

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

106

不動産証券化と倫理行動 編

Real Estate Securitization & Professional Ethics

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 不動産証券化ビジネスとプロフェッショナルの倫理

第1章 プロフェッショナルとしての義務と責任	5
第3章 プロフェッショナルとしての自己研鑽と倫理実践	14

第II部 不動産証券化事業に携わる者の法的責任とコンプライアンス

2 業界人に課される3つの重要な義務	19
--------------------	----

第III部 不動産証券化事業に携わる者の職業倫理

第1章 不動産証券化協会認定マスター職業倫理規程	27
第2章 一般社団法人不動産証券化協会の自主行動基準	31

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 不動産証券化ビジネスとプロフェッショナルの倫理							
第1章 プロフェッショナルとしての義務と責任	3	3	2	4	1	1	14
第3章 プロフェッショナルとしての自己研鑽と倫理実践	1	1	2	1	-	-	5
第II部 不動産証券化事業に携わる者の法的責任とコンプライアンス							
第2章 業界人に課される3つの重要な義務	2	2	2	2	2	2	12
第III部 不動産証券化事業に携わる者の職業倫理							
第1章 不動産証券化協会認定マスター職業倫理規程	1	1	1	1	1	-	5
第2章 一般社団法人不動産証券化協会の自主行動基準	-	-	1	-	-	1	2

PART 1

第I部 不動産証券化 ビジネスとプロ フェッショナルの倫 理

第1章 プロフェッショナルとしての義務と責任

重要用語

信認義務（フィデューシャリー・デューティー）

不動産証券化のように高度な専門知識が求められる世界では、顧客（投資家）は専門家を信頼して資産を託すしかありません。この信頼関係を「信認関係」と呼び、信頼された専門家が顧客の利益を守るために負う非常に重い責任が「信認義務」です。この義務の根底には、専門家と顧客との間に存在する圧倒的な情報・知識の格差があります。そのため、専門家には大きな裁量を与えられる一方で、その力を濫用せず、常に顧客の利益を最優先に行動することが法的に、また倫理的に強く求められます。この信認義務は、主に「忠実義務」と「善管注意義務」の二つの柱から成り立っています。

忠実義務（Duty of Loyalty）

信認義務の中でも特に中核をなす、「顧客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。特に、専門家の利益と顧客の利益が衝突する「利益相反」の状況では、この義務が厳しく問われます。例えば、関連会社に市場価格より高い報酬で業務を発注するような行為は、顧客の犠牲のもとに自己の利益を図るものであり、典型的な忠実義務違反とされます。投資家が安心して資産を任せられるのは、専門家がこの義務を遵守するという大前提があるからです。

善管注意義務（Duty of Care）

信認義務のもう一つの柱で、「その分野のプロフェッショナルとして、一般的に期待される水準の注意を払って業務を行う」義務を指します。重要なのは、この義務が投資の「結果」（儲かったか、損したか）を保証するものではなく、意思決定に至るまでの「プロセス」の妥当性を問う点です。たとえ最終的に損失が生じても、十分な調査分析に基づき、合理的な判断プロセスを経ていれば、義務違反にはなりません。これは、結果責任だけを問うと専門家が萎縮し、適切なリスクテイクができなくなることを防ぐためのルールです。

利益相反（Conflict of Interest）

専門家が顧客の利益を追求すべき立場でいながら、同時に自己や第三者（親会社など）の利益も絡んでしまい、両者の利益が衝突してしまう状況のことです。例えば、資産運用会社が投資家の資金を使って、自社の親会社が所有する物件を購入するケースが典型です。この場合、親会社を儲けさせるために、物件を割高な価格で買ってしまいう危険性があります。そのため、利益相反の可能性のある取引には、顧客からの事前同意や厳格な情報開示など、特別な手続きが求められます。

