

ARES CERTIFIED MASTER

不動産証券化協会 認定マスター

Course1 科目別過去問出題論点
最短攻略オリジナルテキスト

Strategic Past Exam Analysis by Subject

105

不動産ファイナンスの基礎 編

Fundamentals of Real Estate Finance

PRESENTED BY

カブア・イエイツ

目次

出題傾向ヒートマップ

| | |
|-------------|---|
| 出題傾向分析マトリクス | 3 |
|-------------|---|

第Ⅰ部 不動産ファイナンスの基礎

| | |
|------------------|---|
| 第1章 不動産ファイナンスの基礎 | 6 |
|------------------|---|

第Ⅱ部 ストラクチャードファイナンスの基礎

| | |
|----------------------|----|
| 第1章 ストラクチャードファイナンス概論 | 12 |
| 第2章 証券化のストラクチャー | 15 |
| 第3章 証券化商品のリスクと信用補完 | 20 |
| 第4章 証券化市場の概観 | 24 |

第Ⅲ部 REITの資金調達

| | |
|------------------------------------------|----|
| 第1章 J-REITの資金調達の概観・ | 28 |
| 第2章 デットファイナンスによる資金調達①: 借入れの実務 | 35 |
| 第3章 デットファイナンスによる資金調達②: 投資法人債の起債実務 | 38 |
| 第4章 エクイティファイナンスによる資金調達: 公募増資による新投資口の発行実務 | 41 |

第Ⅳ部 エクイティの投資分析

| | |
|---------------------------|----|
| 第1章 エクイティ投資の意義 | 46 |
| 第2章 エクイティ投資分析の流れ | 50 |
| 第3章 J-REIT 市場でのエクイティ投資分析・ | 53 |
| 第4章 J-REIT 市場分析及び個別銘柄分析 | 57 |
| 第5章 J-REITにとってのESG | 59 |

第Ⅴ部 デット及びエクイティ評価の基礎

| | |
|-----------------|----|
| 第1章 企業信用リスクの評価 | 64 |
| 第2章 最適資本構成とMM理論 | 70 |
| 第3章 投資インデックス | 75 |

第Ⅵ部 投資分析の基礎理論

| | |
|-------------------|----|
| 第1章 効用関数とリスク・リターン | 81 |
| 第2章 最適ポートフォリオ | 86 |
| 第3章 資本資産評価モデル | 92 |
| 第4章 金利と債券価格 | 99 |

出題傾向分析マトリクス

分析期間: 2019年度～2025年度

各章の年度別出題数（問題数）を表示しています。

色の濃さは、「その年度で最も出題数が多かった章」を基準とした相対的な出題頻度を表します。

凡例： - 0問 低頻度 中頻度 高頻度 (その年の主要論点)

| 章タイトル | '19 | '21 | '22 | '23 | '24 | '25 | 合計 |
|------------------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|
| 第I部 不動産ファイナンスの基礎 | | | | | | | |
| 不動産ファイナンスの基礎 | - | - | - | - | 1 | 1 | 2 |
| 第II部 ストラクチャードファイナンスの基礎 | | | | | | | |
| 第1章 ストラクチャードファイナンス概論 | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| 第2章 証券化のストラクチャー | - | - | - | - | 1 | 2 | 3 |
| 第3章 証券化商品のリスクと信用補完 | - | - | - | - | 2 | - | 2 |
| 第4章 証券化市場の概観 | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| 第III部 REITの資金調達 | | | | | | | |
| 第1章 J-REITの資金調達の概観 | - | - | - | - | 2 | 1 | 3 |
| 第2章 デットファイナンスによる資金調達①: 借入れの実務 | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| 第3章 デットファイナンスによる資金調達②: 投資法人債の起債実務 | - | - | - | - | 1 | - | 1 |
| 第4章 エクイティファイナンスによる資金調達: 公募増資による新投資口の発行実務 | - | - | - | - | 1 | 1 | 2 |
| 第IV部 エクイティの投資分析 | | | | | | | |
| 第1章 エクイティ投資の意義 | - | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 6 |
| 第2章 エクイティ投資分析の流れ | - | - | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 |
| 第3章 J-REIT 市場でのエクイティ投資分析 | 1 | 1 | - | 1 | - | - | 3 |
| 第4章 J-REIT市場分析及び個別銘柄分析 | 1 | - | - | - | - | - | 1 |
| 第5章 J-REITにとってのESG | - | - | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 |
| 第V部 デット及びエクイティ評価の基礎 | | | | | | | |
| 第1章 企業信用リスクの評価 | - | 1 | 1 | - | - | 1 | 3 |
| 第2章 最適資本構成とMM理論 | 1 | - | - | 1 | 1 | - | 3 |
| 第3章 投資インデックス | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 6 |
| 第VI部 投資分析の基礎理論 | | | | | | | |
| 第1章 効用関数とリスク・リターン | - | - | - | - | 1 | 2 | 3 |

