

## 第 1 問 (12 点)

## 問 1

該当条項：基準 3(1)

違反する行為と理由：S 食品の設備稼働率の低さから会社発表を下回る業績予想のレポート草稿を作成したが、S 食品が R 証券の重要顧客であるという上司の圧力に屈し、S 食品が発表済みの増益予想に基づくレポートに書き直しており、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもつとは言えない。

該当条項：基準 3(2)

違反する行為と理由：S 食品の設備稼働率の低さから会社発表を下回る業績予想のレポート草稿を作成したが、S 食品が R 証券の重要顧客であるという上司の圧力に屈し、自分の見解と異なる S 食品が発表済みの増益予想に基づくレポートに書き直しており、事実と意見を明確に区別しているとは言えない。

該当条項：基準 6(1)

違反する行為と理由：S 食品の設備稼働率の低さから会社発表を下回る業績予想のレポート草稿を作成したが、S 食品が R 証券の重要顧客であるという上司の圧力に屈し、S 食品が発表済みの増益予想に基づくレポートに書き直しており、顧客の最善の利益より雇用主の利益を優先している。

該当条項：基準 6(2)

違反する行為と理由：S 食品の設備稼働率の低さから会社発表を下回る業績予想のレポート草稿を作成したが、S 食品が R 証券の重要顧客であるという上司の圧力に屈し、S 食品が発表済みの増益予想に基づくレポートに書き直しており、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言えない。

## 問 2

該当条項：基準 2(5)

違反する行為と理由：S 食品の会社予想を下回る業績予想の池田さんの売り推奨のレポート草稿を、S 食品が重要顧客であるという理由で圧力をかけて撤回させており、監督者の責務を有する者が、職業行為基準に違反することのないよう努めているとは言えない。

該当条項：基準 6(1)

違反する行為と理由：S 食品の会社予想を下回る業績予想の池田さんの売り推奨のレポート草稿を、S 食品が重要顧客であるという理由で圧力をかけて撤回させており、顧客の最善の利益より雇用主の利益を優先している。

該当条項：基準 9(3)

違反する行為と理由：S 食品の会社予想を下回る業績予想の池田さんの売り推奨のレポート草稿を、S 食品が重要顧客であるという理由で圧力をかけて撤回させており、証券の発行者等との関係において独立性と客観性が保持された公正な判断が下されていない。

## 問 3

該当条項：基準 3(2)

違反する行為と理由：懇意にしている顧客のファンド・マネジャーの三井さんに「実は S 食品の工場の稼働率は低く、増益は無理で、株価は下がります」と断定しており、事実と意見を明確に区別していない。

該当条項：基準 3(4)

違反する行為と理由：懇意にしている顧客のファンド・マネジャーの三井さんに「実は S 食品の工場の稼働率は低く、増益は無理で、株価は下がります」と断定しており、投資成果を保証する表現を用いて S 食品株の売却を奨めている。

該当条項：基準 9(1)

違反する行為と理由：懇意にしている顧客のファンド・マネジャーの三井さんだけに「実は S 食品の工場の稼働率は低く、増益は無理で、株価は下がります」と S 食品株の売却を奨めており、すべての顧客を公平に取り扱っているとは言えない。

## 第 2 問 (16 点)

(銀行の営業担当者のケース)

①該当条項：基準 4(2)

説明：今月の販売目標を達成するため、顧客である鈴木さんの意向に沿わない、ハイリスクの新興国通貨建ての中小型株投資信託を強く推奨しており、状況、ニーズを十分に考慮した、顧客の投資目的に最も適合した投資が行われるよう配慮しているとは言えない。

②該当条項：基準 6(1)

説明：今月の販売目標を達成するため、顧客である鈴木さんの意向に沿わない、ハイリスクの新興国通貨建ての中小型株投資信託を強く推奨しており、顧客の最善の利益より、自己の利益を優先している。

③該当条項：基準 3(3)

説明：ハイリスクの新興国通貨建ての中小型株投資信託を強く推奨したにもかかわらず、株価変動リスクや為替リスクについては触れておらず、重要な事実についてすべて正確に表示しているとは言えない。

