことである。

問題42 次の記述のうち、3年物スポットレートを表すものとして正しいものはどれか。

1. 3年物固定利付債の投資収益率
2. 3年物固定利付債の最終利回り（内部収益率）
3. 3年物割引債の割引率
4. 3年物割引債の残存年数

問題43 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。

問題44 先物取引および先渡し契約に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 先渡し契約とは、特定の資産を満期日に特定の価格で売るもしくは買う権利の売買契約である。
- ロ. オプション取引では、約定後も値洗いによって損益が変動し、損失が大きくなった場合には取引所から追加の証拠金を求められる。
- ハ. 先物取引は、標準化を行うことで多様な取引参加者を見込めることから、流動性の向上につながるという利点がある。
- ニ. 先物取引と先渡し契約は、取引の標準化が行われている点で異なっているが、現時点の取引を将来時点で約定するという効果は同じである。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て正しい

問題45 オプション取引についての次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. オプションの価値は本源的価値と時間価値に分けられる。
- ロ. 同一の行使価格を持つコール・オプションとプット・オプションを購入することで作成されるポジションをロング・ストラドルと呼ぶ。
- ハ. 原資産の保有とプット・オプションの買いポジションによる戦略をプロテクティブ・プット戦略と呼ぶ。
- ニ. 原資産の保有とコール・オプションの買いポジションによる戦略をカバード・コール戦略と呼ぶ。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題46 法人税と倒産コストが存在する場合のMM理論（トレードオフ理論）の考え方に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

- 1. 企業価値は、資本構成から独立しているものであり、負債比率の大小は企業価値に影響を及ぼさない。
- 2. 企業価値における負債の節税効果と倒産コストの期待値との関係を踏まえると、倒産コストの期待値の限界的増加が節税効果のそれと拮抗するところが負債利用の限界であり、そこが最適資本構成ということになる。
- 3. 法人税と倒産コストが存在する場合のMM理論（トレードオフ理論）によって、J-REITの資本構成を説明することができる。
- 4. 企業価値における負債の節税効果と倒産コストの期待値には、シナジー（相互作用）の関係がある。

問題 47 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、正しいものはどれか。

- 1. 「日経平均（日経 225）」が下落した場合、「TOPIX（東証株価指数）」は上昇することもある。
- 2. 「日経平均（日経 225）」は、株式時価総額を指数化したものである。
- 3. 不動産証券化協会が公表しているAJPI（ARES Japan Property Index）は、一定の投資期間に実際に売買された不動産を基礎として、総合収益率を算出している。
- 4. 東証REIT指数には、TOPIX（東証株価指数）とは異なり、いわゆる配当込みインデックスだけが存在している。

問題 48 エクイティ投資（株式投資）におけるリスクの考え方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. 市場リスク（システマティックリスク）とは株式市場全体の変動に連動するリスクで、個別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も生じる。
- ロ. 市場リスクというのは、株式市場を構成するすべ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（ β = 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）と呼ばれる指標で表される。
- ハ. 妥当株価を算出する方法として、「配当は永久に支払われる」、「1株当たり配当の成長率 = g は永久に一定である」、「期待リターン = 割引率 = r は成長率 = g より大きい」という想定をして単純化したモデルを「定額配当割引モデル」という。
- ニ. CAPM で個別銘柄株式 A の期待リターンを算出する計算式は、「株式 A の期待リターン = リスクフリーレート + エクイティリスクプレミアム ÷ ベータ」である。

- 1. イとニ
- 2. イとロ
- 3. イとハ
- 4. ロのみ

問題 49 J-REIT を資産価値の面から評価する指標として、インプライド・キャップレートという指標がある。

以下の前提のとき、年間NOI（減価償却前賃貸事業利益）を基準として計算される個別銘柄 A のインプライド・キャップレートの数値として正しいものはどれか。

前提：リスクフリーレート = 0.5%、エクイティリスクプレミアム = 5.0%、年間NOI = 10、ネットデット = 100、時価総額 = 150

- 1. 4.0%
- 2. 4.5%
- 3. 5.0%
- 4. 5.5%

問題50 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. GRESBは不動産会社やファンドのESG配慮を計る年次評価である。責任投資原則（PRI）を主導した欧州の年金基金が中心となり、2019年に創設された。GRESBリアルエステイト評価参加者はグローバル、日本ともに年々増加しており、2022年におけるJ-REITの参加社は合計30社にまで拡大している。
- ロ. 2018年5月に日本リテールファンド（現・日本都市ファンド）がJ-REITで初めてグリーンボンドを発行した。それ以降、J-REIT市場においてESG債の発行は増加しており、2022年のESG債の発行額は投資法人債発行額全体の50%に達した。
- ハ. ESG分野において、「気候変動対策に熱心なフリをする」グリーンウォッシングの問題が課題となっている。
- ニ. 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. ロとニ
- 2. ハとニ
- 3. ロとハとニ
- 4. イとロとハ

