

(年金運用)：オルタナティブ投資としてのC A T債券市場

大規模な自然災害による損失発生を回避するために(再)保険会社や一般企業が発行する大災害債券(C A T債券)は、株や債券などの既存資産と相関が低く、災害さえ発生しなければ高利回りを享受できる。そこで、今後も発行量が増大しそうなC A T債券について紹介する。

本誌 2006 年 7 月号「拡大する年金基金の収益機会」ではオルタナティブ投資としてさまざまな資産クラスを紹介したが、今回はその一つである「カタストロフィー・債券」(Catastrophe Bond, 以下ではC A T債券と略)を取り上げる。

C A T債券とは、地震・台風・暴風雨などの自然現象による大災害の発生に伴う損失を回避することを目的に、(再)保険会社や一般企業が発行する債券であり、大災害債券とか自然災害債券とも呼ばれている。一般に、保険的なリスク(損害保険だけでなく、生命保険の対象となるリスクも含む)を証券化したものを保険リンク証券というが、C A T債券はその一種であり、大災害の発生によるリスクを抱える企業が、金融市場の投資家にそのリスクを移転する手法として発達してきた。

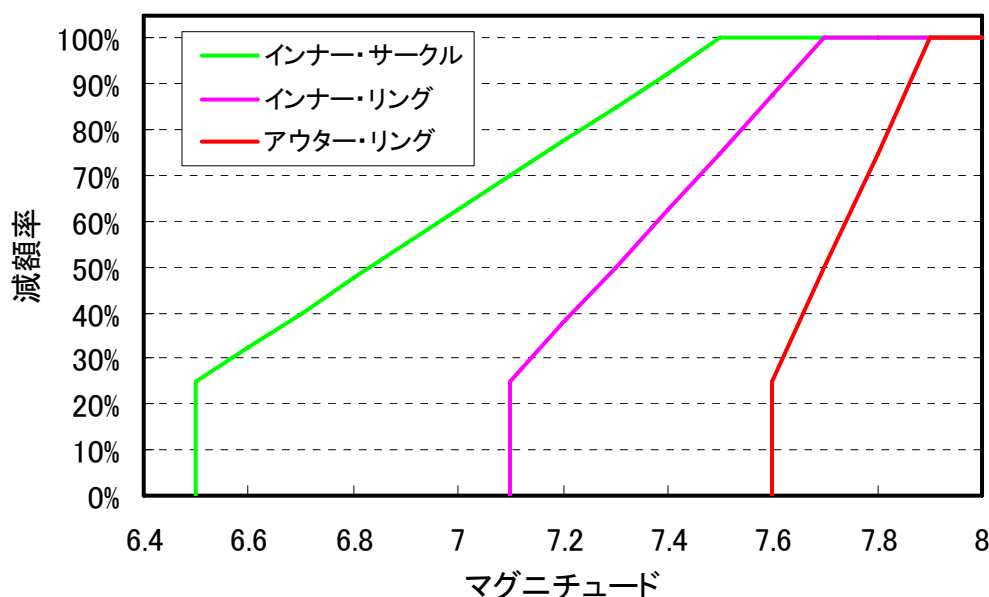
歴史的には、1994年にハノーバー再保険会社が最初のC A T債券を発行し、1997年頃から、年に10本程度、元本総額10億ドル程度の規模で本格的に発行されてきたが、特にこの数年は本数、総額ともに増加傾向にある。

C A T債券は、大災害リスクを保有している企業が直接発行する他、特別目的会社(S P V)を作り、そのS P Vを通して発行することが多い(発行のスキームは他の証券化商品と同様なので、省略する)。C A T債券も、通常は普通の債券と同様に、定期的な利息と満期時に償還元本を受け取るが、もしもあらかじめ約定された事象(トリガー・イベント)が発生した場合には、あらかじめ約定された金額だけ、元本および利息の一部もしくは全部を受け取れなくなる。トリガーの内容やトリガー発生以後のキャッシュフローが具体的に客観的に契約で定められている点が、C A T債券の特徴である。以下では、おそらく日本で最も有名なC A T債券、1999年に(株)オリエンタルランドが発行した債券のうちの一つを例に説明する。

ご存知のように、オリエンタルランドは東京ディズニーランドを経営・運営している会社で、千葉県浦安市舞浜にテーマパーク・ホテル・商業施設からなる一大リゾートを所有している。一方、地球物理学(プレート・テクトニクス)的にいうと、日本は太平洋プレートがユーラシア・プレートの下に沈み込む、いわゆる巨大プレートの沈み込み帯の上であり、特に東京・千葉・神奈川を含む南関東の直下は、大小の複数のプレートが衝突する、極めて構造の複雑な地域で、昔から巨大地震が繰り返し発生してきた。もしも今、南関東で巨大地震が発生すれば、オリエンタルランドの所有施設が直接被害を受けるだけでなく、関東一円が被害を受けて集客数の激減が予想される。そこで、東京ディズニーシーの開業に先立ち、オリエンタルランドはC A T債券を発行し、このリスクを金融市場の投資家に移転したのである。

このCATボンド(S&PではBB+格)は、発行額1億ドル、満期5年、USドル6ヶ月LIBOR + 310 bpの変動金利で、トリガー・イベントは東京ディズニーランド(北緯35度37分47秒、東経139度53分03秒)を中心とする、ある地域の深さ101km以浅で発生する、あるマグニチュード以上の地震であり、地震の発生場所とマグニチュードに応じて償還元本が減額される。具体的な減額率は図1を参照されたい。図表1で、インナー・サークルは東京ディズニーランドを中心とする半径10km、インナー・リングは半径50km、アウター・リングは半径75kmの円である。例えば、インナー・リングでマグニチュード7.5の地震が発生した場合の減額率は75%で、もしもマグニチュード7.6以上ならば減額率100%、つまり1円も戻ってこない。

図表1: 償還額の減額方法



CATボンドには元本を毀損するリスクもあるが、その代わりに利率は総じて高く、低金利で資金の運用先に悩む投資家にとって魅力的に映る商品の一つである。さらに、株式や債券など既存の資産クラスとの相関はゼロに近い(株式や債券との相関係数が0~0.1であったという分析報告もある)ことが予想される。このような資産なので、ごく僅か組み入れるだけでも、ポートフォリオのリスク・リターン特性がかなり改善する可能性もある。

近年は、自然災害による保険金支払額が世界的に増加傾向にある。また、日本損害保険協会によると、国内の風水害による高額支払ベストテンのうち8件はこの10年間に発生しており、地震保険による高額支払ベストテンでは1位(阪神・淡路大震災)を除く9件が2000年以降に発生している。このような傾向を踏まえると、今後も(再)保険会社によるCATボンドの発行増加が予想される。また、最近ではERM(Enterprise Risk Management、事業リスクマネジメント)の視点から、企業の大規模自然災害への対応手段の一つとして、CATボンドの発行による投資家へのリスク移転の有効性が指摘されている。今後の発行拡大により、CATボンドは、オルタナティブ投資の資産クラスとして有望な選択肢になるかもしれない。

(室町 幸雄)