インテグリティ（Integrity）

日本語では「誠実さ」や「高潔さ」と訳される、プロフェッショナルにとって最も重要な資質の一つです。これは、単に法律やルールを守るだけでなく、いかなる状況下でも倫理的に正しい行動を貫き、言行が一致しているブレない姿勢を指します。ルールブックに書かれていないグレーゾーンの事態に直面したときでも、プロとしての誇りと自覚に基づき、正しい判断を下せるかどうか問われる概念です。

「契約」と「信認」の比較

比較軸	契約 (Contract)	信認 (Fiduciary)
当事者の関係	対等な当事者間	通常は3者間（信託者・受託者・受益者）
前提となる情報量	同程度（対等な交渉が可能）	圧倒的な情報格差（プロと素人）
行動の目的	自己の利益の追求	受益者の利益を最優先（自己利益の追求は禁止）
裁量の大きさ	契約条件で細かく規定され、裁量は小さい	専門家に大きな裁量が委ねられる

「忠実義務」と「善管注意義務」の比較

比較軸	忠実義務	善管注意義務
義務の方向性	誰のために行動するか？（利益の帰属）	どのように業務を行うか？（業務の質）
核心的な要求	利益相反の回避、顧客利益の最優先	専門家としての合理的な注意、誠実なプロセス
典型的な違反例	関連会社への不当な高額発注、情報の私的利用	不十分な物件調査、漫然とした管理業務

正答パターン分析

利益相反取引などの重要な取引が行われた場合、その内容はプレスリリース等で適時開示されたり、資産運用報告書に記載されたりするなど、投資家に対して適切に情報公開される必要があります。



【解説】

投資家が合理的な投資判断を下すためには、正確で適切な情報が不可欠です。特に利益相反取引は、投資家の利益に大きな影響を与えかねないため、透明性を確保することが極めて重要です。取引の事実や条件を広く公開することで、市場による監視機能を働かせ、不正な取引を抑止する目的があります。



【関連】

不動産証券化協会の「自主行動基準」や「マスター職業倫理規程」でも、「適切な情報開示」は中核的な行動規範として繰り返し掲げられています。法令上の義務であると同時に、プロフェッショナルとしての倫理的要請でもあると理解しましょう。



【暗記のヒント】

「適時開示」「資産運用報告書への記載」はセットで覚えておきましょう。利益相反取引は、事前同意だけでなく、事後の情報公開も厳しく求められる、という流れで全体像を掴むと記憶に定着しやすくなります。

該当過去問(4)

2019-AM-03-4

2021-AM-03-3

2022-AM-04-1

2023-AM-03-2

資産運用会社が、その親会社など利害関係者との間で不動産売買等の利益相反取引を行う場合、原則として、あらかじめ投資法人から取引についての同意を得なければなりません。



【解説】

これは忠実義務の根幹をなすルールです。資産運用会社は投資家の利益のために行動する義務がありますが、親会社との取引では、親会社の利益を優先してしまう危険性（利益相反）があります。そこで、取引の当事者である投資法人自身に取引内容を吟味させ、事前に同意を得ることで、投資家の利益が不当に害されることを防ぐ仕組みになっています。



【関連】

金融商品取引法や投信法上の具体的な規制は、民法で原則禁止されている自己契約や双方代理といった利益相反行為を、本人の事前の許諾によって例外的に認める考え方を投資家保護の観点から具体化したものと理解すると覚えやすいです。



【暗記のヒント】

試験では「誰が」「誰から」「いつ」同意を得るのが問われます。「資産運用会社が」「投資法人から」「事前に」という3点セットを正確に記憶してください。「事後報告でよい」「役員会の決議だけでよい」といった選択肢は誤りです。

該当過去問(3)

2019-AM-03-1

2021-AM-03-1

2023-AM-03-イ

信認関係は通常「信託者」「受託者」「受益者」の3者で構成され、専門家である受託者には大きな裁量を与えられる。



【解説】

不動産証券化ビジネスは高度に専門化しており、依頼者（投資家）と専門家の間には埋めがたい情報格差があります。いちいち指図できないため、プロである受託者に「お任せ（裁量）」することになりますが、その分、受託者は自己の利益を排して受益者のために動くことが強く求められます。



