

夢を育む資産形成コンサルタント



ゴールベース資産管理は、①ゴールの設定（リ
ストアップ）、②実現シナリオの設定（ゴールの
優先順位付けと達成確率のシミュレーション）、
③投資の選択と実行、④継続的レビューの四つの
ステップで行われる。

最初から顧客にゴールを
尋ねても、明確な答えを得
られる可能性は低い。過去
の事例からみて、最初は顧
客の毎日の生活や、週末、
休暇の過ごし方、家族構成
等の会話から始めるのが良
いとされる。質問力や共感
力を発揮しつつ、顧客とで
きるだけ多くの話を共有す
ることが重要である。さら
に、ゴールは顧客本人だけ
でなく、配偶者や子供も含
めて設定される場合が多い
ので、対話は家族も交えて
行うのが望ましい。ゴール
としては、老後の生活費や
子供の教育費、マイホーム
の購入、配偶者や子供への
遺産等が挙げられる。

なお実務においては質問
票（ヒアリングシート）が
使われることが多いが、対
話の初期段階でいきなり質
問票を提示するような手法
は避けたい。資産形

目標達成まで顧客と伴走

成コンサルタントは顧客と
の間に、顧客自身やその家
族にとって大事な話や情報
を共有できる関係を構築す

ゴールベース 資産管理の概念

ることが重要である。
設定したゴールの優先順
位付けに当たっては、ゴール
をいくつかのカテゴリ
に分類するのが有効だ。例
えば、「Needs（必要
不可欠なニーズ）」、「W
ants（必ず実現したい
欲求）」、「Wish（で
きれば実現したい欲求）」
、「Dreams（夢）」の
四つに分類するなどが参考

【問題24】

以下は、ゴールベース資産管理に関する説明である。空欄
に入る語句の組み合わせとして、最も適切なものはどれか。

「ゴールは、老後の生活費の確保等かなり先のことであり、
このアプローチ自体が、（ア）から（イ）までを循環的に継
続していくプロセスになる。（ウ）、顧客の目標（ゴール）
の実現に向けて、顧客に伴走していくサービスがゴールベ
ース資産管理である。その際、非課税口座の利用といった資産
の置き場も考慮に入れる」

- A. （ア）人生の振り返り、（イ）投資の増額、（ウ）長期
間にわたり
- B. （ア）ゴールの設定、（イ）継続的レビュー、（ウ）こ
く短期間
- C. （ア）ゴールの設定、（イ）継続的レビュー、（ウ）長
期間にわたり
- D. （ア）人生の振り返り、（イ）投資の増額、（ウ）こ
く短期間

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



となる。現在の資産や収入
を前提に、各ゴールの実現
可能性をチェック（シミュ
レーション）し、その実現
へ向けたシナリオを顧客と
一緒に考え、共有する。
以上を踏まえたゴールベ
ース資産管理の資産配分
は、「単一のポートフォリ
オで運用し、複数のゴール
達成を目指す方法」と「ゴ
ールごとにポートフォリオ
を選んで運用する方法」の
2通りがある。前者には資
産管理が比較的容易で、家
計全体の最適ポートフォリ
オを維持しやすいというメ
リットがあり、後者にはゴ
ールを意識した資産運用を
行いやすいというメリット
がある。

継続的レビューは、顧客
や家族の状況はどうか、ラ
イフイベントに大きな変化
がないか、ゴールに変更が
ないか等を確認し、ゴール
達成までの進捗よくを評価
する循環プロセスの重要な
過程である。その結果、必
要があればポートフォリオ
の見直しを行うこともあ
る。

（公益社団法人日本証券ア
ナリスト協会）

夢を育む資産形成コンサルタント



ファンドラップは、顧客の資産運用方針やリスク許容度を踏まえ、投資一任契約に基づいて金融機関が顧客に代わり資産運用を行うサービスの一種で、中長期の分散投資の手段として利用されている。資産形成の目的に沿って上手に使えば有効な資産運用の方法である。

ファンドラップについて、バランス型投資信託と比較してみよう。両者は、ポートフォリオに内外株式や債券など複数の資産クラスを組み入れ、分散効果を働かせている点で同じである。大きな違いは、バランス型投資では資産運用会社が運用方針を定めて資産運用を行うのに対し、ファンドラップでは顧客の運用方針やリスク許容度などを踏まえて資産運用会社が資産運用を行う点である。レストランで食事をする場合を例にとると、レストランが用意したコース料理のなかから選んで注文するのがバランス型投資であり、顧客がシェフに好みを伝え、自分に最も適したコース料理を用意してもらうのがファンドラップである。

