

平成 27 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 国家試験	② 忠実	③ 適合性
④ 金融商品取引	⑤ 特定	⑥ 著作
⑦ GIPS	⑧ 決算予想数値	

問 2

職業行為基準では、「重要な情報」について、特定の証券の発行者に係る情報であって、一般の投資者の投資判断または証券の価格に重大な影響を与えるものと定義している。

第 2 問 (20 点)

< 午前 > 第 2 問

評 点	
--------	--

問 1

行為と理由：井上さんの年齢、現在の年収、今後の収入の見込み、生活設計、投資経験を丁寧に尋ねた行為。
理由は、顧客の財務状況、投資経験、投資目的を十分に確認することを要求する基準 4(1) に照らして、適切な行為と考えられるため。

行為と理由：ポートフォリオ全体の安全性を優先し、預貯金、国債はそのまま保有し、「アップ建材」株式を売却して投資資金を作り、2 銘柄に分散して株式の動きを学ぶことを提案した行為。理由は、顧客の投資目的に最も適合する投資が行われるよう配慮することを要求する基準 4(2) に照らして、適切な行為と考えられるため。
--

問 2

該当条項：基準 3(1)
行為と理由：「おいしい X」と「ジーンズショップ W」の 2 銘柄は、顧客と話を合わせることで注文を獲得することを重視して選択した銘柄であり、それらの株式を推奨した行為は、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠がある投資推奨とは判断できないため。

該当条項：基準 3(3)
行為と理由：推奨した 2 社について、円安局面ではコスト高で収益が悪化する傾向があることは、投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事実であるにもかかわらず、円安による収益圧迫の説明を省いた行為は、重要な事実についてすべて正確に表示した投資推奨とは判断できないため。

問 3

行為：「アップ建材」株式を保有していることを、井上さんに話さなかったこと。
理由：基準 7(1) に抵触している。理由は、「アップ建材」株式の保有という公正かつ客観的な証券分析業務の遂行を阻害すると合理的に判断される事項を、井上さんに開示していないため。

行為：「アップ建材」株式を、井上さんよりも先に売却したこと。
理由：基準 7(3) に抵触している。理由は、推奨した「アップ建材」株の売却について、井上さんが売却する十分な機会を与えずに、自分の保有する「アップ建材」株の売却を優先させたため。

第 3 問 (20 点)

< 午前 > 第 3 問

評 点	
--------	--

問 1

6 (1)	行為と理由：P ファンドの運用体制をよく知っているにもかかわらず、企業調査アナリストも
	含め田中さんに虚偽の運用体制を伝えた行為は、ファンドの販売という自己の利益を優先し顧客
	の最善の利益を損なう行動であるため、忠実義務に違反する。
6 (2)	行為と理由：運用実績について誤った実績を田中さんに知らせたと気付いたにもかかわらず、
	その後訂正をしなかった行為は、専門家として尽くすべき注意や勤勉さをもって証券分析業務を
	行っているとは判断できないため、注意義務に違反する。

問 2

該当条項：基準 5(1) イ
理由：企業調査アナリストの業務経験や運用体制について虚偽の事実を伝えた行為は、会員が顧客に対して行うことができる証券分析業務に係る重要な事実についての不実表示と考えられる。したがって、証券分析業務に係る重要な事実についての不実表示の禁止を規定した 5(1) イに抵触する。
該当条項：基準 5(2)
理由：小型株インデックスを上回ってきた過去 5 年および過去 3 年の運用実績の数値のみ掲載されたパンフレットを使用することは、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るとは考えられない。したがって、投資管理の成果について公正、正確かつ十分な提示を規定した 5(2) に抵触する。

問 3

小林さん	行為：U 社の公募増資の情報を高田さんに伝えたこと。
	該当条項：基準 6(2)、基準 8(2)
	理由：U 社の公募増資という未公開の重要な情報が、信頼関係等に基づく義務に違反して伝えられたことを知りながら高田さんに伝えたことは、未公開の重要な情報の伝達を禁止した 8(2)
	に抵触する。また、受任者としての注意義務に欠ける行為であるため、6 (2) に抵触する。
高田さん	行為：U 社の公募増資の情報の伝達を受け、P ファンドの U 社株を売却したこと。
	該当条項：基準 3(1)、基準 6(2)、基準 8(2)
	理由：高田さんは伝達を受けた未公開の重要な情報に基づき、U 社株を売却しているため 8(2)
	に抵触する。また、売却にあたっては異なる根拠を用いており、合理的な根拠とは判断できないため 3(1) に抵触する。さらに注意義務に欠ける行為であるため、6 (2) に抵触する。

