

Insurance Linked Securities (ILS) がもたらす変化

—資本市場による保険リスクの引受け—

目 次

I. はじめに	V. 元受保険業界への影響
II. ILS の主な仕組みと特徴	VI. ILS の新たな活用可能性
III. 再保険業界への影響	VII. おわりに
IV. ロイズ保険市場への影響	

副主任研究員 鈴木 久子

要 約

I. はじめに

近年、保険業界において急速に関心が高まるデジタル化という大きな変革（Disruption）の流れにくわえて、Disruption につながるもう 1 つの動きとして注目が集まるのが、保険リスクの新たな引受・移転方法として普及が進む Insurance Linked Securities (ILS) である。

II. ILS の主な仕組みと特徴

ILS によるリスク移転と、従来の保険/再保険によるリスク移転の大きな違いは、ILS では、リスク引受のために充てられる資本（Capital）が、保険/再保険会社自身が保有する資本を充てるのではなく、リスクを証券化（流動化）することを通じて、資本市場の投資家からの投資によって集められる点である。元受保険会社は、従来、再保険会社やロイズ保険市場との再保険取引等を通じてリスクの移転を行ってきた。ILS 取引は、元受保険会社にとって、これらの伝統的なリスク移転手法に代替する新たなリスク移転方法と位置づけることができるだろう。

III. 再保険業界への影響

従来の再保険の機能を一部代替することができる ILS の普及は、再保険業界に競争環境の激化や収益性の低下、ひいては新たなビジネスモデル模索の機運をもたらしている。

IV. ロイズ保険市場への影響

ロイズ保険市場の ILS に対する姿勢はこの数年で変化を見せており、近年は、ILS 資本をロイズ保険市場に新たなイノベーションと多様化のチャンスをもたらす重要なものとして歓迎する好意的な姿勢へと変化してきている。イギリス財務省は、ロンドンを ILS ビジネスにおける世界のハブとすることを目指した新規制の導入を進めている。

V. 元受保険業界への影響

ILS ビジネスを行う事業者の中には、元受保険会社を飛び越えてオリジナルのリスクに自らダイレクトにアクセスし、資本市場へのリスク移転を行う動きも見られる。また、こうした元受リスクへのダイレクトなアクセスを目指す動きは、再保険業界にも広がりつつある。

VI. ILS の新たな活用可能性

ブロックチェーン等 InsurTech の活用による ILS 取引の拡大、公的セクターとの協働による公的補償スキームにおける ILS の利用拡大に加え、大企業のコーポレートリスクやサイバーリスク、ランオフリスクなど新たなリスク領域を取り込むことで、ILS のさらなる普及が期待されている。

VII. おわりに

ILS の成長がどこまで拡大するか正確な予測は難しいが、ILS の普及によって、「リスク」と「資本」を結びつけるという元受保険・再保険・ロイズ保険市場が従来担ってきた役割、そしてバリューチェーンに変化がもたされつつある現状は、それぞれがこれまで担ってきた役割とそれを支えてきた能力について、もう一度見つめなおす良い契機を与えてくれるのではないだろうか。

I. はじめに—もう1つの Disruption

近年の保険業界では、破壊的イノベーション、既存のバリューチェーンの創造的破壊を意味する「Disruption (ディスラプション)」への関心が急速に高まっている。当総研では2015年に、総研レポート Vol.67 において、「保険業界におけるデジタル化」の動向を取り上げた。ここで言うデジタル化とは、「Digital Transformation (デジタル化による変革)」と呼ばれるものであり¹、ビッグデータや IoT など先進的なデジタル技術を保険事業に活用 (InsurTech) することによって、バリューチェーンにイノベーションや変革を起こし、より顧客ニーズに沿った価値の提供を実現することで新たな収益を生み出すことを目指した動きであった。デジタル化および InsurTech の開発・活用を通じて Disruption を目指す保険業界の取り組みは、AI やブロックチェーンなど更なるデジタル技術の進歩を受けて、この数年でますますその動きが加速している。InsurTech 企業に対する投資額は、2016年で約17億ドル (対173社)、これまでに設立されたスタートアップ企業は1,000社を超えており、総投資額は170億ドル以上に及んでいる²。