顧客の意向を反映した資産運用

の運用・管理をすべて専門家に任せるので、顧客自身の手を煩わす必要がない。

ファンドラップ

ただし、顧客は、実際の運用の内容が自身のニーズや自ら設定したゴールを達成するのに適しているかどうかを常にチェックする必要がある、そうしたチェックを行ううえで、顧客と伴走していく資産形成コンサルタントが果たす役割は大きい。

【問題23】

ファンドラップに関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. ファンドラップは、金融機関が顧客と投資一任契約を締結し、顧客の運用方針を反映した形で、顧客に代わって資産運用を行うサービスである。
- B. ファンドラップは、資産の運用・管理を専門家に任せるため顧客の手間はかからない。しかし、顧客としては資産運用の内容のチェックが必要で、その際の資産形成コンサルタントの役割は大きい。
- C. ファンドラップは、運用資産残高ではなく、資産運用時の売買金額に応じた手数料体系であるため、顧客と金融機関の利益は相反する。
- D. ファンドラップが一段と普及していくには、サービスの具体的な内容を明確化するとともに、運用体制や顧客が負担するコストに関する情報開示の充実に取り組むことが求められる。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



入れた個々の商品の売買にともなう手数料はかからず、顧客から預かっている運用資産残高に応じて、あらかじめ決められた割合の手数料が徴求される。顧客の運用資産残高が増える、サービスを提供している金融機関の手数料も増える仕組みであるため、顧客と金融機関が運用資産を増やすという目的を共有することが可能になる利点がある。半面、ファンドラップの手数料は、運用管理費用に加えて投資一任契約に基づく報酬が発生するため、相対的に高めとなる点には注意を要するので、顧客への十分な説明が必要である。今後、ファンドラップが一段と普及していくためには、顧客の資産運用のゴールを実現するまで資産形成コンサルタントが顧客と伴走していくことが何よりも大事である。さらに、具体的なサービス内容を明確化するとともに、運用体制や顧客が負担するコストに関する情報開示の充実も求められる。

(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢を育む資産形成コンサルタント

【問題22】

現状のポートフォリオとその見直しについての説明として、最も適切なものは次のうちのどれか。

	現状	リバランス案	モデルポートフォリオ		
			保守型	標準型	積極型
現預金	20	10	60	5	0
国内債券	30	25	25	25	5
国内株式	30	30	5	20	40
外貨預金	—	—	5	5	5
外国債券	—	15	5	30	10
外国株式	20	20	0	15	40

(注) ①単位：%②J-REITは国内株式に含めている

- A. 現状は、標準に比べるとやや偏りのあるポートフォリオである。したがって、J-REITや外国債券といった保有している金融資産と相関関係の弱い資産を組み入れてリスクを抑えつつ期待リターンを引き上げを図ることが適当である。ただし、株価の世界的急落といった非常時に慌ててリバランスすべきでなく、状況を見ながら徐々にシフトした方がよい。
- B. 現状は、標準に比べるとやや保守的なポートフォリオである。Aさんの年齢を考えると過度なリスクを取るべきではなく、現状のポートフォリオを維持すべきである。ただし、株価の世界的急落といった非常時であるため、国内外の株式といったリスク資産をいったん売却することも考えた方がよい。
- C. 現状は、標準に比べるとやや偏りのあるポートフォリオである。したがって、保有している金融資産と相関関係の弱い資産の組み入れ比率を高めてリスク分散を図った方がよい。ただし、株価の下落が長引く可能性もあることから、分散化はできるだけ早く着手した方がよい。
- D. 現状は、標準に比べるとやや保守的なポートフォリオである。したがって、外貨資産等のリスク資産の組み入れ比率を引き上げて分散を図った方がよい。株価の世界的急落はある意味でバーゲン・ハンティングが可能であることから、できるだけ速やかにリバランスを行うべきである。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



ケース・スタディー

資産形成コンサルタントのあなたは、個人顧客Aさんから、ポートフォリオのリバランスについて相談を受けた。Aさんは50歳で、現在、国内株式や外国株式を含め約5千万円の金融資産を保有している。ところが、株価の世界的急落により、株式で大きな含み損を抱えてしまった。Aさんとしては、リスクを抑えつつ期待リターンを改善させることで、なるべく早く含み損を埋め合わせられないかと考えている。

ポートフォリオのリバランス提案

資産配分に関する理論をベースに、投資家のライフステージを勘案しつつ、市場の見通しや投資家のリスク許容度などさまざまな情報を踏まえてリスクが最小で期待リターンが最大となるようなポートフォリオを決定するプロセスを、アセット・アロケーションと呼ぶ。最適ポートフォリオを決定した後、状況変化に応じて継続的に検証を繰り返すことが重要である。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

