

平成 25 年証券アナリスト 第 2 次試験＜午前＞

第 1 問 (20 点)

＜午前＞ 第 1 問

評 点	
--------	--

問 1

① 投資の適合性	② 不実表示	③ 実質
④ インフレーション	⑤ 層化抽出法	⑥ 忠実
⑦ 証券の発行者	⑧ 第二次	

問 2

職業行為基準 8（3）では、証券の発行者との間の信頼関係等に基づいて未公開の重要な情報を発行者から直接入手した会員に対し、証券の発行者がその情報を公表することが適当と判断される場合、発行者にその公表を働きかけるよう求めている。

第 2 問 (20 点)

< 午前 > 第 2 問

評 点	
--------	--

問 1

該当条項 基準 4 (1)
質問内容 : ・投資可能な金額はいくらぐらいですか? また、投資期間はどのくらいをお考えですか?
・投資のご経験を確認したいのですが、今まで A 電機以外の株式や株式投資信託を購入された経験はありますか?
・老後の生活費に充てるためといった、投資を行う際の目的を教えてくださいませんか?

問 2

抵触行為 1

該当条項 基準 4(2)、基準 6(1)、基準 6(2)
具体的な内容 : 株の知識がなく余裕資金も多くない顧客に対し、株で財産を倍増させるなど積極的な投資勧誘を行い、A 電機株から F 投信への全額買換えを提案し約定している。この行為は、顧客の状況、ニーズなどを考慮していないため、適合性の原則について規定した基準 4(2) に抵触する。また、F 投信への買換えは自己の利益を優先した行為であり、専門家としての注意義務が果たせていないため、基準 6(1) (2) に抵触する。

抵触行為 2

該当条項 基準 3(1)、基準 9(5)、基準 6(2)
具体的な内容 : F 投信の販売にあたり、景気回復を前提に、雑誌を用いて日本株が上昇するとし、加えて検定会員であることで自らのアドバイスを信用させようとしている。この行為は、投資推奨に際して綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠を要求する基準 3(1) に抵触する。また、会員称号の良識ある使用を規定した基準 9(5) に抵触する。さらに、専門家としての注意義務が果たせていないため、基準 6(2) に抵触する。

抵触行為 3

該当条項 基準 3(4)、基準 4 (3) ロ、基準 6(2)
具体的な内容 : 推奨している F 投信は元本割れリスクのある商品にもかかわらず、キャピタルゲインが必ず手数料を上回るという誤解を生じさせるような発言をしている。この行為は、投資成果を保証する表現を禁止する基準 3(4) に抵触し、また元本割れリスクという投資対象の基本的特徴の開示を要求する基準 4 (3) ロに抵触している。さらに、専門家としての注意義務が果たせていないため、基準 6(2) に抵触している。

第 3 問 (20 点)

<午前> 第3問

評 点	
--------	--

佐藤さん

具体的な内容：顧客に説明した運用方針と異なり、取引先証券会社に依存した銘柄選択・売買を行っていること。	
該当条項 1 基準 3(1)	該当条項 2 基準 4(3)イ
理由：取引先の証券会社の推奨をそのまま受け入れた銘柄選択・売買は、合理的かつ十分な根拠に欠ける運用であるため、基準 3(1)に抵触する。また、当該運用手法は、顧客に説明した投資対象の選定等を行う際の基本的原則と手法と異なるが、その事実を顧客に開示していないため、基準 4(3)イに抵触する。	

具体的な内容：顧客に対し虚偽の運用報告書を提供し、不当な報酬を得ていること。	
該当条項 1 基準 5(2)	該当条項 2 基準 6(1)
理由：虚偽の運用実績の提示は、投資管理の成果の公正、正確かつ十分な提示に反するため、基準 5(2) に抵触する。また、虚偽の運用報告を行うことで運用報酬が増加していることは、顧客の最善の利益を損ない自己の利益を優先させた行為であり、忠実義務を規定した基準 6(1)に抵触する。	

具体的な内容：虚偽の資料に基づく高評価のファンドレポートにより、投資顧問契約残高を拡大していること。	
該当条項 1 基準 5(1)イ	該当条項 2 基準 5(2)
理由：顧客説明に過大に評価された事実と異なるファンドレポートを用いて、投資顧問契約残高を拡大している行為は、証券分析業務の内容等に係る重要事実の不実表示であり、基準 5(1)イに抵触する。また、投資管理の成果について公正、正確かつ十分な提示を行っていないため、基準 5(2)にも抵触する。	

