

2025 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、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1 101科目「企業と不動産」で説明している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。
- ロ. 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。
- ハ. 他の資産に比べて、オンバランス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。
- ニ. 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。
- ホ. 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。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 4つ

問題2 101科目「企業と不動産」で説明している不動産証券化を理解するためのキーワード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。なお、キーワードの定義については101科目「企業と不動産」で説明している内容に基づくものとする。

- イ. 不動産証券化商品の中には金融商品取引法で定める有価証券ではないものが存在する。
- ロ. 有価証券に化体された不動産とオンバランス不動産は同じことを意味する。
- ハ. 不動産ファンドと不動産証券化のためのvehicleは同じものではない。
- ニ. 単一の資産も証券化の対象となる、と説明されている。
- ホ. 証券化ではオリジネータ自身が原資産を裏付けとする有価証券を発行することもある。

- 1. 2つ
- 2. 3つ
- 3. 4つ
- 4. 全て誤っている

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、このファンドが創出した価値（1年間の経済的な利益）が40億円であるとき、このファンドの資本コスト（WACC）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. 3%
2. 4%
3. 5%
4. 6%

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、誤っているものはいくつあるか。

- イ. 不動産投資とは、投資対象となる不動産を購入し、それを賃貸したり、売却することによって利益を得る方法である。
- ロ. リーマンショック後はインカムゲインより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選好されてきている。
- ハ. 投資による儲けの度合いは一般にリターンと呼ばれている。そのリターンはもっぱら投資対象となる不動産の規模や金額の大きさにより決まってくる。
- ニ. 不動産投資におけるオポチュニティの1つとして、出口価格の上昇、すなわち将来の物件売却時の価格が上昇する可能性を挙げることができる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て誤っている

問題5 不動産投資のリスク軽減の方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. 不動産のタイプによって求められる専門性やリスク特性が異なるため、投資する不動産のタイプを限定することはリスクマネジメントの1つの方策である。
- ロ. 商業施設の場合、100%歩合賃料で契約するよりも固定賃料又は固定+歩合賃料形式の方がリスク軽減策となりうる。
- ハ. 適正な管理仕様を維持することは、テナント満足度を高めるだけでなく、事故の発生軽減などの効果があり、リスク軽減策の1つである。
- ニ. 建物設備・什器備品などに関する法改正やリコール情報を定期的に収集することは、リスク軽減策の1つである。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題6 アセットマネジャーの役割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使命は投資家の利益を最大化することであり、投資家が出資する資金を原資として不動産投資事業を行い、不動産を所有するヴィークルを経営する役割を担うものである。
- ロ. アセットマネジメント業務の遂行に際しては様々な法令を順守する必要があり、一般にアセットマネジメント会社は金融商品取引法上の金融商品取引業者としての登録が必要である。
- 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、コアファンドとは、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. アセットマネジャーが立案した投資戦略に基づき、具体的に遂行するのがプロパティマネジャーの役割であり、テナント管理はプロパティマネジャーの業務領域であるが、キャッシュフローに影響を及ぼす重要な場合では、アセットマネジャーも関与する場合がある。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題7 アセットマネジャーの期中運用業務におけるキャッシュマネジメントに関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

- 1. 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、固定資産税・法人税・消費税などSPCの全ての公租公課の支払いは信託口座レベルで行う。
- 2. メイン口座では、レンダーへの元利金の支払いや会計事務委託報酬、鑑定評価書取得費用などのストラクチャー維持に必要な支払いを行うほか、それらの費用のリザーブを行う。
- 3. 年度資金計画において計画していた工事が予算を超過する場合、レンダーの承諾が必要となることがあるので、工事の発注前にローン契約を確認するなどして必要な手続きを確認する必要がある。
- 4. 一定の期間に高額の工事を多数実施すると、DSCRテストに抵触したり未払い配当が生じることがあるため、予め修繕積立金を増額したり、工事の実施時期を分散するなどの手当てが必要である。

問題8 売却（ディスポジション）時における次の行為のうち、アセットマネジャーの行為として誤っているもの全てを選んだ組合せはどれか。

- イ. 売却方針について、ビジネスプランの達成状況を確認するとともに、今後の金融情勢や不動産マーケットの状況などを考慮し策定した。
- ロ. 売却に向けた準備において、取得候補者から受けた質問をその当事者に回答し、他の取得候補者にその質疑内容を共有しなかった。
- ハ. 入札の結果、提示価格が最も高い取得候補者において取引成立の確実性に疑義があったため、確実性の高い次点の候補者に優先交渉権を付与した。
- ニ. 信託受益権の売却先を決定する際、レンダーには事前に譲渡先を告知し承諾を取得したが、信託受託者には告知しなかった。

