

以下を修正しました。(2025 年 8 月 7 日)

第 8 問・問 2 (2) 価格変化率が最も低くなるシナリオ (e) → (b)

第 9 問・問 1 ② 投資比率→ウェイト

## 第 1 問 (12 点)

### セルサイド・アナリストのケース

#### ① 該当条項：基準 3(1)

説明：買い推奨は難しいと判断していた C 社について、部長から買い推奨を命じられ、すぐに買い推奨レポートを執筆して配信したことは、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもって投資情報の提供を行っているとはいえない。

#### ② 該当条項：基準 6(1)

説明：所属する A 証券が主幹事証券を務め、社債や増資の引受業務のために、買い推奨は難しいと判断していた C 社について買い推奨レポートを執筆したことは顧客の利益より雇用主の利益を優先している。

#### ③ 該当条項：基準 6(2)

説明：買い推奨は難しいと判断していた C 社について、部長から買い推奨を命じられ、すぐに C 社の買い推奨レポートを執筆して配信したことは、専門家として尽くすべき注意、技能、配慮および勤勉さをもって業務を遂行しているとはいえない。

#### ④ 該当条項：基準 9(3)

説明：所属する A 証券が主幹事証券を務め、社債や増資の引受業務のために、買い推奨は難しいと判断していた C 社について買い推奨レポートを執筆したことは、証券の発行者との関係において独立性と客観性を保持しているとはいえない。

## 第 2 問 (16 点)

### 証券会社の営業担当者のケース

①該当条項：基準 6(1)

違反する行為と理由：自己の営業成績のため、5 つの投資信託の中で販売手数料の最も高い「AI 株式投信 E」を顧客の属性にかかわらず推奨していることは、顧客の利益より自己の利益を優先している。

②該当条項：基準 4(2)

違反する行為と理由：自己の営業成績のため、5 つの投資信託の中で販売手数料の最も高い「AI 株式投信 E」を顧客の属性にかかわらず推奨していることは、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しているとはいえない。

③該当条項：基準 3(4)

違反する行為と理由：顧客に対して「この投信は確実に高い運用成果が見込めます」と投資成果を保証するような表現を使用している。

④該当条項：基準 5(1)ロ

違反する行為と理由：顧客に対して「証券分析の専門家として国が認定した資格である CMA を持つ私が保証します」と説明しているが、CMA は国が認定した資格ではなく、会員が有する資格の不実表示にあたる。

⑤該当条項：基準 9(5)

違反する行為と理由：顧客に対して「証券分析の専門家として国が認定した資格である CMA を持つ私が保証します」と説明しているが、CMA は国が認定した資格ではなく、称号の権威と信頼性を保持する良識ある方法を用いているとはいえない。

## ファンド・マネジャーのケース

### ①該当条項：基準 4(3)イ

違反する行為と理由：顧客の G 社年金基金に担当者の交代と集中投資から分散投資への運用方針の変更を報告していないことは、投資対象の選定やポートフォリオの構築を行う際に適用する基本的原則と手法、それらについての重大な変更を顧客に開示していないことになる。

### ②該当条項：基準 3(1)

違反する行為と理由：G 社の財務担当役員から G 社株式を同社の年金基金で買い増してくれれば F 投資顧問への年金の委託額を増額すると言われ、業績不振で株価の低迷が続くと予想する G 社株を買い増したことは、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもって投資管理を行っているとはいえない。

### ③該当条項：基準 4(2)

違反する行為と理由：G 社の財務担当役員から G 社株式を同社の年金基金で買い増してくれれば F 投資顧問への年金の委託額を増額すると言われ、業績不振で株価の低迷が続くと予想する G 社株を買い増したことは、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しているとはいえない。

### ④該当条項：基準 6(1)

違反する行為と理由：G 社の財務担当役員から G 社株式を同社の年金基金で買い増してくれれば F 投資顧問への年金の委託額を増額すると言われ、業績不振で株価の低迷が続くと予想する G 社株を買い増したことは、顧客である G 社年金基金の加入者より雇用主である F 投資顧問の利益を優先している。

