

2015 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2015 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	財務諸表分析
第 6 問	30 点	証券	債券ポートフォリオ戦略
第 7 問	30 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション
第 8 問	20 点	証券	株式パフォーマンス評価
第 9 問	20 点	経済	国際金融論
午後 210 点			
第 1 問	25 点	経済	金融政策
第 2 問	15 点	経済	国民経済計算 (GDP 統計)
第 3 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 4 問	30 点	証券	デリバティブと投資戦略
第 5 問	25 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 6 問	20 点	証券	信用リスクモデル
第 7 問	25 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション
第 8 問	20 点	企業	会計制度
第 9 問	20 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 18 問 (420 点)。

内訳は、証券分析とポートフォリオ・マネジメント：8 問 (210 点)

コーポレート・ファイナンスと企業分析：4 問 (90 点)

市場と経済の分析：3 問 (60 点)

職業倫理・行為基準：3 問 (60 点)

となっている。

証券分析とポートフォリオ・マネジメント

今年も「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」は、相変わらず問題量・内容とも午前が楽で午後がしんどい、完全にこのパターンが定着したようだ。また、全般に昨年よりは易くなったような難しくなったような、何ともよくわからない、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
午前	第 6 問 (30 点)	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、バーベル・ブレット分析、インフレ連動債、コーラブル債
	第 7 問 (30 点)	アセット・アロケーション	株価と債券価格、債券のリスクプレミアムと期待インフレ率、仮説検定
	第 8 問 (20 点)	株式パフォーマンス評価	要因分析、時間加重収益率、ユニバース比較
午後	第 3 問 (30 点)	株式ポートフォリオ戦略	投資ユニバース、スマートベータ、マーケット・モデル、ファーマ=フレンチ 3 ファクター・モデル、仮説検定
	第 4 問 (30 点)	デリバティブと投資戦略	株価指数先物、ダイナミック・デルタ・ヘッジ、デルタリスク・ガンマリスク
	第 5 問 (25 点)	株式ポートフォリオ戦略	PEAD アノマリー、ファンダメンタル・ファクター・モデル、売買執行のリスクとコスト
	第 6 問 (20 点)	信用リスクモデル	線形回帰モデル、クレジット・デフォルト・スワップ
	第 7 問 (25 点)	アセット・アロケーション	ポートフォリオの最適化（リバランス）と取引コスト

通信教育プログラムが改訂されて 8 回目の本試験ともなると、協会通信テキストにとくに説明されておらず、午前・第 7 問、午後・第 5 問など、受験者自身で考えて答案を練上げる問題が多くなってくる。通信教育プログラムが改訂されて時間が経つと、だいたいこういった傾向が顕著になるのも、またいつものパターン。反面、午前・第 8 問のように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含まれている。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、多くは基本的な問題である。午前・第 6 問、午後・第 4 問、第 6 問あたりはかなりやさしく、とくに午後・第 4 問のデリバティブは平成 21 年第 2 時限第 7 問とほぼ同じ内容だった。やはり、こういった問題をいかに取りこぼさずに乗り切るかが重要だろう。一見して敬遠したくなる午後・第 7 問も、内容はといえば実は単なる式の操作だけ。もっとも式の操作そのものが無意味に面倒で、結構うんざりするのも事実だが。

「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、今年は奇数の年（平成 27 年）なので案の定、信用リスクモデルだった。午後・第 5 問は行動ファイナンスの匂いが非常に強いが、あくまでも装いは「株式ポートフォリオ戦略」。

昨年に引き続き、今年もオルタナティブ投資と国際証券投資は全く出題されなかった。ここまで出題頻度が下がると、むしろ今後出題されたときに「やられた!」という印象になりそうだ。

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 90 点で、昨年に比べ 10 点減少した。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 27 年	40 点 (44%)	30 点 (33%)	20 点 (22%)
平成 26 年 (参考)	50 点 (50%)	30 点 (30%)	20 点 (20%)