- 1. イとロ
- 2. ロとハ
- 3. ロとニ
- 4. ハとニ

問題9 不動産の価格情報に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 平均募集賃料は、実際の成約金額とは乖離がなく、市場の動向を常に正確に反映している。
- ロ. 成約賃料の情報を入手できれば、これにより常にマーケットプライスを正確に把握することができる。
- ハ. 鑑定価格は、市場の大きな変化に対しても遅れることなく迅速に価格変動を捉えることのできる指標である。
- ニ. 成約売買事例には、関連会社間の取引であったなどの事情が絡んでいる場合もあり、参考にする場合には注意が必要である。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題10 オフィス市場の空室率に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 空室率の算出基準は公表機関によって異なり、比較する際はその特性を理解することが重要である。
2. オフィスストックが拡大している場合、空室率が同じ水準であっても、市場全体の空室面積は減少する傾向にある。
3. 空室率は稼働面積をオフィス貸室総面積で除した（割った）もので、オフィスの需要と供給の影響を受ける。
4. 新築ビルの空室率は、算出の際に竣工後12ヶ月間は算出対象外とされるため、市場動向の指標としては用いられない。

問題11 地価の公的指標に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 地価公示は、国土交通省土地鑑定委員会が毎年1月1日時点の標準的な土地の価格を判定して公示するものである。
- ロ. 都道府県地価調査は、都道府県知事が標準的な土地の価格を判定して公表するもので、林地・リゾート地なども対象としている。
- ハ. 相続税路線価は国税庁が算定し、公示地価の8割程度が目安とされる。
- ニ. 固定資産税評価は毎年見直しが行われ、評価水準の目安は公示地価の7割程度とされる。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て正しい

問題12 商業施設に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 商業施設は、入居テナントである小売業者等の支払う賃料は固定賃料であるため、施設運営の巧拙に関わらず賃料収入が安定している。
2. 商業施設の需給バランスは、空室部分を特定しやすいことからオフィスと同様に全国的な空室率データが整備されており、これを基に把握することができる。
3. 売上歩合賃料は、入居テナントの売上が落ちると賃料収入が減少するため、賃貸側の所有者にとっては不安定な要素となる。
4. 近年の小売事業者は大型店舗の新規出店によるマーケットシェア拡大を最優先戦略としている。

問題13 法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. 不動産のデューデリジェンスにおける法的調査は、私法関係調査と公法関係調査に大別されるが、投資リターンに直接影響を及ぼす可能性があるのは后者である。
- ロ. 建物の敷地利用権が借地権の場合、物権である地上権であっても、債権である賃借権であっても、売買時の手続きやコストに差異はないため、投資価値への影響も同等であると判断される。
- ハ. 不動産登記簿謄本の乙区に根抵当権が設定されている場合、その極度額は債務者が実際に借り入れている残債務額を厳密に反映しているため、別途残債務額を確認する必要はない。
- ニ. 賃貸借契約の更新を行い長期間入居しているテナントの場合、契約始期の契約書に加え、変更契約書や覚書等も徴求し、過去の条件変更の経緯を詳細に確認することが必要である。