### ⑤該当条項：基準 6(2)

違反する行為と理由：G 社の財務担当役員から G 社株式を同社の年金基金で買い増してくれれば F 投資顧問への年金の委託額を増額すると言われ、業績不振で株価の低迷が続くと予想する G 社株を買い増したことは、専門家として尽くすべき注意、技能、配慮および勤勉さをもって業務を遂行しているとはいえない。

## 第 3 問 (16 点)

### 問 1

①該当条項：基準 3(3)

違反する行為と理由：P 医大との契約前に、流動性の低い資産を簿価で評価し、クーポンや配当収入のみを収益として計上していることを説明しなかったことは、重要な事実についてすべて正確に表示しているとはいえない。

②該当条項：基準 5(2)

違反する行為と理由：P 医大との契約前に、流動性の低い資産を簿価で評価し、クーポンや配当収入のみを収益として計上していることを説明しなかったことは、所属する会社が達成することが合理的に期待される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いえない。

③該当条項：基準 3(3)

違反する行為と理由：P 医大の了解を得る際に、XYZ ファンドが投資する資産の信用リスクについて説明しなかったことは、重要な事実についてすべて正確に表示しているとはいえない。

④該当条項：基準 4(3)ロ

違反する行為と理由：P 医大の了解を得る際に、XYZ ファンドが投資する資産の信用リスクについて説明しておらず、ファンドの基本的特徴についての開示がなされていないといえる。

## 問 2

### ①該当条項：基準 3(1)

違反する行為と理由：R 電子の株式を何の調査もせず XYZ ファンドに組み入れたことは、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもって投資管理を行っているとはいえない。

### ②該当条項：基準 6(2)

違反する行為と理由：R 電子の株式を何の調査もせず XYZ ファンドに組み入れたことは、専門家として尽くすべき注意、技能、配慮および勤勉さをもって業務を遂行しているとはいえない。

### ③該当条項：基準 8(2)

違反する行為と理由：小林教授から聞いた R 電子との共同研究契約の破棄という未公開の重要な情報を、XYZ ファンドでの R 電子株式売却という投資管理に利用した。

## 第 4 問 (15 点)

### 問 1

(1) 社債発行前のPER： 8.33 倍
(2) 資本構成変更後の企業価値 (向上する ・ <u>変化しない</u> ・ 毀損する) (いずれかを○で囲む)
理由：法人税を考慮しない完全市場では、企業価値は資本構成に依存しないため。
(3) 資本構成変更後の株主資本コスト： 13%
計算：資本構成変更後の株主資本コスト $= 12\% + \frac{100\text{億円}}{1,000\text{億円}} (12\% - 2\%) = 13\%$

### 問 2

(1) 社債発行前のEV/EBITDA倍率： 5.07 倍
(2) 資本構成変更後の企業価値 ( <u>向上する</u> ・ 変化しない ・ 毀損する) (いずれかを○で囲む)
理由：デフォルトに伴うコストを無視した場合、企業価値は負債の節税効果の現在価値の分だけ向上する。
(3) 負債の節税効果の現在価値： 30 億円
(4) 発行済株式数 0.875 億株 (8,750 百万株)
計算：発行済株式数 $= 1\text{億株} - \frac{100\text{億円}}{800\text{円/株}} = 0.875\text{億株}$

### 問 3

自社株買いが、現在の株価が割安であるというシグナルと投資家に受け取られ、株価が上昇した。

### 問 4

収益持続性仮説は、企業が持続的な利益のペイアウトには配当を用い、一時的な利益のペイアウトには自社株買いを用いるという考え方である。余剰現金による増配は持続可能なものとはいえず、市場にとってネガティブな判断材料となる減配につながるリスクがある。
---

## 第 5 問 (26 点)

### 問 1

(1) (a) 12.0	(b) 0.9	(c) 1.8
(2) 財務レバレッジは 1.8 倍で変わらないものの、売上高純利益率が 10.7% から 12.0% へ、総資本回転率が 0.8 回から 0.9 回へ変化したことにより、ROE が改善した。		

