

2014 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2014 年度の問題配分および配点は以下の通り。

午前		210 点		
第 1 問	20 点	倫理	基準の定義や趣旨等についての問題	
第 2 問	20 点	倫理	営業関係の問題	
第 3 問	20 点	倫理	ファンドマネジャー関係の問題	
第 4 問	20 点	企業	コーポレート・ファイナンス	
第 5 問	30 点	企業	企業分析	
第 6 問	25 点	証券	債券ポートフォリオ戦略	
第 7 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略	
第 8 問	25 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション	
第 9 問	20 点	経済	ゲーム理論	
午後		210 点		
第 1 問	20 点	経済	国際マクロ経済学	
第 2 問	20 点	経済	金融経済	
第 3 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価	
第 4 問	25 点	証券	デリバティブと投資戦略	
第 5 問	20 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション	
第 6 問	15 点	証券	行動ファイナンス	
第 7 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価	
第 8 問	20 点	企業	会計制度	
第 9 問	30 点	企業	コーポレート・ファイナンス	

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

企業=「コーポレート・ファイナンスと企業分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

午前・午後を通して、証券分析とポートフォリオ・マネジメント：8 問（200 点）、コーポレート・ファイナンスと企業分析：4 問（100 点）、市場と経済の分析：3 問（60 点）、そして職業倫理・行為基準は例年通り 3 問（60 点）となっている。昨年と比べ問題数の配分は同じだが、「証券」の配点が 10 点減って 200 点、この分「企業」が増えて 100 点だった。

証券分析とポートフォリオ・マネジメント

昨年、一昨年同様、今年も「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」は、問題量・内容とも午前が楽で午後がしんどい、全般に昨年よりは易しくなったような気もするがよくわからない、といったところだろう。出題内容を大雑把に整理すると以下の通り。

問 題	分 類	主な出題内容
第 6 問	債券ポートフォリオ戦略	イールドカーブ、デュレーション・コンベクシティ、パベル・ブレット分析
午 前	第 7 問 株式ポートフォリオ戦略	パッシブ運用とアクティブ運用、パッシブ運用の合理性、インデックス・ファンドの組成、
	第 8 問 アセット・アロケーション	退職給付債務、サープラス・マネジメント、ポートフォリオの最適化
午 後	第 3 問 株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価	ベンチマーク、売買執行のリスクとコスト、スタイル分析、アクティブ運用のトップダウン・アプローチ、区間推定
	第 4 問 デリバティブと投資戦略	通貨フォワード、FRA、金利スワップ、通貨スワップ、二項過程、リスクニュートラル・プライシング
	第 5 問 アセット・アロケーション	ライフサイクルとアセット・アロケーション、人的資本とアセット・アロケーション
	第 6 問 行動ファイナンス	レジームスイッチ、ニュース・ウォッチャーとトレンド・ウォッチャー
	第 7 問 株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価+国際	シャープ・レシオ、リスクの分解、ファーマ=フレンチ・3 ファクター・モデル、

通信教育プログラムが改訂されて 7 回目の本試験なので、いよいよ「協会通信テキストの内容通り」という問題が減ってきた。今回は問題の切り口が従来と異なるどころではなく、協会通信テキスト等に一切説明されておらず、受験者自身が自分なりに相当考えて練る必要のある問題が増えた。通信教育プログラムが改訂されて時間が経つと、だいたい今回のような傾向が顕著になるのも、またいつものパターンである。とくに、午後の第 5 問、第 6 問あたりはかなり柔軟な問題設定で、答案は多種多様で相当幅が広がるだろうから余計なお世話ながら、これを吟味して採点するのは本当に大変だろうと思う。反面、かなり瑣末なトピックを、それこそ「協会通信テキストの内容通り」に覚えておかないと解答しづらい問題もごく一部にみられた。たとえば、午後・第 3 問・問 1、第 8 問・問 1 といったところ。そうは言いつつ、結局はいつもの通り主力トピックが一通り出題されており、割と基本的な問題が多いので、こういった問題を取りこぼさないことがやはり重要だろう。

この科目は出題分野についてあまり規則性はなく、問題ごとに明確に分類できるわけでもないが、今回は信用リスクモデルが出題されず「行動ファイナンスと信用リスクモデルは交互に隔年で出題」というパターンが踏襲されている。他の分野については基本的にまあまあ一通り万遍なく出題されるのだが、今回はオルタナティブ投資と国際証券投資が全く出題されなかった。また、昨年、一昨年にみられた妙な重回帰分析の問題も姿を消した。

コーポレート・ファイナンスと企業分析

「コーポレート・ファイナンスと企業分析」の配点は計 100 点で、例年に比べ 10 点増加した。本科目を、コーポレート・ファイナンス(株式価値評価含む)／分析／会計の 3 つに分類した場合、コーポレート・ファイナンスを中心にバランスのとれたものとなっており、この傾向は昨年と変わらない。

年 度	コーポレート・ファイナンス	分 析	会 計
平成 26 年	50 点 (50%)	30 点 (30%)	20 点 (20%)
平成 25 年 (参考)	40 点 (44%)	30 点 (33%)	20 点 (22%)