返すことが大切である。ポートフォリオの提案は、投資家のリスク許容度に応じて大きく保守型、安定型、標準型、成長型、積極型の5タイプに分類される。提案に際しては、顧客がどのタイプの投資家であるかを見極め、顧客の意向に沿った資産配分を実現することが重要である。

最適なポートフォリオを継続検討

夢を育む資産形成コンサルタント



投資の価値は、全運用資産(純資産総額)を投資された口数で割った基準価額で示され、基準価額は投資1口当たりの価値(価格に相当)を表している。基準価額が一定期間にどれだけ変化したかを表すのが騰落率で、投資の月報などには直近1カ月、3カ月、1年などに加えて投資が設定されて以来の基準価額の動きが掲載されている。投資のなかには運用成果を定期的に分配金として支払われるタイプと分配金が再投資されるタイプの2種類があり、投資ごとに明示されている。投資のパフォーマンスを比較するとき、定性面と定量面の両面から行う必要がある。定性面では、投資の基本的な考え方や目的、投資戦略が類似したものを比較しなければ意味がな

投資信託のリターン(収益率)は、一般的に分配金の累計を含んだ騰落率で表される。さまざまな投資のリターンを比較する際には、適当なベンチマークを設定し、そのリターンを上回る超過リターンをリスク1単位に標準化した指標(シャープ・レシオなど)が用いられている。

投資のリターンとベンチマーク

【問題21】

下表は、投資X、Y、Zの過去5年間のリターンの平均値とリスク(標準偏差)である。無リスク資産のリターンを1.0%とした場合、それぞれの投資のシャープ・レシオに該当する最も適切な数値の組み合わせは次のうちのどれか。

	リターンの平均値	リターンの標準偏差
投資X	3.0%	1.0%
投資Y	6.1%	3.0%
投資Z	15.0%	5.0%

(ア) 投資X、(イ) 投資Y、(ウ) 投資Z

- A. (ア) 2.0、(イ) 1.7、(ウ) 2.8
- B. (ア) 3.0、(イ) 2.0、(ウ) 2.8
- C. (ア) 2.0、(イ) 1.7、(ウ) 3.0
- D. (ア) 3.0、(イ) 2.0、(ウ) 3.0

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



株か米国株か、あるいは世界全体の株なのかによってパフォーマンスは異なる。次に定量面では、投資の運用者がパフォーマンスの基準となるベンチマークを設定し、投資のリターンがベンチマークを上回る幅(超過リターン)でパフォーマンスを評価する方法が用いられる場合が多い。ただし、現在の超過リターンが大きいとしても、過去にリターンがベンチマークを大きく下回る時期があったり、超過リターンの変動が大きかったりする場合に、現在の良好なパフォーマンスが将来も続くとは限らない。従って、投資のパフォーマンスを比較する際には、超過リターンを基準価額のアレであるリスク(標準偏差)で割りリスク1単位当たり標準化した指標によって行うことが一般的である。

ベンチマークとしては、無リスク資産のほか、日経平均やMSCIワールドといったインデックスが用いられる。リスクを取らなくてもリターンが得られる無リスク資産をベンチマークとする指標としては、シャープ・レシオが広く利用されている。シャープ・レシオは、投資のリターンから無リスク資産のリターンを差し引いた超過リターンを投資の標準偏差で割ることで求められる。シャープ・レシオが大きい投資は、効率的にリターンを稼いでいるといえる。(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

い。株式投資と公社債投資を比べても参考にはならず、同じ株式投資でも日本

投資のパフォーマンス評価

パフォーマンスを評価する方法が

パフォーマンスを比較する際

夢。育む資産形成コンサルタント



平均回収期間と金利感応度を測る尺度

投資家がある企業の社債に投資した後、その企業の経営が悪化して倒産すると社債がデフォルトを起して資金を回収できなくなる可能性がある。投資家にとって、投資額の回収時期は関心事であり、この期間を測る指標がデュレーションである。また、デュレーションは、先行きの金利見通しを踏まえた債券投資を行う際にも参考になる。

債券投資におけるデュレーションには、①投資資金を回収するまでの平均期間と、②最終利回りの変化によって債券価格がどの程度変化するかという金利リスクを表す指標という二つの側面がある。

利付債は毎年決まった額のクーポン(利子)を受け取り、満期時には額面金額(元本)を受け取る。このため、投資家が投資資金を回収するのに要する期間は、満期より短くなる。利付債に投資した資金の平均回収期間であるデュレーションは、「おのおののキャッシュフロー(利子と元本)が発生するまでの期間」を「おのおののキャッシュフローの現在価値がキャッシュフローの現在価値の合計に占めるウェイト」によって加重