### 問 2

(1) (d) 4.7	(e) 19.1	(f) 16.7	(g) 16.6
(2) 国内事業については、主力事業としている B 社よりも A 社のほうが売上高成長率、売上高営業利益率ともに高い。また、海外事業については、B 社よりも主力事業としている A 社のほうが売上高営業利益率が高い。			

### 問 3

(1) (h) 44.5	(i) 8.5
(2) A 社のほうが B 社に比べ、PER と PBR が大幅に高いため、株式市場から高く評価されている。A 社は ROE が 18.4% と高く、株主の要求収益率を大きく上回っていると考えられる。	

### 問 4

(1) ROE を牽引している主たる要因が、A 社は売上高純利益率であり、C 社は財務レバレッジである。
(2) ・金融負債による調達を大幅に増加させ、高い財務レバレッジをかけている。 ・当期利益を超える多額の株主還元を実施している。
(3) サステイナブル成長率： －3.9%
金融負債の大幅な増加により、倒産リスクの上昇が懸念される。
配当性向が 100% を超えており、成長分野への投資不足が懸念される。

### 問 5

利息配分額： 42.8 百万円	帳簿価額： 962.8 百万円
-----------------	-----------------

## 第 6 問 (15 点)

### 問 1

(1)FCFE : 168 億円
計算 : $420 + 372 - 684 - 24 + 84 = 168$ 億円
(2) 理論株価 : 8,400 円
計算 : $V_0 = \frac{168 \text{ 億円}}{0.08 - 0.06} = 8,400 \text{ 億円}$ $P_0 = \frac{8,400 \text{ 億円}}{1 \text{ 億株}} = 8,400 \text{ 円}$

### 問 2

(1)FCFF : 117.6 億円
計算 : $756 \times (1 - 0.4) + 372 - 684 - 24 = 117.6$ 億円
(2) 理論株価 : 8,400 円
計算 : $EV_0 = \frac{117.6 \text{ 億円}}{0.072 - 0.06} = 9,800 \text{ 億円}$ $P_0 = \frac{9,800 \text{ 億円} - 1,400 \text{ 億円}}{1 \text{ 億株}} = 8,400 \text{ 円}$

### 問 3

(1) 予想配当額 : X 1 年度 : 105 円 X 2 年度 : 189.63 円
計算 : $D_1 = \frac{420 \text{ 億円} \times 0.25}{1 \text{ 億円}} = 105 \text{ 円}$ $D_2 = \frac{\{4,200 \text{ 億円} + 420 \text{ 億円} \times (1 - 0.25)\} \times 0.105 \times 0.4}{1 \text{ 億株}} = 189.63 \text{ 円}$
(2) 理論株価 : 10,426 円
計算 : X2 年度以降の成長率 : $10.5\% \times (1 - 0.4) = 6.3\%$ $P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k} = \frac{D_1}{1 + k} + \frac{\frac{D_2}{k - g_2}}{1 + k} = \frac{105}{1 + 0.08} + \frac{\frac{189.63}{0.08 - 0.063}}{1 + 0.08} \approx \frac{105 + 11,154.71}{1 + 0.08} \approx 10,425.657... \approx 10,426 \text{ 円}$

### 問 4

(1) 違い : 株主に帰属するキャッシュフロー(FCFE)を使うか予想配当額を使うかの違い。
具体例 : 無配企業の評価。
(2) 企業のフリーキャッシュフロー(FCFF)を使うか株主に帰属するキャッシュフロー(FCFE)を使うかの違い。
メリット : 負債の調整が不要で簡便。デメリット : 資本構成の変化が大きいと不適切。



## 第 7 問 (15 点)

### 問 1

為替フォワードレート：	147.94	円/ドル
計算： $F = 150 \times \frac{1+0.006}{1+0.02} = 147.9411... \approx 147.94 \text{円/ドル}$		

### 問 2

管理方法の名称：為替オーバーレイ
メリット：それぞれ得意とする分野に特化専念することで、高い運用成果が期待できる。
デメリット：外貨建て資産全体の為替エクスポージャーの把握が難しい。

