

講義録レポート

講 座	証券アナリスト	科目①	証券分析
目標年		科目②	
コース	1次秋試験向け 3科目横断実践セミナー	回 数	1 回

収録日	2013 年 5 月 15 日		
講師名	鈴木 先生	講義録 枚数	2 枚 ※レポート 含まず
		補助資料 枚数	1 2 枚 ※表紙含む

講義構成	講義（ 29 ）分		
使用教材	①		
	②		
	③		
	④		
配布物	有 . 無		
	①		
	②		
	③		
正誤表	有 . 無	枚	
備考			

証券アナリスト 講義録		科目 証券分析	コース 1次対策 横断セミナー	回数 /
-------------	--	------------	-----------------------	---------

配布物	★ミニテスト：あり [] なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説	講師 鈴木 先生
	★実力テスト：あり [] なし	★その他のレジュメ []	
	◇配布物なし		

テキスト ページ	黒 板 内 容
	証券アナリスト 1次試験 2013年 1次対策 科目別横断セミナー 証券分析とポートフォリオ・マネジメント 現在 9/29 14/6 協会 通信 講座 申込 TAC インプット アウトプット 秋速修 秋演習 1次秋試験 → 3科目合格 → 2次試験 → 最 短合格

証券アナリスト 講義録		科目 証券分析	コース 1次対策 横断セミナー	回数 /
-------------	--	------------	-----------------------	---------

配布物	★ミニテスト：あり []	なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説	講師 鈴木 先生
	★実力テスト：あり []	なし	★その他のレジュメ []	
	◇配布物なし			

テキスト ページ	黒板 内 容
	証券分析 □ 証券市場の機能と仕組み 15 満点(180) ▽ ファンダメンタル分析 30 ◎▽ 株式分析 30 ◎ 債券分析 35 ◎ デリバティブ 30 (I) ~ (II)・(IV) ◎ ポートフォリオ・マネジメント 40

証券アナリスト 1 次（2013 年秋試験対策）

3 科目横断実践セミナー
証券分析とポートフォリオ・マネジメント

T A C 証券アナリスト講座

2013/5/15

1. 証券分析とポートフォリオ・マネジメントについて

1.1 試験の概要

- ◆ 1次試験…毎年4月下旬及び10月上旬（または、9月末）の年2回（2013年度については、4月21日及び9月29日¹⁾）実施され、各科目試験に合格する必要がある。

- ・ 証券分析とポートフォリオ・マネジメント（180分）
- ・ 財務分析（90分）
- ・ 経済（90分）

⇒3科目合格により、必要な条件を満たせば、CCMA®（Candidate for CMA, 日本証券アナリスト協会検定会員補）を名乗ることができます。

- ◆ 2次試験…毎年6月上旬に実施され（2007年度については、新制度への移行措置として6月及び12月の2回実施されたが、2008年度以降については従来どおり年1回の実施）、以下の科目の総合問題に合格する必要がある。

- ・ 証券分析とポートフォリオ・マネジメント
- ・ 市場と経済の分析
- ・ コーポレート・ファイナンスと企業分析
- ・ 職業倫理・行為基準

⇒証券アナリスト試験の最終合格となり、3年間の実務経験を満たせば、CMA®（Certified Member of the Security Analysts Association of Japan, 日本証券アナリスト協会検定会員）を名乗ることができます。

さらに、

- ◆ CIIA®(Certified International Investment Analyst,国際公認投資アナリスト®)…毎年3月（日本語試験）、9月（英語試験）が実施され、以下の科目（単位ごと）に合格する必要がある。

第1単位：コーポレート・ファイナンス、経済、財務分析、株式分析の4科目

第2単位：債券分析、デリバティブ分析、ポートフォリオ・マネジメントの3科目

また、

- ◆ CFA®(Chartered Financial Analyst)…米国に本拠を置くCFA Instituteにより実施される試験で、国際資格としての認知度が高い。毎年6月上旬と12月上旬の年2回実施されるLevel I、毎年6月上旬に実施されるLevel IIとLevel IIIの試験に合格し、一定の実務要件を満たせば、CFA®を名乗ることができる。

といった資格もあります。

¹⁾ 日本証券アナリスト協会からの発表（http://www.saa.or.jp/curriculum/news/pdf/news_2013_schedule.pdf）による。