- 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全般に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 一般的要因の分析は、抽象的、形式的になり、地域分析や個別分析に比べて軽視されがちであるが、不動産全般の価格形成に影響を与えるマクロ的要因であるため、投資価値判断の基礎として十分な調査が不可欠である。
- ロ. 感度分析は、予想を立てる際、ある要素が変化した時に、最終的なキャッシュフローにどの程度の影響を与えるかをみる分析手法である。また、シナリオ分析とは、戦略立案する上で、リスク要因に対処するため、複数の異なる条件で戦略を分析する手法である。
- ハ. 多数の不動産を所有するファンドの場合、プロパティマネジメントや建物維持管理、火災保険等に係る契約を一括して締結することで経費削減を図るケースがあるため、対象不動産単独の管理に要する費用を把握することが必要である。
- ニ. 賃貸用不動産の市場動向調査では、対象不動産と同種・同等の不動産の市場賃料や稼働率、新規供給量を確認することは重要であるが、テナントの平均的な入居期間や退去時の平均的な空室期間は、個別の賃貸借契約の条件に強く依存するため、市場全体の動向としては調査の対象外である。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題15 オペレーショナルアセットに関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. オペレーショナルアセットとは、賃貸用不動産に限定されず、その収益性が当該不動産が供される事業の経営動向に強く影響を受けるものを指し、ホテルやゴルフ場、医療施設などがその典型例である。
- ロ. ホテルの事業形態において、「所有直営方式」はオーナーが全てのリスクを負うため、ハイリスク・ハイリターンであると同時に、経営の自由度が最も高い方式である。
- ハ. ホテルの個別的要因分析では、賃借人やホテルマネジメント会社のブランド、ホスピタリティ、有名度、固定客の有無といった要素を重要視することは少ない。
- ニ. オペレーショナルアセットにおける総収益把握の留意点として、現に賃貸借に供されている場合でも、現行賃料と事業採算性の観点から把握した適正賃料水準との乖離について分析を行うことは、現行賃料が負担能力を超過しているか否かの検証に有用である。

- 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 7,000.00 m²

賃貸可能面積 延べ床面積の75.0%とする。

貸室月額賃料単価 8,000 円/m²

月額共益費単価 1,000 円/m²

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4.0%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25.0%を計上すること。

敷金残高は貸室月額賃料の12ヶ月分を計上すること。

建物再調達原価（単価） 600,000 円/m²

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 4.0%

1. 9,680,000,000円
2. 9,700,000,000円
3. 9,810,000,000円
4. 9,870,000,000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）	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
複利現価率	0.95	(ア)	0.86	0.82	0.78	

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、5.5%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）は以下の式で求め、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5.0%、保有期間nは2とする。

1年目及び3年目から5年目は前提条件にしたがい査定する。

$$\text{(式) 複利現価率} = 1 / (1 + Y)^n$$

1. 905,000,000円
2. 909,000,000円
3. 911,000,000円
4. 925,000,000円

問題18 建物環境リスク評価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. アスベスト（レベル1）について過去の分析調査報告書により3種類のアスベストの含有が無い結果が出ているため、アスベストの問題は無いものと判断した。
- ロ. 低濃度PCB廃棄物の処理期限は2027年3月31日までである。
- ハ. 主な調査項目・対象はアスベスト含有建材及びPCBであるが、委託者の要請により「鉛含有塗料」や「ラドンガス」などの「留意項目」もある。
- ニ. アスベストやPCBのスコープで問題点が指摘された場合、サンプリング採取とその試料検体の成分分析・材料試験等（フェーズⅡ）調査を必ず行う。

1. イとハ
2. イとニ
3. ロとハ
4. ロとニ

問題19 中・長期修繕更新費用に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

1. 経年劣化に対して機能維持をするための修繕・更新費用であり、緊急を要する修繕更新費用・短期修繕更新費用を含む。
2. 調査対象建物は平日日中に使用しているため休日および夜間工事を前提に算出した。
3. 建築時点及び現状の建物の性能を維持する前提で作成され、機能や性能の向上などの要因は考慮されない。
4. 修繕更新費用は安い方が良いため希望金額をER作成者に指定して依頼した。

問題20 エンジニアリングレポートの現地調査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. 築年が浅く、図面や検査済証など必要書類は全て揃っていると判断されたため、現地調査は行わず机上調査としてエンジニアリングレポート作成者に委託した。
- ロ. 立ち入れる範囲で調査を許可された部分について行うサンプリング調査（抜取り調査）である。
- ハ. 現地調査において設備が機能しているか確認できない場合には、目視調査だけでなく試験運転を行うことが一般的である。
- ニ. 調査対象建物の設備に詳しい施設管理者の立会いを求めた。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て誤っている

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とは、ビルオーナーを代行して、建物管理・テナント管理を一括して行うことで収益と資産価値の最大化を図る業務である。
- ロ. テナント誘致や契約管理もプロパティマネジメント業務の一環として実施される。
- ハ. 建物ごとの築年数や用途、立地条件は、不変で固定的なものであり、こうした変化を前提として管理する必要はない。
- ニ. プロパティマネジメント業務のうち「運営業務」は、建物や建物設備を適切に保全していく運営中のハード面の対応を指す。

