第1部 「オルタナティブとは何か」

第2部 「日本の年金資産運用の歴史」

HCアセットマネジメント株式会社　　http://www.fromhc.com

金融商品取引業者　関東財務局長 （金商）第430号
加入協会　（社）日本証券投資顧問業協会

2011.10.24 東京
2011.10.31 大阪
2011.11.01 名古屋

All rights reserved. HC Asset Management co.ltd. 2006

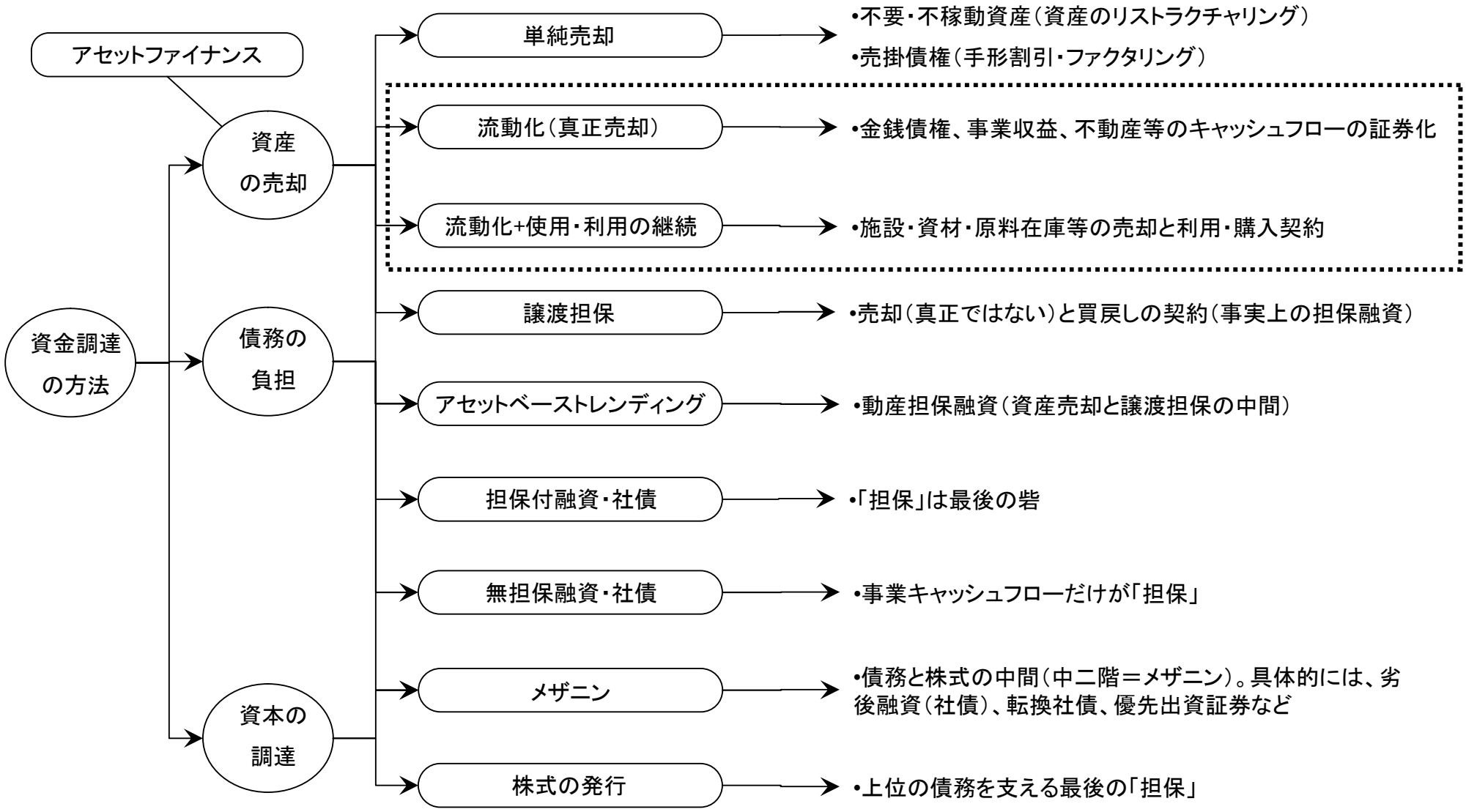
第1部 「オルタナティブとは何か」

オルタナティブという英語の意味は、何かの代替ですが、そもそも、資産運用の世界では、何の代替としてオルタナティブが登場してきたのでしょうか。
一つには、伝統的な投資対象の代替であったのだと思います。だとすると、伝統的な株式や債券は、企業などが資金調達をする手段として創出されるものなのですから、オルタナティブは、資金調達の代替的手法でもあるはずです。このような視点から、不動産等の実物資産、非公開株式、債権などを、位置付けることができます。
オルタナティブは、もう一つの意味として、伝統的な投資手法の代替という側面もあります。例えば、伝統的には、投資対象は買うものですが、代替的には、空売りも可能なわけです。このような視点から、ヘッジファンドの多くを位置付けることができます。
いずれにしても、投機ではないのですから、どのオルタナティブも、適格な投資対象としての経済合理性と社会的意味とをもたねばならないはずです。その意味から、オルタナティブがまともな投資対象として成り立ちうる条件も、明らかにしておきましょう。

- ●資産を使った資金調達が作る投資機会
  - ➢不動産などの実物資産
- ●特殊な状況における資金需要が作る投資機会
  - ➢企業再編と非公開株式や合併裁定取引
  - ➢創業と非公開株式
  - ➢企業破綻と破綻証券
  - ➢一時的資金需要と劣後融資・優先出資証券など
- ●銀行の資本規制が作る投資機会
  - ➢銀行融資に替わる特殊な資金調達方法
- ●市場の歪みが作る投資機会
  - ➢いわゆる「ロング/ショート」
  - ➢先物投資（マネジッドフューチャーズ）