平均することによって計算される(計算例は解説を参照のこと)

デュレーション

と)。デュレーションは、満期までの期間である残存期間が長いほど、クーポン額が小さいほど長くなる。一方、割引債の場合は、クーポンがないため投資資金の回収時期は満期時のみであることから、デュレーションと残存期間は同じになる。デュレーションを「1+最終利回り」で割り、マイナスの符号を付けたものを

- 【問題20】
デュレーションに関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。
- A. デュレーションは、債券投資の平均回収期間を示すとともに、金利リスクを表す指標としても活用できる。
 - B. 割引債のデュレーションは残存年数に等しい。
 - C. デュレーションは、満期までの期間が長いほど、またクーポン額が大きいほど長くなる傾向がある。
 - D. 修正デュレーションは金利リスクを表す指標であって、利回りが1%変化した場合に債券価格が何%変化するかを示している。一般に、長期債は短期債に比べて金利リスクが大きい。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶▶



修正デュレーションと呼ぶ。マイナスの符号を付けたのは、最終利回りが上昇すると債券価格が下落するからである。修正デュレーションは、最終利回りの微小な変化に対する債券価格の感応度であり、最終利回りの変化率に修正デュレーションを乗じた値は債券価格の変化率を示している。例えば、最終利回りの上昇が予想される場合には、最終利回りの上昇の影響を受けにくい(価格下落リスクが小さい)デュレーションの短い債券に投資する方が長い債券に投資するよりもよい。逆に、最終利回りの低下が予想される場合には、債券価格が上昇する可能性が高いデュレーションの長い債券に投資する方がよい。

一般に単に「デュレーション」と表記された場合は、修正デュレーションを指していることが多い。ただし、修正デュレーションは最終利回りが微小に変化した場合(例えば、0.01%の上昇)に利用できることに注意が必要である。

(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢。育む資産形成コンサルタント



債券の利回りと残存期間の関係

利回りとは投資した資金（元本）に対する収益の比率を意味する。債券の利回りには、スポットレートとフォワードレートが含まれ、スポットレートと債券の残存期間の関係をグラフ化したものをイールドカーブ（利回り曲線）と呼ぶ。

スポットレートとは、クーポンの支払いが発生しない割引債の現在から将来に向けた利回りをいう。割引債の利回りは、1年物や2年物など満期までの期間によって異なる。「フォワードレート」とは、将来の一定期間から始まる割引債の一定期間の利回りのことであり、投資家の将来に向けた予想利回りと同様の意味合いを持つ。

イールドカーブは別名「金利の期間構造」と呼ばれる。横軸に割引債の満期までの期間、縦軸にスポットレートをとり、同一発行体の満期までの期間が異なる複数の割引債のスポットレートをつなぎ合わせて描いたものである。通常は短期のスポットレートが低く長期のスポットレートが高くなるので、右上がりの曲線を描く。これを順イールドと呼ぶ。しかし、市場の

状況によっては曲線が右下がりになることもある。これを逆イールドと呼ぶ。イールドカーブの形状を説明する代表的な仮説が

イールドカーブ

「純粋期待仮説」である。市場参加者が将来の金利の上昇を予測すればイールドカーブは右上がりとなり、金利の低下を予測すれば右下がりとなる。前者の例としては足元の円金利の状況が挙げられ、後者の例としては足元の円金利の状況が挙げられ、後の米国の金利の状況が挙げられるであろう。このほかの仮説には、長期の割引債ほど現金

化するのに時間がかかり流動性が低くなる分、投資家が高いプレミアムを求めるためにイールドカーブが右上がりになるとする「流動性プレミアム仮説」や、「債券市場は満期までの期間によって分断されており、異なる満期までの期間の市場の間で金利裁定は働かない」「短期の割引債の需要が長期の割引債の需要よりも大きければ、イールドカーブは右上がりになる」とする「市場分断仮説」がある。

【問題19】

イールドカーブに関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. イールドカーブとは、ある時点での利回りと債券の期間の長さの関係を、横軸に期間、縦軸に利回りをとって描いたものである。
- B. イールドカーブが右下がりの形状を「順イールド」、イールドカーブが右上がりの形状を「逆イールド」という。
- C. イールドカーブの傾きが小さくなることを「フラット化」、平行に上方あるいは下方にシフトすることを「パラレルシフト」という。
- D. イールドカーブの形状や動きを説明する代表的な仮説として、純粋期待仮説、流動性プレミアム仮説、市場分断仮説がある。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