問題 No	配 点	主な出題論点	分 野
<午前>第 4 問	20 点	企業価値、資本コスト、節税効果、公募増資の影響	コーポレート・ファイナンス
<午前>第 5 問	30 点	売上高営業利益率及び ROE の要因分析、株主還元政策、業績予想の妥当性	分 析
<午後>第 8 問	20 点	のれん償却、減損会計、リース会計、外貨換算会計	会 計
<午後>第 9 問	30 点	コーポレート・ガバナンス、ROA と ROE、企業価値 EBITDA 比率、ベータ推定、WACC、企業価値	コーポレート・ファイナンス

コーポレート・ファイナンスの 1 題（午前 第 4 問）は、企業価値、資本コスト、節税効果といった典型論点が出題され、高得点が狙える内容であった。もう 1 題（午後 第 9 問）は、ROA の要因分解、企業価値 EBITDA 比率、ベータ推定、WACC、企業価値と馴染みのある内容が中心であった。また、監査役会設置会社の特徴や競争戦略の内容を問われたが、全体的な位置付けからすると影響は軽微なものであった。

分析（午前 第 5 問）は、衛生用品メーカーの財務諸表をもとに、売上高営業利益率、ROE、株主還元政策等の判断が求められた。内容そのものは標準的であるものの、ボリュームが多く、解答をコンパクトにまとめる必要があった。

会計（午後 第 8 問）は、各論点の会計処理と財務指標の算定という 2 本立てであった。会計処理についてはやや細かい論点が含まれていたもの、財務指標については税金の想定を無視する条件が与えられていたこともあり、高得点が狙える内容であった。

市場と経済の分析

「市場と経済の分析」の問題は＜午前＞の部で 1 問、＜午後＞の部で 2 問と大問が合計 3 問出題され、配点は合計 60 点であった。この傾向は、過去 5 年分の試験と同様である。また、各大問の出題論点は、ミクロ経済学、国際金融論、金融政策であり、新しい論点や難易度の高い問題が散見されるものの、概ね、アナリスト協会のテキストと過去 3 年～5 年分の本試験問題をカバーしておくことにより対応可能なレベルであったと思われる。

問題 No	配 点	主な出題論点	分野
＜午前＞第 9 問	20 点	ゲーム理論、モラルハザード	ミクロ経済学
＜午後＞第 1 問	20 点	経常収支、貿易収支の動向、IS バランス	国際金融論
＜午後＞第 2 問	20 点	金融政策、量的金融緩和政策（ポートフォリオ・リバランス効果、時間軸効果）	金融政策

＜午前＞の第 9 問では、ナッシュ均衡を求める問題やモラルハザードの意味やその解決を問う出題が行われた。アナリスト協会のテキストの内容に基づく、過去の本試験において出題されたことがある内容であった。＜午後＞の第 1 問には、時事的論点の理解を必要とする、比較的難易度の高い出題が見られた。特に、問 2 においては、貿易収支の近年の動向を、輸出側と輸入側に分け、さらにそれぞれを価格要因と数量要因に分けて説明させるなど、経済財政白書等政府発表の資料に目を通しておく必要のある内容が問われた。

＜午後＞の第 2 問の問 1 では、基本事項の穴埋め問題が出題されている。また、問 3、問 4 は、それぞれ量的金融緩和政策で期待された「ポートフォリオ・リバランス効果」と「時間軸効果」について説明させるもので、過去の本試験でも出題された内容であった。問 4 は円安が国内物価水準に与える効果を図説する基本的な問題であった。

以上のことから、協会のテキストの内容を理解し、過去 3 年～5 年分の本試験問題を解けるようにしておけば、合格水準に達することができるとと思われる。ただし、問題自体の難易度は高いので、きちんとした対策が必要な試験であるといつてよいであろう。

職業倫理・行為基準

第 1 問は、穴埋め問題・記述問題から構成されている。穴埋め問題は基準の趣旨や注解からの出題で、過去に出題されたことのある語句の穴埋めでほぼ占められており、得点し易かったと思われる。記述問題は基準の注解からの出題で、注解に記述されている複数の事例の中から、その 1 つを解答することが要求されていた。

第 2 問は、営業関係（仮想事例）の問題である。解答要求は例年通りの抵触行為の指摘、該当条項及び理由の記述であった。ただし、指摘した抵触行為に対して解答する該当条項の個数に制限がなかったため、限られた解答欄の中で全ての該当条項と理由を不足なく記述することは、難しかったと思われる。また、抵触行為の解答数に合わせた切り分けについても、様々な切り分けが考えられ解答に手間がかかったと思われる。

第 3 問は、ファンドマネジャー関係（仮想事例）の問題である。解答要求は例年通りの抵触行為の指摘及び理由の記述であった。難易度は標準的であり、抵触行為の解答数に合わせた切り分けについても、比較的容易であったと思われる。なお、該当条項の指摘個数が 2 個と限定されていたが、例年の協会解答例に倣えば、いくつかの別解が用意されていることが想定される。

T A C 証券アナリスト講座