1. 1つ
2. 2つ
3. 3つ
4. 全て誤っている

問題22 プロパティマネジメントにおける建物の運營業務の企画に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 建物の管理運営計画では、テナントや建物利用者の快適性や安全性の提供が主要な目的の一つである。
2. 事後保全是、必ずしもリスクの高い対応とは限らず、状況によっては意図的に選択されることもある。
3. 年間維持管理計画は、月次点検などを含む定期的な点検計画である。
4. コンバージョンは、既存用途のまま内装をリニューアルすることで市場価値を高める手法であり、テナントや利用者のニーズが変化した際に有効である。

問題23 プロパティマネジメントのテナントの誘致に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. 定期建物賃貸借契約の特徴の一つは、契約の期間に関わらず賃貸人による賃借人に対する契約終了の事前通知義務がないことである。
2. 賃貸借契約の締結時には、館内規則や貸方基準などの書類も同時に交付される。
3. 入居申込書は、契約条件の交渉に先立って入居希望テナントから提出されることが一般的である。
4. 環境配慮を企業方針に掲げる企業は、環境認証の有無などをオフィスビル選定の判断基準にすることがある。

問題24 プロパティマネジメントの運營業務に関する次の記述のうち、誤っているものはどれか。

1. コスト管理とは、単なる支出削減ではなく、賃料や入居率に影響しうる建物の品質を維持しつつ、効率的な運営を目指すことである。
2. 法定定期点検の実施内容や周期は建築基準法により全国で統一されている。
3. PMレポートは、キャッシュフローや入出金状況を含むビル経営状況の報告書であり、ビルオーナーが意思決定するための重要な資料となる。
4. 貸方基準におけるA工事とは、ビルの標準仕様に基づき、賃貸人が発注者となり、施工者を指定し、費用負担を行う工事であることが一般的である。

問題25 プロパティマネジメントの建物管理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. 定期整備業務は各種設備機器の劣化状況の確認やモーターへのグリスアップ、ベルト交換などを行うもので、これらはすべて専門業者に委託して行う。
- ロ. 日常清掃は、照明器具やブラインドなど建物全体の細部を対象とした清掃である。
- ハ. 機械警備では、警備員の異常発生時の到着時間までは定められていないものの、どれだけ早急的確な判断や措置をするかが重要である。
- 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は、修繕・改修工事の品質、工期、コストの最適化を通じた、ビルの価値の維持・向上を図るものである。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題26 サステナビリティと不動産投資に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

- 1. 物理リスクとは、具体的にはESG評価で低スコアを付けられることによって投資資金が引きあげられるリスクが挙げられる。
- 2. ネガティブスクリーニングとは、社会的責任投資の一種であり、環境や社会に対して高い評価を得ている企業を選別する手法である。
- 3. GRESBの評価項目においては、保有物件単位での環境認証取得状況が加点対象となっている。
- 4. GRIスタンダードは、企業の財務情報の開示に関する国際的な会計基準である。

問題27 サステナビリティと不動産投資に関する次の記述のうち、正しいものはどれか。

- 1. BELSは建築物省エネルギー性能表示制度であり、日本国内で運用されている制度である。
- 2. Energy Starは、環境保護庁（EPA）が運営している制度で、日本国内の建築物だけが対象となる。
- 3. 同じ用途の建築物での比較において、BEI（Building Energy Index）の値が0.6の建築物は、0.5の建築物よりも省エネルギー性能が高いことを意味する。
- 4. エンボディドカーボンは、CO₂排出のうち運用時に発生するもののみを対象とする。

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. テキスト105「不動産ファイナンスの基礎」において、狭義の意味としてのファイナンスという言葉は、資金調達及び投資理論を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、非遡及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。これは、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、第三者の債権者が出現しないための工夫であり、事業主体の株主への備えのためではない。
- ニ. 一般に不動産ファンドは投資期間が有限であるが、J-REITは期限の定めがない事業主体であることから、J-REITへのファイナンスにおいては継続企業であることを前提とした可否判断をする必要がある。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題29 証券化市場の概観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. サブプライム住宅ローン問題が拡大した大きな要因の一つは、証券化という金融技術の普及に伴って原資産のリスクが過度に分散した結果、リスクの所在や規模の特定が困難になったことである。その対応として、原資産などのリスクなどに関わる情報を確保・提供することでトレーサビリティを担保する仕組みが整備された。
- ロ. 日本においては1994年の証券化商品第1号の発行以降、2007年からのサブプライム住宅ローン問題を契機とするグローバルな金融危機の発生や、2020年以降の新型コロナウイルス発生の影響により証券化商品の発行額が一時的に減少する期間はあったものの、その後回復し、2023年度では過去最大の発行額となっている。
- ハ. 金融危機が発生した後、オリジネーターが売却することを前提にローンをオリジネートするOTDモデル（originate-to-distribute）への批判から、スポンサーやオリジネーターに証券化商品のリスクの一部の保有を義務付けるレバレッジ規制が導入されている。
- ニ. 商業用不動産担保ローンの証券化は、①単一の借入人向けの単一の大型ローンを担保としたCMBS（シングルボロワー）、②単一の借入人向けの複数の大型ローン/コンデュイットローンのプールを担保としたCMBS（マルチボロワー）の2つに大きく分類される。

