2023 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2023 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	営業関係（仮想事例）、アナリスト関係（仮想事例）
第 2 問	20 点	倫理	ファンド･マネジャー関係（仮想事例）
第 3 問	20 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	15 点	証券	株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略
第 6 問	10 点	証券	アセット･アロケーション＋行動ファイナンス
第 7 問	25 点	証券＋数量	債券分析と債券ポートフォリオ戦略＋主成分分析
第 8 問	25 点	証券	国際証券投資＋投資パフォーマンスの評価
第 9 問	15 点	経済	マクロ経済学

午 後	180 点		
第 1 問	12 点	経済	マクロ経済学+国際金融
第 2 問	18 点	経済＋数量	ミクロ経済学＋自己回帰分析（AR）
第 3 問	30 点	証券	株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略
第 4 問	15 点	証券	債券分析と債券ポートフォリオ戦略＋信用リスク･モデル
第 5 問	20 点	証券	アセット･アロケーション＋オルタナティブ投資
第 6 問	27 点	証券＋数量	デリバティブ分析と投資戦略＋時系列分析（ARCH）
第 7 問	23 点	証券	アセット･アロケーション
第 8 問	20 点	財務	会計制度
第 9 問	15 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」

プログラム改訂後の 1 回目は、午前 9 問・午後 9 問の合計 18 問（360 点）という構成。大問の数は変わらないものの、配点が 420 点から 360 点に減り、小問レベルでは予定通りいくらかボリュームダウンしている。内訳は、

証券分析とポートフォリオ･マネジメント：9 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。従来 3 問が定着していた「職業倫理・行為基準」が 2 問に減ったが、配点のバランス・構成比は従来通りとみてよいだろう。なお新規分野の「数量分析と確率･統計」は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

試験内容の変更に伴い通信教育プログラム、通信テキストが大きく改訂された初回の試験。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
午前	第 5 問（15 点）	株式価値分析	残余利益モデル、配当割引モデル、多段階成長モデル
	第 6 問（10 点）	アセット･アロケーション ＋行動ファイナンス	人的資本とアセット･アロケーション、 ショートフォール･リスク、プロスペクト理論
	第 7 問（25 点）	債券ポートフォリオ戦略 ＋数量分析と確率･統計	スポットレート･フォワードレート､デュレーション、 債券の時価評価、主成分分析、ファクターモデル、 バーベル･ブレット分析、債券リターンの計算
	第 8 問（25 点）	国際証券投資 ＋パフォーマンス評価	金利パリティ、外国株式投資のリターンの計算、外国株式投資の株式･為替エクスポージャー､カントリー･アロケーション、金額加重収益率と時間加重収益率
午後	第 3 問（30 点）	株式ポートフォリオ戦略	スタイル分析、仮説検定、スマートベータ、 マーケット･モデルと 3 ファクター･モデル、 VWAP ギャランティ取引、マーケット･ニュートラル
	第 4 問（15 点）	債券ポートフォリオ戦略 ＋信用リスク･モデル	バシチェック･モデル、二項過程、コーラブル債、 Z スプレッドと OAS、信用リスク･モデル
	第 5 問（20 点）	アセット・アロケーション ＋オルタナティブ投資	期待リターンの推計、期待リターンの計算、投資比率の計算、リスクパリティ、不動産投資、インフラ投資
	第 6 問（27 点）	デリバティブ ＋数量分析と確率･統計	先物理論価格、先物によるベータの調整、 バリュー･アット･リスク、プット･コール･パリティ、 ブラック=ショールズ･モデル､ダイナミック･ヘッジ、 ボラティリティクラスタリング、ストラドル
	第 7 問（23 点）	アセット･アロケーション	年金 ALM と LDI、サープラス･マネジメント、 文字式によるポートフォリオのリスク・リターン、 ポートフォリオの最適化

計算問題、論述問題ともかなり簡潔になった。従来、債券の問題でみられた非常に複雑な計算や、アセット･アロケーションや国際証券投資でみられた大蛇がのたうち回るような壮大な文字式の操作・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、理論を背景に「一言」もしくは「一文」で答えが完結するような問題が多くなっている。反面、知っているか知らないかで勝負が決まる問題が増えており、これはやりにくい。

債券（午前・第 7 問）とデリバティブ（午後・第 6 問）に「数量分析と確率･統計」の問題を忍ばせている。もっとも主成分分析は従来から債券の頻出論点。デリバティブのボラティリティクラスタリングは、ただ言葉として出てきただけといった印象だ。

新たな通信テキスト「株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略」では、個別銘柄の評価が加筆された。午前・第 5 問はこれを意識した出題だろう。1 次レベル・株式分析の「パズルのような問題」そのものであり、キャッシュフロー流列の読み取りにいささか閉口する。比較的簡単な割には計算に時間を食う何とも罪作りな問題で、今後も出題が続くのであれば、時間配分に注意が必要だろう。