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

多様な資金調達の方法

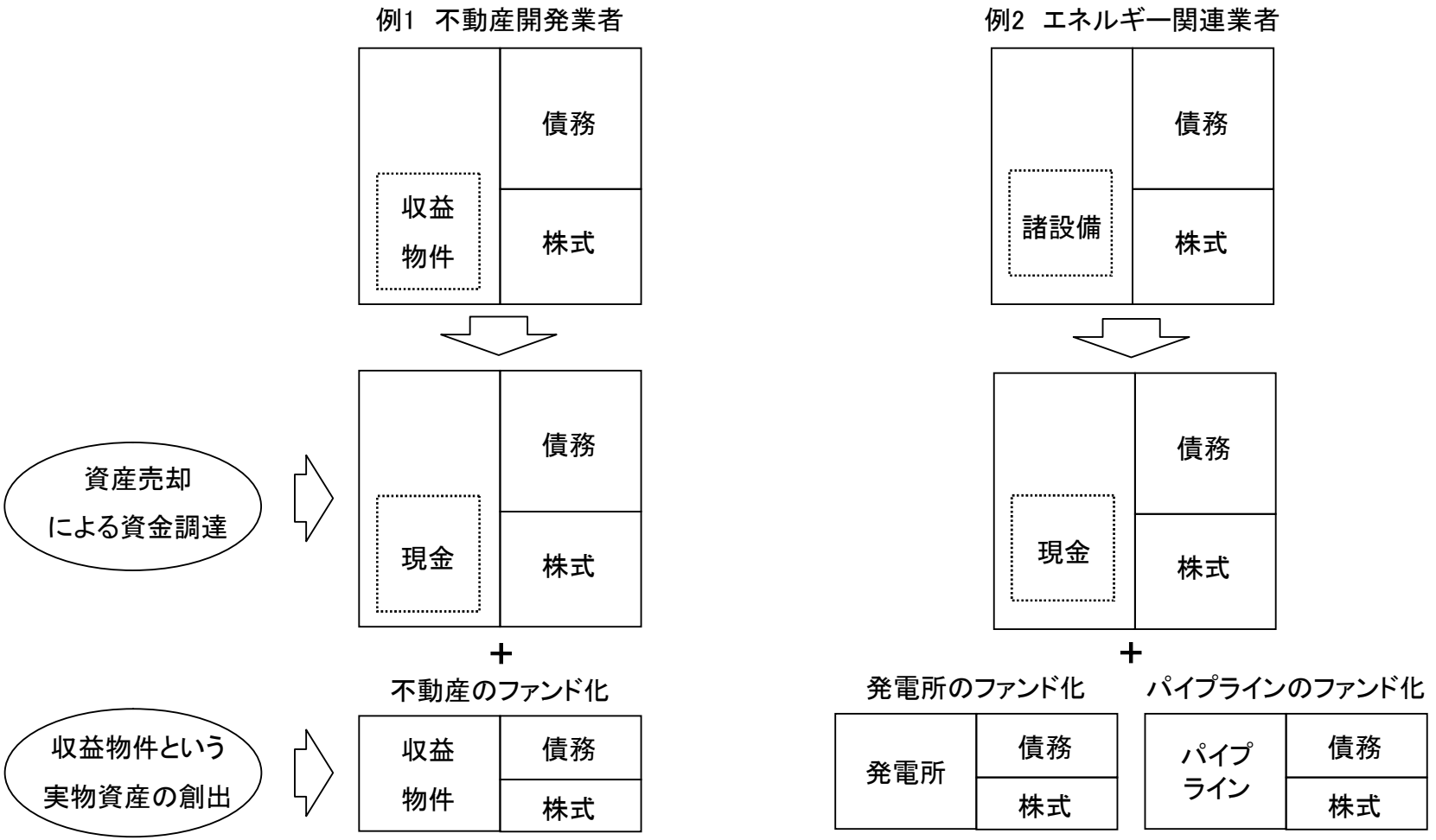


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

実物資産の創出（アセットファイナンス）

・資産（安定的なキャッシュフローを生む収益資産）の売却による資金調達（アセットファイナンス）が、実物資産を創出する

・政府（地方政府）の財政難によるアセットファイナンスが、インフラストラクチャを投資対象にする



All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

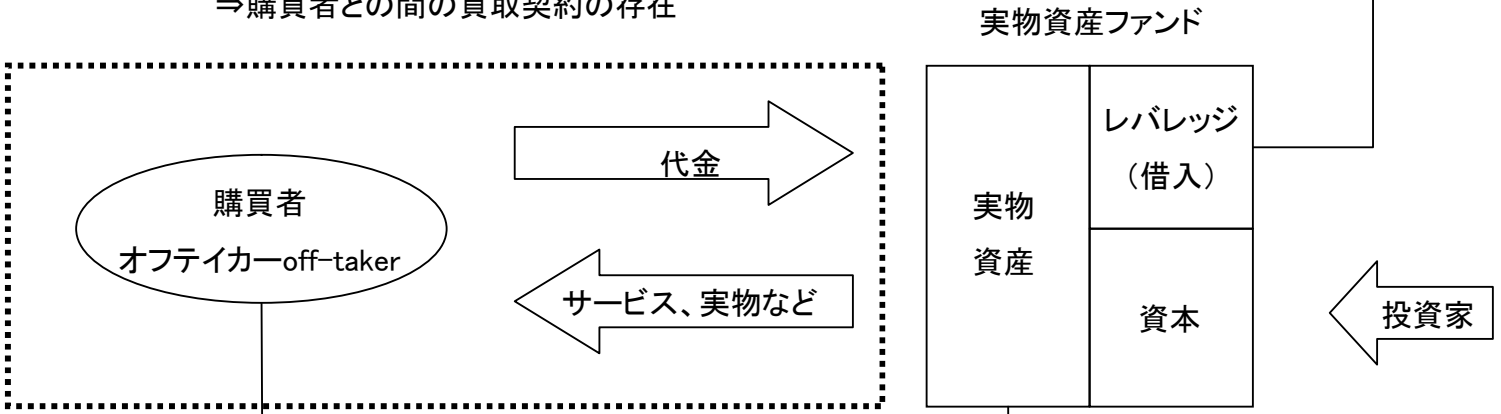
実物資産そのものではなく、キャッシュフローを生み出す契約関係

事実上、購買者との契約の安定性にかかわる不確実性に対する投資であること

キャッシュフローを創出する仕組み

⇒購買者との間の買取契約の存在

レバレッジの利用は、財務リスクを生むこと



配電サービス、大口需要家

一般利用者

運輸関連業者

紙パルプや建材の製造業社

エネルギー関連業者

テナント

発電施設

交通施設、上下水道、ガス・・・

港湾、空港

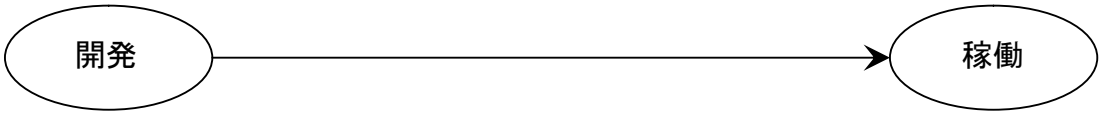
森林資源

パイプライン等施設

不動産

All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

同じ実物資産の中の資産選択



開発途上	開発資金

エネルギー施設建設

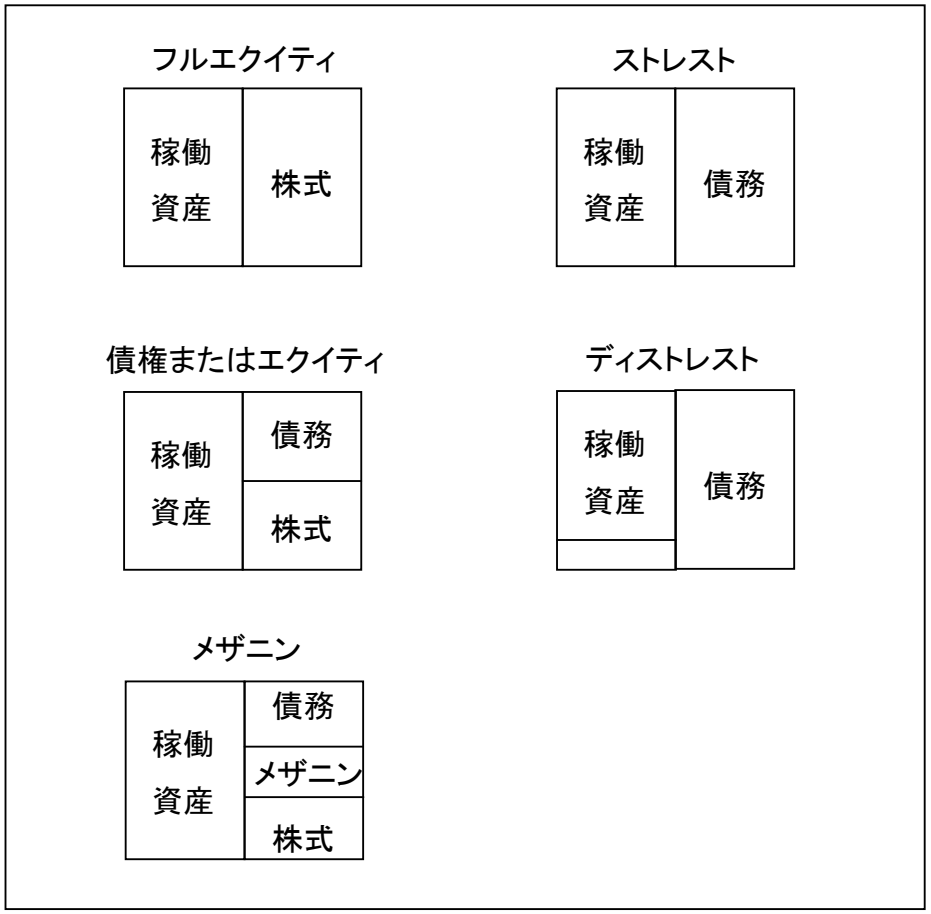
不動産開発

グリーンフィールドのインフラストラクチャなど

開発案件に取り組める条件

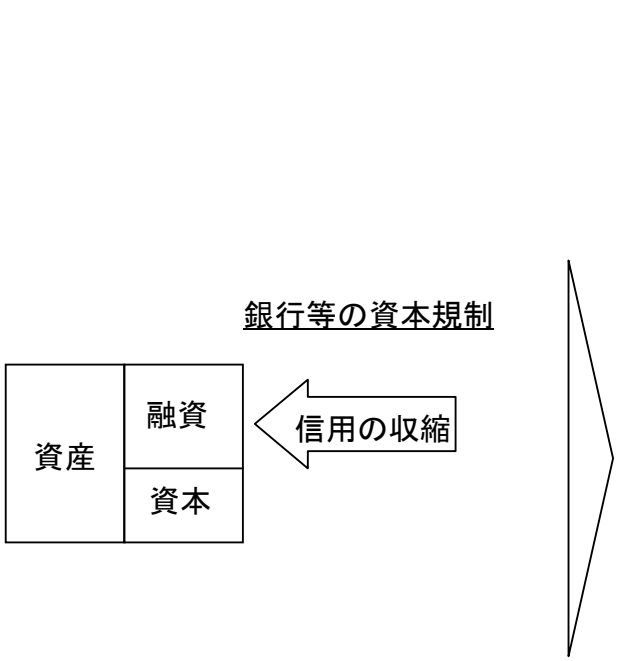
·オフテイカー

·事前の供給契約など



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

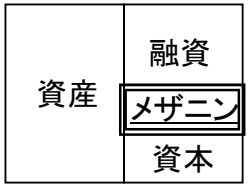
信用の収縮と代替的与信方法の拡大



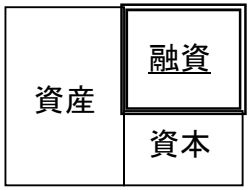
資産の売却による資金調達（アセットファイナンス）

⇒事業売却＝プライベートエクイティの投資機会

⇒実物資産の投資機会



メザニン（株式と債務の中間）を使った一時的資金調達



ダイレクトレンディング（銀行等以外からの直接借入）

⇒ファンド（資本規制を受けない）が直接に貸す仕組み

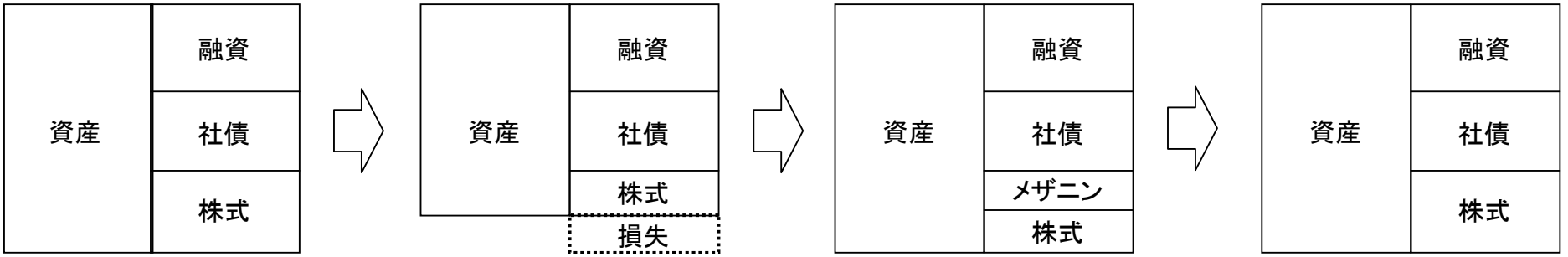
All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