④該当条項：基準 4(3)ロ

説明：ハイリスクの新興国通貨建ての中小型株投資信託を強く推奨したにもかかわらず、株価変動リスクや為替リスクについては触れておらず、個々の投資対象の基本的特徴を顧客に開示していない。

⑤該当条項：基準 5(1)ロ

説明：CMA は国家資格ではないにもかかわらず、「CMA という国家資格を持つ私の分析」と断言したことは、会員が有する資格の不実表示に当たる。

⑥該当条項：基準 9(5)

説明：CMA は国家資格ではないにもかかわらず、「CMA という国家資格を持つ私の分析によれば、この商品で絶対に損はしません。」と断言しており、会員が資格称号を使用する場合に、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言えない。

⑦該当条項：基準 3(4)

説明：「CMA という国家資格を持つ私の分析によれば、この商品で絶対に損はしません。銀行の定期預金と同じように安全です。」と断言し、投資成果を保証するような表現を用いている。

(セルサイド・アナリストのケース)

①該当条項：基準 8(2)

説明：Z 社の CFO から「来期の経常利益予想を当初よりも大幅に上方修正する」という未公開の情報を直接聞き、その情報を友人に伝達して Z 社株購入を奨め、かつ情報公表前に買い推奨レポートを作成という証券分析業務を行っている。

②該当条項：基準 8(3)

説明：Z 社の CFO から「来期の経常利益予想を当初よりも大幅に上方修正する」という未公開の情報を直接聞きながら、情報の公表を働きかけていない。

③該当条項：基準 3(2)

説明：Z 社の CFO から聞いた「来期の経常利益予想を当初よりも大幅に上方修正する」という未公開の情報を利用しながら、「独自の分析に基づく予想」としてレポートに掲載しており、事実と意見を明確に区別していない。

④該当条項：基準 3(5)

説明：工作機械業界の専門紙に載っていた需要予測グラフを、出所を明示せずにレポートへ転載しており、他人の資料を利用して広く一般に提供する投資情報を作成する場合の、出所、著者名を明示するなどの慎重かつ十分な配慮を怠っている。

### 第 3 問 (16 点)

#### 問 1

① 該当条項：基準 4(1)

違反する行為と理由：営業目標の達成を優先し、佐々木さんの投資経験や資産状況などを確認しておらず、顧客の財務状況、投資経験、投資目的の十分な確認を怠っている。

② 該当条項：基準 4(2)

違反する行為と理由：営業目標を達成するため、佐々木さんの投資経験や資産状況などを確認せずに、今月の重点商品である ESG アクティブ投信 XYZ を購入させており、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言えない。

③ 該当条項：基準 6(1)

違反する行為と理由：営業目標を達成するため、佐々木さんの投資経験や資産状況などを確認せずに、今月の重点商品である ESG アクティブ投信 XYZ を購入させており、顧客の最善の利益より自己の利益を優先している。

## 問 2

### ①該当条項：基準 3(1)

違反する行為と理由：外部のデータ提供会社の ESG スコアに頼らない独自のリサーチをうたいながら、実際には個別企業を独自にリサーチせず、外部の ESG スコアをそのまま利用した運用を行っており、綿密な調査・分析に基づく合理的かつ十分な根拠をもった証券分析業務を行っているとは言えない。

### ②該当条項：基準 6(2)

違反する行為と理由：外部のデータ提供会社の ESG スコアに頼らない独自のリサーチをうたいながら、実際には個別企業を独自にリサーチせず、外部の ESG スコアをそのまま利用した運用を行っており、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言えない。

### ③該当条項：基準 3(5)

違反する行為と理由：外部の ESG スコアをそのまま利用した運用を行っていないながらそのことを公表しておらず、他人の資料を利用する際の、慎重かつ十分な配慮に欠けている。

### ④該当条項：基準 4(2)

違反する行為と理由：外部のデータ提供会社の ESG スコアに頼らない独自のリサーチをうたいながら、実際には個別企業を独自にリサーチせず、外部の ESG スコアをそのまま利用した運用を行っており、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言えない。