- 1. イとロ
- 2. イとニ
- 3. ロとハ
- 4. ハとニ

問題30 ストラクチャード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. オートローンなどの小口債権はそれ単体では流動性は低いが、分散の効いた小口債権の集合体となっていることで買手が現れる可能性が出てくる。これは試行回数や抽出標本数を増やすことで本来の確率に近づく「和の法則」による効果である。
- ロ. 証券化は、資金調達主体（原所有者（原債権者）に限らない）が金銭債権を裏付けに倒産隔離されたSPV（Special Purpose Vehicle）を経由して優先劣後構造を有する二つ以上の階層化された有価証券の発行により資金調達をすることと言えるが、この二つ以上の階層化をメザニンという。
- ハ. ストラクチャードファイナンスもアセットファイナンスであり、「アセット（資産）を使ったファイナンス」であるから、企業が行う不動産担保などの担保付借入れも広義のストラクチャードファイナンスと言える。
- ニ. 企業が保有する資産の信用力のみを裏付けに資金調達をするという特別な目的に沿って資産を保有する企業から当該資産を切り離すための“箱”として利用されるのが、SPVであり、SPVには、資産から生ずる損益をできる限りそのまま投資家に還元させること（導管性、Pass-through性）が求められる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい

問題 31 証券化商品の償還方法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. 満期一括償還（ハードブレット）は、一般的な国内事業債のように、決められた満期に社債額面全額が償還となるタイプである。
- ロ. ソフトブレットは、予定償還期日に期日一括償還されることが想定されているものの、証券化期間中、元本返済口座に十分なキャッシュが積み上がらなかった場合を想定して事前にトリガー条項を設定し、それに抵触した場合トリガーが引かれ、最終償還期日（法定償還期日）まで償還が延期されたり、パススルーに変更されてとにかく早く投資家に返済していくといった措置がとられることになる。
- ハ. コントロールアモチゼーションは、毎回（月次、四半期、又は半年）の償還金額が一定金額に決められて元本償還を部分的に行っていく形態である。償還金額を超える債権プールからの元本回収金はSPVに滞留することになるので証券化商品の利回りと滞留資金の短期市場などでの運用利回りの差異が逆ざやとなり、オリジネーターの資金調達コストが低減することになる。
- ニ. パススルーは、債権プールからのキャッシュフロー（債務者からの任意の期限前返済や貸倒債権からの回収等も含む）を投資家にそのまま元利金として支払う形態である。投資家にとってみれば元本償還のスケジュールが変動する点や期限前返済等による機会損失（再運用リスク）は好ましくはないが、ハードブレットのような一定金額の利払いにするためにキャッシュフローを調整するコストがかからない分だけオリジネーターの資金調達コストは上昇することになる。

- 1. イとロ
- 2. イとニ
- 3. ロとハ
- 4. ハとニ

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

- 1. 借入金利に関して、変動金利、固定金利による借入れのいずれにおいても、ベンチマークとなる市場金利（基準金利）に、個別のローン取引のスプレッド（貸付人が要求するクレジットリスク等に見合ったリターン）を足し合わせた構造であることに変わりはない。
- 2. スプレッドは、借入金額や借入期間、マクロ環境だけでなく、各金融機関が評価するJ-REITごとの内部格付（行内格付）にも依拠している。
- 3. J-REITと金融機関との間で個別に設定されたコベナンツ（財務制限条項）に抵触しているか（抵触の懸念があるか）も、内部格付（行内格付）上の重要なポイントとなり、LTV（Loan to Value）やDSCR（Debt Service Coverage Ratio）等の指標が参照される。
- 4. 日本銀行が2016年にマイナス金利の導入を決定した後の5年程度は、長期金利が0%近傍で推移したことから、J-REIT各社はリファイナンスに乗じて借入れの短期変動化を進め、財務安定性の向上に努めた。