「メザニン」の投資機会

・メザニン（mezzanine）とは、建物の中二階のこと。一階を資本（株式）、二階を債務（融資や社債）としたときの、中間部分のこと

・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース

⇒劣後債権（ローン）、劣後社債、転換社債など



一時的な業況の悪化で、純資産が減少

⇒融資を減らされる可能性

⇒社債の格付が下がる可能性

メザニンによる資本補完

⇒融資額の維持

⇒社債の格付を維持

⇒株式の希薄化阻止

業況回復とともに、メザニンを償還

株式転換は、原則、望ましくない

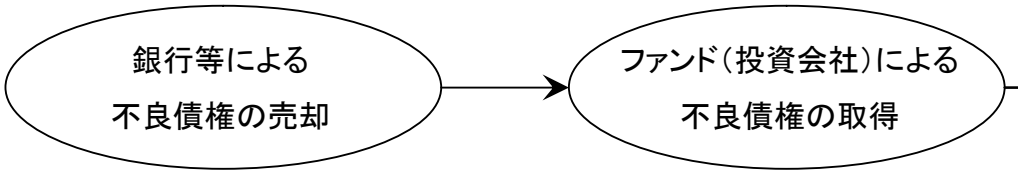
調達コストが割高でも、優越する課題を達成するためには、止むを得ない

⇒有利な投資機会

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

「不良債権」の投資機会

今や、不良債権の処理は、銀行等の与信機関の固有の業務から、投資ファンドの業務へと、「外部化」が進んでいる



ファンドは資本規制を受けない

<u>売却する理由</u>

経営資源を後ろ向きのことに使いたくない

処理に時間をかけたくない

損失は償却済みである

不良債権残高を、見かけ上、減らしたい

<u>多少不利な条件でも売却する</u>

（理論価値を下回る価格）

<u>債権管理運用戦略</u>

正常債権化して回収する

（銀行等からの新たの融資による借換え）

<u>プライベートエクイティ戦略</u>

株式転換し、事業売却・再編等の出口戦略を工夫する

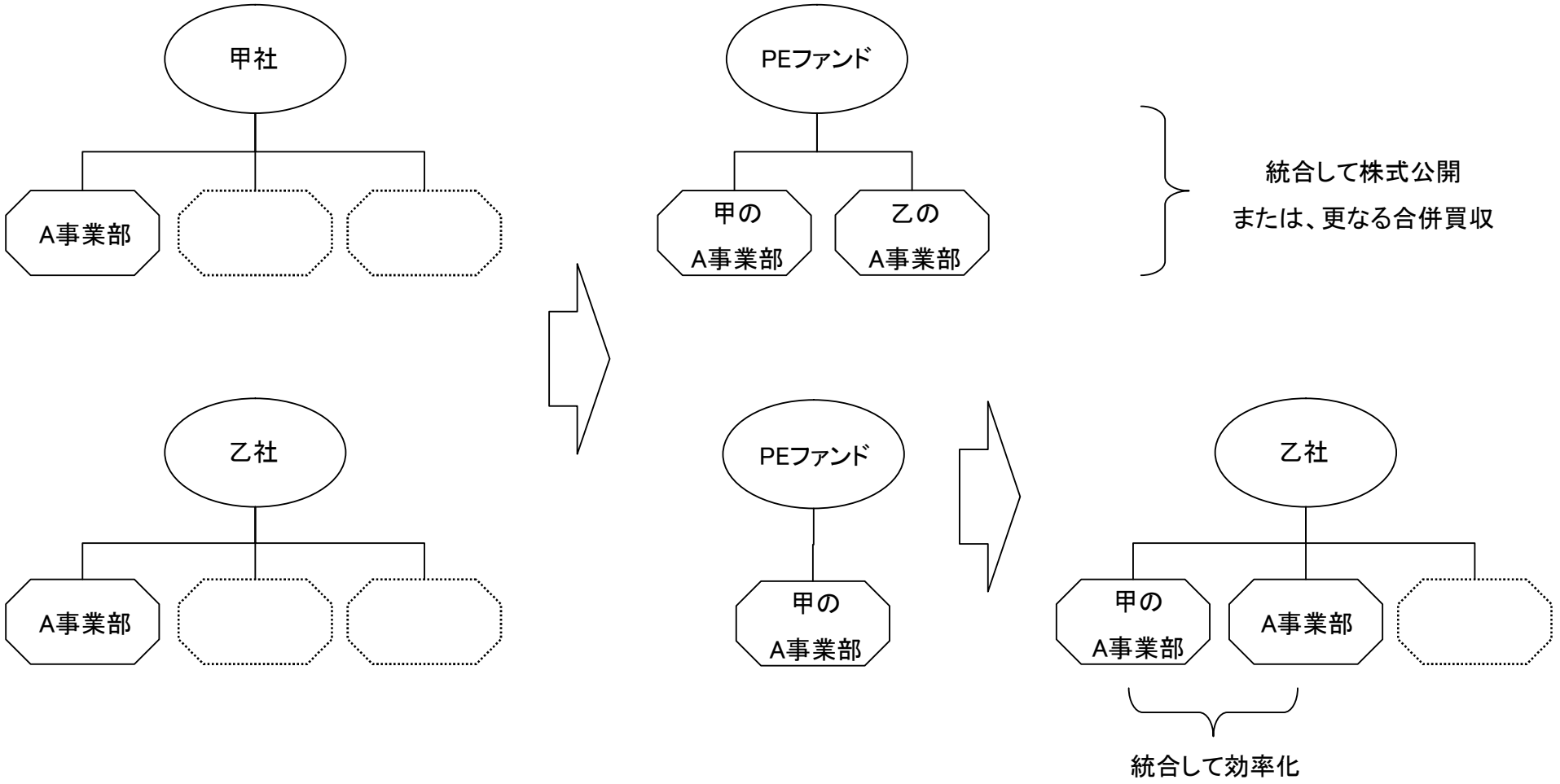
<u>回収戦略</u>

主として、破綻証券のように、担保等を用いた回収を行うもの

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

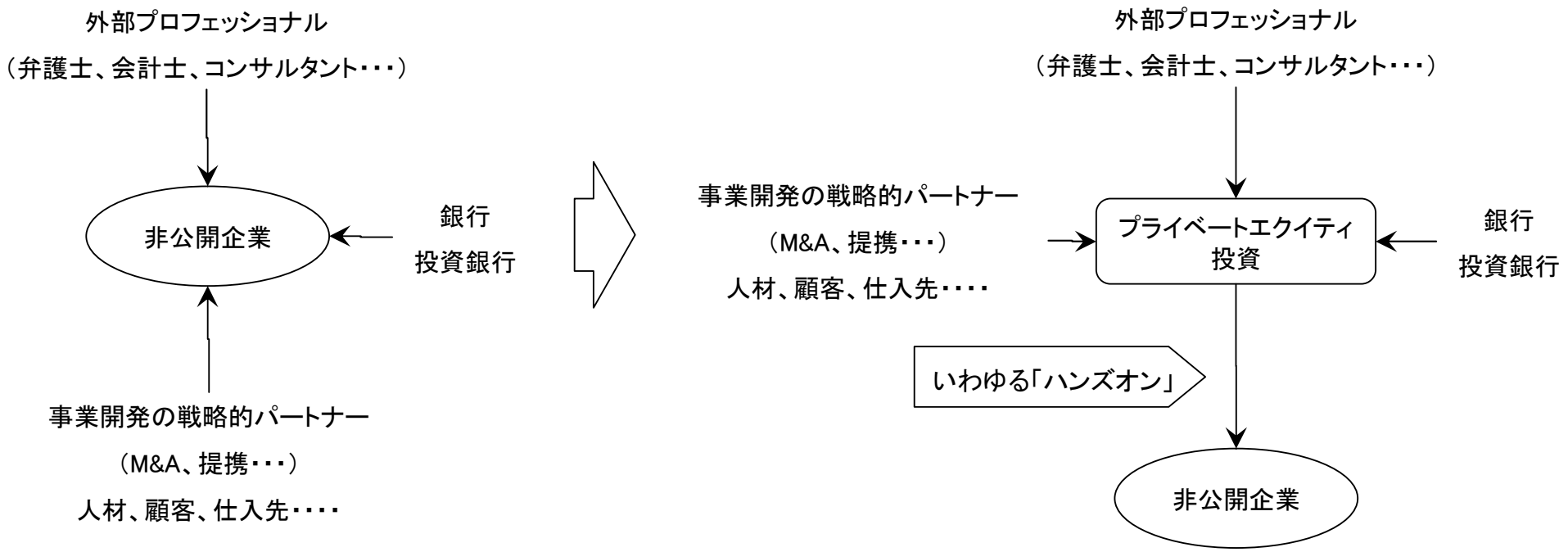
企業再編とプライベートエクイティの投資機会

企業が、事業再編を急ぐとき、「一時的な事業の保管管理」として、プライベートエクイティに、投資機会が生まれる



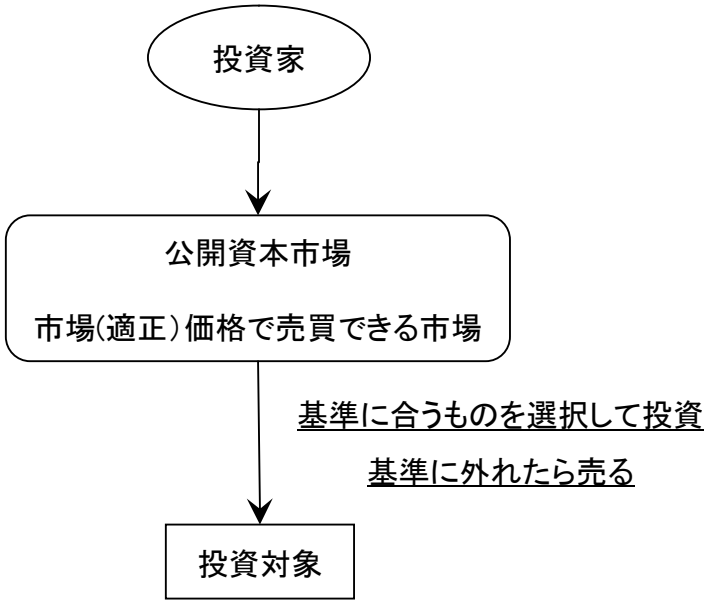
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