第 4 問 (20 点)

< 午前 > 第 4 問

評 点	
--------	--

問 1

自己資本コスト	:	6.7 %
計算：自己資本コスト = $1.2\% + 1.1 \times (6.2\% - 1.2\%) = 6.7\%$		
加重平均資本コスト	:	4.8 %
計算：加重平均資本コスト = $\frac{4,200\text{億円}}{4,200\text{億円} + 2,400\text{億円}} \times 6.7\% + \frac{2,400\text{億円}}{4,200\text{億円} + 2,400\text{億円}} \times (1 - 40\%) \times 2.5\% = 4.80\ldots\% \approx 4.8\%$		
株式時価総額 = $1,200 \text{円} \times 3.5 \text{億株} = 4,200 \text{億円}$		

問 2

(1) 土地価格 40 億円 :	<u>含まれる</u>	含まれない	(どちらかを○で囲むこと)
理由：この土地価格は、投資プロジェクト A のために利用することで、売却などその他の収益機会が奪われることから、マイナスのキャッシュフローとしての機会費用と考えられる。そのため、初期投資額に含める。			
(2) 研究開発費 5 億円 :	含まれる	<u>含まれない</u>	(どちらかを○で囲むこと)
理由：この研究開発費は、研究開発成果を他の事業に転用することが難しく、知的財産としての市場性はないことから、回収不可能な埋没費用と考えられる。そのため、初期投資額に含めない。			

問 3

(1) 営業利益 :	72 億円
計算：営業利益 $\times (1 - 0.4) + 80 \text{億円} - 30 \text{億円} = 93.2 \text{億円}$ 営業利益 = 72 億円	
(2) NPV :	10.46 億円
計算：NPV = $-300 \text{億円} + \frac{93.2\text{億円}}{1+0.06} + \frac{110.8\text{億円}}{(1+0.06)^2} + \frac{147.6\text{億円}}{(1+0.06)^3} = 10.463\ldots\text{億円} \approx 10.46 \text{億円}$	

問 4

<u>投資プロジェクト A</u>	投資プロジェクト B	(どちらかを○で囲むこと)
理由：企業価値の上昇を目的とする場合、収益率の高低を示す内部収益率よりも創出した価値の高低を示す正味現在価値を重視する。そのため、正味現在価値の高い投資プロジェクト A を選択すべきである。		

第 5 問 (30 点)

< 午前 > 第 5 問

評 点	
--------	--

問 1

(1) A 社は、既存主力製品の価格競争力を高めるとともに、国内市場シェアを 2014 年度の 53.9% から中長期的には 67% と圧倒的なシェア獲得を目指している。このように業界内でのトップシェアの確立と価格競争力の強化により、A 社の継続的な安定成長を見込むことができると考えられる。
(2) 財務指標：売上高営業利益率
理由：業界内トップシェアであることから、製品が価格競争に陥ることが少ないため、高く安定した利益率が獲得できると考えられる。
(3) 売上高純利益率の 2010 年度の 2.7% から 2014 年度の 6.1% への上昇が、ROE の上昇に貢献している。
要因 1：国内市場における売上高の伸長とコスト削減が奏功した。
要因 2：売上高営業利益率の高い米国市場の成長が貢献した。

問 2

(1) (ア) 期末現預金残高： 339 億円	(イ) ROE： 12.1 %
(ウ) PER： 28.6 倍	(エ) PBR： 3.5 倍
計算： (ア) 期末現預金残高 = 308 億円 + 249 億円 - 206 億円 - 12 億円 = 339 億円 (イ) $ROE = \frac{140 \text{ 億円}}{1,156 \text{ 億円}} = 0.1211 \dots \approx 12.1\%$ (ウ) $PER = \frac{3,000 \text{ 円} \times 133.5 \text{ 百万株}}{140 \text{ 億円}} = 28.60 \dots \approx 28.6 \text{ 倍}$ (エ) $PBR = \frac{3,000 \text{ 円} \times 133.5 \text{ 百万株}}{1,156 \text{ 億円}} = 3.46 \dots \approx 3.5 \text{ 倍}$	
(2) EPS：148.6 円	
計算：サステイナブル成長率 = $12.1\% \times (1 - 0.25) = 9.07 \dots \% \approx 9.1\%$ 2015 年度の EPS = $\frac{140 \text{ 億円}}{133.5 \text{ 百万株}} = 104.86 \dots \text{ 円} \approx 104.9 \text{ 円}$ 2019 年度の EPS = $104.9 \text{ 円} \times (1 + 0.091)^4 = 148.61 \dots \text{ 円} \approx 148.6 \text{ 円}$	
(3) A 社の ROE は国内食品業界平均よりも高いものの、グローバル食品業界平均より低い。ROE の高い企業は将来成長を見込んで PBR が高めになる一方、ROE の低い企業は PBR が低めになる。そのため、配当割引モデルやディスカウント・キャッシュフローモデルといったバリュエーション手法を併せて検討すべきである。	

