

2025 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2025 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	12 点	倫理	セルサイド・アナリスト
第 2 問	16 点	倫理	営業担当者とファンド・マネジャー
第 3 問	16 点	倫理	投資顧問会社
第 4 問	15 点	財務	コーポレート・ファイナンス
第 5 問	26 点	財務	財務諸表分析
第 6 問	15 点	証券	株式価値評価
第 7 問	15 点	証券	国際証券投資
第 8 問	20 点	証券	債券分析と債券ポートフォリオ戦略
第 9 問	15 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 10 問	15 点	証券	アセット・アロケーション
第 11 問	15 点	経済	マクロ経済学
午 後 180 点			
第 1 問	10 点	経済	ミクロ経済学
第 2 問	10 点	経済	国際貿易
第 3 問	10 点	経済	国際金融
第 4 問	15 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 5 問	10 点	証券	オルタナティブ投資
第 6 問	30 点	証券	デリバティブ分析と投資戦略
第 7 問	20 点	証券＋数量	アセット・アロケーション＋数量分析
第 8 問	20 点	証券	債券分析＋デリバティブ分析と投資戦略
第 9 問	15 点	証券＋数量	行動ファイナンス＋数量分析
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 3 回目は、午前 11 問・午後 11 問の合計 22 問 (360 点) という構成。

昨年と比べ配点は変わらないものの、証券が 1 問減少、経済と倫理が 1 問増加となった。

内訳は、

証券分析とポートフォリオ・マネジメント : 11 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 : 4 問 (45 点) 職業倫理・行為基準 : 3 問 (44 点)

である。問題の量は依然として多く、「簡単な問題を手際よく処理する」姿勢が合格に結び付く。このようなタイムパフォーマンスを意識せざるを得ない設定は、今後も続くと思われる。

証券分析とポートフォリオ・マネジメント

2024 年の 12 問に続き 2025 年は 11 問、かつての 8 問~9 問から増加が顕著だ。小問数、配点は減少しているものの出題論点が広範に及ぶため、問題処理にかなり負荷がかかる。

	問 題	分 類	主な出題内容
前 午	第 6 問 (15 点)	株式価値評価	フリー・キャッシュフロー割引モデル (FCFE、FCFF)、配当割引モデル
	第 7 問 (15 点)	国際証券投資	カバー付き金利パリティ、為替オーバーレイ、外国証券投資のリターン・リスクの計算、ポートフォリオのリスクとリターンの計算、ホームバイアス
	第 8 問 (20 点)	債券ポートフォリオ戦略	債券ポートフォリオのリターン比較 (ラダー、バーベル、ブレット)、割引債の修正デュレーション・コンベクシティ、所有期間利回り、
	第 9 問 (15 点)	株式ポートフォリオ戦略	インデックスファンド (最適化法)、回帰分析、スタイル・マネジメント、区間推定、ESG 投資
	第 10 問 (15 点)	アセット・アロケーション	ポートフォリオの最適化、リスク管理 (リスク感応度・リスク寄与度)、社債ポートフォリオのリスク推計・リターンの分布、信用リスクと社債の予想損失
後 午	第 4 問 (15 点)	株式ポートフォリオ戦略	アクティブ運用の基本法則、株式市場の注文種別・流動性指標、売買執行コスト
	第 5 問 (10 点)	オルタナティブ投資	ファンド・オブ・ファンズ、ヘッジファンドの投資戦略、コモディティ投資、先物理論価格
	第 6 問 (30 点)	デリバティブ分析と投資戦略	通貨スワップのキャッシュフローと時価評価、カバー付き金利パリティ (フォワード理論価格)、ブラック＝ショールズ・モデル、オプション価格決定要因、ダイナミック・ヘッジ、インプライド・ボラティリティとオプション価格、パーティカル・スプレッド
	第 7 問 (20 点)	アセット・アロケーション + 数量分析	Black=Litterman モデル、行列の表記と計算、リサンプリングによる最適化、最適アクティブ比率、リスクバジュッティング、仮説検定、アクティブ運用の評価
	第 8 問 (20 点)	債券分析 + デリバティブ分析と投資戦略	二項モデル、バシチェック・モデル、コーラブル債の構造とキーレート・デュレーション、金利変動と変動利付債の価格変化、CDS プレミアム、CDS スプレッドと社債の信用スプレッド
	第 9 問 (15 点)	行動ファイナンス + 数量分析	プロスペクト理論、確率への非感応性と非対称の確率分布、ベイズの定理

前 2 回同様、極端に複雑な計算や文字式の操作・展開はなくなった。丁寧に論理を積み上げる論述問題もほぼ姿を消し、「一言」もしくは「箇条書き」で完結する問題が多い。ただし、些末な論点ながら知っているか知らないかで勝負が決まる問題と、理論を深く理解していないと解答できない問題が混在しており、かなり幅がある。なお、個別の株式価値や企業価値を評価する「株式価値評価」は 3 回連続で出題され、完全に定着したようだ。今後も 15 点くらいの配点で出続けるだろう。

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、下記の出題内容となった。なお、例年通り問題量が多く、配点比例の時間配分では満遍なく解答することは難しい。簡単な問題を効率よく解答できたかがポイントとなった。