| 章タイトル | '19 | '21 | '22 | '23 | '24 | '25 | 合計 |
|---------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|
| 第2章 最適ポートフォリオ | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 11 |
| 第3章 資本資産評価モデル | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 6 |
| 第4章 金利と債券価格 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 14 |

PART 1

第1部 不動産ファイ ナンスの基礎



不動産ファイナンスの基礎

重要用語

ファイナンス (Finance)

本テキストでは文脈により2つの意味で使い分けられます。「広義のファイナンス」は、資金調達だけでなく、投資理論やM&Aなども含む幅広い概念です。一方、「狭義のファイナンス」は、貸借対照表の負債の部に関連する「資金調達（デットファイナンス）」を指します。言葉の定義を意識して読み解くことが重要です。

ノンリコースローン (Non-Recourse Loan)

返済の原資を「特定の不動産が生み出す収益（賃料や売却代金）」のみに限定する融資形態です。借入人（企業全体）の他の資産には返済義務が及ばないため「非遡及型ローン」とも呼ばれます。これにより、事業者は特定プロジェクトのリスクを切り離すことができますが、貸し手には高度な不動産評価能力が求められます。

リコースローン (Recourse Loan)

従来の一般的な融資形態で、借入人の「全財産」が返済の引当てとなる「遡及型ローン」です。特定の担保不動産の収益が悪化しても、借入人は他の事業収益や資産を使って返済する義務を負います。

倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness)

ノンリコースローンを成立させるために、対象不動産を保有する会社（SPVなど）を、親会社や関係者の倒産リスクから法的に切り離す仕組みです。親会社が倒産しても、その債権者がSPVの資産（担保不動産）を差し押さえたりできないようにすることで、貸し手は安心してノンリコースローンを提供できます。

J-REIT (Japanese Real Estate Investment Trust)

投資家から集めた資金で不動産を運用する投資法人です。一般的な不動産ファンドには運用期間（期限）がありますが、J-REITは「継続企業（ゴーイングコンサーン）」として期限の定めなく永続的に運営される点が大きな特徴です。

リコースローンとノンリコースローンの比較

| 比較軸 | リコースローン (遡及型) | ノンリコースローン (非遡及型) |
|----------|--------------------|-----------------------------|
| 返済原資 | 借入人の全資産・全収益 | 特定資産（担保不動産）のキャッシュフローのみ |
| 貸し手の着眼点 | 借入人全体の信用力（企業の返済能力） | 対象不動産の収益力・資産価値（プロジェクトの良し悪し） |
| リスクの及ぶ範囲 | 借入人の他の事業にも影響する | 対象不動産の範囲内に限定される（他の資産は守られる） |

不動産ファンドとJ-REITのファイナンス特性比較

| 比較軸 | 一般的な不動産ファンド | J-REIT |
|----------|-----------------------|--------------------------|
| 事業期間 | 有限（数年で終了する前提） | 無限（継続企業として永続する前提） |
| 出口戦略 | 期間終了時に物件を売却して清算 | 物件の入替えや保有継続を行いながら成長を目指す |
| ファイナンス判断 | 期間内の収益と最終売却での返済確実性を重視 | 継続的なりファイナンス（借換え）や増資能力を重視 |

正答パターン分析

J-REITに対するファイナンス審査では、一般的な不動産ファンドとは異なり、「期限の定めのない継続企業」であることを前提に判断が行われる。

【解説】

不動産ファンドは「いつか終わる（売却して清算する）」ことが前提ですが、J-REITは一般の事業会社と同様に永続的に活動します。そのため、特定の物件を売って終わりではなく、常に新しい物件を取得し、資金調達（リファイナンスや増資）を繰り返しながら成長していく能力が重視されます。