1.2 証券分析の学習内容と本試験での出題状況

◆ 学習内容

協会通信テキスト	主なテーマ
1 証券分析とポートフォリオ・マネジメントの基礎	証券投資のリターンとリスク、ポートフォリオ理論の基礎
2 計量分析と統計学（1）	証券分析で使う数学、統計の基礎
3 現代ポートフォリオ理論	ポートフォリオ理論、CAPM（資本資産評価モデル）、リスク・ニュートラル・プライシング、市場の効率性
4 証券市場の機能と仕組み	わが国の証券市場の制度・特色
5 企業のファンダメンタル分析	産業分析と企業分析、主要な財務分析指標
6 株式分析	株価評価モデル（配当割引モデル、割引キャッシュフローモデル、残余利益モデル）
7 債券分析	利回り概念、債券価格の評価、債券投資のリスク、信用リスクと格付け
8 デリバティブ分析	オプション、先物、金利スワップ、等
9 ポートフォリオ・マネジメント・プロセス	パフォーマンス評価、アセット・アロケーション

◆ 出題分野（協会通信テキストとの対応関係）

本試験での出題	協会通信テキスト
第1問 証券市場の機能と仕組み	4 証券市場の機能と仕組み
第2問 ファンダメンタル分析	5 企業のファンダメンタル分析
第3問 株式分析	6 株式分析
第4問 債券分析	7 債券分析
第5問 デリバティブ分析	8 デリバティブ分析
第6問 ポートフォリオ・マネジメント	1 証券分析とポートフォリオ・マネジメントの基礎 2 計量分析と統計学（1） 3 現代ポートフォリオ理論 9 ポートフォリオ・マネジメント・プロセス

◆ 新カリキュラム移行後（平成19春～25年春）の配点数及び小問数

分野	平成 25 春	平成 24 秋	平成 24 春	平成 23 秋	平成 23 春	平成 23 春	平成 22 秋	平成 22 春	平成 21 秋	平成 21 春	平成 20 秋	平成 20 春	平成 19 秋	平成 19 春
証券市場の 機能と仕組み	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
ファンダメン タル分析	30	28	28	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
株式分析	30	32	32	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
債券分析	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
デリバティ ブ分析	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	31	30
ポートフォ リオ・マネ ジメント	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	39	40
合計	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
小問数	98	99	98	103	101	101	105	103	106	104	108	107	100	99

※ 2007年（平成19）度春試験以降は、現行カリキュラムで試験が実施されている。

※ 出題形式は、全問4 or 5 肢択一の選択問題（マークシート解答）。

◆ 平成25春試験の出題内訳

分野	配点	小問数				合計
		I	II	III	IV	
証券市場の機能と仕組み	15	15				15
ファンダメンタル分析	30	7	3	5		15
株式分析	30	5	5	5		15
債券分析	35	6	7	5		18
デリバティブ分析	30	6	9			15
ポートフォリオ・マネジメント	40	5	5	3	7	20
合計	180					98

◆ 平成24秋試験の出題内訳

分野	配点	小問数				合計
		I	II	III	IV	
証券市場の機能と仕組み	14	14				14
ファンダメンタル分析	28	8	7			15
株式分析	32	7	4	5		16
債券分析	35	6	6	6		18
デリバティブ分析	30	6	10			16
ポートフォリオ・マネジメント	40	5	6	5	4	20
合計	180					99

◆ 平成 24 春試験の出題内訳

分野	配点	小問数				合計
		I	II	III	IV	
証券市場の機能と仕組み	14	14				14
ファンダメンタル分析	28	8	7			15
株式分析	32	6	5	5		16
債券分析	35	7	6	5		18
デリバティブ分析	30	9	6			15
ポートフォリオ・マネジメント	40	7	6	2	5	20
合計	180					98

◆ 平成 23 秋試験の出題内訳

分野	配点	小問数				合計
		I	II	III	IV	
証券市場の機能と仕組み	15	15				15
ファンダメンタル分析	30	5	5	6		16
株式分析	30	5	5	6		16
債券分析	35	7	6	6		19
デリバティブ分析	30	10	6			16
ポートフォリオ・マネジメント	40	8	4	6	3	21
合計	180					103

◆ 平成 23 秋試験の出題内訳

分野	配点	小問数				合計
		I	II	III	IV	
証券市場の機能と仕組み	15	15				15
ファンダメンタル分析	30	5	5	6		16
株式分析	30	5	5	6		16
債券分析	35	7	6	6		19
デリバティブ分析	30	10	6			16
ポートフォリオ・マネジメント	40	8	4	6	3	21
合計	180					103