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	MM 理論、節税効果、自社株買い・増配の効果
前 第 4 問 (26 点)	財務諸表分析	ROE の要因分析、PER・PBR、満期保有目的の債券
午 第 10 問 (20 点)	会計制度	売上債権、キャッシュ・フロー計算書、税効果、持分法
後 第 11 問 (20 点)	コーポレート・ファイナンス	回帰モデル、ガバナンス、ベータ推定、企業価値、MBO

午前第 4 問（コーポレート・ファイナンス）は、MM 理論を中心に、自社株買いと増配の効果が出題された。問 1 の完全市場における MM 命題と問 2 法人税を考慮した場合の修正 MM 命題については、確実に得点したい内容であった。問 3 の自社株買いの効果についてもアナウンスメント（シグナル）効果を手短かに解答したい。問 4 の収益持続性仮説については細かすぎる内容であった。配点 15 点で小問数 9 問とは、かなり厳しい設定である。

午前 第 4 問（財務諸表分析）は、ROE の要因分析、PER・PBR 等について出題された。計算問題については、量が多いものの、比較的容易であった。記述問題について、コンパクトにまとめられたかがポイントであった。問 5 の満期保有目的の債券は、ある意味おもしろい内容であったが、唐突な会計制度の問題で戸惑ったかもしれない。

午後 第 10 問（会計制度）は、奇数年度では珍しい複数論点の出題であった。問 1 の売上債権は何とかクリアした内容であった。問 2 は受取配当金を投資活動によるキャッシュ・フローに含める条件がくせ者であり、問 3 も法定実効税率と法人等負担率の差異の説明は難問であった。問 4 は (1) はその他有価証券に関する税効果であり、正答したい内容であった。(3) は「持分法」と見た瞬間に解答を回避したかもしれないが、「持分法による投資利益」の表示場所が思い出せると意外と容易であった。あくまで思い出せるとの条件付きである。

午後第 11 問（コーポレート・ファイナンス）は、総花的な内容であった。問 1 は、2024 年にも出題された回帰モデルであった。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。問 2 は、コーポレートガバナンスが復活した。協働エンゲージメントはとにかくスチュワードシップ責任は多少なりとも記述したいところ。その他のレバードベータ、WACC、推定株価、企業価値は得点したい内容であった。

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 4 問が出題され、配点の合計は 45 点であった。今回、大問の数は例年の 3 問から 4 問に増加したが、配点の合計は 45 点で例年と同様であった。問題の難易度は、やや高まったといえよう。

今回の本試験における大問 4 問は、それぞれ、マクロ経済学、ミクロ経済学、国際貿易、国際金融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」が分析ツールとして使用されているため、昨年と同様に、ミクロ経済学の範囲からの出題が半分程度の配点を占めているように見受けられる。

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
午 第 11 問 (15 点) 前	総需要・総供給分析 ＋生産関数＋成長会計	労働が増加する場合の物価、生産量への影響（長期） 収穫逓減型の生産関数と一人当たり生産量 成長会計
午 第 1 問 (10 点) 後	完全競争市場における課 税の効果	課税による限界費用曲線の変化 課税が行われる場合の企業の利潤最大化行動 税率や規制が異なる場合の企業の裁定
第 2 問 (10 点)	貿易政策	関税と市場均衡、生産者余剰、経済厚生 生産補助金と市場均衡、生産者余剰、経済厚生 自国の生産者保護における望ましい政策
第 3 問 (10 点)	マクロ経済学	カバー無し金利平価 弾力性アプローチとマーシャル＝ラーナーの条件 マンデル＝フレミングモデル

午前第 11 問の各問では、総需要・総供給分析（問 1）、生産関数（問 2）、および成長会計（問 3）とそれぞれ独立した論点が問われている。問 1 と問 3 は基本的な問題であるが、問 2 は、収穫逓減型生産関数について、微分等を用いて解答することが求められるやや難易度の高い問題であった。

午後第 1 問は、完全競争市場において従量税が課せられた場合の企業の利潤最大化行動について問う基本的な問題である。

午後第 2 問は、生産者を保護する貿易政策としての関税と生産者補助金の優劣について問う問題である。問 1 の関税政策の効果、問 2 の生産や補助金政策の効果は、理論的な理解を基にして計算をすることが要求されるなど、やや難易度が高いものであった。問題にヒントが書かれているが、それによってかえって惑わされた可能性も否定できない。

午後第 3 問は、問 1、問 2 は、それぞれ、カバー無し金利平価と弾力性アプローチに関する基本的な出題である。問 3、問 4 は小国マンデル＝フレミングモデルにおいて、金融緩和と政策、財政政策の効果について、図説する内容であった。近年、頻出ではない論点であり、説明を書くことが難しかったかもしれない。

職業倫理・行為基準

「職業倫理・行為基準」の配点は44点と2023年、2024年と変わらないが、問題数が大問2問から、2025年は3問に変更された。

第1問はセルサイド・アナリスト（仮想事例）の問題、第2問はⅠが証券会社の営業担当者（仮想事例）の問題、Ⅱがファンド・マネジャー（仮想事例）の問題、第3問が投資顧問会社（仮想事例）の問題となっている。第3問では2019年以来久しぶりに運用会社の営業担当者に関する出題がなされた。

第1問から第3問までの全体の出題数は11と昨年と変わらず、また新カリキュラムになって3年連続で穴埋め問題はなかった。ほとんどの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り、指摘した1つの行為に対して該当条項を1つだけ示せばよかった。ただし、第1問だけ、1つの違反行為について該当する条項を3つ指摘する問題となっていた。

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