

2016 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2016 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	アナリスト及び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	15 点	証券	行動ファイナンス
第 8 問	30 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション
第 9 問	10 点	経済	金融政策
第 10 問	15 点	経済	国際金融論
午後 210 点			
第 1 問	15 点	経済	国際金融論
第 2 問	20 点	経済	ゲーム理論・情報経済学
第 3 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 4 問	25 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション
第 5 問	25 点	証券	株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価
第 6 問	30 点	証券	デリバティブと投資戦略 (コーポレート・ファイナンス、信用リスクモデル)
第 7 問	25 点	証券	国際証券投資
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 19 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：4 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」は問題量・内容とも午前が楽で午後がしんどい。例によって全般に昨年よりは易し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	スポットレートとフォワードレート、パーイールド、債券価格、デュレーション、バーベル・ブレット分析、証券化商品、モーゲージ証券 (RMBS)
	第 7 問 (15 点)	行動ファイナンス	ノイズトレーダー、ポジティブフィードバック・トレード、裁定取引の限界
	第 8 問 (30 点)	アセット・アロケーション	コンスタント・ミックス (凹戦略)、ヒストリカル・ボラティリティ、期待値計算、仮説検定 (F 検定)、ポートフォリオの最適化、シャープレシオ
午 後	第 3 問 (30 点)	株式ポートフォリオ戦略	パッシブ運用、アクティブ運用、マーケットモデルとファーマ=フレンチ 3 ファクターモデル、信頼区間、スマートベータ、売買執行のコスト、
	第 4 問 (25 点)	アセット・アロケーション	期待リターンの推定、標準偏差・リスクの寄与、VaR、リスクの時間分散効果、人的資本
	第 5 問 (25 点)	株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価	投資ユニバースと分散効果、トラッキングエラー、ファンダメンタルファクターモデルとファーマ=フレンチ 3 ファクターモデル、ベンチマークの合理性
	第 6 問 (30 点)	デリバティブと投資戦略	倒産コスト・負債の節税効果、構造型モデル、フラット為替取引、二項モデル、VaR
	第 7 問 (25 点)	国際証券投資	通貨配分の決定方法、期待値・分散の計算、最適ヘッジ比率

通信教育プログラムが改訂されて 9 回目の本試験ともなると主力論点はほぼ出尽くし、昨年に引き続き、受験者自身で考えて答案を練上げる問題が多い。加えて今年は、多くの受験者が凡そ手を付けないような各分野の辺境トピックが積み上がっており、これは全体として難しくなったという印象を与えやすいかもしれない。それでも株式ポートフォリオ戦略やデリバティブと投資戦略、アセット・アロケーションといった主要分野は、やはり見慣れた問題が並ぶ。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。

「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、今年は偶数の年 (平成 28 年) なので案の定、行動ファイナンスだった。理論の骨子を成す「ノイズトレーダーリスクと裁定取引の限界」が割と素直に問われたので、これまでになく解答し易かったのではないだろうか (午前・第 7 問)。

デリバティブと投資戦略は、隣接するコーポレート・ファイナンスや信用リスクモデルの論点が顔を出している (午後・第 6 問)。倒産リスク、負債の節税効果、および構造型アプローチといったいずれも基本中の基本なのだが、最近はあまりなかったパターンだ。

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」の出題は4問、配点は計90点であった。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、この傾向は例年と変わらない。

問題 No	配 点	主な出題論点	分 野
<午前>第4問	20 点	投下資本利益率、レバード・ベータ推定、資本コスト、NPV、配当政策	コーポレート・ファイナンス
<午前>第5問	30 点	コストの要因分析、ROE の留意点、キャッシュ・フローと株主還元、売上高営業利益率	分 析
<午後>第8問	20 点	外貨換算会計、引当金、税効果会計、 その他有価証券	会 計
<午後>第9問	20 点	ガバナンス、企業価値、自社株買い、 資本コスト、負債利用の短所	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、投下資本利益率に関する説明が目新しかったものの、その他のレバード・ベータ推定、資本コスト、NPV、配当政策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、法人税の有無に注意する必要があったものの、企業価値、節税効果、資本コストといった頻出事項について確実に得点しておきたい内容であった。また、監査等委員会設置会社のガバナンス構造については、出題可能性の高かったものであり、是が非でも解答したい論点であった。

分析(午前 第5問)は、酒類・飲料メーカーの財務諸表をもとに、コスト要因分析、ROEの留意点、キャッシュ・フローと株主還元、売上高営業利益率の修正等が出題された。問題文の指示が丁寧に付されていたものもあったが、ボリュームが多く、総じて難易度は高かった。

会計(午後 第8問)は、平成26年と同形式であり、会計処理の内容と財務諸表の修正に基づく財務指標の算定であった。個々の会計処理についても1次レベルを中心とした比較的取り組み易い内容であり、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2問、＜午後＞の部で2問と大問が合計4問出題され、配点は合計60点であった。過去5年分の試験と比較すると、大問が1問増えたが、市場と経済への配点は60点と変化はない。また、各大問の出題論点は、国際金融論、金融政策、ゲームの理論・情報の経済学である。難易度は、例年通りといってよいであろう。ただし、基本をしっかりと押さえ、問題で与えられている状況を正確に理解して解答する問題が増えた印象である。

問題 No	配 点	主な出題論点	分 野
＜午前＞第9問	10 点	量的・質的金融緩和政策、時間軸政策	金融政策
＜午前＞第10問	15 点	IS-LM 分析、マンデル・フレミングモデル (IS-LM-BP 分析)、	国際金融論
＜午後＞第1問	15 点	購買力平価、カバー無し金利平価、国際収支統計、リスクプレミアム	国際金融論
＜午後＞第2問	20 点	展開型ゲーム、最適反応戦略、コミットメント、シグナリング、ペグging・オーダー	ゲーム理論・情報の経済学

＜午前＞第9問は、量的・質的金融緩和政策の概要と期待される政策効果としての時間軸効果に関する問題で、基礎的な内容を押さえておけば得点できるレベルである。＜午後＞第10問は、IS-LM 分析、IS-LM-BP 分析を使って、ユーロ圏に属するドイツの経済政策とそのギリシャへの影響を分析する問題である。問2は、問題で想定している状況をよく理解して解答する必要がある、ややレベルの高いものであった。

＜午後＞第1問は、代表的な為替レート決定仮説である購買力平価説とカバー無し金利平価説とそれにリスクプレミアムを考慮した出題であり、何れも基本を理解していれば解けるものであった。＜午後＞第2問の問1は、展開型ゲームをテーマにして、ある一つの戦略の組合せが均衡になる条件について問うもので、ややレベルの高いものであった。問2は、情報の非対称性によって生じる逆選択の問題とその解決としてのシグナリングについて問うもので、例年レベルの問題であった。

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る。穴埋め問題は基準やその趣旨、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。記述問題は基準に関する具体例を問う問題で、注解に記述されている複数の事例の中から、各 1 つずつ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不適切な行為の指摘、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。

第 3 問は、アナリスト及び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違反行為の指摘、該当条項及び理由の記述であった。難易度は標準的であるが、生命保険会社に所属するバイサイドのアナリストという、平成 24 年午前第 2 問（信託銀行所属の株式アナリスト）以来のまれな設定で、戸惑われた方もいらっしゃると思う。

T A C 証券アナリスト講座