### ⑤該当条項：基準 8(2)

違反する行為と理由：Q 社の松井取締役から聞いた当期利益が前期比 90%減になることが取締役会で報告され、公表されると株価は大きく下がるだろうという未公開の重要な情報を、投信 XYZ に組み入れた Q 社株をすべて売却するという証券分析業務に利用した。

## 第 4 問 (15 点)

### 問 1

|  |
|--|
| (1) FCF の増加要因である税引後営業利益と減価償却費が継続して+6%の成長率であるが、減少要因である設備投資・成長投資と NWC 増加額はマイナス成長であるため、3 期末の FCF は大きく増加した。  |
| (2) ターミナルバリュー： 2,455 億円  |
| 計算：ターミナルバリュー = $\frac{98.2\text{億円}}{0.08-0.04} = 2,455 \text{ 億円}$  |
| 理論株価： 2,127 円  |
| 計算：株式価値 = $\frac{56\text{億円}}{1.08} + \frac{59.4\text{億円}}{1.08^2} + \frac{94.4\text{億円}}{1.08^3} + \frac{2,455\text{億円}}{1.08^3} \doteq 2,127 \text{ 億円}$<br>理論株価 = $\frac{2,127\text{億円}}{1\text{億株}} = 2,127 \text{ 円}$ |

### 問 2

|  |
|--|
| (1) 資本コスト： 10.12%  |
| 計算：ドル建ての資本コスト = $(1+0.08) \times \frac{1+0.04}{1+0.02} - 1 = 0.10117\cdots (\doteq 10.12\%)$ |
| (2) M&A 実施後に、異なる歴史、背景、文化、仕事の進め方などを有する複数の企業を経営面で統合し、双方の従業員が同じ目的に向かって進むように動機づけること。             |

### 問 3

|  |
|--|
| (1) レバードベータ： 1.29  |
| 計算：レバードベータ = $\frac{400\text{億円}+1,380\text{億円}}{1,380\text{億円}} \doteq 1.29$  |
| (2) レバードベータ： 1.19  |
| 計算：レバードベータ = $\frac{1,750\text{億円}}{400\text{億円} \times 0.3 + 1,750\text{億円}} \div \frac{1,470\text{億円}}{400\text{億円} + 1,470\text{億円}} \doteq 1.19$ |
| (3) APV 法は、節税効果を考慮した事業のフリー・キャッシュ・フローを、節税効果を考慮しない税引き前加重平均資本コストで割り引いて正味現在価値を計算する方法である。   |

## 第 5 問 (26 点)

### 問 1

|   |                    |
|---|--------------------|
| (1) 国内の総資産営業利益率： 4.4%   | 海外の総資産営業利益率： 13.4% |
| (2) 国内の売上高営業利益率： 2.9%   | 海外の売上高営業利益率： 11.0% |
| 国内の総資産回転率： 1.5 回  | 海外の総資産回転率： 1.2 回   |
| (3) 国内店舗は賃貸物件が多く、賃貸料がかかるが保有資産は少なくなり売上高営業利益率は低くなり、総資産回転率は高くなる。 |                    |
| 海外店舗は自社物件が多く、賃貸料がかからないが保有資産は多くなり売上高営業利益率は高くなり、総資産回転率は低くなる。    |                    |

### 問 2

|                                  |                                  |
|----------------------------------|----------------------------------|
| (a) 67,154 百万円                   | (b) 6,000 百万円                    |
| (c) 15,629 百万円 (マイナスの場合は△をつけること) | (d) 16,038 百万円 (マイナスの場合は△をつけること) |

### 問 3

|   |
|---|
| (1) 当年度のキャッシュフロー： 7,539 百万円   |
| (2) 投資活動によるキャッシュ・フローが、8,870 百万円から 18,741 百万円に増加し、投資を積極的に実施している。また、前期は長期借入による収入が 6,000 百万円、返済が 12,500 百万円と収支が大きく変動していたが、当期は長期借入による収支はゼロとなっている。 |