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. 2013年は日本銀行が「異次元の金融緩和」を開始した年であり、年間1.20兆円のエクイティファイナンス（IPO、F0、第三者割当増資の合計）はJ-REITの歴史の中で最大となっている。
2. 公募増資において、物件取得後のDPU成長を重視する場合、LTVを引き下げるストラクチャーを設計することが多い。
3. 公募増資によるEPUの希薄化を最小限に抑える観点で、払込日（J-REITの口座への調達資金の入金日）をJ-REITの決算期の期初に設定することも多く、その場合そこから逆算してプライシング日等のスケジュールを組んでいくことになる。
4. 私募REITとの比較において、J-REITでは個人投資家（投資信託経由での資金を含む）と海外投資家が保有金額ベースで主要なシェアを占めている一方で、年金の資金は限定的である。

問題 34 CAPM（資本資産評価モデル）やベータ（ β ）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. CAPMによれば、個別のエクイティ銘柄の期待リターンは「リスクフリーレート×ベータ＋エクイティリスクプレミアム」で計算される。
- ロ. 市場リスクは、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。市場リスクの影響の度合いは、個々の銘柄によって異なる。このような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 ＝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）と呼ばれる指標で表される。
- ハ. ベータは、市場のリターンの変動1%に対して当銘柄のリターンが何%変動するかという傾向を表している。ベータが1より大きいということは、その銘柄のリターンの変動幅は市場を上回る傾向があることを示している。

1. ハのみ
2. イとロ
3. イとロとハ
4. ロとハ

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%変動するかの数値として、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=12円、期待リターン=5%、配当金の成長率=-1%

1. +10%
2. +20%
3. -10%
4. -20%

問題 36 次の説明は、ESG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。

イ ボンドとは イ 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。
イ ボンドによる資金調達はESGやSDGsの取組みの一環をなすものである。ロ 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、ハ 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、イ ボンドとロ ボンドの両方の特性を併せ持つ債券といえる。

- | | | |
|--|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 1. <input type="checkbox"/> イ：サステナビリティ | <input type="checkbox"/> ロ：ソーシャル | <input type="checkbox"/> ハ：グリーン |
| 2. <input type="checkbox"/> イ：グリーン | <input type="checkbox"/> ロ：サステナビリティ | <input type="checkbox"/> ハ：ソーシャル |
| 3. <input type="checkbox"/> イ：サステナビリティ | <input type="checkbox"/> ロ：グリーン | <input type="checkbox"/> ハ：ソーシャル |
| 4. <input type="checkbox"/> イ：グリーン | <input type="checkbox"/> ロ：ソーシャル | <input type="checkbox"/> ハ：サステナビリティ |

問題37 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. TOPIX（東証株価指数）には、配当込みと配当なし（非配当込み）のものがある。これらのうち、配当なし（非配当込み）のTOPIXを用いるより、配当込みのTOPIXを用いる方が、TOPIXを構成する株式の総合的なリスク・リターンを把握するのに便利である。
- ロ. 東証REIT指数には、新聞等に掲載されている配当なし（非配当込み）のインデックスは存在する一方、配当込みのインデックスは存在しない。
- ハ. 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。
- ニ. 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。

- 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）

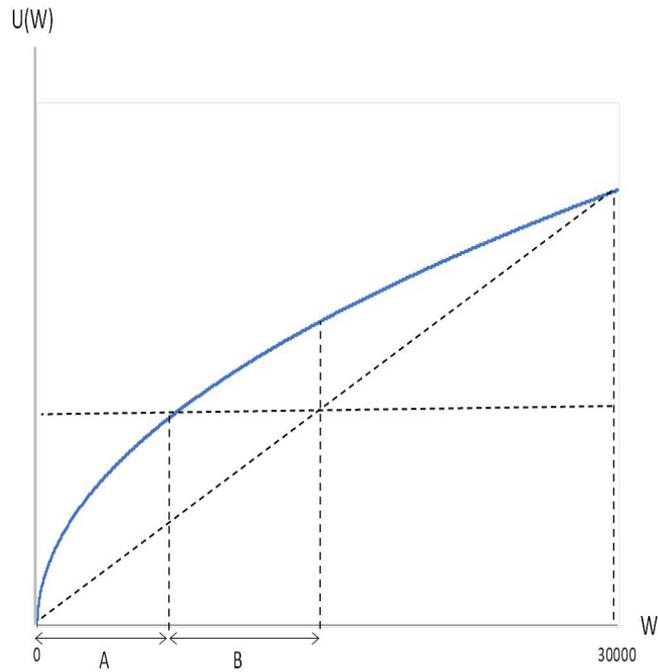
問題38 「格付会社による格付け」又は「格付会社の格付けプロセスにおける重要な視点を単純化して展開した企業信用に関する議論」に関する次の記述のうち、正しいものはいくつあるか。