イールドカーブは時間とともに変化する。傾きが大きくなることを「ステイプ化」、小さくなることを「フラット化」と呼び、傾きを変えず平行に上方または下方へ移動することを「パラレルシフト」という。イールドカーブの形状変化は景気の先行指標として、金融当局や投資家が注視している。一般に景気予測が楽観的で金利の上昇が予想されるとフォワードレートが上昇し、イールドカーブがステイプ化する。（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

夢を育む資産形成コンシェルジュ



東京証券取引所が「資本コストを意識した経営」を要請したことで、日本企業の行動変容が加速したと言われている。企業活動に不可欠な資本のコストと利益、株価がどのような関係にあるのかを考えてみよう。

2023年3月、東京証券取引所は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」という文書を発表し、企業が資本コストや収益性を意識した経営を行うよう要請した。まず企業の資本コストについてみてみよう。

自己資本を提供している株主が企業に対して期待するリターンは企業から見ると「株主資本コスト」であり、他人資本（銀行借り入れや社債）を提供している債権者が企業に対して期待するリターンは企業から見ると「負債コスト」である。「株主資本コスト」と「負債コスト」を合わせたものが「総資本コスト」であり、自己資本と他人資本の金額で各々のコストを加重平均して計算されることから「加重平均資本コスト（WACC）」と呼ばれている。一方、企業の収益性を測

「株主還元」か「内部留保」か

る指標としては、期首期末の自己資本の平均値を分母とし、株主に帰属する当期純利益を分子とする「自己資本利益率（ROE）」が

ROEと資本コスト

ある。この指標は、自己資本を用いて、株主に帰属する利益である当期純利益を期中にどの程度稼いだかを表している。

ここで株主に帰属するリターンであるROEと株主が期待するリターンである株主資本コストの関係についてみてみよう。ROEが株主資本コストを下回る状態は、企業に内部留保され

- 【問題18】株式の評価に関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。
- A. ROEは自己資本に対する利益率であり、ROAは総資本（＝総資産）に対する利益率である。
 - B. 総資本は自己資本と他人資本から構成される。自己資本を提供する株主が要求する株主資本コストと他人資本を提供する債権者が要求する負債コストを合わせたものが、総資本コストである。
 - C. 企業が利益を配当として分配しなくても、内部留保した利益を活用して新たな利益を生むことで株価が上昇すれば、投資家としては、同様の結果が得られると考えることができる。
 - D. ROEが株主資本コストを上回っている場合には、企業に内部留保された資金が有効に活用されていない可能性がある。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



た資金が有効に活用されていないことを表している。その場合は配当を通じて株主に利益を還元するか、自社株買いを通じて発行済み株式数を減らしROEを高めることが合理的な意思決定となる。逆に、ROEが株主資本コストを上回り、企業が資金を十分に活用できる事業機会を持っている場合には、配当によって資金を流出させるよりも内部留保した資金を新しい事業機会へ振り向ける方がROEの引き上げにつながる。

投資家が企業の株式に投資するのは、基本的に投資先企業が資本を有効に活用して事業活動を行い、企業価値を高めてくれることを期待するからである。もし企業がこの期待に応えられないならば、資金を内部留保する合理的な理由を説明することはできない。投資家の期待に応えられない企業の株式は売却され株価が下落することになる。東京証券取引所の要請はまさにこの点を指摘していると言える。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

夢を育む資産形成コンサルタント

企業の収益・安全・成長性を知る

企業の財務データを使った財務分析の例として、「自己資本利益率（ROE）」（「ニッキン」2024年11月15日号、「ニッキンONLINE」参照）を学んだ。ROEは企業の収益性を表す指標であり、経営計画の目標値として頻繁に使われる。

財務諸表を活用することで、収益性のみならず企業の安全性や成長性を知ることが出来る。安全性の指標としては、支払利息を事業利益でどの程度カバーできるかを示すインタレスト・カバレッジ比率がある。

▼インタレスト・カバレッジ比率Ⅱ（営業利益÷受取利息）／支払利息

さらに、短期的な債務返済能力を示す指標としては流動性比率が挙げられる。この指標は、1年以内に返済すべき流動負債を1年以内に現金化できる流動資産でどの程度カバーできるかを表す。流動資産のうち棚卸資産（在庫）は実際に現金化できるか未確定であるので、より保守的な安全性の指標として、流動資産から棚卸資産を除いた額で流動負債をカバーできるかを表す当座比率が使われることが多い。