鈴木さん

具体的な内容：資料を精査せずにK投資顧問のファンドを高評価し、投資推奨のレポートを作成したこと。	
該当条項 1 基準 3(1)	該当条項 2 基準 6(2)
理由：提出された資料の内容が虚偽であると薄々気づきながら、投資を推奨するレポートを作成した行為は、証券分析業務に際して、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠を要求している基準 3 (1)に抵触する。また、専門家として尽くすべき注意義務を果たしていないため、基準 6(2)に抵触する。	

第 4 問 (30 点)

< 午前 > 第 4 問

評 点	
--------	--

問 1

(1)	国内嗜好品 (2012 年度)	67.4%
	海外嗜好品 (2012 年度)	63.8%
(2)	2008 年度初に買収した Y 社がトップシェアを保持している市場で、「嗜好品」に高い間接税が課されているため、間接税負担率が大きく上昇したと推測される。	
(3)	Y 社買収資金については、まず、2008 年度に前年比で現金及び現金同等物の期末残高が激減していることから、手元資金が充当されたと考えられる。また、有利子負債の推移から、手元資金の不足額を補填すべく追加の資金調達が行われたと考えられる。	
(4)	注目指標	有利子負債/EBITDA 倍率
	A 社の有利子負債/EBITDA 倍率をみると、2008 年度は 2.13 倍 ($13,892 \div (4,305 + 2,215)$) から 2012 年度は 0.87 倍 ($5,052 \div (3,747 + 2,064)$) と低下している。2008 年は有利子負債が EBITDA の約 2 倍あったものが、2012 年度は EBITDA により十分カバーできる水準となり、安全性や債務返済能力の点で改善されているといえる。このような改善効果により、A 社の信用力がポジティブな見方になっていると考えられる。	

問 2

(1) IFRS 適用後の損益計算書 (単位：億円)

売上収益	25,471
営業利益	4,590
金融収益	64
金融費用	229
税引前利益	4,425
法人税	1,105
当期利益	3,320

(2)

2012 年度末「のれん」の帳簿価額：	13,800 億円
IFRS 適用後の「のれん」の評価方法	
一定期間にわたる規則的な償却は行われず、適切な頻度で減損テストを行うことが要求され、必要な場合には減損処理される。	

第 4 問（続き）

問 2（続き）

(3) IFRS 早期適用の理由	まず、事業のグローバル化に伴って、財務情報の国際的な比較可能性の向上が必要とされたことが考えられる。また、のれんの償却方法を変更することにより、営業利益段階の改善効果が図られるとともに、のれんの経済的実態をより忠実に評価することを意図したものと考えられる。

問 3

(1)	Y 社の買収時のEV／EBITDA倍率：	13.03 倍
	買収価格の妥当性：買収時の Y 社の EV/EBITDA 倍率は 13.03 倍と同業他社平均 11.63 倍に比べると 12%程高いが、買収時のプレミアムを考慮したとすれば妥当なものであると考えられる。	
(2)	海外嗜好品事業の時価推計：	36,355 億円
	買収の評価：現時点の事業価値は 36,355 億円と推定され、買収時の価値は 32,050 億円（X 社 9,500 億円＋Y 社 22,550 億円）と評価していることから、買収時に比べ現時点では 4,305 億円上回っており、A 社の買収は成功であったといえる。	

第 5 問 (20 点)

<午前> 第5問

評 点	
--------	--

問 1

(1)	_____ 900 億円
(2) ①	_____ 80 億円
②	_____ 780 億円
(3) 自己資本コスト:	_____ 8.77%
加重平均資本コスト: _____ 7.35%	

問 2

(1) 株主と経営者の間のエージェンシー・コストとは、両者の利害の相違により生じる企業価値の低下幅のことである。
(2) 方策 1 負債の利用 負債の利用により、経営者は債務不履行や倒産をおそれ、経営者による無駄な投資や浪費が抑制され、エージェンシー・コストが低下する。
方策 2 株主還元 自社株買いや配当で余剰のキャッシュを株主に還元すると、経営者が裁量的に使えるキャッシュが少なくなり、無駄な投資や浪費が抑制され、エージェンシー・コストが低下する。

第 6 問 (30 点)

< 午前 > 第 6 問

評 点	
--------	--

問 1

アウトパフォーマンス ・ アンダーパフォーマンス (どちらか一方を○で囲むこと)
理由：(A) (B) により短期金利は変化せず、満期の短い事業債の信用スプレッドが縮小する。事業債については配分比率が低く平均格付けが高いため、スプレッド縮小の効果が弱い。また、国債については配分比率が高く修正デュレーションがやや長いため、(C) のスティープ化による満期の長い国債の価格下落が強く出る。