- イ. 格付けにおいては、デフォルト・リスクと回収リスクが基本的判断要素である。
- ロ. 債務の「格付け」とは、事業会社や証券化商品のSPC等が、その債務にかかる利息について、その支払いを約定通りに行うことが可能かどうかの確実性を簡単な符号でランキングしたものである。
- ハ. 資本構成によって財務リスクを見るだけで、その企業のデフォルト・リスクを正しく判断することができる。
- ニ. 企業のデフォルト・リスクが小さい場合、常に回収リスクも低くなる。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 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、次の文章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 はリスク回避的と呼ばれる投資家であり、 を最大化するように行動すると想定される。また、投資機会 A の確実性等価は図の で表され、この場合のリスクプレミアムは である。



- | | | |
|------------------|-------|-----------|
| 1. イ : U(W) の期待値 | ロ : A | ハ : 7,500 |
| 2. イ : U(W) の期待値 | ロ : B | ハ : 5,500 |
| 3. イ : W の期待値の効用 | ロ : A | ハ : 7,500 |
| 4. イ : W の期待値の効用 | ロ : B | ハ : 5,500 |

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 の収益率（年率）の期待リターンの数値として、正しいものはどれか。

なお、期待リターンは平均で表すものとし、平均の計算にあたってはテキストと同様に単純平均を用いることとする。計算に当たっては、小数点第 3 位を四捨五入すること。

投資開始	100
1年後	120
2年後	132
3年後	99

1. -1.00%
2. -0.33%
3. 1.25%
4. 1.67%

問題 41 IRR に関する次の記述のうち、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. IRR と債券のフォワードレートは同じ概念である。
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. 当初の投資額と同額を投資の終了時に回収する時、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。

問題42 現在100を投資すると、1年後に6、2年後に5、3年後に106の収入が得られるプロジェクトのIRR(r)を計算するための方程式として正しいものはどれか。

	キャッシュフロー
時点0 (現在)	-100
時点1 (1年後)	6
時点2 (2年後)	5
時点3 (3年後)	106

1. $\frac{6}{(1+r)} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{106}{(1+r)^3} + 100 = 0$
2. $\frac{6}{(1+r)} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{106}{(1+r)^3} - 100 = 0$
3. $\frac{6}{(1+r)} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{106}{(1+r)^3} = \frac{100}{(1+r)}$
4. $\frac{6}{(1+r)} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{106}{(1+r)^3} = -\frac{100}{(1+r)}$

問題43 下表で表される資産Aと資産Bがある。このとき、相関係数の数値として正しいものはどれか。

	期待リターン	標準偏差	共分散
資産A	5%	4%	0.002
資産B	8%	10%	

1. 0.5
2. -0.5
3. 0.3
4. -0.3

問題44 資産A、Bの収益率がともに正規分布に従うものとし、期待値はともに5%、標準偏差は資産Aが5%、資産Bが10%であるとき、次の記述のうち誤っているものはいくつあるか。

- イ. 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Bより資産Aを選択する。
- ロ. 収益率が期待値（5%）を上回る確率は、資産AのほうがBよりも大きい。
- ハ. 収益率が期待値（5%）を下回る確率は、資産AとBとは同じである。
- ニ. 資産Aの収益率が-5%から15%までの値を取る確率と、資産Bの収益率が-5%から15%までの値を取る確率は同じである。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て誤っている

問題 45 次の説明は、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。

ポートフォリオのリスクは分散投資によって除去・減少できる イ と分散投資によっても除去できない ロ に分けることができる。また、ある資産に投資した時の期待リターンと ハ の間に線形関係があることを示すモデルがCAPMである。

- | | |
|---------------------|------------------|
| 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：アン・システムティックリスク | |
| 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：システムティックリスク | |
| 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：アン・システムティックリスク | |
| 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：システムティックリスク | |