◆ 特色

□ 解答形式

- 1次試験は、全問マークシート式の択一式であり、現在は記述問題はなくなっている。

□ 問題量

- 大問構成については、新カリキュラムへの移行後（平成19年試験以降）は6問構成となっている（旧カリキュラムでは7問であったが、独立の大問として出題されていた産業動向分析が、現行カリキュラム下ではファンダメンタル分析に含まれることになったことによる）。
- 小問数は、新カリキュラムへの移行後は98～108題であり、概ね100題前後の出題（ただし、直近3回の試験は98or99題）。旧カリキュラム下で一時期110題半ばに達していたのに比べると減少しているものの、問題量としては依然として多い。

□ 出題分野

- 出題範囲が広く、かなり異なった分野からの広範囲に出題されている。
 - ・ 理論的・数理的傾向の強い分野：
債券分析、デリバティブ分析、ポートフォリオ・マネジメント、株式分析
 - ・ 2次『コーポレート・ファイナンスと企業分析』と関連性の強い分野：
ファンダメンタル分析、株式分析
 - ・ 歴史的（または制度的）性格の強い分野：
証券市場の機能と仕組み

□ 出題内容

- 1次証券分析では計算問題がかなり多い。なお、本試験では電卓の持込が許されており、1次証券分析では電卓の処理の巧拙が合否に多大な影響を与える。

□ 出題テーマ・新傾向問題

- 出題範囲は広範囲にわたる。新カリキュラムに移行した2007年以降、新傾向問題もあるものの、かなりの部分は既出かつ頻出の論点。

◆ 合格水準

- 正解率：60%弱（とはいっても、60%強以上は目指しておいたほうが確実、かつ2次合格にも近道です²⁾

²⁾ 1次試験の出題分野のうち、証券市場を除いて、2次試験でも出題される。こうした項目を1次レベルの学習の際にきちんと身につけておくことで、2次レベルに必要な知識が得られる。

1.3 2013 年秋試験合格に向けて

(1) 学習方針

- 2013 年秋試験での 1 次レベル通過を目指す
…最短での最終合格（2014 年 6 月の 2 次試験合格）を目指す場合、2013 年秋試験までに 1 次レベル 3 科目をクリアすることが必要となります。
- 過去の出題を踏まえて勉強することが重要
…協会通信テキストはもちろん勉強すべきですが、合格を主要目的とする場合、ウェイトの置き方は考慮した方がよいでしょう。

本試験	TAC テキスト	
	基本テキスト（秋速修テキスト）	秋演習テキスト
	第 1 章 証券分析の基礎	
第 1 問 証券市場の機能と仕組み	第 8 章 証券市場の機能と仕組み	第 6 章 証券市場の機能と仕組み
第 2 問 ファンダメンタル分析	第 4 章 ファンダメンタル分析	第 3 章 ファンダメンタル分析
第 3 問 株式分析	第 5 章 株式分析	第 4 章 株式分析
第 4 問 債券分析	第 3 章 債券分析	第 2 章 債券分析
第 5 問 デリバティブ	第 6 章 デリバティブ分析	第 5 章 デリバティブ分析
第 6 問 ポートフォリオ・マネジメント	第 2 章 現代ポートフォリオ理論	第 1 章 ポートフォリオ・マネジメント
	第 7 章 パフォーマンス評価	

（注）TAC 秋速修本科は秋速修講義と秋演習からなり、秋速修講義では基本テキストを使用し、秋演習では過去問をピックアップした『テキスト』を使用します。

- 理論的・数理（数学・統計）的傾向が強い分野（債券分析、デリバティブ分析、ポートフォリオ・マネジメント、株式分析）の早期学習が早期合格の秘訣。
…敬遠されがちな分野ですが、
 - ① 理論・数理分野は、いったん身に付けてしまえば、確実に正解を導きやすく、高得点が狙いやすいこと、
 - ② 2 次試験では、これら分野のウェイトも高く、かつ、レベルも高度（記述式、分析的）になるため、1 次レベル段階でどのくらい身に付けておけたかが 2 次レベルでの学習に多大な影響を与えること
 から、1 次スタート時点から理論・数理傾向の強い分野にウェイトをおいて学習していくことこそが 2 次試験までの最終合格への近道です。