▼当座比率Ⅱ（現預金＋有価証券＋売上債権）／流動負債

次に成長性の指標としては、増資を行わず内部留保

財務諸表分析

のみで実現できる当期純利益の成長率を示す持続可能成長率（サステイナブル成長率）がある。

▼持続可能成長率Ⅱ ROEX（1-配当性向）

具体例で見よう。今、前期末の総資産500億円、資本構成が他人資本である負債200億円、自己資本300億円の企業を想定し、①ROEと配当性向

が一定、②自己資本が増加した場合には追加借入れを行って資本構成を一定に保つ、と仮定する。この企業のROEを15%、配当性向を40%とした場合、当期純利益は45億円（ 300×0.15 ）となる。

次に、配当性向が40%なので当期純利益から18億円（ 45×0.4 ）が配当として支払われ、残り27億円（ $45 - 18$ ）が内部留保として資本（利益剰余金）に加算される。

【問題17】

以下は、ある企業の財務データの一部である。持続可能成長率を計算する際の、それぞれの指標に該当する最も適切な数値の組合せは次のうちどれか。

純資産（前期末）	15,000
純資産（期首期末平均値）	20,000
売上高	18,000
当期純利益	1,200
配当金支払額	600

（単位：百万円）

（ア）ROE、（イ）配当性向、（ウ）持続可能成長率

- A. （ア）6%、（イ）3.3%、（ウ）5.8%
 B. （ア）6%、（イ）50%、（ウ）3%
 C. （ア）8%、（イ）3.3%、（ウ）7.7%
 D. （ア）8%、（イ）50%、（ウ）4%

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



この結果、当期純利益、自己資本、総資産は持続可能成長率9%で増加し、翌年度以降も同じ成長を維持することができる。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

ここで、配当以外に資本取引（増資など）を行わないとすれば、利益と資本の増減は一致するので、期末の自己資本は327億円（ $300 + 27$ ）になる。

資本構成を一定（負債40%、自己資本60%）に保つと仮定しているので、負債を218億円に増やす必要があり、18億円の追加借入れを行う。

夢育む資産形成コンサルタント



投資家が経営状況を知る手段

投資家が企業の経営状況を知り、安心して投資できるよう財務諸表を通じた情報開示が行われている。財務諸表はストックを示す貸借対照表、収入・費用のフローを表す損益計算書、現金の動きに関するキャッシュフロー計算書を基本に、時価会計主義の導入などで生まれた各計算書がある。

貸借対照表と損益計算書については、時価会計主義の導入により、金融資産価格や為替レート、金利の変動等が貸借対照表の純資産の部に直接反映されるようになった。そこで包括利益という概念を採用し、期首純資産からの変動を示すことで貸借対照表と損益計算書をつなげている。包括利益計算書はその明細である。

包括利益は当期純利益にその他の包括利益を合算したもので、その他の包括利益にはその企業が直面している時価変動要因に応じて、その他有価証券評価差額金（有価証券のうち売買目的であれば時価評価し当期純利益に計上）、為替換算調整勘定、土地再評価差額金などが含まれる。また、株主資本等変動計算書は株主資本の変動を示すもので、

期中の配当や出資のほか当期純利益も反映される。一方、会計上の収益は現金収入と異なる概念なので、

【問題16】

以下は、ある企業の財務データの一部である。この資料によると、営業活動によるキャッシュフローとして最も適切なものは次のうちどれか。

当期純利益	300
減価償却実施額	40
売掛金の増加	30
棚卸資産の増加	15
買掛金の減少	20

（単位：億円）

- A. 195億円
- B. 275億円
- C. 315億円
- D. 375億円

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶▶



財務諸表の種類

で、会計上は利益を上げていても現金が不足して倒産することがある（黒字倒産）。そこで現金の収支状況を確認するためにキャッシュフロー計算書の作成が義務付けられた。同計算書は、「営業活動」「投資活動」「財務活動」によるキャッシュフローの3種類に区分される。営業活動によるキャッシュ

フローは、本業の事業がどれだけ現金を生み出したかを表す。会計上の利益を出発点に、①費用に計上されているが実際の現金は流出していないものを足し戻し、②売り上げに計上されながらまだ現金化されていないものや、現金は流出しているが費用に計上されていないものを差し引いて求める。

①の例としては減価償却費や買掛金等の買入債務の増加分がキャッシュフローのプラス要因になる。②の例としては売掛金等の売上債権や棚卸し資産（在庫）の増加分が営業キャッシュフローのマイナス要因となる。なお、「売上債権+棚卸し資産-買入債務」で算出される金額を正味運転資本と呼ぶ。

また、設備投資や有価証券の取得・売却、有形固定資産の取得・売却などは投資活動によるキャッシュフローと言い、資金調達とその返済に伴う資金の増減を財務活動によるキャッシュフローという。