問 2

戦略	売却	購入	理由
セクター	国債	事業債	(A) によれば、景気敏感セクターを中心としたデフォルト率の低下が見込まれるため、国債から事業債に乗り換えることにより、信用スプレッド縮小のメリットを享受できる。
格付	高格付債	低格付債	(A) によれば、デフォルト率の低下が見込まれるため、信用スプレッドの大きい低格付債に乗り換えることにより、スプレッド縮小の効果をより強く享受できる。
デュレーション	長期債	短期債・中期債	(B) によれば超低金利が続くが、(C) のスティープ化により長期債は価格下落が予想される。デュレーションが長くダメージも大きいので、より満期の短い債券に乗り換える。

問 3

(1) リバースフローター債の修正デュレーションの方が長い。金利が上昇した場合、割引率の上昇に加えクーポン額も減少するため現在価値、すなわち債券価格の低下はより大きなものになる。
(2) プラスの超過収益 ・ マイナスの超過収益 (どちらか一方を○で囲むこと)
理由：短期金利が低いままであればクーポンは当面減らないが、スティープ化による長期金利の上昇で修正デュレーションの大きいリバースフローター債の価格は大きく低下する。

問 4

手法名：イミュニゼーション
概略：債券ポートフォリオのデュレーションがベンチマーク・ポートフォリオのデュレーションに一致し続けるようにリバランスを行う。

第 6 問（続き）

問 5

(1)	オプション調整スプレッド（OAS : Option Adjusted Spread）
(2)	コーラブル債 ・ プッタブル債 （どちらか一方を○で囲むこと）
理由：RMBS は、金利水準が低下すると住宅ローンの期限前返済が生じ、途中償還の可能性が高まるため価格上昇が抑えられる。これは、金利水準が低下すると繰上償還の可能性が高まることにより価格上昇が抑えられるコーラブル債と似た価格変動特性となっている。	

第 7 問 (20 点)

< 午前 > 第 7 問

評 点	
--------	--

問 1

株式ロング・ショート戦略	・	マネージド・フューチャーズ戦略	(どちらか一方を○で囲むこと)
根拠: 「株式マーケットリスク」の回帰係数が 0.138 とより大きい正值であり、t 値 5.414 も臨界値±2.00 で判断すると有意。これは株式市場が上昇した場合に、より高いリターンが得られることを示唆する。また、決定係数も 0.827 とより大きく、この 5 つのリスク・ファクターでリターン変動の大部分を説明力できることが示唆される。			

問 2

トータルリターン: 7.484 %
理由: 固有の超過リターン α は 6.104%、③株式マーケットリスクの回帰係数が 0.138 で、そのファクターが 10% 上昇するわけだから、株式マーケットのファクター・リターンは $0.138 \times 10\% = 1.38\%$ 、その他のファクターは 0 なので、トータルリターンは $6.104\% + 1.38\% + 0 = 7.484\%$ となる。

問 3

株式ロング・ショート戦略	・	マネージド・フューチャーズ戦略	(どちらか一方を○で囲むこと)
根拠: 決定係数は 0 以上 1 以下の範囲でモデルの説明力を示唆し、1 に近いほど全変動和に占める説明変数による変動和 (回帰変動和) の割合が大きい。マネージド・フューチャーズ戦略の 0.240 に対し、株式ロング・ショート戦略は 0.827 とかなり大きく、これは列挙されたリスク・ファクター以外の要因の影響が小さいことが示唆される。			

問 4

バイアス 1: サバイバーシップ・バイアス。リターンが低いため報告を行わないファンドや、すでに淘汰され消滅したファンドなどのデータが勘案されず、結果的にヘッジファンド・ユニバースのリターンが過大評価される。
バイアス 2: 遡及バイアス。新規組入れファンドのリターンを遡及的に算入する場合、マネジャーが複数ファンドの中から過去のリターンが高いファンドのデータのみを選択的に提供することにより、上方にデータが偏る。

問 5

HML ファクターおよび SMB ファクター。このファンドが小型株セクターに傾斜をかける一方、HML ファクターのエクスポージャーはほとんど取っていないか、バリュー株セクターに若干の傾斜をかけている程度と推察される。これに対しサブ・インデックスはグロース株セクターに傾斜をかけ、SMB ファクターのエクスポージャーはほとんど取っていないと推察される。

注) 問 5: 株式ロング・ショート戦略のサブ・インデックスと「このファンド」では、分析に使っているリスク・ファクターが異なる。図表 1 によれば、サブ・インデックスにおいて最大にして有意なエクスポージャーは①デフォルト・リスクである。一方、図表 2 によれば、「このファンド」のリスク分析はファーマ=フレンチの 3 ファクター・モデルに基づいて行われている。このため問題で与えられた情報からは、「このファンド」のデフォルト・リスクに対するエクスポージャーがどの程度なのか不明であるが、小型株セクターへの傾斜によって吸収されていると判断し、あえてリスクの差異と認識せず HML ファクターと SMB ファクターを最も大きな差異とした。

第 8 問 (30 点)