第 5 問（続き）

問 3

(1) 賛成 <u>反対</u> (どちらかを○で囲むこと)
理由：A 社の ROE は 2014 年度で 11.6%と資本コスト 7%を上回る。そのため、配当よりも内部留保により再投資に振り向けた方が株主価値が向上し、株主にとって有利に働くと考えられる。
(2) 配当性向を高めたり、自社株買いを行うことにより株主還元を増加させるべきである。フリー・キャッシュフローが創出された場合、その単なる保有は、経営者の裁量により株主価値を無視した投資や浪費に向けられ、株主と経営者の間のエージェンシー・コストの上昇につながると考えられる。

第 6 問 (30 点)

< 午前 > 第 6 問

評 点	
--------	--

問 1

(1)	上昇し	変化せず	低下し	(いずれかを○で囲むこと)
	スティープ化	変化せず	フラット化	(いずれかを○で囲むこと)
	拡大する	変化しない	縮小する	(いずれかを○で囲むこと)
(2)	①ブレット型	バーベル型	(どちらかを○で囲むこと)	
	理由：修正デュレーションが同水準のベンチマークと比較し、利回りが低くコンベクシティが大きい。			
	②上昇・下落を問わず金利水準が大きく平行変化する場合に相対的なリターンは高く、金利水準があまり変化しない場合は相対的なリターンは低い。			

問 2

(1)	予想される変化：利回り曲線の水準は上昇、傾きはスティープ化する（ベア・スティープニング）。
	理由：国内景気の見通しがコンセンサスよりも強いこと、金融緩和政策の継続が予想されることから長期にわたる期待インフレ率が上昇するため。
(2)	対立する見通しと理由：(c)インフレ率の上昇と長期国債利回りの上昇。A 氏のポジションは対ベンチマークで事業債部分の修正デュレーションがやや長く、これは金利上昇に対して弱い。
	ポートフォリオの調整：事業債の平均デュレーションをベンチマーク並みに短期化する。信用リスクについて見通しが対立しているわけではないので、ウェイトはとくに調整する必要はない。