【関連】

Part3以降で詳述される「J-REITの資金調達（公募増資や投資法人債）」も、この継続企業としての性質に基づいています。

【暗記のヒント】

「ファンド＝有限、J-REIT＝無限（継続）」という対比で覚えましょう。J-REITは普通の会社に近いイメージです。

該当過去問(2)

2024-AM-28-二

2025-AM-28-二

不動産ファイナンスにおける「倒産隔離」は、融資対象となる事業主体（SPC等）に対して、親会社の債権者などの「第三者の債権者」が出現しないようにすることが重要な目的である。

 【解説】

ノンリコースローンは「その物件からの収益」だけを頼りに貸しています。もし親会社が倒産し、親会社の債権者が「子会社（SPC）の株を差し押さえて物件を勝手に売却しよう」としてきたら、ノンリコースローンの貸し手は困ってしまいます。こうした外部からの干渉を防ぐ壁を作ることが倒産隔離の核心です。

 【関連】

Part2のストラクチャードファイナンスの章でも「倒産隔離（Bankruptcy Remoteness）」は最重要概念として登場します。

 【暗記のヒント】

「誰から守るのか？」という問いに対し、「親会社の債権者（第三者）」から守る、と理解しておきましょう。

該当過去問(1)

2024-AM-28-ハ

本テキストにおける「ファイナンス」という言葉は、広義には「資金調達」だけでなく「投資理論」なども含む概念として使用されている。

 【解説】

ファイナンスという言葉は多義的です。狭義には「どうやってお金を集めるか（資金調達）」を指しますが、大学の講義などで扱われるファイナンス論（広義）には、集めたお金をどう運用するかという「投資理論」や企業価値評価なども含まれます。テキストでは文脈によって使い分けられています。

 【関連】

テキスト冒頭の定義部分に関連します。

 【暗記のヒント】

「広義＝広い＝全部入り（調達＋運用・理論）」、「狭義＝狭い＝調達だけ」とイメージしましょう。

該当過去問(1)

2024-AM-28-イ

引っかけパターン分析

用語の定義・性質の矛盾

- × **誤り**: ノンリコースローンにおいて、返済が滞った場合に関係者（投資家や顧問会社）に保証を求めることが多いとする記述。
- **正解**: ノンリコースローンは「非遡及型」であり、原則として関係者への遡及（保証請求）は行わない。

💡 【解説】

ノンリコース（Non-Recourse）とは文字通り「遡及しない」という意味です。もし不足分を誰かに保証してもらうなら、それは実質的に「リコースローン（遡及型）」になってしまいます。このローンの存在意義は、リスクを遮断することにあります。

🛡️ 【回避法】

「ノンリコース」という言葉を見たら、「=保証なし」「=物件心中型」と連想してください。「保証を求める」とあったら即座に×です。

該当過去問(2)

2024-AM-28-□

2025-AM-28-□

用語のすり替え（広義と狭義）

- × **誤り**: 「狭義」のファイナンスに、投資理論が含まれるとする記述。
- **正解**: 「狭義」のファイナンスは資金調達のみを指し、投資理論を含むのは「広義」のファイナンスである。

💡 【解説】

定義の逆転を狙った典型的な引っかけ問題です。狭義はあくまでバランスシートの貸方（負債・資本）に関連する資金調達活動に限定されます。

🛡️ 【回避法】

「狭義＝資金調達のみ」とセットで記憶し、問題文で「狭義」と「投資理論」が結びつけられていたら誤りと判断してください。

該当過去問(1)

2025-AM-28-イ

目的の否定

- × **誤り:** 倒産隔離は、事業主体の株主（親会社）への備えのためではないとする記述。
- **正解:** 倒産隔離の主目的の一つは、まさに株主（親会社）の倒産リスクからSPCを切り離すことにある。

【解説】

倒産隔離が必要な最大の理由は、「親会社が倒産したときに、その影響が子会社（SPC）に及ばないようにすること」です。親会社の債権者がSPCの資産を持っていかないようにするための仕組みなので、「株主への備えではない」という記述は根本的に誤りです。

【回避法】

「倒産隔離＝親会社（株主）との縁切り」と覚えましょう。親会社のリスクへの備えこそが核心です。

該当過去問(1)

2025-AM-28-八