< 午前 > 第 8 問

評 点	
--------	--

問 1

インフォメーション・レシオとは、アクティブリターン（ポートフォリオのベンチマークに対する超過収益率）
をトラッキング・エラー、すなわちベンチマークの市場リスクを超えたアクティブリスク（アクティブリターン
の標準偏差）で除したものである。アクティブ運用において、ベンチマークが明確な場合のリスク調整後パフォ
ーマンス評価測度として用いられる。

問 2

$IR_A=0.2$
計算過程 $IR_A = \frac{\alpha_A}{\sqrt{\sigma^2(R_A) - \sigma^2(R_{BM})}} = \frac{0.015}{\sqrt{0.2136^2 - 0.2^2}} = 0.2000... \approx 0.2$

問 3

A 社と B 社のアクティブリターンの相関係数はゼロ、また定義からベンチマークのリターンと A 社のアクティブ
リターン、ベンチマークのリターンと B 社のアクティブリターンの相関係数はゼロである。したがって、A 社と
B 社のアクティブリターン間、A 社アクティブリターンとベンチマークのリターン間、B 社アクティブリターン
とベンチマークのリターン間にいずれも共分散項は存在せず、日本株の全体ポートフォリオの分散についてはベ
ンチマークのリターンの分散と A 社、B 社のアクティブリスク（残差リターンの分散）の加法性が成り立つ。

問 4

(1)	$x^* = \frac{\alpha_A \tau}{\sigma^2(\varepsilon_A)} \qquad y^* = \frac{\alpha_B \tau}{\sigma^2(\varepsilon_B)}$
導出過程	$\frac{\partial U}{\partial x} = \alpha_A - \frac{1}{\tau} x \sigma^2(\varepsilon_A) = 0 \Leftrightarrow x = \frac{\alpha_A \tau}{\sigma^2(\varepsilon_A)}$ $\frac{\partial U}{\partial y} = \alpha_B - \frac{1}{\tau} y \sigma^2(\varepsilon_B) = 0 \Leftrightarrow y = \frac{\alpha_B \tau}{\sigma^2(\varepsilon_B)}$
(2) 最適運用委託比率：	33.33 %
計算過程	$x^* = \frac{0.015 \times 0.125}{0.2136^2 - 0.2^2} = 0.3333... \approx 33.33\%$

第 8 問（続き）

問 5

配分比率は A 社の 33.33%に対し B 社は 21.11%と低くなる。これは、B 社の方がアクティブリターンは若干高いものの、標準偏差（リスク）がそれ以上に大きくなっていることによる。

問 6

理由：A 社と B 社のアクティブリターン間の相関係数がより小さく見積もられているため、アクティブリスクに関して分散効果がさらに強く働き、アクティブリスクを抑えながら高いアクティブリターンを獲得できると試算されるはずである。この結果、A 社と B 社によるアクティブウェイトが高くなりパッシブの比率が低下した。
示唆：マネジャー・ストラクチャーに関して、全体のアクティブリスクはアクティブウェイトで調整可能である。アクティブ部分のアクティブリターンが一定水準で、アクティブリスクが小さければパッシブ比率を低くし、アクティブリスクが大きければパッシブ比率を大きくすればよい。

第 9 問 (20 点)

< 午前 > 第 9 問

評 点	
--------	--

問 1

1980 年代の経常収支の不均衡問題において、先進国においては経常収支の黒字、途上国の経常収支の赤字が問題とな
った。一方、1990 年代からは逆に、中国をはじめとする新興国や資源国における経常収支の黒字拡大傾向と米英等の
先進国における経常収支の赤字拡大傾向という特徴がみられる。

問 2

アジア諸国においては、所得が内需を超過し大幅な貯蓄超過が生じる一方、米国などでは所得が内需を下回ることによ
って大幅な投資超過が生じていた。このような貯蓄・投資バランスの構造の中、米国などの大幅な投資超過がアジア諸
国の大幅な貯蓄超過によってファイナンスされる状況が生じ、グローバル・インバランスが生じるようになったと考え
られる。

問 3

リーマンショックの影響を大きく受けた米国などでは、GDP が大幅に縮小することで輸入が減少し経常収支の赤字が
縮小した。一方、日本においては、そのことでリーマンショックの影響を受けた国向けの輸出が縮小し、外需が減少す
ることで GDP が縮小したと考えられる。

問 4

ユーロ圏内の諸国は景気や支出構造がさまざまであり、所得と内需の差としての経常収支に格差が生じる原因となっ
ている。最適通貨圏の議論では、ユーロ圏単一通貨などの共通通貨が導入される条件として、生産要素の自由な移動が挙
げられている。しかしながら、ユーロ諸国は、現在そうした条件を満たしているとは考えにくい。