【関連】

この信認関係の理解は、第2章以降で学ぶ「職業倫理規程」の全てのルールの基礎となる最重要概念です。



【暗記のヒント】

「信託＝お任せ＝裁量大＝責任重大」のセットで覚えましょう。また、信託者が自らを受益者とすれば2者関係にもなり得ます。

該当過去問(2)

2023-AM-05-イ

2025-AM-50-イ

インサイダー取引規制における「重要事実」には、投資法人の決定事実だけでなく、その資産運用会社に関する決定事実や発生事実も含まれます。



【解説】

J-REIT（投資法人）は、それ自体は意思決定機関を持たない器であり、実際の資産運用や経営判断はすべて資産運用会社が行っています。したがって、投資法人の投資判断に重大な影響を与える情報の多くは、資産運用会社で発生・決定されます。もし資産運用会社に関する情報が規制対象外となれば、インサイダー取引規制が骨抜きになってしまうため、規制の対象に含まれているのです。



【関連】

これは、投資法人と資産運用会社が一体となって運用を行っているというJ-REITの構造的な特徴を反映したルールです。専門家である資産運用会社に経営を委ねるという「信託」関係が、インサイダー取引規制の範囲を決定していると理解できます。



【暗記のヒント】

「投資法人の重要事実」と「資産運用会社の重要事実」は、どちらも投資判断に影響を与えるという意味で同等に扱われる、と覚えておきましょう。「資産運用会社に関する事実は対象外」という選択肢は典型的な引っかけです。

該当過去問(2)

2019-AM-04-ハ

2022-AM-04-3

善管注意義務は、投資の「結果」ではなく、業務に「取り組む際の姿勢・プロセス」が適切であったかを問うものである。

 【解説】

投資や事業にはリスクがつきもので、最善を尽くしても損失が出ることはあります。結果だけで責任を問うとプロはリスクを取れなくなります。そのため、十分な調査や合理的判断を行ったかという「プロセス」が適正であれば、結果が悪くても義務違反とはなりません。

 【関連】

民法の委任契約における受任者の義務（第644条）が根拠となっており、様々なプロフェッショナルの責任を考える上での基本原則です。

 【暗記のヒント】

「結果オーライ」ではなく「プロセス重視」と覚えましょう。一生懸命やっても手順が杜撰ならアウト、結果が悪くても手順が完璧ならセーフ、と区別することが重要です。

該当過去問(1)

2024-AM-50-八

専門家の責任は、直接の契約関係にある依頼者だけでなく、その成果物を信頼して行動した第三者に対しても及ぶことがあります。

 【解説】

不動産証券化商品は市場で流通するため、直接の依頼者以外（例えばセカンダリー市場の投資家）も、専門家の成果物（鑑定評価書や格付けなど）を信頼して取引します。この信頼を裏切るような杜撰な業務を行えば、直接の契約がなくても、不法行為責任などに基づいて損害賠償を請求される可能性があります。

 【関連】

第2部で詳述される法的責任（特に不法行為責任）と深く関連する知識です。プロの仕事は社会的な影響力を持つという自覚が求められます。

 【暗記のヒント】

「契約がないから責任はない」という言い訳は、プロの世界では通用しないと心得ましょう。

該当過去問(1)

2023-AM-01-イ

インサイダー取引を規制する法令上の正式な用語は、「会社関係者」が「重要事実」を知って、それが「公表」される前に特定の取引を行うことを禁じる、という構成になっています。

 【解説】

法令では、規制の対象者、対象となる情報、規制が解除されるタイミングを明確に定義する必要があります。それぞれ「誰が（会社関係者）」「何を知って（重要事実）」「いつまで（公表されるまで）」取引をしてはいけないのか、という形でルールが構成されています。これらの用語は、法律の条文で厳密に定義されており、曖昧な解釈を許さないためのものです。