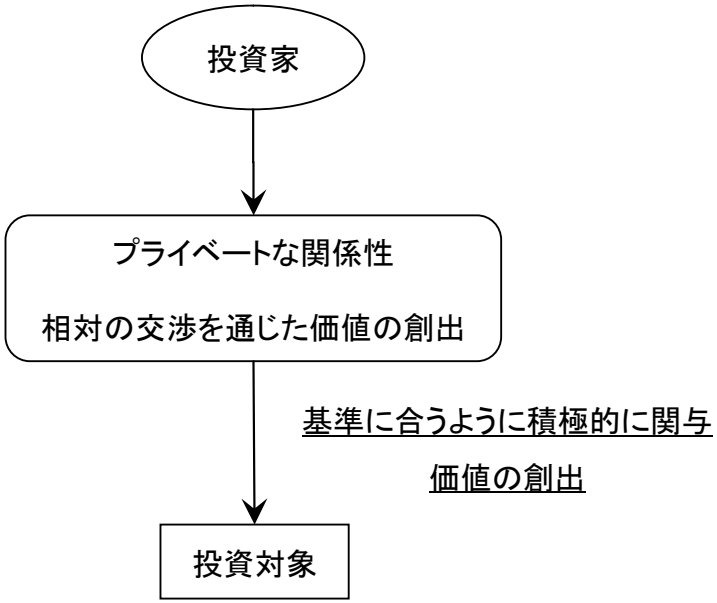
プライベートエクイティの「ハンズオン」の意味



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

市場（パブリック）型モデルと関与（プライベート）型モデル





⇒ 売買によるリスク管理＝いやなら売る

⇒ 低廉なコストで売れることが前提＝資本市場の効率性を前提にするリスク管理

⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う＝流動性の対価

⇒ 資本市場の機能不全には脆い＝ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い

⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す＝不必要なボラティリティというコストの支払い

⇒ 関係性によるリスク管理＝リスクの直接的管理

⇒ いわゆる「バリューアップ value up」

⇒ 積極的な行動による価値の創出＝経営陣との協働

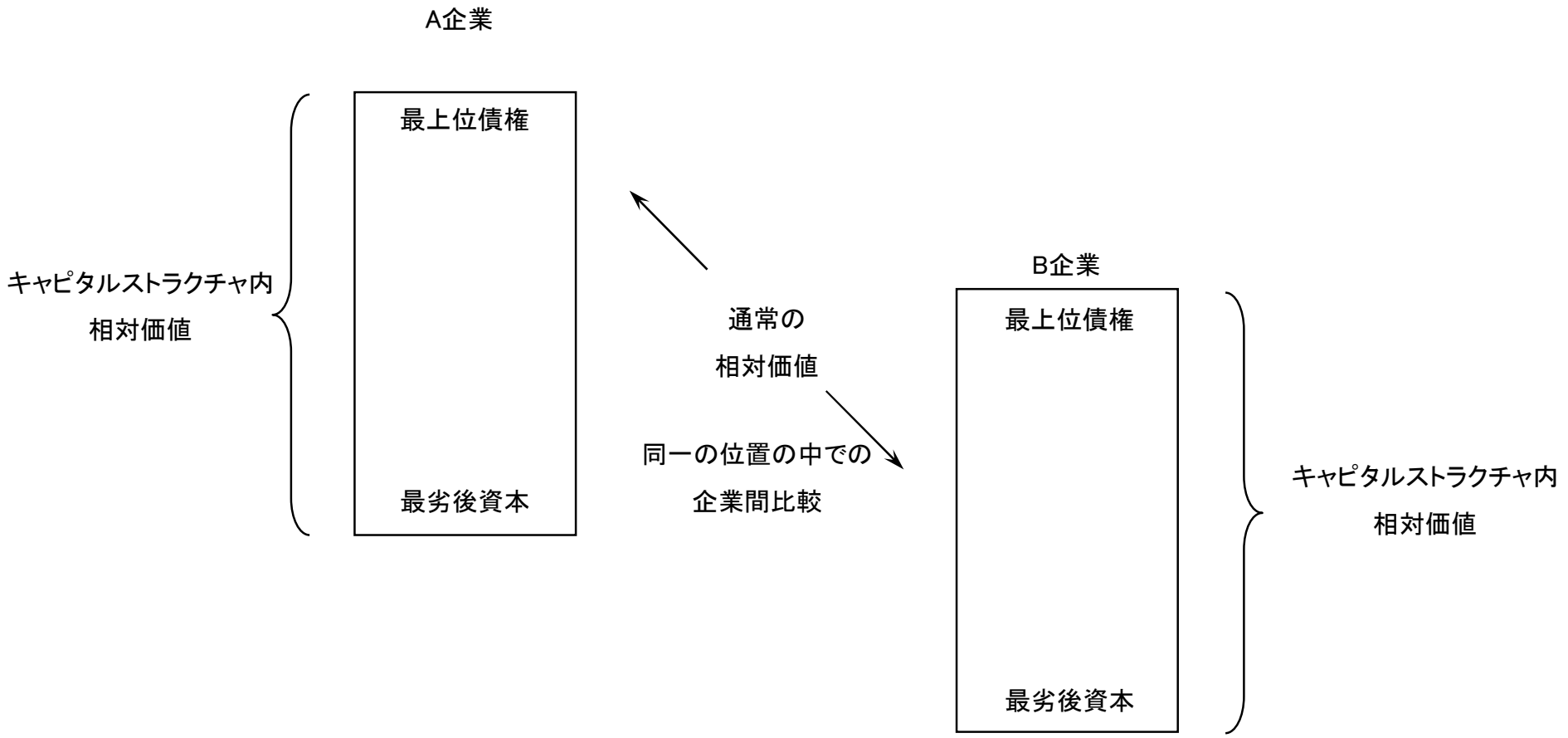
⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う

⇒ 資本市場の機能不全に強い＝投資機会の拡大

⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

キャピタルストラクチャの優先劣後秩序



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

古い格言（乳牛と牛乳）

⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー（牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの）を得ることが目的である

⇒乳牛の価格（価値）は、当該乳牛から期待されるネット事業キャッシュフローの現在価値である

① いい乳牛を買う（キャッシュフローの源泉の厳選）

② 飼育技術を改善する（飼料や飼育環境の工夫）

③ 資金調達（逆の立場からいえば乳牛投資）の方法を工夫する

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

常識的な考え方における四つの基本的論点

本源的価値

- 資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値
- 資産運用の課題＝将来キャッシュフローを高める（価値の増大を目指す）努力
- 基礎インカム＝現在利息配当金　＋　将来利息配当金の上昇（価値上昇）

損失の可能性（リスク）

- 将来キャッシュフローの毀損⇒本源的価値の低下⇒損失（リスク）
- 資産運用の課題＝価値の毀損を回避する（リスクを避ける）努力

価格変動（ボラティリティ）

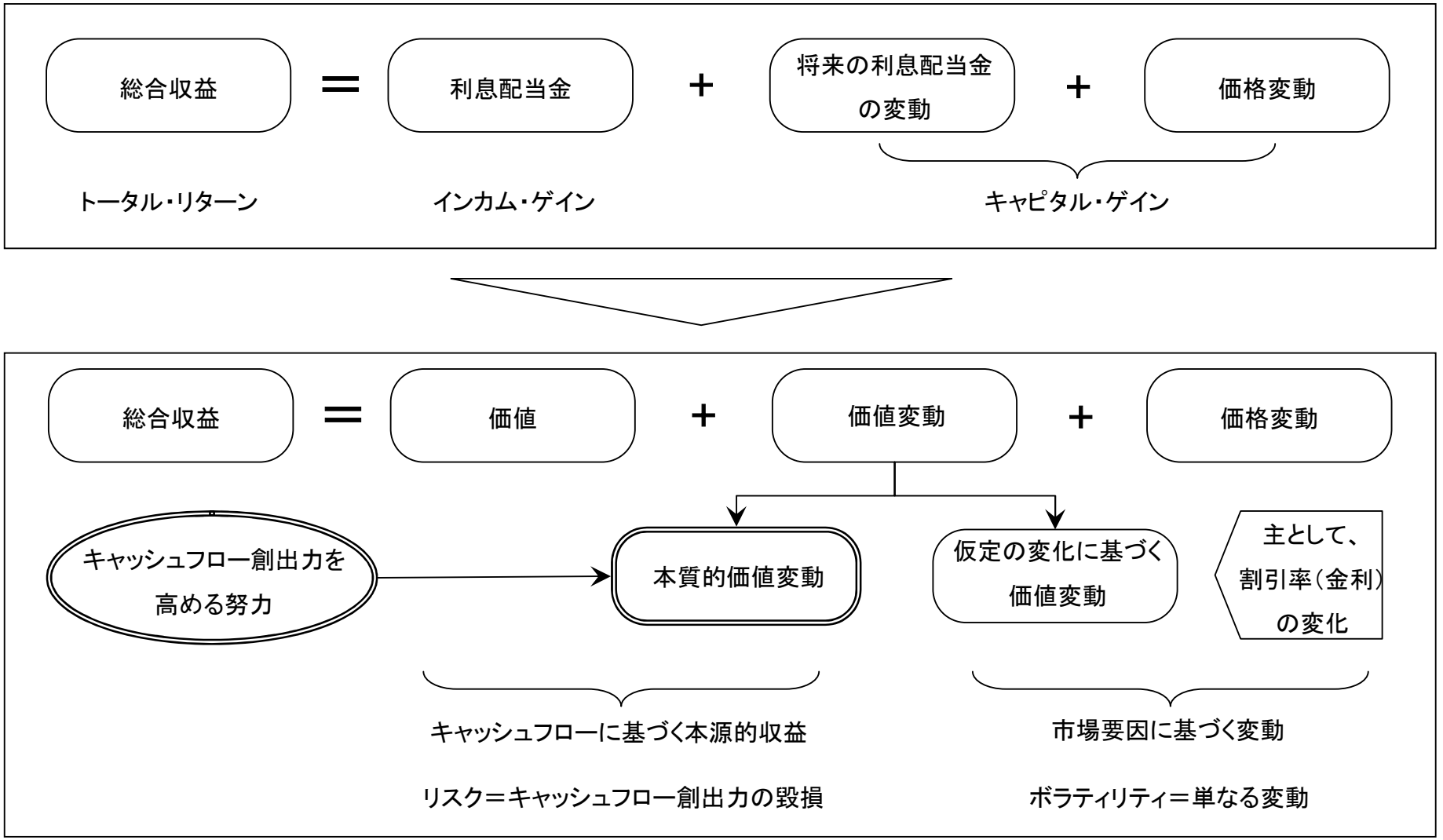
- 本源的価値の周辺における市場価格の変動
- 価格が価値よりも低いとき（価値と価格の差がバリュー）＝投資の機会

保守主義

- 将来キャッシュフローの推計における仮定設定の保守主義
- 「安全性の厚み（マージン・オブ・セイフティ　margin of safety）」＝価値と価格の差の大きさ
- 合理的にできること⇒価値の判断
- 合理的にできないこと⇒価格の予想