問題 No	配 点	主な出題論点	分 野
<午前>第 4 問	20 点	資本コスト、フリー・キャッシュフロー、NPV	コーポレート・ファイナンス
<午前>第 5 問	30 点	ROE の要因分析、PER、PBR、EPS、配当政策の妥当性	分 析
<午後>第 8 問	20 点	リース会計、退職給付会計	会 計
<午後>第 9 問	20 点	コーポレート・ガバナンス、経営効率化を示す財務指標、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、資本コスト、NPV 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、経営効率化を示す財務指標や自社株買いの金額が問われたが、財務データが限定されていることもあり、妥当な数値を絞り込むことは可能であったと思われる。また、スチュワードシップ責任について問われる等、例年に比べコーポレート・ガバナンスの領域からの出題が増加した。

分析（午前 第 5 問）は、スナック菓子専門メーカーの財務諸表をもとに、次期の予想数値、ROE、PER 等の指標、配当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、数理計算上の差異の処理に関する日本基準と国際財務報告基準の相違についてはやや難易度が高かった。それ以外の退職給付会計、リース会計に関する計算問題については、近年の 1 次レベルの出題に酷似しており、確実に得点しておきたい内容であった。

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、国際金融論、金融政策、国民経済計算（GDP 統計）である。それぞれの問題には時事的なトピックスが散りばめられ、新しい論点や難易度の高い問題が散見される。

問題 No	配 点	主な出題論点	分野
＜午前＞第9問	20 点	オーバーシュート・モデル、購買力平価、ポートフォリオ・バランス・アプローチ	国際金融論
＜午後＞第1問	25 点	実質 GDP と実質 GDI、名目為替レートと交易条件、インフレ・ターゲティング 異次元金融緩和	金融政策
＜午後＞第2問	15 点	GDP の構成要素、労働分配率の動向と資本効率（ROA、ROE）	国民経済計算（GDP 統計）

＜午前＞の第9問は、大部分、為替レート決定論をベースにして、財政・金融政策が為替レートにどのような影響を与えるかについて問う基本的な問題で構成されている。円安が進行している中、輸出数量が伸びていない理由を問う問題も出題された。＜午後＞の第1問では、交易利得（損失）や交易条件など、過去あまり問われなかった論点が出題された。特に、交易条件については、その改善が日本経済へ与えるプラスおよびマイナスの影響について、金融政策の文脈の中で問われている。このような時事的な論点の問題に対応するには、経済財政白書等の政府発表の資料やそれらを解説した資料に目を通しておくことが有効であろう。

＜午後＞の第2問では、GDP 統計の基本的な論点や労働分配率の変動と資本効率の関係が問われた。問1では、昨年と同様、GDP 統計の基本事項が穴埋め形式で出題された。その後の問題では、労働分配率の理解、景気循環における労働分配率の変動と株価の変動の関係を問う論点や資本効率を高める方法が問われた。

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た。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や常識的に解答できる語句の穴埋めでは占められており、得点し易かったと思われる。記述問題は基準における用語の定義を問う出題で、基準の内容をそのまま解答することで対応が可能であり容易であった。

第 2 問は、営業関係（仮想事例）の問題であった。事例の文章自体の難易度は例年と変わりなかったが、解答要求が簡素化され取り組み易かったと思われる。具体的には、設問 3 つのうち 2 つについて、解答として指摘する条項が基準 4 や基準 3 に限定され、もう 1 つの設問についても、1 つの抵触行為について解答する条項が 1 つ、しかも基準 5 以降との指示があった。結果として、短い解答時間で一定の得点を獲得することが可能な問題であったと思われる。

第 3 問は、ファンドマネジャー関係（仮想事例）の問題であった。解答要求は例年通り抵触行為の指摘及び該当条項、理由の記述が中心であった。第 2 問同様、設問が 3 つに細分化されていたことで、指摘する抵触行為の絞込みが容易であった。また、該当条項の指摘数も少なかったため、従来の仮想事例の問題と比較して平易な問題であったと思われる。

T A C 証券アナリスト講座