こうしたデジタル化による大きな変革の流れにくわえて、近年の保険業界で Disruption につながるもう1つの動きとして注目が集まるのが、保険リスクの新たな引受・移転方法として普及が進む Insurance Linked Securities (保険リスク証券。以下、「ILS」という) である。《図表1》は世界経済フォーラムの報告書で描かれた保険のバリューチェーンであるが、保険会社のリスクと資本の管理プロセスにおいて、ILS が新たなリスクの移転手段として変革をもたらす可能性が指摘されている。

《図表1》 保険のバリューチェーンと変革要因



(出典) World Economic Forum, “The Future of Financial Services”, Jun.2015 より損保ジャパン日本興亜総合研究所訳出、編集。

ILS によるリスクの移転と、従来の保険/再保険によるリスク移転の大きな違いは、ILS では、リスク引受のために充てられる資本 (Capital) が、保険/再保険会社自身が保有する資本を充てるのではなく、リスクを証券化 (流動化) することを通じて、資本市場の投資家から投資によって集められる点である。また、「資本」と「リスク」を結びつける役割が、従来の保険/再保険会社や保険ブローカーだけではなく、ILS への投資を専門にしたファンドマネジメント会社 (以下、「ILS ファンド」という) やヘッジファ

¹ Accenture, “Digital Innovation Survey2014: Seizing the opportunities of digital transformation”, 2014.

² CB Insights, “Insurance Tech Startups Raise \$1.7B Across 173 Deals in 2016”, Jan.2017.Venture Scanner.

ンド、投資銀行など、従来の保険業界とは異なるプレイヤーによって担われているという点である。なお、ILS ファンドは資本市場の投資家（年金基金等の機関投資家、生命保険会社、資産家の資産管理会社等）からの投資を集めるとともに、投資先となるキャットボンド等 ILS 取引の設計、組成のための業務を（自己または委託によって）行っている。現在、ILS への投資の約 6 割は ILS ファンドを通じて行われている³。

本稿では、保険業界において、デジタル化とともに、もう 1 つの Disruption として、保険のバリューチェーンに大きな影響をもたらす可能性のある ILS を取り上げ、最近の動向とその影響について紹介する。以下では、まず第 II 章において、ILS の主な仕組みと現状を確認したうえで、第 III 章では、ILS による再保険業界への影響、第 IV 章ではロイズ保険市場への影響について概観する。続いて、第 V 章では、元受保険業界への影響を確認するとともに、第 VI 章では、ILS に期待される更なる活用の可能性について紹介する。

II. ILS の主な仕組みと特徴

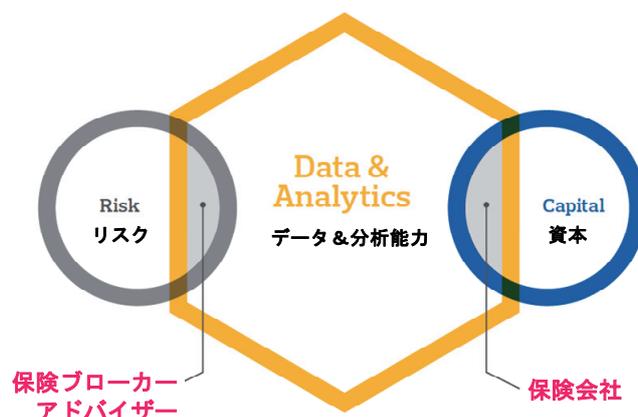
1. ILS とは

ILS とは、NAIC（全米保険監督官協会）の定義によると、「ある特定の保険リスクの損害実績に連動してその価値が変動する証券化商品」であるとされている⁴。ILS は 1992 年の米国におけるハリケーンアンドリューなど多くの巨大自然災害が発生した際、保険/再保険会社のリスク引受能力が不足したことを受け、リスクの引受に必要な資本を資本市場から調達するための手段として開発された⁵。

《図表 2》は、ILS を理解する前提として、保険市場の市場原理について、リスクを抱える者（人、企業等）による「リスク移転の需要」（Risk）と、資本提供者からの「資本の供給」（Capital）、両者を結びつけてリスク移転取引を成立させるために必要な「データおよびリスクの評価分析能力」（Data&Analytics）の 3 つの構成要素で保険市場を整理した概念図である⁶。そして、リスク評価・分析能力を持つ者が、資本の供給力を合わせ持てば、その者は保険会社となることができ、リスク需要へのアクセス力を伴えばブローカーの役割を果たすことができると整理されている。