All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

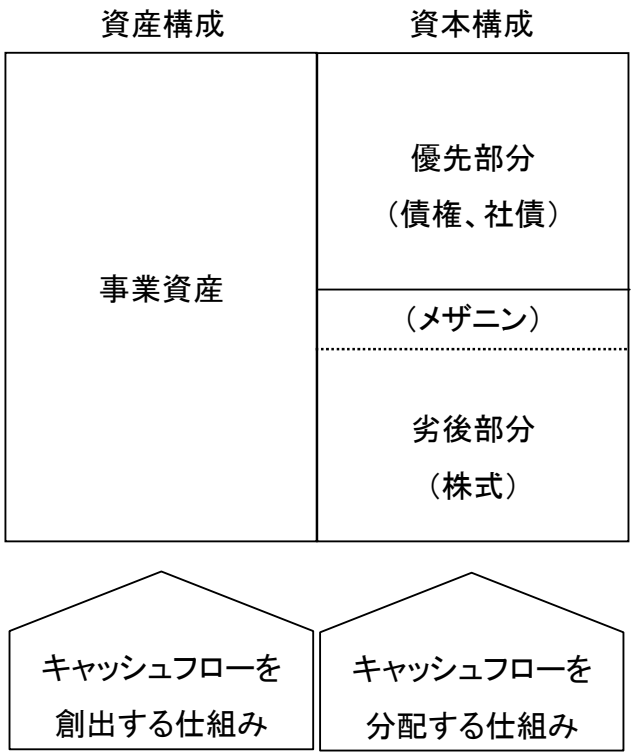
総合収益の分解



All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

キャッシュフロー分配の優先順位としての資本構成（キャピタルストラクチャ）

事業（企業・ファンド等）の貸借対照表



キャッシュフロー

ビジネスからのキャッシュフローの変動
にかかわらず固定

キャッシュフロー

ビジネスからのキャッシュフローのうち
優先部分の残余を分配

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

キャッシュフローの量と質を高める方法

キャッシュフロー分配の地位の選択
（資本構成選択）

- 下位（劣後）に、特に株式に、投資できる条件を徹底的に保守的に検討する
- 法律上の権利を守る工夫を凝らす

キャッシュフロー源泉の選択
（事業選択）

- 源泉を厳選する
- 源泉を分散する

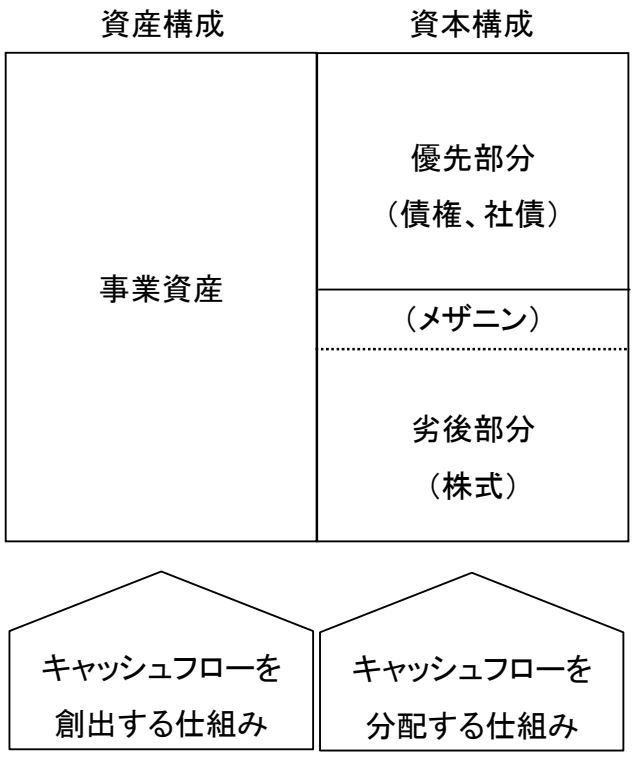
キャッシュフロー源泉と配分への関与
（事業改善、資本構成改善）

- 事業構造の改善　⇒　債権者として、株主として、経営へ助言する
- 資本構成の改善　⇒　債権者として、株主として、改革を主導する

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

事業価値と資本構成価値

事業（企業・ファンド等）の貸借対照表



論理的な帰結

⇒ 事業価値は資産構成で規定される

- ⇒ 事業価値の改善は、資産構成を変化させ、結果的に、資本構成を変化させる
- ⇒ 資産構成価値（事業価値）の総計は資本構成価値の総計に等しい
- ⇒ 資本構成を操作することによっては、事業価値の改善はなし得ない
- ⇒ 事業価値を大きく変えることなく、資産構成を変化できる（資産流動化＝アセットファイナンスの可能性）

⇒ 資本構成の総体の価値が変動しなくても、構成の変動は、各要素の価値を変動させる

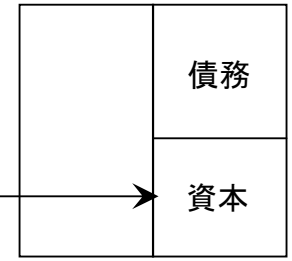
- ⇒ 債務を増やせば、資本効率は上昇するが、財務不安定性が増す（レバレッジの効果と弊害）
- ⇒ 債務を減らせば、資本効率は低下するが、財務安定性は増す
- ⇒ 理論的には、財務リスクを調整した後の株式の収益率は、同じになるのではないか（理論的に、総計が変わらないのだから）
- ⇒ 保守的な株式投資の見地からは、レバレッジは不要ではないか
- ⇒ 逆に、株式投資において、レバレッジを正当化する条件とは何か

All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

株式、債券（権）、実物資産の投資価値判断

株式投資の論理

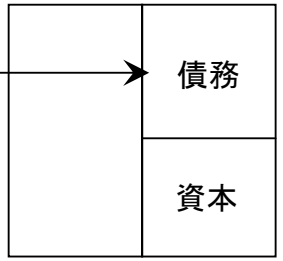
①事業厳選



②最下位を選択できる条件
⇒債務の重みに潰されないこと
⇒債権者の権利に左右されないこと
③株主の権利行使
⇒経営者（事業）厳選
⇒友好的大株主

債券（権）投資の論理

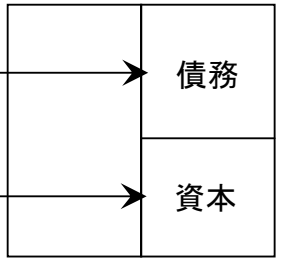
①事業厳選



②債権・債券相互の優先順位選択
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
③債権者の権利行使
⇒下位（メザニン・株式）の厚み（安全性）
⇒担保性のある資産価値

実物資産投資の論理

①事業厳選



②A債権・債券相互の優先順位選択
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
③A債権者の権利行使
⇒下位（メザニン・株式）の厚み（安全性）

②B最下位を選択できる条件
⇒債務の重みに潰されないこと
⇒債権者の権利に左右されないこと
⇒フルエクイティ（実物そのもの）
③Bエクイティ投資家の権利行使
⇒一定の拒否権や承諾権

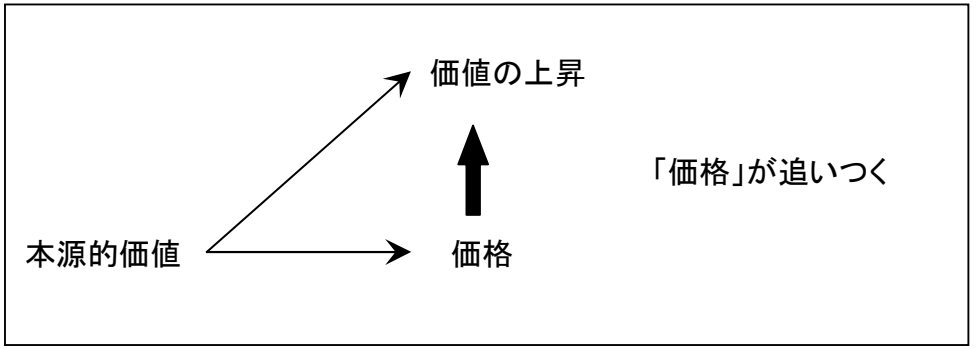
All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