### 問 4

|   |
|---|
| (1) 次年度のROE： 10.6%  |
| $ROE = \frac{12,400 \text{ 百万円}}{107,215 \text{ 百万円} + 9,336 \text{ 百万円}} \times 100 \approx 10.6\%$          |
| (2) 次年度のサステイナブル成長率： 9.3%  |
| $\text{サステイナブル成長率} = 10.6\% \times \left( 1 - \frac{30.00 \text{ 円}}{252.63 \text{ 円}} \right) \approx 9.3\%$ |
| (3) 海外では新規店舗数を増やし事業を拡大しようとしている。一方、国内では新規出店より既存店の改修にかかる金額が多く、既存店の売り上げを伸ばすことに注力して業績を改善しようとしている。                 |

### 問 5

|  |
|--|
| ・ 為替変動によって、連結貸借対照表の為替換算調整勘定が変化する。                |
| ・ 為替変動によって、連結損益計算書の収益費用の差額である当期純利益が変化する。         |
| ・ 為替変動によって、連結キャッシュ・フロー計算書の現金及び現金同等物に係る換算差額が変化する。 |

## 第 6 問 (15 点)

### 問 1

|            |      |   |                                       |   |  |             |
|------------|------|---|---------------------------------------|---|--|-------------|
| (1) サイズ :  | 大型   | ・ | 小型                                    | ・ | <input checked="" type="radio"/> 有意に説明できない | (いずれかを○で囲む) |
| (2) バリュウ : | グロウス | ・ | <input checked="" type="radio"/> バリュウ | ・ | 有意に説明できない                                  | (いずれかを○で囲む) |

### 問 2

|                   |        |   |   |   |        |             |
|-------------------|--------|---|---|---|--------|-------------|
| 最も低いファンド :        | ファンド A | ・ | <input checked="" type="radio"/> ファンド B | ・ | ファンド C | (いずれかを○で囲む) |
| IR(年率表示)の値: -0.81 |        |   |   |   |        |             |

### 問 3

|   |
|---|
| $10.56 = \frac{0.67 - 0}{SE} \Leftrightarrow SE = 0.06344... \approx 0.0634 \quad z = \frac{0.67 - 1}{0.0634} = -5.205...$ <p>標準正規分布表によれば、有意水準 5% (両側) の臨界値は <math>\pm 1.96</math> である。z 値 <math>-5.205</math> は棄却域に収まり、帰無仮説「マーケット・ベータ <math>\beta_C = 1</math>」は棄却される。</p> |
|---|

### 問 4

|   |
|---|
| <p>マーケット・モデルの超過リターン <math>\alpha_{1B} = -0.28</math> は有意にマイナスでありパフォーマンスは芳しくない。一方、3 ファクター・モデルの超過リターン <math>\alpha_{2B} = -0.08</math> はマイナスながら有意ではない。ファンド B の低パフォーマンスは、グロウス寄りなどのファクター・エクスポージャーで相当程度説明できるので、銘柄選択能力が有意に低いとまでは言えない。</p> |
|---|

### 問 5

|          |  |
|----------|--|
| (1) 説明 : | バリュウ・ファクターのリターンがベンチマークを上回ると予想される局面でエクスポージャーを高める。   |
| 評価 :     | 周期的にマイナスのリターンが出現するが、長期的には高い累積リターンが見込まれる。   |
| (2)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ファクターリターンの予測が難しい。</li> <li>・リバランス頻度が高くなると取引コストがかさむ。</li> </ul> |

## 第 7 問 (20 点)

### 問 1

|  |          |
|--|----------|
| (1) ディスカウント・ファクター：0.8993   |          |
| 計算： $\frac{1}{(1+0.036)^3} = 0.899333... \approx 0.8993$                               |          |
| (2) フォワードレートが最大になる期間： 2年 ・ 5年 ・ <input checked="" type="radio"/> 10年 ・ 20年 (いずれかを○で囲む) |          |
| (3) ① 固有値  | ② 固有ベクトル |
| (4) スポットレート・カーブの形状変化の大部分はシフト (水準変化) である。   |          |
|  |          |
|  |          |