問 3

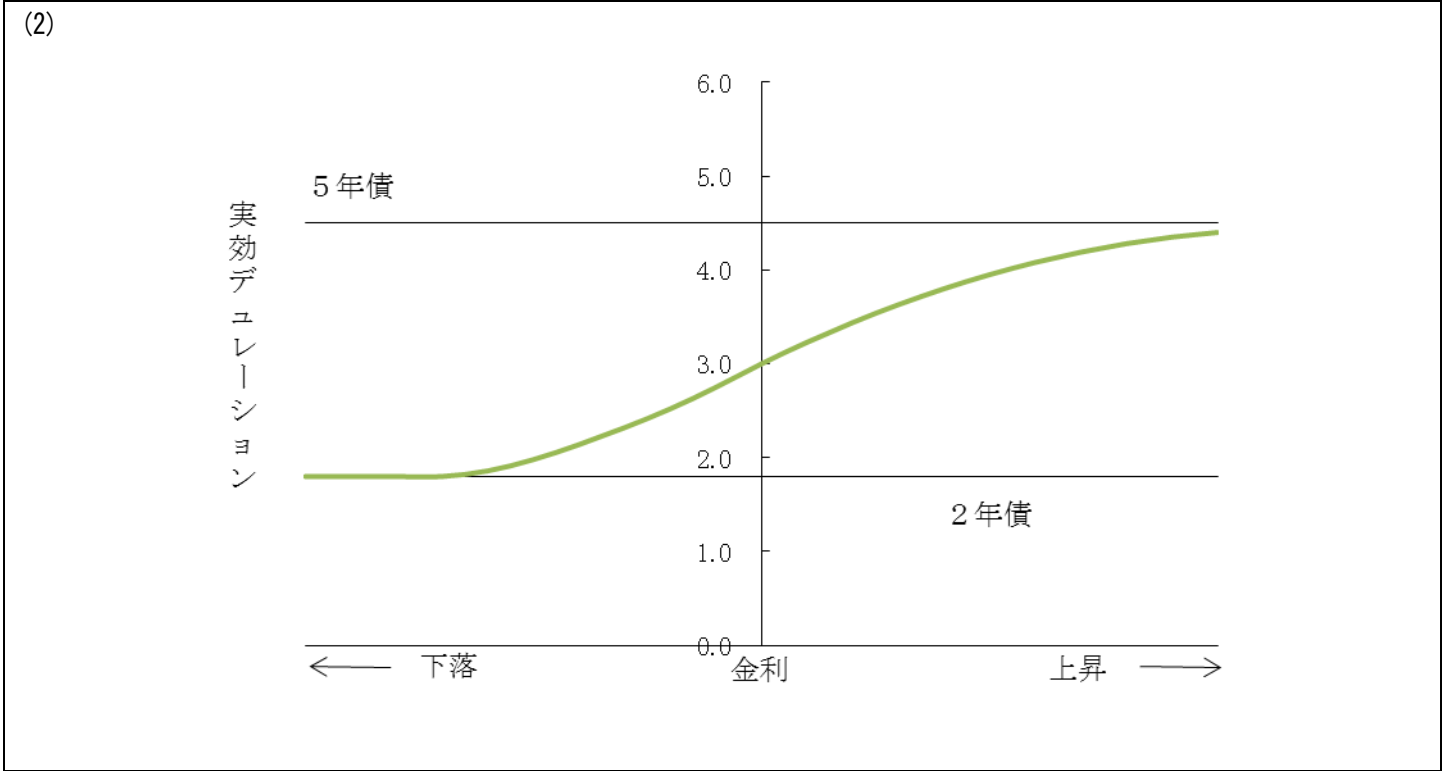
B E I の構成要素：名目利回り（固定利付債利回り）－実質利回り（インフレ連動債利回り）
B E I の変化：名目債（固定利付債）が相対的に売られ名目利回りが上昇し、実質債（インフレ連動債）が相対的に買われて実質利回りが低下する。したがって、ブレイク・イーブン・インフレ率は上昇する。
名目債の価格変化：物価水準が変化しても名目債のキャッシュフローは一定なので、インフレに対しては実質的な手取りが目減りし不利となる。したがって、相対的に価格は低下する。
インフレ連動債の価格変化：インフレ連動債のキャッシュフローは物価水準にリンクするため、インフレに対して実質的な手取りは変化しない。価格は変化せず、名目債に比べて有利となる。

第 6 問（続き）

問 4

(1) 全額満期償還債 コーラブル債 (どちらかを○で囲むこと)

理由：コーラブル債は金利が低下した場合の期限前償還リスクがある。このリスクに相応して利回りは高いはずで、クーポンが同じであれば価格は安い。



第 7 問 (30 点)

< 午前 > 第 7 問

評 点	
--------	--

問 1

X : ③	Y : ①	Z : ②	U : ⑤	V : ⑥
-------	-------	-------	-------	-------

問 2

(a) 景気期待：利益および⑤配当の期待成長率上昇、リスク回避度および③株式のリスクプレミアムの低下を通じ株価は上昇する。債券価格は②クーポン・額面が一定なので、①最終利回りの上昇を通じ下落する。
(b) インフレ期待：①最終利回りと⑤配当の期待成長率が上昇する。株価は①の上昇に比べ⑤が弱く下落し、債券価格は①の上昇により下落する。
(c) 投資家心理：投資家心理の改善は株式市場のボラティリティを低下させる。リスク回避度および③株式のリスクプレミアムの低下を通じ株価は上昇し、相対的に債券価格は下落する。
(d) 金融緩和度：金融緩和は①最終利回りを低下させ、同時にインフレ期待から⑤配当の期待成長率を上昇させる。この結果、株価・債券価格とも上昇する。

問 3

「金利の純粋期待仮説」が成立すれば、債券のリスクプレミアムは 0%になる。この期間のデータでは、債券のリスクプレミアムは 0%に近づいてきているものの 0%になっているわけではない。「金利の純粋期待仮説」に反していると評価すべきである。
--