裁定理論

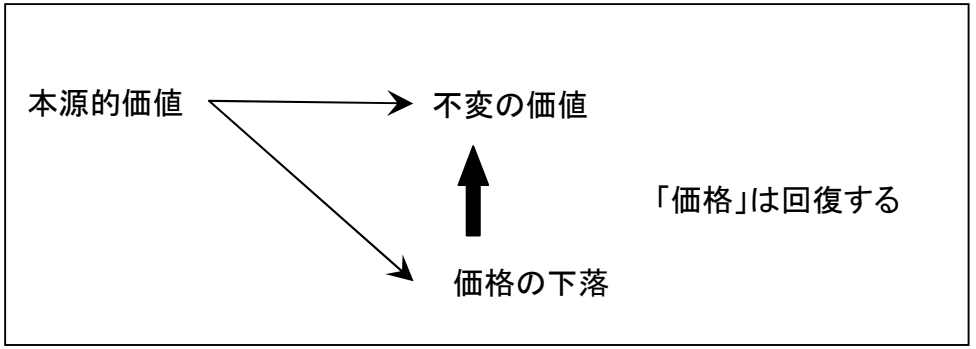
市場の均衡、あるいは、市場原理の「正しさ」

本源的価値 ＝ 価格

成長型裁定＝価格が価値と一致する方向に上昇する

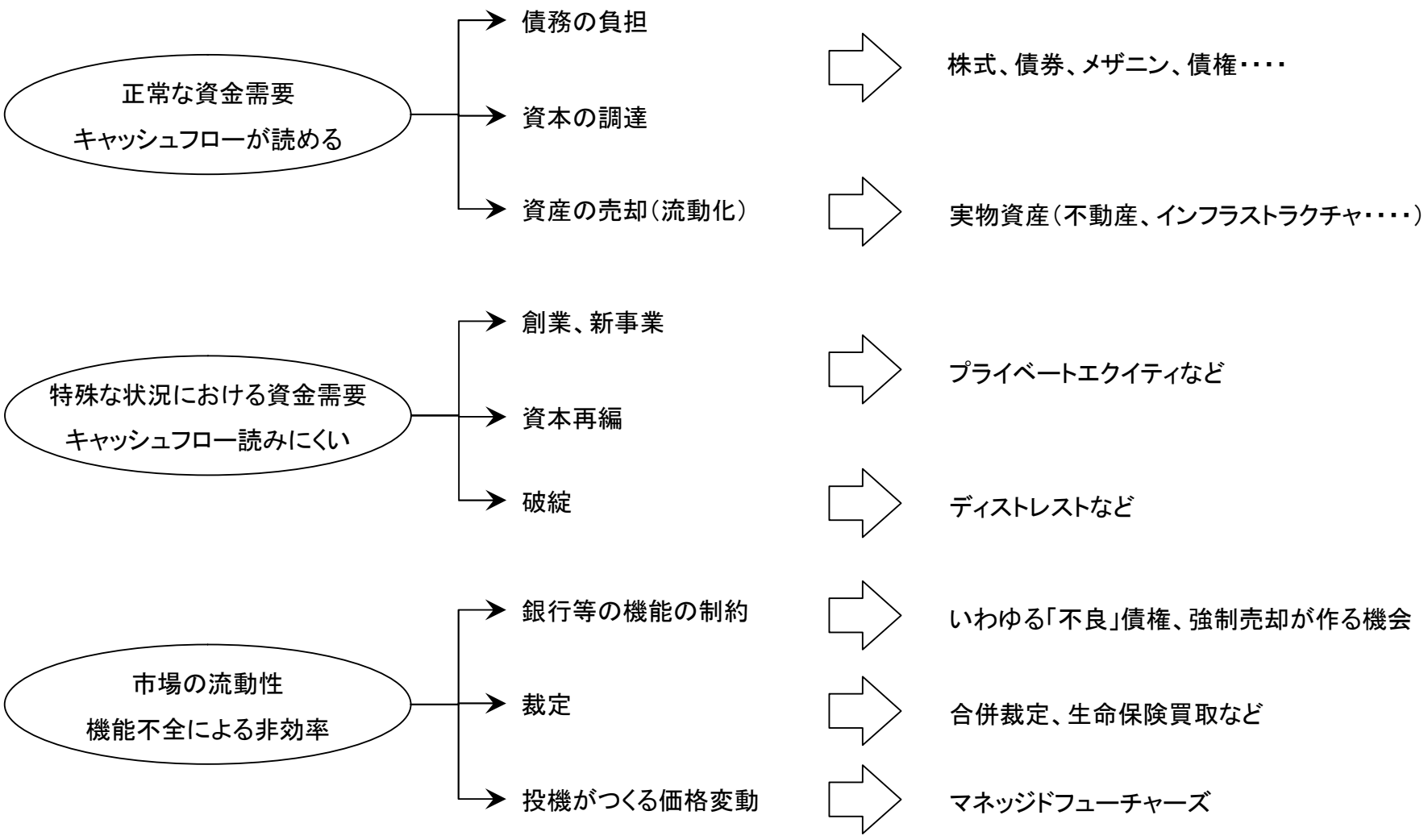


割安型裁定＝価格が価値と一致する方向に回復する



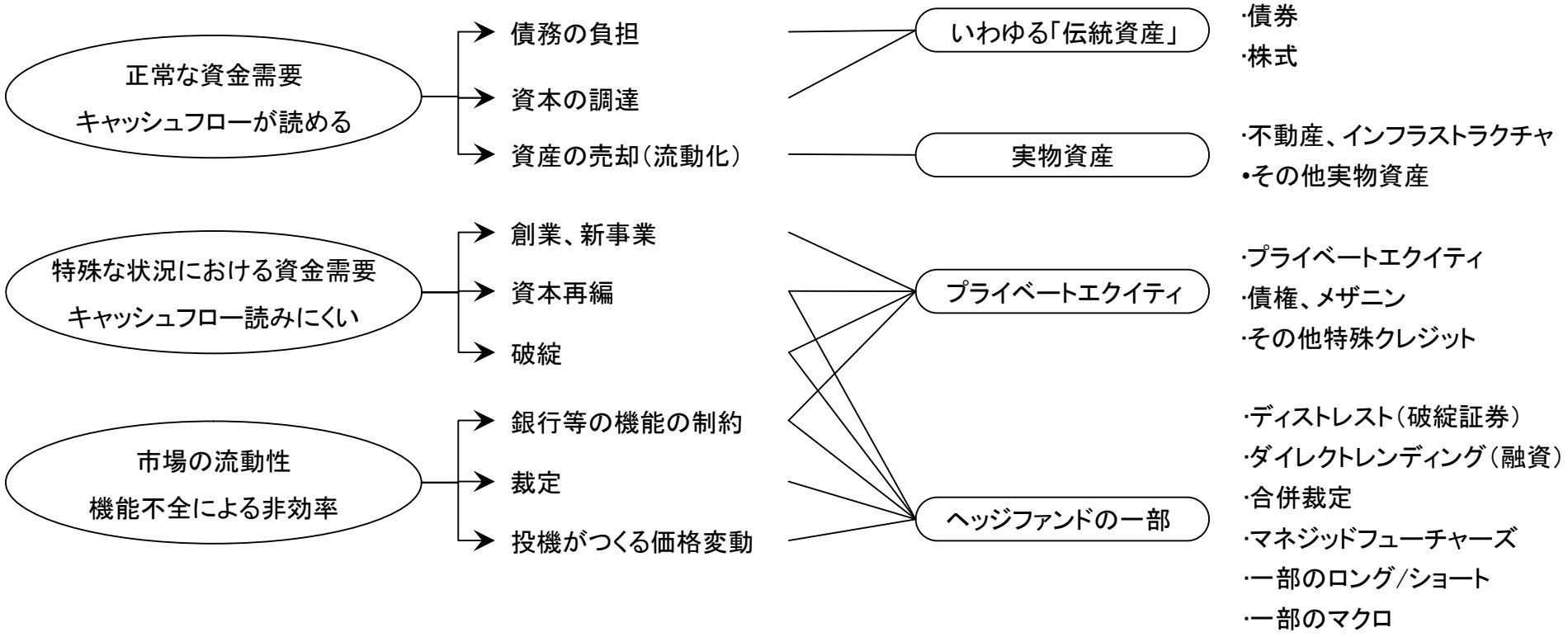
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

社会的資金需要への資金供給

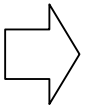


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

「オルタナティブ」の再構成



産業金融としての投資の機能から二次的に派生する手法
いわゆる「スキル」

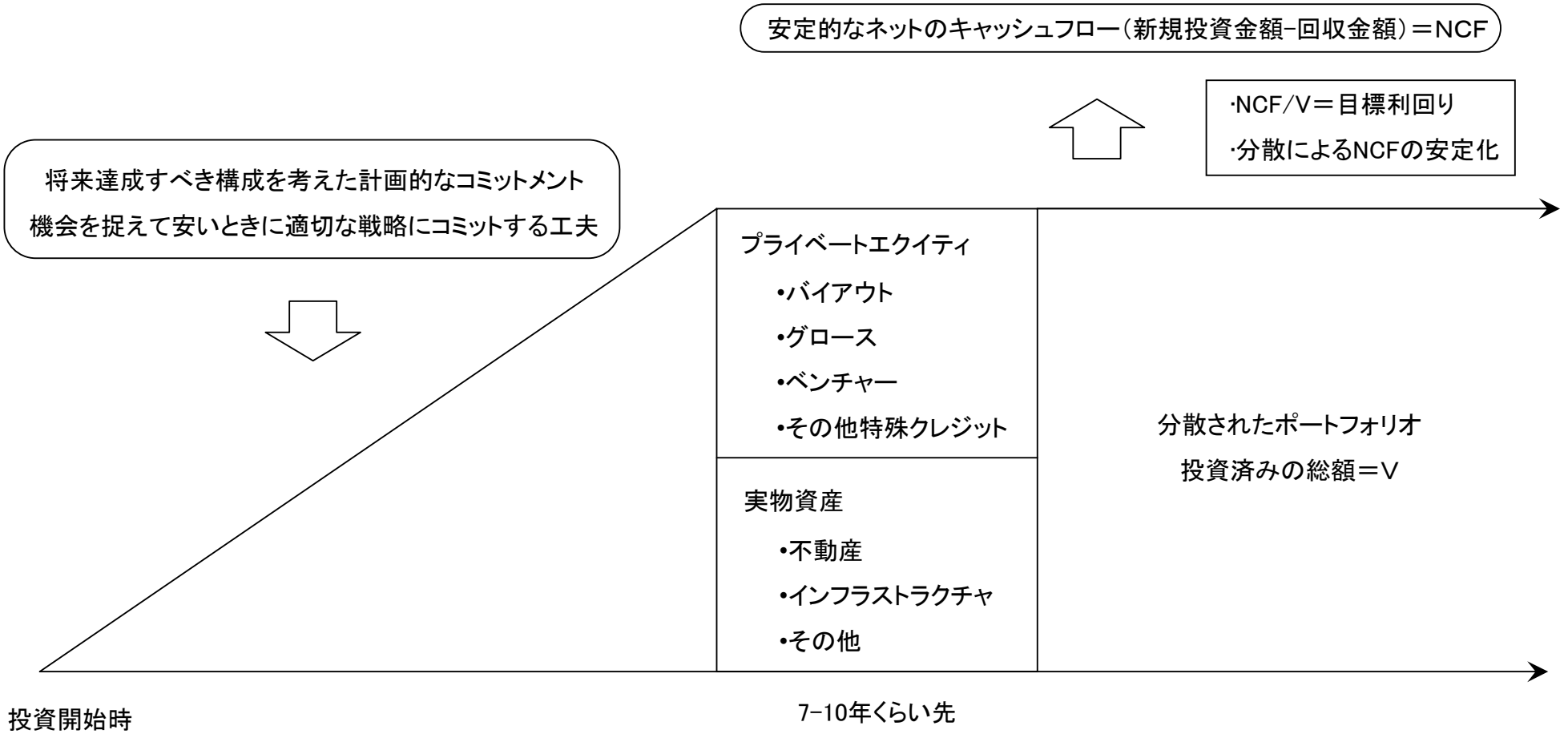


その他のヘッジファンド
·ロング/ショートの多く
·マーケットニュートラル
·クォンツ的手法
·マクロの多く

All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

非流動資産の構造化（安定キャッシュフロー化）

長期運用における「流動性」とは、「売却できる」ことではなくて、安定的キャッシュフローを生む仕組みに構造化すること



All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

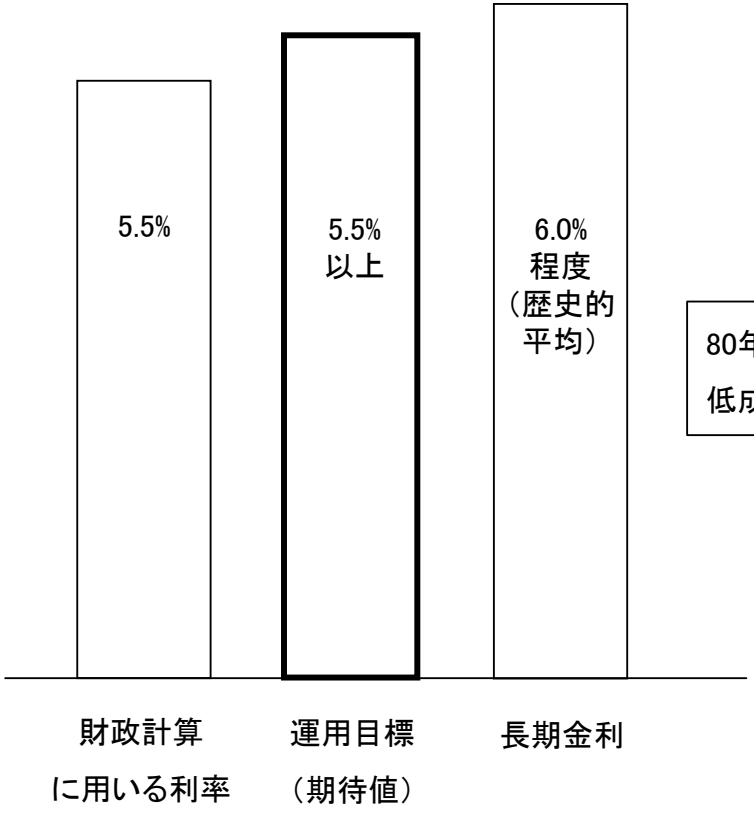
第2部 「日本の年金資産運用の歴史」

日本の企業年金の資産運用の本格的始まりは、1990年4月1日の改正厚生年金保険法施行に遡ります。第一次自由化です。その後、変革は、緩やかに、ごくごく緩やかに進んでいきます。しかし、1996年以降の日本の金融危機は、大きな転機となりました。運用規制撤廃、時価主義、退職給付会計、積立水準規制など、現在の企業年金運用の大まかな形は、金融危機のさなかに、急激に形成されたものです。
21年という必ずしも長くない時間に、日本の企業年金の資産運用は、根本的に変わってしまいました。ほとんど、原型を留めないほどです。だからといって、変革に終わりはありません。将来10年間を見通せば、過去10年間よりも変わらなければならないのかもしれません。将来を見通すためには、過去を振り返ることも有益だと思います。

●1990年4月の第一次自由化まで
　高金利時代、昭和のバブル、「お任せ運用」の古き良き時代
●1990年4月の第一次自由化
　「給付の委託」から「運用の委託」へ変更になった意義
●1996年以降の金融危機をきっかけとした急激な変革
　運用規制の完全撤廃と自己責任原則
●2000年以降の「平成の大不況」と制度の危機
　退職給付会計、時価主義、代行返上、給付減額、解散の嵐、確定拠出
●2003年以降の株式市場の回復とオルタナティブの普及
　ゼロ金利定着と、債券代替としてのオルタナティブ
●2008年以降の相次ぐ巨大な危機
　「サブプライム」、そして今、ソブリンの危機