問題46 各時点からの1年物スポットレートが下表の場合、時点0からの2年物スポットレートとして最も近い数値はどれか。なお、計算に当たっては、小数点第3位を四捨五入すること。

時点	0	1	2
スポットレート	1.5%	2.3%	2.7%

1. 1.7%
2. 1.9%
3. 2.3%
4. 2.6%

問題47 現時点からの1年物スポットレート、2年物スポットレート、3年物スポットレートがそれぞれ1.5%、2.3%、2.7%のとき、1年後からの1年物フォワードレート $f_{1,1}$ はいくつになるか。なお、計算に当たっては、小数点第3位を四捨五入すること。

1年物スポットレート	2年物スポットレート	3年物スポットレート
1.5%	2.3%	2.7%

1. 1.5%
2. 2.0%
3. 2.5%
4. 3.0%

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 不動産証券化商品に携わる個人の行動規範や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. 嘘をついてはいけないということや他人を裏切ってはならないという倫理観は個人の内面の問題であるが、法律の条文のなかにはそのような倫理観と共通する規範を持つものがある。しかし、業務遂行過程における個人の誠実性を要求するような法律の規定はない。
- ロ. 不動産証券化商品の販売を行う会社の担当者個人は、販売行為の相手方である投資者に対して、会社が用意した法定の説明書（例えば、契約締結前交付書面）を交付し説明をすればその義務を果たしたことになり、当該投資者に相応しい説明になっていないと知りつつ形式的な説明に終始しても、当該担当者個人が当該投資者に対して直接、不法行為責任を負うことはない。
- ハ. 不動産証券化商品の販売を金融商品取引業者に委託した会社は、委託先である金融商品取引業者の不適切な販売行為によって当該会社が損害を被った場合、委託先である金融商品取引業者に対して委託契約上の善管注意義務違反に基づく損害賠償請求をすることは可能であるが、実際に不適切な販売行為を行った金融商品取引業者の従業員個人に対しては、委託契約上の善管注意義務違反に基づく損害賠償請求をすることはできない。
- ニ. 金融商品取引法では、金融商品取引業者等の従業員も行為義務の主体となっている場合があるが、従業員が当該義務に違反しても会社の補助者として行為しているに過ぎないので、従業員個人が罰せられることはない。

- 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49 善管注意義務、忠実義務、信義誠実義務等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. 金融商品取引法上、金融商品取引業者等が負う善良な管理者としての注意義務（善管注意義務）は行政法規上の注意義務であって、それに反した場合には、民事上の善管注意義務違反を問われることはない。
- ロ. 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」の中にある「金融事業者は、顧客の最善の利益を図るべきである。」という原則は、法的拘束力のないものと言われているため、金融商品取引業者等は顧客の最善の利益を勘案するという法的な義務を負うわけではない。
- ハ. 上記ロの金融庁の原則のなかにある「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」という場合の「顧客」と、「金融事業者は、金融商品・サービスの販売・推奨等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」という原則に記載されている「顧客」は、同一の概念とは限らない。
- ニ. 金融商品取引業者の従業員が、投資経験のない投資者に過大なレバレッジリスクのある不動産証券化商品の購入を勧誘する場合には、当該従業員個人だけではなく金融商品取引業者が不法行為責任を負うことがある。

- 1. イとロ
- 2. ロとハ
- 3. ロとニ
- 4. ハとニ

問題50 テキスト106「不動産証券化と倫理行動」の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. 「信認」(フィデューシャリー)という概念は、契約概念との対比において、通常その関係者は3人(3つのグループ等)であり、受認者は基本的に自己の利益を追求してはならず、受認者にはより大きな裁量が与えられるという特徴がある。
- ロ. 信認義務とは、主に忠実義務と善管注意義務という2つの義務からなり、前者の忠実義務とは、その分野のプロであれば当然払うであろう十分な注意を払い、業務を誠実に遂行するという義務を指している。
- ハ. 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である。それゆえ、信頼を寄せる投資家や市場に対し、専門家としての「信認義務」を負うのである。
- ニ. 不動産証券化協会では、不動産証券化に携わる事業者に求められる共通の行動基準「一般社団法人不動産証券化協会自主行動基準」を策定し、会員の規律保持に努めている。

- 1. 1つ
- 2. 2つ
- 3. 3つ
- 4. 全て正しい