

## 2024 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2024 年度の問題配分および配点は以下の通り。

午前 180 点			
第 1 問	24 点	倫理	営業、ファンドマネジャー、アナリストに関する仮想事例
第 2 問	20 点	倫理	アナリストに関する仮想事例
第 3 問	15 点	財務	コーポレート・ファイナンス
第 4 問	26 点	財務	財務諸表分析
第 5 問	20 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 6 問	25 点	証券	債券ポートフォリオ戦略
第 7 問	10 点	証券+数量	個人投資家、オルタナティブ (+モンテカルロ)
第 8 問	15 点	証券	デリバティブと投資戦略
第 9 問	10 点	証券+数量	アセット・アロケーション (+行列)
第 10 問	15 点	経済+数量	寡占市場均衡とその効率性、時系列データ
午後 180 点			
第 1 問	15 点	経済	貿易政策
第 2 問	15 点	経済	投資関数、IS-LM 分析、テーラールール、成長会計
第 3 問	15 点	証券	株式価値評価
第 4 問	15 点	証券	アセット・アロケーション、為替管理、オルタナティブ
第 5 問	15 点	証券	債券ポートフォリオ戦略
第 6 問	10 点	証券	株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価
第 7 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 8 問	15 点	証券	デリバティブと投資戦略
第 9 問	15 点	証券	行動ファイナンス
第 10 問	20 点	財務	会計制度
第 11 問	20 点	財務	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」

財務=「コーポレート・ファイナンス」「財務分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

数量=「数量分析と確率・統計」

プログラム改定後の 2 回目は、午前 10 問・午後 11 問の合計 21 問 (360 点) という構成。

大問の数は前代未聞の多さ、小問レベルでもさほどボリュームダウンしていない。内訳は、

証券分析とポートフォリオ・マネジメント：12 問 (190 点)

コーポレート・ファイナンス、財務分析：4 問 (81 点)

市場と経済の分析：3 問 (45 点)

職業倫理・行為基準：2 問 (44 点)

である。試験制度改定に伴い配点・試験時間は圧縮されたものの、問題の量は従来に増して多い印象だ。「数量分析と確率・統計」は昨年同様、独立した問題としてはとり上げられず、「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」および「市場と経済の分析」の問題の中に分散・偏在して出題されている。

## 証券分析とポートフォリオ・マネジメント

通信教育プログラム、通信テキストが大きく改定されて 2 回目の試験。初回同様、証券分析とポートフォリオ・マネジメントの中身はほとんど変わっていないようだ。

問題	分類	主な出題内容
第 5 問 (20 点)	株式ポートフォリオ戦略	パッシブ運用、インフォメーション・レシオ、スタイル分析、仮説検定、パッシブ・コア、売買執行コスト
第 6 問 (25 点)	債券ポートフォリオ戦略	債券価格、所有期間利回り、バシチェック・モデル、ファクター・モデル、デュレーション+コンバクシテイ、バーベル・ブレット分析
第 7 問 (10 点)	個人投資家の資産運用、オルタナティブ投資 +数量分析と確率・統計	個人投資家の資産運用、取得原価と資産の利殖、複利計算、モンテカルロ・シミュレーション、ヘッジファンド・インデックスのリターンバイアス
第 8 問 (15 点)	デリバティブと投資戦略	ブラック=ショールズ・モデル、経路依存型オプション(エキジチック・オプション)、金利スワップ(パーレート)、デュレーション・マッチング
第 9 問 (10 点)	アセット・アロケーション	Black=Litterman モデル、行列の計算
第 3 問 (15 点)	株式価値評価	残余利益モデル、配当割引モデル(定率成長モデル)、インプライド期待リターン、多段階成長モデル
第 4 問 (15 点)	アセット・アロケーション、国際証券投資、オルタナティブ投資	ポートフォリオの最適化(リスク最小化)、ポートフォリオの標準偏差・期待リターンの計算、カバー付き金利パリティ、購買力パリティ、オルタナティブ投資組入効果、プライベート・エクイティ(Jカーブ効果)
第 5 問 (15 点)	債券ポートフォリオ戦略	二項過程、リスク中立評価法、コーラブル債の評価、オプション調整スプレッド、RMBS、ネガティブ・コンバクシテイ
第 6 問 (10 点)	株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価	インフォメーション・レシオ、トラッキングエラー、スタイル・ミックス、スタイル・ローテーション
第 7 問 (25 点)	株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価	最適配分比率、最適アクティブ比率、オーバーレイ戦略、インフォメーション・レシオの問題点、アクティブ/パッシブ比率
第 8 問 (15 点)	デリバティブと投資戦略	プット・コール・パリティ、Greeks(デルタ、ガンマ)、ポジションの時価評価とペイオフ、バリュアット・リスク(VaR)
第 9 問 (15 点)	行動ファイナンス	プロスペクト理論

前回同様、極端に複雑な計算や文字式の操作・展開はほぼなくなった。丁寧に論理を積み上げる論述問題も減り、「一言」もしくは「一文」で答えが完結するような問題が多い。ただし知っているか知らないかで勝負が決まる傾向が強く、かえってこれはやりにくい。

午前・第 7 問の個人向け金融商品の問題あたりは 40 年くらい前、現行の「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」ではなく「証券分析」だった時代の、中期国債ファンドや MMF といった単に名称を問う未成熟な問題を想起させる。題意の不明な問題が増えてきており、とくに午後・第 8 問のバリュアット・リスクは、意味もわけもわからない。

## 財務分析/コーポレート・ファイナンス

「財務分析/コーポレート・ファイナンス」の出題は4問、配点は計81点であった。本科目を、コーポレート・ファイナンス/財務諸表分析/会計制度の3つに分類した場合、下記の内容が出題された。なお、総じて、問題量が多く、配点比例の時間配分では解答に窮したかもしれない。