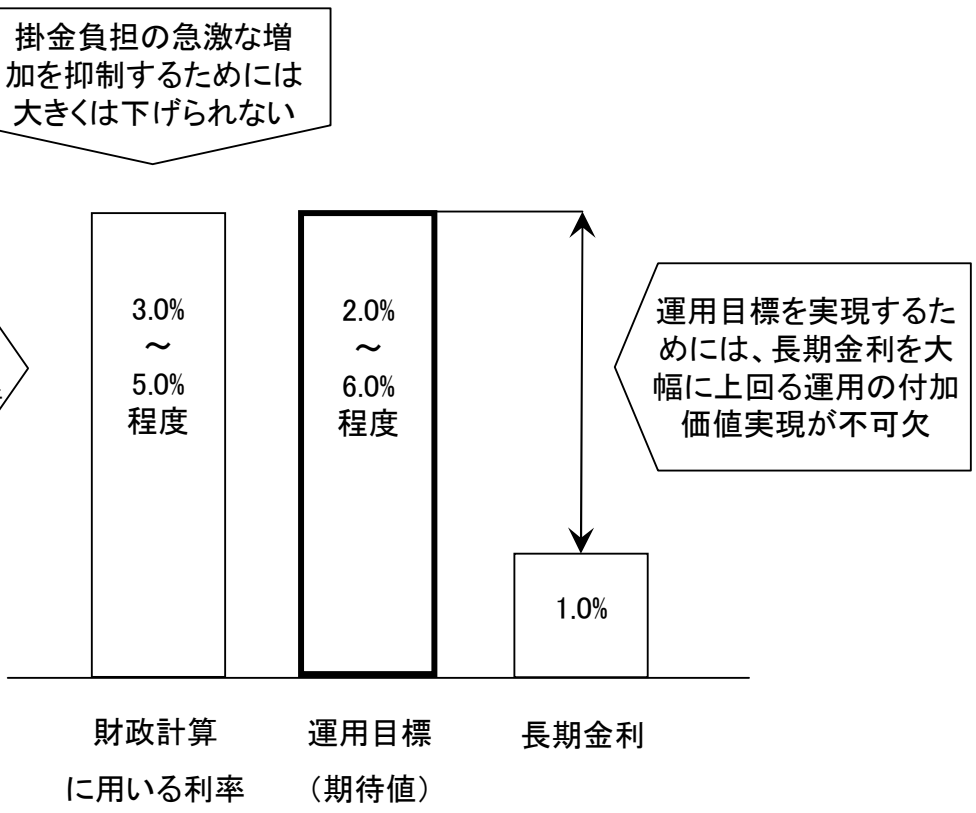
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

成り立っていない制度発足時の経済的仮定



制度発足時の財政の仮定

80年代バブルの崩壊
低成長・低金利の定着



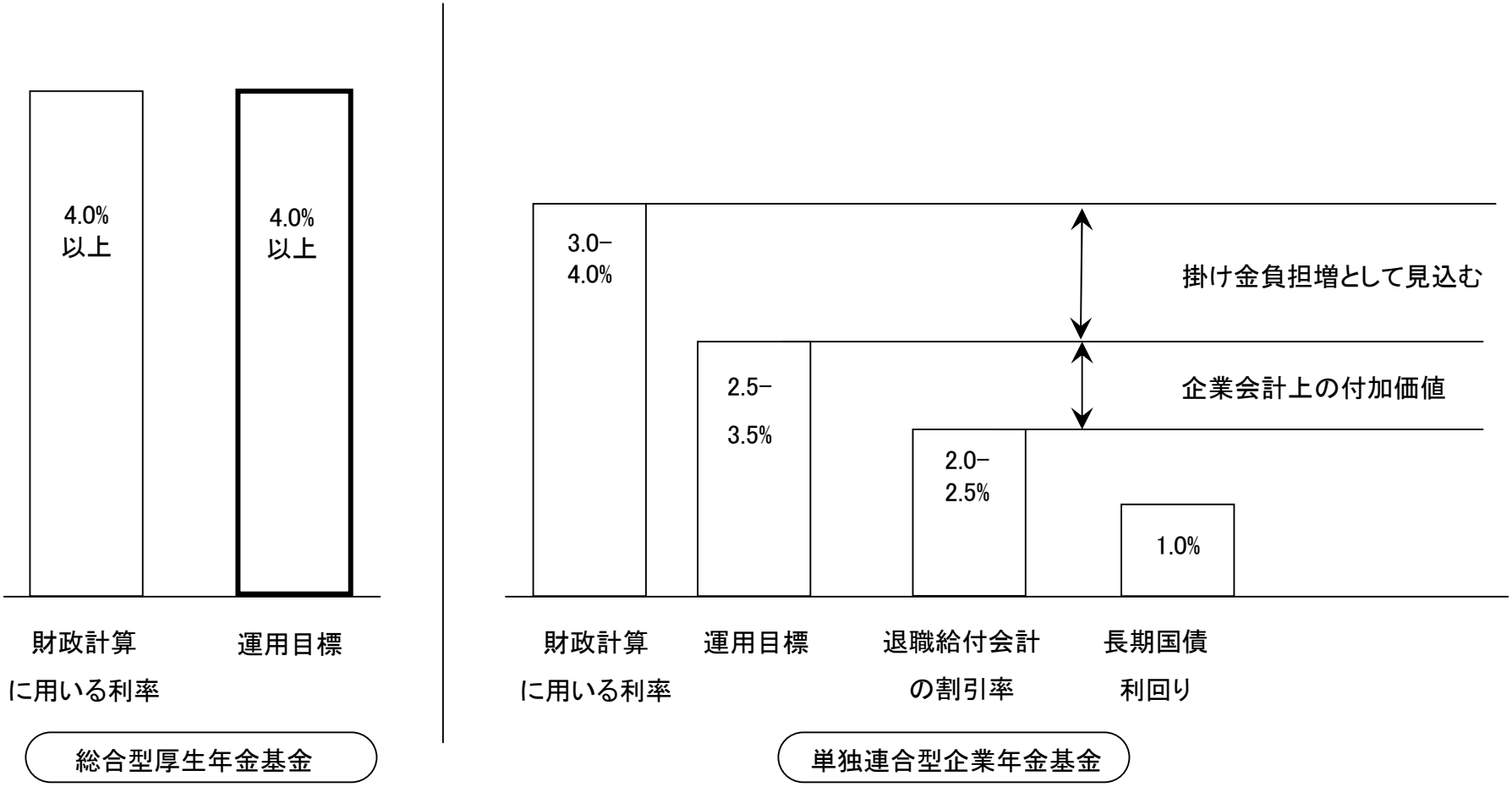
崩れ去った仮定

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

総合型厚生年金基金と単独連合型企業年金基金との異なる事情

総合型厚生年金基金の場合、財政計算に用いる利率（長期国債利回りよりも相当に高い）が、運用目標の基準になる。

単独連合型の企業年金基金の場合は、一般的には、退職給付会計上の割引率（長期国債利回り連動）を運用目標の基準におくことが多い。



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1990年4月1日以前

●厚生年金基金と適格年金

●信託銀行と生命保険会社の完全な独占（全体平均で概ね信託銀行2/3、生命保険1/3のシェア）

⇒長期産業資金の確保のための金融機関保護という戦後の高度経済成長を支えた金融政策の名残（企業年金資金は代表的な長期安定資金）

⇒企業年金制度の普及（新規設立と事業所編入）のために信託・生保の強力な営業力を利用

●厳格な規制の下における資産運用

⇒大蔵省銀行局長通達による信託銀行の資産配分規制

▪「5・3・3・2」＝元本保証資産（債券・貸付金等）50%以上、国内株式30%以下、外国証券30%以下、不動産20%以下

▪信託銀行の口座ごと（基金全体についてではなく）の運用規制

⇒原則として財政再計算時に限った委託先の変更

⇒「資産運用の委託」の委託ではなく「給付の委託」

▪「シェアの三位一体」＝給付シェアと掛金シェアと資産シェアの一致

⇒簿価主義の下、時価は省みられず、実現利益だけが評価（運用規制も簿価に基づく割合規制）

●昭和の古き良き時代の資産運用

⇒高い長期金利、上昇を続ける株式市場

⇒生命保険一般勘定契約の5.5%保証と高い配当

⇒ほとんど横並びの信託銀行のバランス運用、「お任せ運用」

●変化の前兆

⇒1985年　外銀信託9行の営業開始（いわゆる「外圧」）

⇒1986年　旧投資顧問業法施行

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1990年4月1日

●厚生年金保険法の資産運用にかかわる部分の初めての改正（厚生年金基金の運用規制緩和）

⇒「給付の委託」から「給付の費用（即ち資産）の委託」へ

⇒投資顧問会社への運用委託の解禁

▪いわゆる「ニューマネー」（新規掛け金）に限定した極めて限定的なもの

▪委託額の上限は総資産の1/3まで

●外部環境の激変

⇒国内株式市場の急落（今日まで続く市場低迷の始まり）

⇒1990年9月3日 「年金情報」（日本公社債研究所、現在の格付投資情報センター）創刊

⇒コンサルタントの活動開始

●機が熟すまでの、極めて緩やかな変化の始動

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

1997年以降の金融危機

●金融危機までは段階的な規制緩和

⇒1994年 「ニューマネー」と「オールドマネー」の区別廃止

⇒1996年 運用機関ごとの「5・3・3・2」規制の廃止（基金全体についての「5・3・3・2」規制は残る）

⇒1996年7月1日 厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）について「運用規制の適用除外」認可。以降、厚生大臣の特別な認可を得た基金についての「適用除外」が認められる

⇒1996年「シェアの三位一体」がなくなる

●1997年金融危機

⇒1997年4月 日産生命に業務停止命令

⇒1997年11月 三洋証券と北海道拓殖銀行が破綻、山一證券が自主廃業

⇒1998年10月 日本長期信用銀行が、翌11月には日本債券信用銀行が、特別公的管理

●金融危機に端を発した急激な規制緩和

⇒いわゆる「自己責任原則」と、年金基金の「受託者責任」

⇒1997年3月 運用規制を定めた大蔵省銀行局長通達の廃止（適格年金についても運用規制撤廃）

⇒1997年3月 厚生年金基金の運用委託先変更の完全自由化（6月には、適格年金についても国税庁長官通達で完全自由化）

⇒1997年10月 適格年金の資産運用への投資顧問会社の参入（法人税法施行令改正）

⇒1997年12月 厚生年金基金の運用規制の完全撤廃

●厳しさを増す投資環境

⇒金利の急低下と、下落続く株式市場

⇒1994年4月 生命保険一般勘定契約の保証利率5.5%⇒4.5%へ（以後、漸次低下）

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

危機を機会へ － 2000年まで

●1997年の金融危機をきっかけとした本格的変化の始まり

⇒株式市場の大幅下落に伴う巨額含み損の発生（簿価主義の限界）

- ▪1998年3月末をもって時価評価を導入
- ▪時価主義への移行による「トータル・リターン」指向の定着（簿価主義の終焉）

⇒運用機関の選択における「系列取引」の後退

- ▪受託運用機関を襲った金融危機の下、「信用リスク」が意識されたこと
  - ▪保全されえない生命保険契約の問題
  - ▪信託口座にも「三つの信用リスク」（有価証券信託の登記省略、外国為替、銀行勘定貸し）
- ▪受託者責任が意識され始めたこと