（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

夢を育む資産形成コンサルタント



リスク相殺しリターン極大化へ

ケーススタディー

資産形成コンサルタントのあなたは、個人顧客Cさんから、余裕資金を利用した証券投資について相談を受けた。Cさんは複数の証券について分散投資した場合のリスク削減効果（いわゆるポートフォリオ効果）について知りたいと考えている。

「すべての卵を一つのカゴに盛るな」という投資格言はなからう。では、複数の金融資産を組み合わせて最も投資効率の高いポートフォリオを組むためには、どのような考え方をすれば良いだろうか。

投資後の時間経過とともに得られる金額を投資元本で割ったものを「期待リターン」と呼ぶ。投資実行時点では、将来得られる金額が分からないのでリスクがある。この場合、将来のリターンは複数のシナリオが確率的に変動するため、期待値（平均値）で表される。

つまり、期待リターンは将来予想されるさまざまなシナリオが発生する確率に、そのシナリオで予想さ

【問題15】

Cさんに対して行う分散投資の効果（ポートフォリオ効果）に関する一般的な説明として、最も適切でないものは次のうちどれか。

- A. 値動きの異なるものを組み合わせることで、ポートフォリオ全体としてのブレが相殺されてリスクを軽減することを、ポートフォリオ効果という。
- B. ポートフォリオの期待収益率は組み入れ資産の期待リターンを加重平均して求めることができるが、標準偏差は組み入れ資産の標準偏差を加重平均しても求めることはできない。
- C. 二つの証券の間に正の相関関係がある場合には逆方向への関連性が強く、負の相関関係がある場合には同じ方向への関連性が高いことから、正の相関関係がある場合の方がポートフォリオ効果は大きくなる。
- D. 二つの証券がまったく同じ方向の値動きを示す場合には、ポートフォリオ効果はゼロとなる。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



ポートフォリオ効果

一方、投資のリスクは、期待リターンからのブレの大きさを表す。期待値からのバラツキの程度を示す指標には分散と標準偏差がある。分散は、シナリオの変化によって生じる変数の値が期待値からどれだけ離れているか（この距離を「偏差」と呼び、正と負のいずれの値も取り得る）によって測

る尺度で、偏差を2乗してそれぞれの変数が発生する確率を掛けて算出される。また、分散の平方根をとって期待値と単位をそろえたものが「標準偏差」である。投資のリスクは期待リターンの標準偏差で示される。

最も効用の高いポートフォリオとは、リスクを抑えつつ安定的に最大のリターンを生み出せる資産の組み合わせである。株式などリスク資産の場合、同じような値動きをする資産を組み合わせても、リスクは削減されないが、値動きが異なる方向に向かう資産であれば、互いの値動きが打ち消し合ってリスクを削減する効果が生まれる。

値動きを打ち消し合う場合は各資産間の相関関係によって異なり、同じ方向へ向かう場合は「正の相関」、逆方向の場合を「負の相関」という。リスクと期待リターンはトレードオフの関係にある。（2024年10月11日号「リスクとリターン」参照）
（公益社団法人日本証券アナリスト協会）

夢を育む資産形成コンサルタント

年齢・環境に沿った資産管理を提案

顧客の一生に寄り添う資産形成コンサルタントは、適合性の原則の一環として顧客のライフステージに沿った金融商品・サービスを提案することが求められる。具体的には「現役期」「退職期前後」「高齢期」に区分してリスクとリターンを考慮すべきで、特に高齢期においては顧客の認知能力が低下することにも配慮した対応が望まれる。

かつては「一億総中流」と呼ばれた日本社会だが、終身雇用や年功序列などの雇用慣行、ライフスタイルが変化するなかで、所得や保有資産等の状況にバラつきが出ている。高齢化のさらなる進展を考慮しつつ、老後の生活を安心して送れるよう公的年金以外で賄うべき金額を知っておくことが非常に重要になっている。

老後への備えに着手するのが現役期なのか、退職期前後なのかによってリスクとリスクの組み合わせは大きく異なるし、高齢期には積み立てた資産を計画的に取り崩すとともに認知・判断力の低下や喪失に備える必要がある。資産形成コンサルタントが顧客と対話する際には、顧客がどのライフステージにいるかに注

ライフステージ別 資産管理

現役期とは、就職してから退職するまでの時期を言い、他の年代に比べて老後に備える時間を多く有している。保有する資産や収入が少なくても、時間を味方につけて長期・積立・分散投資を習慣化することで、安定的に資産を形成できる可能性は十分にある。