➤ 2回以上回転させるのが効果的。

…初めて学習される方の場合、

まず最初に、全体像を把握する

次の段階で、問題演習を通じて、細かいポイントを固めていく

という方法が効果的だと思います（とはいえ、この時期からですから、なかなか時間が許しませんので・・・）

学習参考例

時期	学習内容	TAC 講義	主な対象
（インプット期	基本事項の 習得	秋速修講義	ファイナンス分野の初学者の方）
アウトプット期	問題演習	秋演習 公開模試	平成 25 年度秋試験受験者

➤ 1 次試験では、ほぼ毎回、同一形式・同一テーマが問われてきていますから、直前期の学習としては頻出問題を繰り返し解くことが重要です。過去 3 回分（余裕があれば 5 回分）ほどの問題を繰り返し解くことが合格に直結します。

（2）各分野の学習上のポイント

- 証券市場の機能と特色については、個々の選択肢としては制度・歴史について細かい知識を必要としますが、実際には、大要を把握しておくことが重要です。業務その他を通じた知識を前提に、直前期（模試等の実施時期）に問題を通じて確認しておくことで十分でしょう。
- 証券市場以外の分野については、理論等に関する正誤問題と計算問題が出題されます。合格に向けた効率的学習という観点からは、まず頻出の計算問題をものにし、その後、正誤問題へと展開するのが望ましいでしょう。

なお、より具体的には、以下の点にウェイトを置くとよいでしょう。

- ポートフォリオ・マネジメントについては、確率・統計の基礎（収益率の期待値と標準偏差、等）を踏まえて「リターンとリスク」の捉え方を身に付けましょう。
- 債券分析、株式分析については、プライシングの原則である「割引現在価値」の考え方を身に付けることが重要です。
- デリバティブ分野では、オプション、先物等代表的なデリバティブの特徴を把握し、「無裁定条件」を利用したプライシングについて学習することが重要です。
- ファンダメンタル分析については、単に指標の公式を丸暗記するのではなく、企業の「安全性」・「収益性」を見るための指標、「株式評価」のための指標、と分析の目的別に体系化するとよいでしょう。

2. 証券分析の問題例

[No.1] (平成24年(春)対策 TAC 公開模試 第3問 (30点) 抜粋)

I 株式分析に関する次の文章を読み、以下の問1から問6の各問に対する答えとして最も適切なものをA～D（ないしE）の中から1つ選んで、答案用紙の該当箇所をマークしなさい。

問1 配当割引モデルに関する次の記述のうち、正しくないものはどれですか。

- A 配当割引モデルは、株式の理論価格は現在の1株の保有によって将来得られる配当の期待値を投資家の要求収益率で割り引いた現在価値の合計になるという考え方である。
- B 配当割引モデルは、株式投資のキャピタルゲインを無視している。
- C 定率成長モデルでは、純利益の一部が内部留保され、翌期以降に投資家に支払われる配当の成長の源泉になる。
- D 定率成長モデルの配当成長率には、サステナブル成長率がよく用いられる。

問2 配当割引モデルに関する次の記述のうち、正しくないものはどれですか。

- A 成熟段階で、現在の成長率が今後も平均的に続くと考えても無理のない企業には定率成長モデルが適用できる。
- B 配当割引モデルは、現在急成長中で将来成長率の低下が予想される場合でも適用できる。
- C 将来の配当と要求収益率を代入して配当割引モデルから求めた理論株価と、実際の株価を比べることによって株価の割高、割安を判定することができる。
- D 資本資産評価モデル（CAPM）の成立を前提とすると、配当割引モデルから計算された期待収益率がCAPMから得られた均衡期待収益率を上回ると、その証券は割高と判定される。

問3 成長機会の現在価値（PVGO）に関する次の記述のうち、正しくないものはどれですか。

- A PVGOは、毎年新規投資が新たに生み出す価値の総和と考えることができる。
- B ROEが要求収益率を下回るとき、PVGOはマイナスになる。
- C ROEと要求収益率が等しいときPVGOはゼロで、内部留保率が変化しても株価収益率（PER）は変化しない。
- D ROEが要求収益率を上回るとき、内部留保率を高めるとPVGOは低下する。