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
午前	第 3 問（20 点）	ｺｰﾎﾟﾚｰﾄ･ﾌｧｲﾅﾝｽ	資本コスト、ベータ推定、節税効果、ガバナンス
	第 4 問（26 点）	財務諸表分析	ROA の要因分析、セグメント、M&A
午後	第 8 問（20 点）	会計制度	ROE の要因分析、減損会計、リース会計
	第 9 問（15 点）	ｺｰﾎﾟﾚｰﾄ･ﾌｧｲﾅﾝｽ	FCF、NPV、リスク分析

午前第 3 問（コーポレート・ファイナンス）は、資本コスト、ベータ推定、企業価値、節税効果といった定番問題のほか、サステナブル投資や近年出題のなかった EVA®が出題された。

午前第 4 問（財務諸表分析）は、ROA、セグメント分析、M&A の影響について出題された。IFRS ベースの財務諸表分析であったが、ROA やセグメントの構成比といった計算問題は容易であり確実に得点したい内容であった。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 8 問（会計制度）は、IFRS に絡む出題であった。問 2 は、午前第 4 問に続き、のれんの処理について問われた。また、ROE は、親会社株主もしくは親会社の所有者からみた収益性指標である点に注意が必要であった。問 3 の減損会計、問 4 のリース会計は、IFRS に基づく処理が問われ、難問であった。

午後第 9 問（コーポレート・ファイナンス）は、問 1 において FCF、NPV、相互排他的な意思決定といった近年の頻出論点が出題され高得点が望まれる。問 2 のリスク管理は、指示に従えばそれほど難解なレベルではないものの、引っ掛けの要素も含まれていることから、初見の状況ではハードルの高い内容であった。

市場と経済の分析

「市場と経済の分析」では、午前と午後を合わせて 3 問の問題が出され、配点は合計 45 点であった。この出題および配点の構成は、配点の合計が 420 点から 360 点に減少したことを考慮すると、例年通りのものであるといってよいだろう。全体として、基本的な問題や過去に出題された問題の類題が多かったという印象である。また、隔年で出題されてきたゲーム理論を中心とするミクロ経済学が、昨年に引き続き出題された。また、「数量分析と確率･統計」の論点が、市場と経済の問題の中で問われている。

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（20 点）	マクロ経済学	ケインズ型消費関数、ライフサイクル仮説 IS-LM 分析と財政政策、等価定理
第 1 問（20 点）	マクロ経済学＋国際金融	総需要 - 総供給分析 カバーなし金利平価説、為替介入
第 2 問（20 点）	ミクロ経済学 ＋自己回帰分析（AR）	外部性と市場の失敗 自己回帰分析

午前第 9 問では、消費関数として、ケインズ型消費関数とライフサイクル仮説を取り上げ、それぞれの特徴と財政政策との関連性が問われた。ケインズ型消費関数は近年の頻出論点であるが、ライフサイクル仮説は最近出題されていない論点である。ただし、かなり前のことであるが、ライフサイクル仮説は頻出論点であったし、今回の問題は、その類題といってよいであろう。

午後第 1 問では近年の頻出論点である総需要 - 総供給分析が出題された。図を描き、政策効果についてコメントするオーソドックスな問題であった。また、問 2 では、これまた近年の頻出論点である金利平価説が出題された。内外の政策の違いが、金利平価式を通じて、為替レートをどのように変化させるかという理論的関係が問われた。さらに問 3 では、為替介入における非不胎化介入と不胎化介入の違いを説明することが求められた。

午後第 2 問の前半では、外部性と市場の失敗について、理論的論点に基づく計算問題が出題された。これはいわゆるミクロ経済学の論点である。10 年以上にわたって、隔年で出題されていたミクロ経済学が、昨年と今年、2 年連続で出題されたことには注目したい。さらに、後半では、自己回帰分析（AR）が、経済の論点のケーススタディのように出題されたことにも注目したい。

職業倫理・行為基準

2022 年度の協会のスタディ・ガイドでは、「職業倫理・行為基準」の配点は 45 点とされていたが、2023 年の 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、Ⅰが営業関係（仮想事例）の問題、Ⅱ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り、穴埋め問題は廃止された。問題は違反する行為を各問 3 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、ファンドマネジャー関係（仮想事例）の問題である。問 1 は違反する行為を 4 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 には、2019 年第 1 問問 2 以来の法人会員の違反行為が出題された。法人会員に適用される基準には、「総則」の基準 2(5) と「不実表示に係る禁止等」の基準 5 がある。第 1 問同様、指摘した 1 つの行為に対して該当条項を 1 つだけ示せばよい。

概して、各問とも指摘できる違反行為の数が多く、解答は容易であったと思われる。

ＴＡＣ 証券アナリスト講座