問 4

まず t 値を計算し、題意よりこれを標準正規分布上の z 値と見立てる。 $t = \frac{0.603 - 0}{0.214} = 2.8177... \approx 2.82$ 標準正規分布表から有意水準 1%（両側）の臨界値は±2.575 であり、2.82 は棄却域に収まる。したがって、帰無仮説：「Correl の係数の真の値はゼロである」は棄却され、Correl の係数 0.603 はゼロから有意に乖離している。

問 5

整合的である。CAPM は「あるリスク資産のリスクプレミアム=ベータ×リスク資産全体のリスクプレミアム」としている。ここで「ベータ=あるリスク資産とリスク資産全体の相関係数×あるリスク資産の標準偏差／リスク資産全体の標準偏差」であり、Correl を「あるリスク資産（債券）とリスク資産全体（株式）の相関係数」と見立てると Correl の上昇はベータの上昇、引いてはあるリスク資産（債券）のリスクプレミアムを上昇させる。

第 7 問（続き）

問 6

債券のリスクプレミアムが期待インフレ率と正の相関関係にあるということは、債券のリスクプレミアムは 0%にとどまらないことを意味する。つまり、「金利の純粋期待仮説」は成立していないと解釈できる。
--

問 7

負の相関係数を示すということは債券のリスクプレミアムが低下するわけだから、債券価格が上昇し株価は低下することになる。したがって、金融危機の時期には債券投資、とりわけ利回り低下・価格上昇の大きい長期債投資を増やす。
--

第 8 問 (20 点)

< 午前 > 第 8 問

評 点	
--------	--

問 1

(1) 超過リターン : 1.2%
計算 : ポートフォリオ = $0.35 \times 3\% + 0.20 \times 0\% + 0.45 \times 5\% = 3.3\%$ ベンチマーク = $0.30 \times 2\% + 0.30 \times 1\% + 0.40 \times 3\% = 2.1\%$ 超過リターン = $3.3\% - 2.1\% = 1.2\%$
(2) セクター配分効果 : 0.15%
計算 : セクター配分効果 = $(0.35 - 0.30) \times 2\% + (0.20 - 0.30) \times 1\% + (0.45 - 0.40) \times 3\%$ = 0.15%
(3) 個別銘柄選択効果 : 0.9%
計算 : 個別銘柄選択効果 = $0.30 \times (3\% - 2\%) + 0.30 \times (0\% - 1\%) + 0.40 \times (5\% - 3\%)$ = 0.8%
(4) セクター配分効果の 0.15% に対し、個別銘柄選択効果は 0.8% と大きく上回る。したがって、個別銘柄選択効果の貢献度が大きい。

問 2

(1) 時間加重収益率 (TWRR) : 9.34 %
計算 : $TWRR = \frac{125 - 20}{100} \times \frac{118 - (-10)}{125} \times \frac{120}{118} - 1 = 0.093423... \approx 9.34\%$
(2) 時間加重収益率の正確な計算は非常に煩雑となる。修正ディーツ法は、運用会社における計算作業の負担軽減を図った時間加重収益率の近似計算なので、誤差の発生が不可避となる。この誤差が時間加重収益率との差異となって現れる。

問 3

バイアスの事例 : 残存者バイアス
内容 : パフォーマンスの悪いポートフォリオが解約により投資ユニバースからはずされ、結果的に過去に良好なパフォーマンスを残したポートフォリオが多く含まれてしまう。

問 4

定量評価では捉えきれない事象 : 運用手法の変更
内容 : 運用手法を変更したことにより、ファンドの特性やパフォーマンス傾向が従来と異なってくる。

第 9 問 (20 点)

< 午前 > 第 9 問

評 点	
--------	--

問 1

日本の金融緩和で円実質金利は低下、アメリカの金融引き締めでアメリカの実質金利は上昇し、日米資産運用からの同一通貨ベースの収益率を一致させるよう円安・ドル高が起こった。

問 2

相対的購買力平価説の下では、日米インフレ率格差に等しく為替レートが変化する。この仮説に従えば、米国の期待インフレ率を所与として、日本銀行の量的・質的金融緩和政策がインフレ期待の醸成に成功した場合、インフレ期待の分だけ円は対ドルで減価する。

問 3

国債の累増に伴う国債価格の低下による利回りの上昇を超えて、市場が日本の国債に対して要求するリスク・プレミアムが上昇する場合、円は対ドルで減価する。

問 4

円安になった分を輸出価格に反映させているため、この場合外貨建てでは価格に変化はなく、輸出数量に円安は影響しない。