問4 株式の評価尺度に関する次の記述のうち、正しくないものはどれですか。

- A 配当利回りは、株価に対してどれだけのキャピタルゲインがあるかを示す。
- B 益利回りは、債券利回りとの差（イールド・スプレッド）をとって、株式と債券の相対的な有利さの判断に使われることがある。
- C 株価キャッシュ・フロー比率を使用すると、国際的な株価評価を行う際に各国の会計基準の差を取り除いた比較ができる。
- D 一般にPERが高ければ、投資家が将来の利益成長を期待して、その株式を評価していると解釈される。

解答

問1 B 問2 D 問3 D 問4 A

問5 株価純資産倍率（PBR）に関する次の記述のうち、正しくないものはどれですか。ただし、残余利益モデルを前提とすること。

- A PBR は、1株当たり自己資本というストックとの比較で株価を評価する尺度である。
- B 1株当たり自己資本は、株式の資産価値または解散価値を表すので、PBR が1を下回ることはない。
- C ROE が要求収益率を上回るとき、PBR は1を上回る。
- D 株式市場が効率的であれば、PBR により企業が価値を創造しているかどうかの投資家の評価が判る。

問6 現在（当期期首）の株価が500円、年1回支払われる当期の1株当たり配当金が15円、配当成長率が2%のとき、当期に得られると期待される株式のキャピタルゲインはいくらですか。ただし、株式評価は配当割引モデルにしたがうものとする。

- A 1%
- B 2%
- C 3%
- D 4%
- E 5%

解答

問5 B 問6 B

[No.2] (平成24年(秋)対策 TAC 公開模試 第4問 (35点) 抜粋)

Ⅲ 債券分析に関する次の文章を読み、以下の問1から問4の各問に対する答えとして最も適切なものをA～Eの中から1つ選んで、答案用紙の該当箇所をマークしなさい。

図表1の債券はすべて年1回利払いの固定利付債で現在は利払い直後である。以下の問に答えなさい。

図表1 債券一覧

銘柄名	残存年数 (年)	額面 (円)	クーポン・ レート (%)	価格 (円)	最終利回り (%)	修正デュレー ション	コンベク シティ
国債1	2	100	3.00%	98.49	3.80%	問1	問3
国債2	5	100	8.00%	106.23	6.50%	4.07	21.79

問1 国債1の修正デュレーションはいくらですか。

- A 1.84
- B 1.90
- C 1.93
- D 1.97
- E 2.02

問2 国債2の最終利回りが0.5%低下した場合、債券価格はいくらですか。修正デュレーションを用いた近似値で答えなさい。

- A 104.07 円
- B 105.73 円
- C 106.73 円
- D 107.64 円
- E 108.39 円

問3 国債1のコンベクシティはいくらですか。

- A 4.86
- B 5.24
- C 5.46
- D 5.67
- E 5.88

問4 国債2の最終利回りが0.5%低下した場合の、修正デュレーションとコンベクシティを用いて計算した価格の近似値と修正デュレーションを用いて計算した価格の近似値の差はいくらですか。

- A 0.01 円
- B 0.03 円
- C 0.05 円
- D 0.08 円
- E 0.12 円

 解答

問1 B 問2 E 問3 C 問4 B

[No.3] (平成25年(春)対策 TAC 公開模試 第6問 (40点) 抜粋)

II ポートフォリオ・マネジメントに関する次の文章を読み、以下の問1から問3の各問に対する答えとして最も適切なものをA～Eの中から1つ選んで、答案用紙の該当箇所をマークしなさい。

図表1に来年の景気の状態が好況、平常、不況になる生起確率、およびそれぞれの景気の状態の下でのX社株式とY社株式のリターン(年率)および期待リターンとリターンの標準偏差が示してある。

図表1 来年の景気と株式リターン

景気	生起確率	株式リターン	
		X社	Y社
好況	20%	30.0%	20.0%
平常	60%	10.0%	10.0%
不況	20%	-20.0%	-15.0%
期待リターン		問1	7.0%
標準偏差		問2	11.7%

問1 来年のX社株式の期待リターン(年率)はいくらですか。

- A 5.0%
- B 5.9%
- C 6.7%
- D 8.0%
- E 10.0%

問2 来年のX社株式のリターンの標準偏差(年率)はいくらですか。

- A 9.6%
- B 11.2%
- C 12.5%
- D 14.8%
- E 16.0%

問3 来年のX社株式とY社株式のリターンの共分散はいくらですか。ただし、リターンは小数点表示にして計算すること。

- A -0.0225
- B 0.0076
- C 0.0184
- D 0.0292
- E 0.0368

 解答

問1 D 問2 E 問3 C