### 問 2

|  |                  |
|--|------------------|
| (1) シナリオ(a) ポートフォリオ X ・ <input checked="" type="radio"/> ポートフォリオ Y ・ ポートフォリオ Z (いずれかを○で囲む)   |                  |
| シナリオ(b) ポートフォリオ X ・ ポートフォリオ Y ・ <input checked="" type="radio"/> ポートフォリオ Z (いずれかを○で囲む)   |                  |
| シナリオ(c) ポートフォリオ X ・ <input checked="" type="radio"/> ポートフォリオ Y ・ ポートフォリオ Z (いずれかを○で囲む)   |                  |
| (2) リターン之差： 0.35 %   |                  |
| 計算： $(-8.04+8.75) \times 0.005 + \frac{1}{2} \times (120.20 - 125.65) \times 0.005^2 = 0.00355 - 0.000068125 = 0.003481875 \approx 0.35\%$   |                  |
| (3) スポットレート・カーブの瞬間的な水準変化後、スポットレートがそのままであれば、中期ゾーンに膨らみのある順イールドの場合、1年間の所有期間利回りは5年債が2年債を上回る。   |                  |
| (4) ① $-D \times \Delta y$   | ② $y + \Delta y$ |
| ③ $y + \Delta y - D \times (1+y) \times \Delta y$  |                  |
| (5) リターン之差： 0.03 %   |                  |
| 計算： $X = 0.25 \times \{0.029 - (2-1) \times 0.005\} + 0.25 \times \{0.045 - (5-1) \times 0.005\} = 0.01225$<br>$W = 0.5 \times \{0.029 - (2-1) \times 0.005\} = 0.012$<br>$X - W = 0.01225 - 0.012 = 0.00025 \approx 0.03\%$ |                  |

## 第 8 問 (15 点)

### 問 1

|  |       |          |
|--|-------|----------|
| (1) 人的資本： 6,992 万円   |       |          |
| 計算： $S_{16} = \frac{\frac{600\text{万円}}{1+0.04} \left\{ 1 - \frac{1}{(1+0.04)^{16}} \right\}}{1 - \frac{1}{1+0.04}} \approx \frac{\frac{600\text{万円}}{1+0.04} \times (1-0.5339)}{1 - \frac{1}{1+0.04}} \approx \frac{576.92\text{万円} \times 0.4661}{0.03846} \approx 6,992\text{万円}$ |       |          |
| (2) ① リターン   | ② 非課税 | ③ 長生きリスク |
| (3) 成果報酬型の証券会社の場合、給与が株式相場に依存し人的資本は株式としての性質が強くなる。このため、金融資産は債券中心とすることが望ましい。  |       |          |

### 問 2

|  |
|--|
| (1) 宝くじの当選や大きな事故災害への遭遇など、客観的にはわずかな確率に対して過剰な期待や不安を抱く傾向。         |
| (2) 中程度の客観確率で発生しうる事象については、発生確率の違いはほとんどないものと認知し、主観確率はフラットに近くなる。 |

### 問 3

|   |
|---|
| (1) 期待プロスペクト価値： 0.36 万円   |
| 計算： $0.05 \times \sqrt{2,500} + 0.95 \times (-2.25) \times \sqrt{ -1 } = 0.3625 \approx 0.36\text{万円}$  |
| (2) 投資家D氏の意思決定： a) ・ b) ・ (c) (いずれかを○で囲む)   |
| 説明：期待プロスペクト価値は、株価が1万円するとき $0.01 \times \sqrt{2,500} + 0.99 \times (-2.25) \times \sqrt{ -1 } = -1.7275$ であり1万円以上では購入しない。株価が3,000円するとき $0.01 \times \sqrt{2,500.7} + 0.99 \times (-2.25) \times \sqrt{ -0.3 } \approx -0.72$ なので購入しない。 |

## 第 9 問 (15 点)

### 問 1

現在の先物の理論価格： 50,250 円

$$\text{計算： } F_0 = S_0 \times \{1 + r_f \times \tau\} = 50,000 \times \left\{1 + 0.02 \times \frac{3}{12}\right\} = 50,250$$