問 題	分 類	主な出題内容
午 第3問(15点)	コーポレート・ファイナンス	IRR、資本コスト、ベータ推定、NPV、節税効果
前 第4問(26点)	財務諸表分析	ROEの要因分析、ペイアウト政策、PBR
午 第10問(20点)	会計制度	損益分岐点、減損、退職給付、リース
後 第11問(20点)	コーポレート・ファイナンス	M&A、株式価値、企業価値、回帰モデル

午前第3問(コーポレート・ファイナンス)は、WACC、ベータ推定、NPV、企業価値、理論株価、節税効果といった定番の計算問題のほか、IRRや負債比率上昇の影響に関する記述問題が出題された。全体的に高得点の望める内容であった。

午前第4問(財務諸表分析)は、ROEの要因分析、PBRについて出題された。計算問題については、財務データがシンプルであり、解答は容易であったと思われるが、数が多く気が滅入る。記述問題については、コンパクトな解答にまとめ、時間の折り合いをつけられたか否かがポイントであった。

午後第10問(会計制度)は、偶数年度(2012年以降)恒例の形式であり、諸々の会計処理が出題された。計算問題のみであり、どの小問も容易な内容であった。なお、比率の解答が「%」ではなく、実数で要求されていたため、問2(2)の自己資本純利益率、問3の総資産負債比率は注意が必要であった。

午後第11問(コーポレート・ファイナンス)は、M&Aを中心とする内容であった。水平的・垂直的M&Aについては、見慣れた用語ではあるものの、いざ説明となると難儀したかもしれない。一方で、株式価値、PBR、企業価値については、確実に解答したいレベルであった。問5の回帰モデルについては、財務系の出題としては目新しい切り口であったものの、回帰係数の符号に気付けば、比較的容易に解答を導けたはずである。

## 市場と経済の分析

「市場と経済の分析」では、午前と午後を通して大問 3 問が出題され、配点の合計は 45 点であった。この出題および配点の構成は、昨年度とほぼ同様である。問題の難易度も例年通りとあってよいであろう。

今回の本試験における大問 3 問は、それぞれ、ミクロ経済学、国際貿易、マクロ経済学の範囲から出題されている。これらのうち、国際貿易の問題では、ミクロ経済学で扱う「余剰分析」を分析ツールとして使用しているため、例年と比較して、ミクロ経済学の範囲からの出題が多いという印象を受けた受験者が多かったと予想される。

以下、出題内容についてみていこう。

問題	分類	主な出題内容
第 9 問 (15 点)	独占市場均衡と効率性 +時系列分析	独占市場均衡、余剰分析による資源配分の効率性 季節調整
第 1 問 (15 点)	貿易政策	関税が市場均衡と厚生に及ぼす影響 幼稚産業の保護を目的とした関税
第 2 問 (20 点)	マクロ経済学	投資関数と IS-LM 分析 テーラールール 成長会計

午前第 9 問は、独占市場における均衡に関する出題である。問 1 は、独占企業の利潤最大化問題を確認して、最適な生産量と価格を求め、独占市場均衡における消費者余剰を計算する問題で、文章に穴埋めする形式で出題された。問 2 は、完全競争均衡と比較して、独占市場の総余剰が「死荷重」分小さく、資源配分の効率性が達成されないことを図で確認する問題であった。問 3 では、別の論点として、時系列分析における「季節調整」を説明することが求められた。

午後第 1 問では、貿易政策としての関税政策が出題された。問 1 では、特定の市場に関税をかけた場合の「生産者余剰」、「関税収入の変化」、「消費者余剰」、「総余剰の変化」を計算する問題が出された。問 2 では、問 1 の解答を踏まえて、自国産業に関税により保護する場合の問題点の説明が求められた。また、問 3 では、幼稚産業の保護を目的とした関税を想定して、期待される効果と問題点を説明することが求められた。

午後第 2 問は、マクロ経済学における IS-LM 分析、テーラールール、成長会計から基本事項が出題された。

問 1 は、投資関数において、投資が金利の減少関数になることを説明する問題であった。問 2 の出題は、金利を一定として投資が増加するケースにおいて、IS-LM 分析における均衡点の変化を図示して説明する内容であった。問 3 では、テーラールールにおいて、GDP ギャップと政策金利について、説明が求められた。問 4 は、経済成長の要因分解を目的とした成長会計における計算問題である。

## 職業倫理・行為基準

(公) 日本証券アナリスト協会のスタディ・ガイドでは、「職業倫理・行為基準」の配点は約 45 点とされているが、2023 年、2024 年ともに 2 次試験は、第 1 問 24 点、第 2 問 20 点の合計 44 点で出題された。

第 1 問は、問 1 が営業関係（仮想事例）の問題、問 2 がファンドマネジャー関係（仮想事例）の問題、問 3 がアナリスト関係（仮想事例）の問題となっている。新カリキュラムになって 2 年連続で穴埋め問題はなかった。問題は違反する行為を各問 2 つずつ指摘し、該当条項及び理由を記述するものであった。2018 年以降、指摘した 1 つの行為に対して該当条項を 1 つだけ示せばよくなっている。

第 2 問は、アナリスト関係（仮想事例）の問題である。問 1～問 4 の各問で違反する行為を 1 つ指摘し、該当条項及び理由を記述するものであった。問 2 のみ違反する条項を 2 つ、それ以外は条項を 1 つ指摘すればよかった。

指摘できる違反行為の数が比較的多く、解答は容易であったと思われる。

T A C 証券アナリスト講座