⇒運用規制撤廃を受けて、「マネジャ・ストラクチャ」というコンセプトの導入

- ▪外資系運用機関の急成長
- ▪運用会社選択におけるコンサルタントの役割が定着

⇒運用規制撤廃を受けて、資産配分の変更

- ▪当時アメリカで普及し始めた「インデクス・コア」と特化型委託による「サテライト」の急激な導入
- ▪株式の組み入れ比率上昇（60株式/40債券、65株式/35債券あたりが平均的配分になる）
- ▪受託者責任論の下、ALMが定着

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

再び危機へ　–「平成の大不況」

●2000年初から始まる厳しい投資環境（平成の大不況）

⇒超低金利の定着（ゼロ金利政策）

⇒株式市場の急落（2003円3月には日経平均8000下回る）

●2000年4月1日から始まる会計年度より退職給付会計の導入

⇒巨額な積み立て不足の認識

▪資産価格下落による資産評価額減少と、超低金利による債務評価額の増大

●2001年10月1日　確定拠出企業年金法施行、2002年4月1日　確定給付企業年金法施行

⇒厚生年金基金の「代行返上」

●企業年金制度の危機

⇒企業経営マインドの後退

⇒解散と減額の嵐

⇒資産改善よりも債務減少が急務

⇒急速に進む運用の保守化

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ

●2003年4月以降の株式市場の回復と経営マインドの回復

⇒債務の問題から、改めて資産運用の問題へ

●定着した退職給付会計の下での資産運用

⇒単独連合型企業年金基金の運用の保守化

⇒会計へのインパクトを重視した運用（30%株式/70%債券あたりへ保守化が進行）

⇒超低金利の下、割引率の低下と、運用目標のパラレルな低下

⇒年金資産管理の企業財務への統合

●いわゆる「オルタナティブ」の普及

⇒超低金利のもとで、いわゆる「債券代替」として定着

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

また危機（2008年金融危機）へ、またまた危機（2011年ソブリンの危機）へ

●2007年初より始まる「サブプライム」に端を発し、2008年リーマン破綻で頂点に達した世界的金融危機

⇒見直しを迫られる「オルタナティブ」

⇒もはや「代替」ではない「オルタナティブ」

●企業経営との統合が進む企業年金資産管理

⇒企業の財務リスク管理へ統合

●資本市場の構造変化に対応した資産管理の技術

⇒「サブプライム」の背景にある全く新しい金融ビジネスモデル

▪オリジネーション／ディストリビューション

▪バーゼルⅡ

⇒グローバルー体化

▪日本株の位置付け

⇒危機的状況の頻発の中での資産管理

●世界的金融危機から、わずか3年、2011年の先進経済圏のソブリンの危機

⇒先進経済圏の行詰まり

⇒もはやエマージングではない、エマージング経済の存在感

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

投資の原点への回帰

●日本の現実の再認識

⇒英米型の資本市場中心の金融システムへ移行していない現実

⇒資本市場の機能しない日本での「資本市場理論」限界

⇒「構造改革30年の遅れ」という認識から、「20年先行しているデフレ・低金利定着の超成熟経済」

●キャッシュフローが流出する年金運用のあり方

⇒キャッシュを生む力としての資産という投資の原点への回帰

⇒資産配分から、投資の機会の選択へ

●もはや「エマージング」ではないエマージング

●もはや「オルタナティブ」ではないオルタナティブ

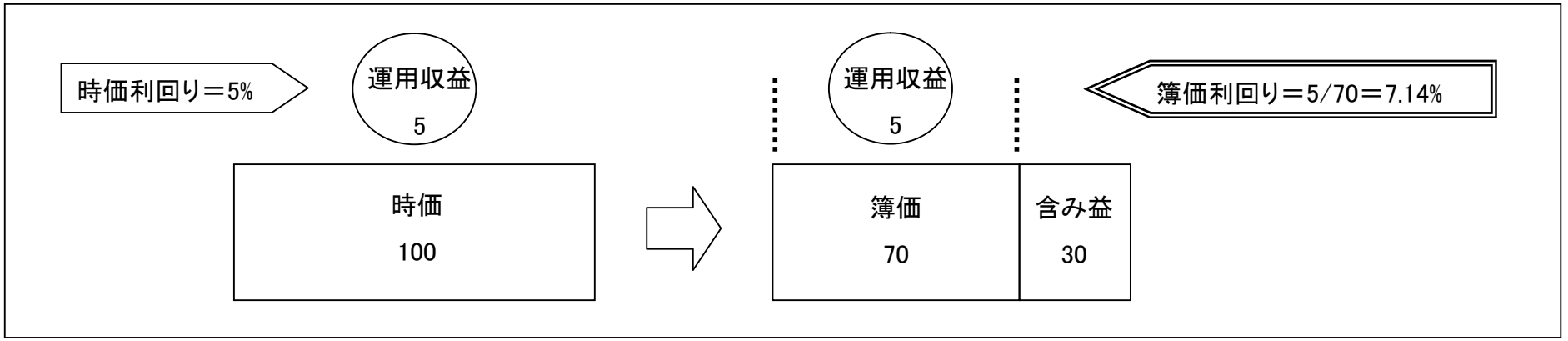
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

「簿価主義」の一定の真実

80年代初頭の「含み益」経営ということ

当時の基本的思想 ⇒ 運用収益 ＝ 利息配当金収入

- 70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- 古い会計制度に基づく簿価主義
- 総合収益の考え方は全くなかった



「含み益」の形成 ⇒

- 株価の上昇
- 不動産価格の上昇（および不動産の減価償却）

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

年金財政の仕組みと資産運用の目的

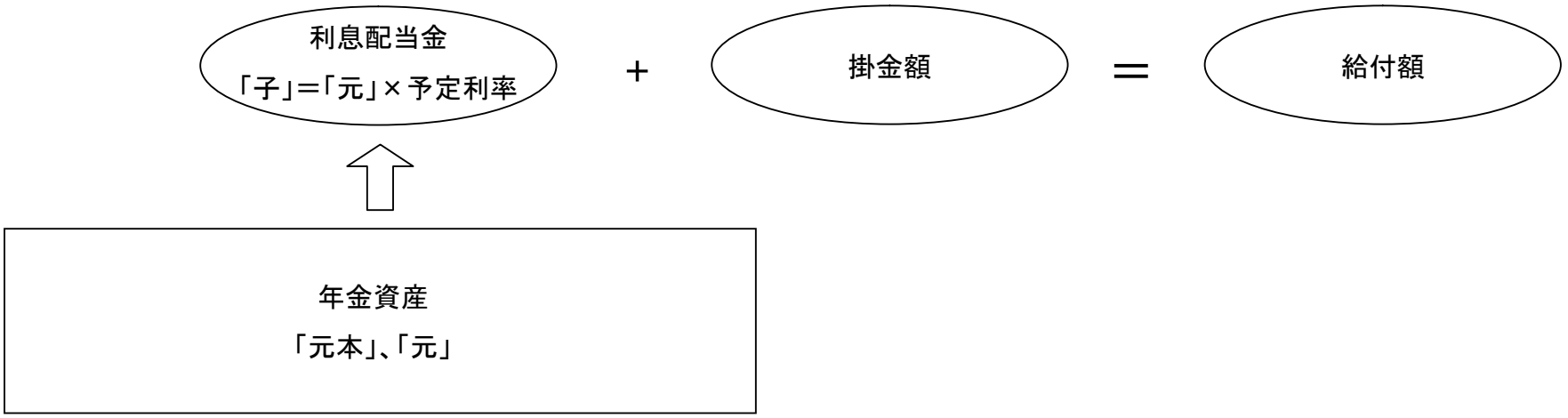
●年金の資産運用の目的は、給付原資の確保である

●元本（年金資産）が毀損すれば予定収益不足になる　⇒「元も子もなくなる」

●元本の取り崩しは予定されていない

●含み益がある、もしくは、積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える

●逆に、含み損がある、もしくは積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り、給付原資不足になる



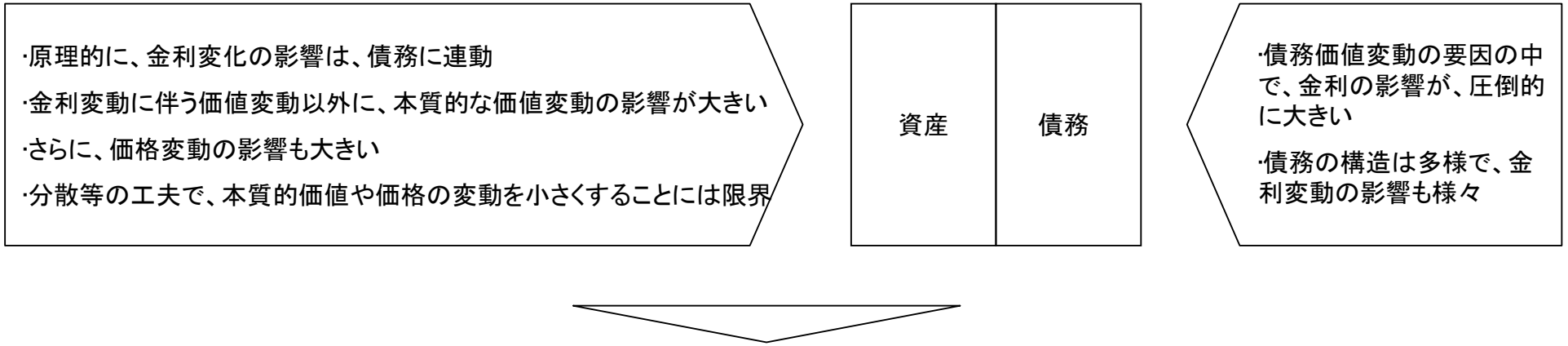
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

資産債務総合管理と金利変動の意味

●現在価値に割り引く金利の変動に対して、価値が変動するのは、債務も同じ

●債務の特性に応じて、金利変化に対する価値変動の影響度は異なる

●債務の評価は、理論的現在価値なのに対して、資産の評価は、時価（理論価値ではなくて、市場価格）



●もしも、現在価値として、資産と債務の連動性を高めようとすれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ない

·確かに、一つの潮流だが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、それでいいのか

●そもそも、評価基準が違う（債務は理論価値、資産は市場価格）のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか

·将来の現金流出と現金流入との均衡が、ある程度の蓋然性をもって、示せることが、本来の資産債務総合管理ではないのか

·現在価値から、キャッシュフローそのものへ

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

注意事項

- 本資料は、年金資産運用の基本的な考え方について解説・検討を行うものでございます。本セミナを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。

- 本資料は、年金資産運用の基本的な考え方について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業　投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナのテーマに関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。

- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。

- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006