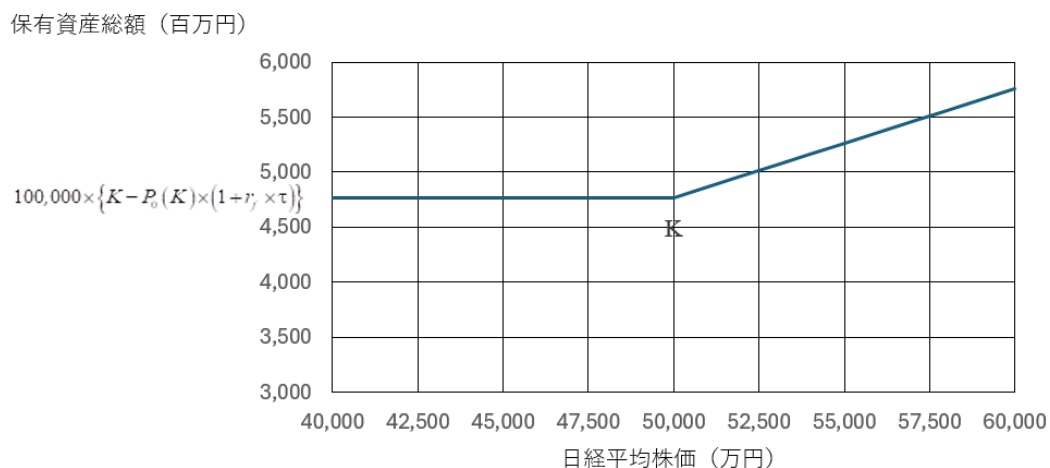
### 問 2

ATMのプットの価格： 2,363 円

$$\text{計算： } 2,612 + \frac{50,000}{1 + 0.02 \times \frac{3}{12}} = P_0 + 50,000 \Leftrightarrow 2,363.2437... \approx 2,363$$

### 問 3

(1) フロアを求める式：  $100,000 \times \{K - P_0(K) \times (1 + r_f \times \tau)\}$



(2)

### 問 4

ポジション：ショート

取引単位数：17 枚

$$\text{計算： 先物取引単位} = \frac{100 \times \{-N(-d_1)\}}{1 + r_f \times \frac{3}{12}} = \frac{100 \times \{N(d_1) - 1\}}{1 + 0.02 \times \frac{1}{4}} = \frac{100 \times (0.82765 - 1)}{1 + 0.005} = -17.1432... \approx -17$$

### 問 5

よりアウト・オブ・ザ・マネーのプットなので、行使価格 45,000 円のプットよりデルタはゼロに近づき、絶対値は小さくなる。したがって、先物ショートの数量を減らす。

## 第 10 問 (10 点)

### 問 1

M&A 事案の公表に伴う被買収会社の株式を投資対象とし、M&A の成功確率に応じた株価のディスカウント（アービトラージ・スプレッド）を収益の源泉とする。多くのディールを行うことで、M&A 成功案件ではスプレッドが縮小し薄利を稼げるが、失敗案件では株価下落でスプレッドが急拡大し大きな損失を被る。

### 問 2

月次 VaR : 0.25 億円

計算 :  $VaR_{99} = 10\text{億円} \times (0.0046 - 2.33 \times 0.0127) = -0.24991\text{億円} \approx -0.25\text{億円}$