 【関連】

これらの用語の正確な理解は、法令遵守の第一歩です。「マスター職業倫理規程」でも「法令・規則等の遵守」が求められており、専門家として、法令上の正確な用語を使いこなせることが期待されています。

 【暗記のヒント】

「内部関係者」「内部情報」「開示」といった、似て非なる日常用語とのすり替え問題が頻出します。法令上の正式名称である「会社関係者」「重要事実」「公表」をセットで正確に暗記してください。

該当過去問(1)

2021-AM-04-2

インサイダー取引の罰則として違反行為によって得た財産は没収される可能性があります。この場合の「財産」とは、不正に得た利益部分だけでなく、取引で得た売却代金全体を指します。

 【解説】

インサイダー取引は、市場の公正性と投資家の信頼を著しく損なう重罪です。そのため、単に利益を剥奪するだけでなく、取引そのものから得た財産全体を没収するという非常に厳しい罰則が科されることがあります。これは、違反行為を経済的に全く割に合わないものにすることで、インサイダー取引を強力に抑止するという制度趣旨に基づいています。

 【関連】

不動産証券化協会の自主行動基準において「反社会的勢力に対する対応」が厳しく定められているのと同様に、市場の健全性を脅かす行為に対しては、断固とした姿勢で臨むという考え方が根底にあります。

 【暗記のヒント】

計算問題として出題された場合、「利益（売却額－購入額）」を計算してはいけません。引っかけ問題の典型です。「没収されるのは売却代金の全額」と覚えておけば、迷わず正解を選べます。

該当過去問(1)

2023-AM-04-4

引っかけパターン分析

利益相反行為の正当化

- × **誤り:** 運用受託者が、通常より高い報酬や有利な条件でグループ会社に業務委託したり、内部の鑑定士に評価を行わせたりすることは問題ないと誤認させる。
- **正解:** 自己や第三者（親会社や子会社）の利益を優先させる行為は典型的な「忠実義務違反」であり、許されません。また、利益相反取引の評価は独立した外部の専門家が行う必要があります。

💡 【解説】

利益相反取引の公正性を担保するには、取引条件が市場価格に準じていること（アームズ・レングス・ルール）と、評価の客観性が不可欠です。内部の人間が関与したり、グループに有利な条件を設定したりすれば、投資家の利益が損なわれるため、厳しく禁止されています。

🛡️ 【回避法】

「グループ会社」「関連会社」「内部の専門家」「有利な条件」といったキーワードが出てきたら、即座に「利益相反＝忠実義務違反の疑い」と判定してください。客観性・独立性が担保されているかが判断の分かれ目です。

該当過去問(4)

2019-AM-03-3

2019-AM-05-8

2021-AM-05-0

2022-AM-05-8

用語のすり替え（法令用語 vs 日常用語）

- × **誤り:** インサイダー取引規制の法令用語である「重要事実」や「会社関係者」を、日常で使われる「内部情報」や「内部関係者」という言葉に置き換える。
- **正解:** インサイダー取引規制に関する法令上の正式な用語は「会社関係者」「重要事実」「公表」です。

💡 【解説】

法律は、その適用範囲を明確にするため、厳密な用語の定義に基づいています。この引っかけは、専門家として、日常用語と法律用語を正確に区別できるかを試すものです。「内部情報」という言葉は一般的ですが、金融商品取引法上の規制対象となる情報は「重要事実」として具体的に列挙されています。

🛡️ 【回避法】

これは知識を問う問題なので、正確な暗記が最も有効な対策です。「会社関係者」「重要事実」「公表」の3つをセットで、呪文のように覚えてしまいましょう。似た言葉が出てきたら、まず「すり替え」を疑う癖をつけることが大切です。

該当過去問(3)