退職期前後は、公的年金が受給できるようになる65〜70歳程度が一般的である。退職金など多額の一時金が入る一方、現役期とは働き方が変わり収入も減るため顧客自ら収支を見直すタイミングに当たる。退職後も人生が20〜30年続くことを前提に、引き続き長期・積立・分散投資が推奨される。

【問題14】

ライフステージ別にみた資産管理に関する次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. 資産管理人は、人生の全ステージで検討していく必要がある。 「現役期」「退職期前後」「高齢期」に区分して考えることは有益である。
- B. 「現役期」においては、一般に、収入よりも支出の方が多いことが多く、資産形成自体が困難なことから、長期・積立・分散投資に最もふさわしくない時期である。
- C. 「退職期前後」においては、ライフスタイルを維持しながら、老後の生活費が枯渇しないように資産寿命を伸ばすことが重要である。退職後も人生が長く続くことを踏まえて、資産運用の継続とその後の計画的取崩しを考える必要がある。一般に、現役期に比べてリスク許容度は小さくなる。
- D. 「高齢期」は一般にリスク許容度は「保守的」となり、資産を取り崩しながら、認知・判断能力の低下・喪失など心身の変化に備え、金融取引をシンプルにしておく必要がある。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



高齢期は、人生の晩年に差ししかかって心身の衰えを感じ始める時期をいい、一般的には75〜80歳以上の人を指す。医療や介護など当初想定していたより大きな費用が発生した場合、資産の取り崩しにも影響を与えるのでより現実を見据えたマネープランの検討が求められる。認知・判断能力の低下は本人や周囲が気づきにくい場合も多いので、資産形成コンサルタントは顧客本人のみならず、家族との信頼関係も先んじて構築しておくとともに、取引関係の簡素化や金融面における情報の整理、金融資産の管理方針策定などの諸策により資産寿命の短縮化を防止することができる。

(公益社団法人日本証券アナリスト協会)

夢育む資産形成コンサルタント



顧客の最善利益追求に資する

資産形成コンサルタントは、利益相反の防止と手数料の明確化などを通じて顧客の最善の利益追求に専念せねばならない。情報の非対称性を考慮し、顧客の誤解を招かない誠実な情報提供が求められる。

金融庁は2017年3月、金融審議会での議論を踏まえて「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定・公表した。同原則は、金融事業者が顧客に対して果たすべき信託義務の大きな枠組みを定めたもので、7項目からなる原則のうち

- 原則2 顧客の最善の利益の追求
- 原則3 利益相反の適切な管理
- 原則4 手数料等の明確化
- 原則5 重要な情報の分かりやすい提供
- 原則6 顧客にふさわしいサービスの提供

の5項目は、資産形成コンサルタントが日々の業務を通じて順守すべき規範となる。資産形成コンサルタントは、顧客の最善の利益に資することのみに専念し、自

分あるいは第三者の利益を優先させてはならないという「忠実義務」を負う。手数料の高さを理由に顧客へ商品の乗り換えを勧めるような行為は決して許されな

顧客本位の業務運営

い。(原則2) この義務を果たすうえで重要なのが、利益相反の防止と手数料などの明確化。利益相反とは「ある人の持っている二つの役割における利益が相反している状況」や「一方が利益を得ると他方が不利益を被ること」と説明される。現実社会において利益相反を完全に排除するのは難しいこと

【問題13】

金融庁が定めた「顧客本位の業務運営に関する原則」についての次の記述のうち、最も適切でないものはどれか。

- A. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。
- B. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合は、当該取引を全面的に禁止すべきである。
- C. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。
- D. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、金融商品・サービスの販売・推奨等にかかわる重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

解答はニッキンONLINEへ▶▶▶



から、仮に利益相反が不可避な場合、資産形成コンサルタントは顧客にあらかじめその情報を提供する必要がある。(原則3)

また投資信託の場合、顧客は購入時に直接支払う手数料のほか、運用期間中の信託報酬など間接的な手数料も支払う。これら費用を丁寧に説明すること(原則4)は、顧客の資産運用プランの策定・実行をサポートするうえで必須の「注意義務」に属する。

加えて、資産形成コンサルタントは顧客より金融商品や金融情勢に関する専門的な情報を有するなど、情報に非対称性がある。従って顧客の取引経験や金融知識を考慮しつつ、明確、平易でかつ誤解を招かない事実に基づく誠実な情報提供をすべきである。(原則5)

もちろん、顧客の意向を確認したうえで顧客のライフプランなどを踏まえた運用計画を立て、具体的な金融商品・サービスを提供する必要はある(原則6)の、は言うまでもない。

(公益社団法人日本証券アナリスト協会)