### 問 3

リターン：	1.6	%	リスク：	6.0	%
-------	-----	---	------	-----	---

### 問 4

リターン：	2.0	%	リスク：	10.0	%
-------	-----	---	------	------	---

### 問 5

(1) リターン：	1.4	%	リスク：	5.0	%
計算： $E[r_p] = 0.6 \times 1\% + 0.4 \times 2.0\% = 1.4\%$					
$\sigma_p = \sqrt{0.6^2 \times 3^2 + 0.4^2 \times 10^2 + 2 \times 0.6 \times 0.4 \times 0.4 \times 3 \times 10} = 5\%$					
(2) <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">ポートフォリオ P と短期金融資産</span> ・ 国内債券と短期金融資産)の方がより効率的な運用である。 (どちらかを○で囲む)					
理由：シャープレシオが高いから。					
ポートフォリオ P： $SR_p = \frac{1.4\% - 0.6\%}{5\%} = 0.16$ 国内債券： $SR_B = \frac{1.0\% - 0.6\%}{3\%} = 0.1333...$					

### 問 6

ホームバイアスとは：投資家が自国資産に大きく偏ったポートフォリオを保有する傾向。
要因：世界市場の統合の進展によって国際分散投資の有効性が低下している。

第 8 問 (20 点)

問 1

(1) ポートフォリオ P : ラダー型
ポートフォリオ R : ブレット型
(2) コンベクシティ : 11.1
計算 : $BC = 3 \times 4 \times \frac{1}{(1+0.041)^2} = 11.07336... \approx 11.1$
(3) 構成ウェイト :            49.8            %
計算 : $\frac{2}{1+0.033} \times x + \frac{10}{1+0.06} \times (1-x) = 5.70 \quad x = 0.497999... \approx 49.8\%$

問 2

(1) 価格変化率が最も高いポートフォリオ : ( P    • <u>Q</u> •    R    )	(いずれかを○で囲む)
価格変化率が最も低いポートフォリオ : ( P    •    Q    • <u>R</u> )	(いずれかを○で囲む)
(2) 価格変化率が最も高くなるシナリオ    : ( (b) • (c) • <u>(d)</u> • (e)    )	(いずれかを○で囲む)
価格変化率が最も低くなるシナリオ    : ( <u>(b)</u> • (c) • (d) • (e)    )	(いずれかを○で囲む)
(3) Rの方が高くなるシナリオ : ( <u>(b)</u> • (c) • (d) • <u>(e)</u> )	(当てはまるものすべてを○で囲む)

問 3

(1) ポートフォリオ P のリターン :	4.8	%
(2) ポートフォリオ Q のリターン :	2.5	%
(3) ポートフォリオ R のリターン :	6.8	%
計算 : (1) $\frac{2.50\% + 3.30\% + 4.10\% + 4.60\% + 5.00\% + 5.30\% + 5.60\% + 5.80\% + 5.90\% + 6.00\%}{10} = 4.81\% \approx 4.8\%$		
(2) $2.50\% \times 0.498 + 2.50\% \times (1 - 0.498) = 2.5\%$		
(3) $f_{5,6} = \frac{(1+0.053)^6}{(1+0.05)^5} - 1 = 0.068129... \approx 6.8\%$		

第 9 問 (15 点)

問 1

①    トラッキングエラー	② <b>ウェイト</b>
③    分散共分散	④    分散

問 2

ファンドA	サイズ    ( <b>大型</b> ・    小型    ・    統計的に有意でない    )	(いずれかを○で囲む)
	バリュー    ( <b>バリュー</b> ・ グロース ・ 統計的に有意でない    )	(いずれかを○で囲む)
ファンドB	サイズ    ( <b>大型</b> ・    小型    ・    統計的に有意でない    )	(いずれかを○で囲む)
	バリュー    (    バリュー ・ グロース ・ <b>統計的に有意でない</b> )	(いずれかを○で囲む)
ファンドC	サイズ    ( <b>大型</b> ・    小型    ・    統計的に有意でない    )	(いずれかを○で囲む)
	バリュー    (    バリュー ・ <b>グロース</b> ・ 統計的に有意でない    )	(いずれかを○で囲む)

問 3

上限： -0.03	下限： -0.17
計算： $-2.70 = \frac{-0.10 - 0}{SE} \quad SE \approx 0.037$ $-0.10 - 1.96 \times 0.037 \leq \beta_{SMB,B} \leq -0.10 + 1.96 \times 0.037$ $-0.17252 \leq \beta_{SMB,B} \leq -0.02748$	