2021-AM-04-1

2021-AM-04-3

2021-AM-04-4

用語のすり替え（義務の定義）

- × **誤り**: 忠実義務の説明として「プロとして十分な注意を払うこと」としたり、善管注意義務の説明として「顧客の利益を第一に考えること」とするなど、定義を入れ替える。
- **正解**: 「顧客の利益第一・利益相反禁止」は忠実義務。「プロとしての十分な注意・誠実なプロセス」は善管注意義務です。

💡 【解説】

忠実義務と善管注意義務は、信託義務を構成する両輪ですが、義務の性質が異なります。試験では、この二つの定義を入れ替えることで、受験生の正確な理解度を試します。

🛡️ 【回避法】

キーワードで結びつけましょう。「忠実=忠義を尽くす相手を間違えない（利益の方向性）」「善管注意=手抜きをしない（業務の質）」とイメージで覚えると区別しやすいです。

該当過去問(2)

2024-AM-50-□

2025-AM-50-□

主体の混同

- × **誤り**: 資産運用会社と投資法人の役割を逆にして、投資法人が資産運用会社に報告書を交付する義務を負う、などと記述する。
- **正解**: 資産を預かり運用する「資産運用会社」が、顧客である「投資法人」に対して報告や書面交付の義務を負います。

💡 【解説】

この引っかけは、J-REITにおける「信託関係」の基本構造を理解しているかを問うものです。資産を託された受託者（資産運用会社）が、委託者・受益者（投資法人）に対して義務を負うという関係性を逆にすることで、受験生を混乱させようとしています。

🛡️ 【回避法】

常に「誰が、誰に対して義務を負うのか？」という情報の流れを意識してください。「報告する」「交付する」といった動詞を見つけたら、その主語が資産運用会社で、目的語が投資法人になっているかを確認する癖をつけましょう。義務の矢印の向きは常に「運用会社→投資法人」です。

該当過去問(2)

2021-AM-03-4

2023-AM-03-八

用語のすり替え（概念定義）

- × **誤り**: 「契約」の説明として、圧倒的な情報格差や信頼関係が前提であるとしたり、「信認」の説明として、対等な当事者が自己の利益を追求するものだとする。
- **正解**: 情報格差や信頼関係が前提となるのは「信認」です。「契約」は、対等な当事者が自己利益のために条件を交渉し結ぶものを指します。

💡 【解説】

一般的な日本語の「契約」のイメージ（信頼してサインする等）を利用した引っ掛けです。本試験における「契約」と「信認」は、明確に対立する概念として整理しておく必要があります。

🛡️ 【回避法】

「契約＝対等・自己利益・交渉」「信認＝格差・他者利益・お任せ」という対立軸のキーワードを明確にしておけば、文中の説明がどちらの概念に属するのかを簡単に見抜くことができます。

該当過去問(1)

2023-AM-05-□

定義の誤解

- × **誤り**: 新聞社のスクープ記事や業界内の噂も、インサイダー取引規制が解除される「公表」にあたると誤認させる。
- **正解**: 法令上の「公表」とは、TDnetでの開示など、法令で定められた方法で全ての投資家が公平に情報にアクセスできる状態にすることを指し、単なる報道や噂は含まれません。

💡 【解説】

インサイダー取引規制が解除される「公表」のタイミングは、全ての投資家が同時に、公平に情報にアクセスできるようになった時点である必要があります。スクープ記事は一部の人しか見ない可能性があり、内容の正確性も保証されません。そのため、法令は「公表」の方法を厳格に定めることで、情報格差が生じないようにしています。

🛡️ 【回避法】

「公表」という言葉の法的な重みを理解することが重要です。「公に発表する」という日常的な意味ではなく、「法令で定められた手続きに則って、全ての投資家がアクセス可能な状態にすること」と捉えましょう。「スクープ」「噂」「関係者への説明会」などは、この要件を満たさないため「公表」にはあたらないと判断してください。

該当過去問(1)

2019-AM-04-二