### 問 3

月次 VaR : 0.33 億円

計算 :  $VaR_{99} = 10\text{億円} \times (-3.3\%) = -0.33\text{億円}$

### 問 4

平均・分散法による VaR は正規分布を仮定するため、歪度や尖度をもつ分布のテールリスクを過小評価する恐れがある。

### 問 5

Tail-VaR (Conditional-VaR) : VaR の信頼水準を超えるような異常事態が起こった場合、平均的にどのくらいの損失を被るかを計測する。

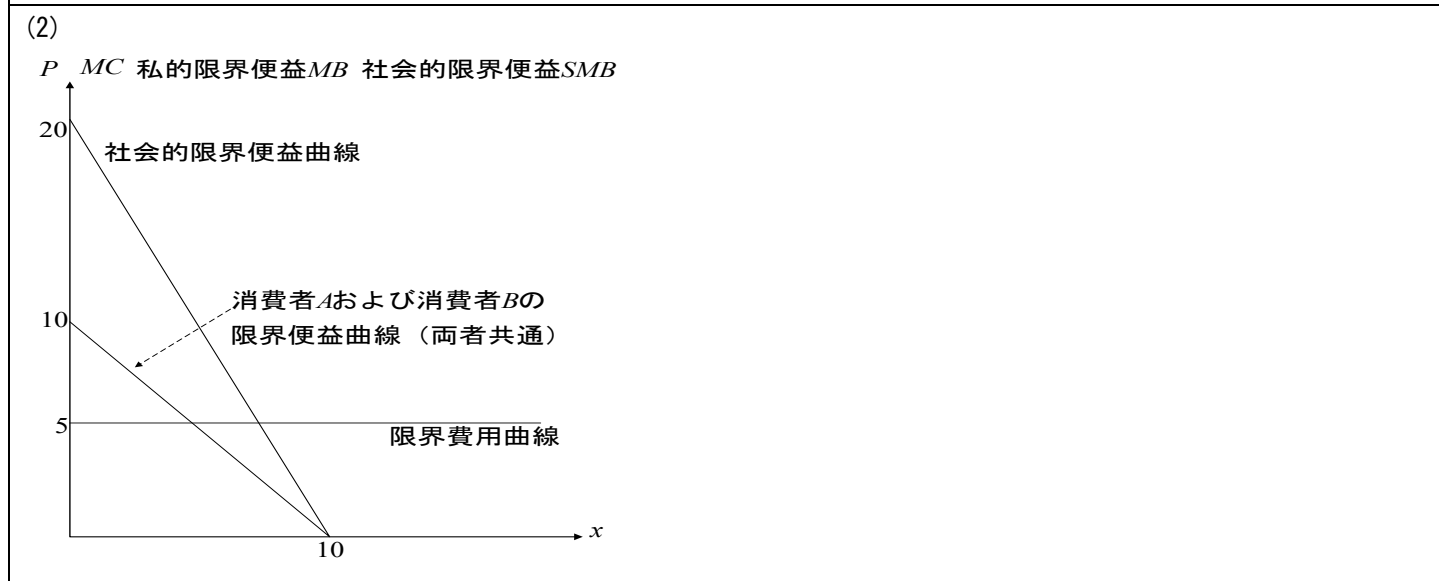
# 第 11 問 (10 点)

問 1

|     |      |      |      |
|-----|------|------|------|
| ① 5 | ② 25 | ③ 10 | ④ 15 |
|-----|------|------|------|

問 2

|  |
|--|
| (1) 名称 ; 非競合性                                      |
| 説明 ; ある消費者による財・サービスの消費が、他の消費者の当該財・サービスの消費を妨げないこと。  |
| 例として、(渋滞のない) 道路では、ある人が通行しても、他の人が通行することを妨げられることはない。 |



|                    |                |
|--------------------|----------------|
| ① 社会的に最適な供給量 ; 7.5 | ② 各消費者の消費量 ; 5 |
|--------------------|----------------|

|  |
|--|
| ③ 供給量は、 <input checked="" type="radio"/> 増加する ・ <input type="radio"/> 変わらない ・ <input type="radio"/> 減少する |
|--|

(いずれかを○で囲む)

## 第 12 問 (10 点)

### 問 1

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| ① $\beta_0 = 0$ | ② $\beta_1 = 1$ |
|-----------------|-----------------|

### 問 2

|   |
|---|
| リスクプレミアム： <input checked="" type="radio"/> 増加 ・ 変わらない ・ 減少 (いずれかを○で囲む)  |
| 日本の経常収支黒字が累積し、日本の投資家により保有されるドル債が増加すると、ポートフォリオにおける外貨建て資産残高が増加する。市場参加者がリスク回避的である場合、増加した外貨建て資産を保有するためには、為替リスクを伴うドル建て資産の収益率の上昇、すなわちリスクプレミアムの上昇が必要となる。 |

### 問 3

|  |
|--|
| リスクプレミアム： <input type="radio"/> 増加 ・ 変わらない ・ <input checked="" type="radio"/> 減少 (いずれかを○で囲む)   |
| 日本の通貨当局の円売りドル買い介入によって、市場参加者のポートフォリオにおいて円建て資産残高比率が上昇し、ドル建て資産残高比率が低下する。このとき投資家は元の最適ポートフォリオへとリバランスするため、収益率が一定のもとでドル建て資産の取得を行う。すなわち、リスクプレミアムは減少している。 |