問 4

・ 投資対象が少数の類似企業に限定され、分散効果が働きにくい。
・ ESG プレミアムが指数に織り込まれ、ベンチマーク（TOPIX）をアンダーパフォームする可能性がある。

第 10 問 (15 点)

問 1

(1)式の効用関数はアクティブ・リターン間の相関係数をゼロとしているが、正の相関がある場合、特定のアクティブ・リスクが偏在し分散効果が働きにくい。

問 2

① 0.2	② 0.18	③ 0.48
説明：ポートフォリオ全体に含まれる資産やマネジャーのリスク寄与の大きさ、およびそれらのリスク寄与が全体に占める割合を認識することができる。		

問 3

図表X 株式の市場ポートフォリオの典型的な損益率分布

図表Y クレジットリスクが高い社債ポートフォリオの典型的な損益率分布

説明：多くの場合、利益は限定的ながら損失も少額である。デフォルトが顕在化すると確率は小さいものの、損失が多額となる。このため損益率の分布は非対称となり、負の歪度が観察される。

問 4

EL：1.2 億円
計算：0.2×0.6×10億円=1.2億円

問 5

複数の社債が連鎖してデフォルトする相関を考慮する必要がある。

第 11 問 (15 点)

問 1

	説明：長期の総供給曲線は資源の完全利用
	を仮定するので、労働 $L$ が増加すると物価
	水準を一定として、生産量 $Y$ が増加する。
	この変化は AS 曲線上のどの点でも生じるた
	め、AS 曲線が右 ( $AS_1$ ) へとシフトする。
	その結果、均衡点は $E_1$ へ移動し、均衡生産
	量は $Y_1^*$ へと増加し、均衡物価水準は $P_1^*$ へ
	と下落する。

問 2

<p>(1)</p>	説明：生産関数 $Y = \sqrt{K} \sqrt{L}$ を $L$ で微分する。
	1 階微分： $\frac{\Delta Y}{\Delta L} = \frac{\sqrt{K}}{2\sqrt{L}} > 0$
	2 階微分： $\frac{\Delta^2 Y}{\Delta L^2} = -\frac{\sqrt{K}}{4L\sqrt{L}} < 0$
	生産関数において、 $L = 0$ のとき $Y = 0$
	以上のことから、生産関数は原点を通り、 $L$ が増加すると、 $Y$ は増加するが、その増
	加幅は次第に小さくなる収穫逓減型の生産 関数であることがわかる。このため $L$ が
	2 倍になっても $Y$ は 2 倍に未満となる。
(2) $Y/L$ は、( 増加 ・ 変化しない ・ 減少 ) (いずれかを○で囲む)	
理由： $Y = \sqrt{K} \sqrt{L}$ の両辺を $L$ で割ると、 $\frac{Y}{L} = \frac{\sqrt{K}}{\sqrt{L}}$ 。 $L$ が 1 増加したときの $\frac{Y}{L}$ の変化は、この式を $L$ で微分するこ	
とによって求められる。 $\frac{\Delta \left( \frac{Y}{L} \right)}{\Delta L} = -\frac{\sqrt{K}}{2L\sqrt{L}} < 0$ 。右辺より、この値が負値であることが確認できるので、 $L$ の 1 単	
位の増加によって、労働者 1 人あたりの総生産 $\frac{Y}{L}$ は減少することがわかる。	

問 3

(1) 成長会計の式：
$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta A}{A} + \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L}{L}$$

(2) 総生産量は、\_\_\_\_\_10% ( 増加 ・ 減少 ) する。 (いずれかを○で囲む)

計算：(1)の成長会計の式に $\alpha = 0.3$ 、 $\frac{\Delta A}{A} = 0$ 、 $\frac{\Delta L}{L} = 10\%$ 、 $\frac{\Delta K}{K} = 10\%$ を代入する。

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta A}{A} + \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L}{L} = 0 + 0.3 \times 10 + (1 - 0.3) \times 10 = 10$$