この図の概念を用いるならば、通常、保険会社が「リスク」を引受ける際は、そのリスクを担保しうるだけの「資本」を自己で保有していることが重要となる。保険会社が ILS を用いた場合を考えてみる

《図表 2》 保険の市場原理と構成要素



（出典）Aon Benfield, “Global Insurance Market Opportunities”, Sep.2016 より損保ジャパン日本興亜総合研究所訳出。

³ Aon Benfield, “Insurance-Linked Securities”, Sep.2016.

⁴ NAIC, “A Comprehensive Overview of the Insurance-Linked Securities Market”, May.2012.

⁵ Deloitte, “Securing tomorrow”, 2016.

⁶ Aon Benfield, “Insurance risk study Global Insurance Market Opportunities”, 2016.

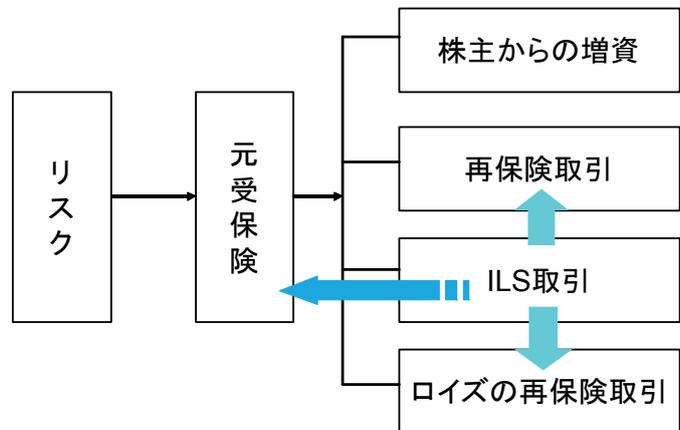
と、保険会社は ILS によりリスクを証券化することで、資本市場の投資家からリスクの引受に必要な資本を調達することができ、自身での資本の用意に替えることができる。そして、この場合、リスク引受のための資本を実際に拠出しているのは資本市場の投資家となることから、ILS の利用により、リスクは保険会社から投資家に移転されたと見ることができる。

冒頭の NAIC の定義に戻ると、ILS は、資本市場の投資家に移転されたリスクがどれだけ損害を被ったか等によって、投資家にとっての価値が変動する証券化商品ということになる。

2. 再保険等に代替するリスク移転方法

元受保険会社は、こうした自社外からの資本調達およびそれに伴うリスク移転の手法を、ILS が開発される以前から、たとえば、再保険会社との再保険取引等を通じて広く活用してきた。《図表 3》は、元受保険会社による資本調達方法（リスク移転方法）を示したものである。元受保険会社は、自己が保有する資本では引受け切れないリスクを引受ける場合、株式会社であれば株主からの増資によって資本を増やすことができる。あるいは、再保険会社やロイズ保険市場との再保険取引等を通じて、再保険会社等へリスクの移転を行うこともできる。ILS 取引は、元受保険会社にとって、これらの伝統的なリスク移転手法に代替し得る新たなリスク移転方法と位置づけることができるだろう。

《図表 3》元受保険会社のリスク移転方法



(出典) 損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

図中の矢印は、ILS 取引によるリスク移転方法が従来の再保険市場およびロイズ保険市場へもたらす影響と、元受保険市場にもたらしうる影響を示したものである。従来の再保険およびロイズ保険市場の機能を一部代替することができる ILS の普及は、再保険およびロイズ保険市場に競争環境の激化や収益性の低下、ひいては新たなビジネスモデル模索の機運をもたらしている。また、ILS は元受保険市場に対しても、保険会社を飛び越えてオリジナルのリスクにダイレクトにアクセスし、リスクを資本市場へ移転する動きが見られるなど、保険のバリューチェーンに今後 ILS が大きな影響を与える可能性も指摘されている⁷。ILS による各業界への影響については、再保険業界について第三章、ロイズ保険市場について第四章、元受保険業界については第五章で紹介する。

3. ILS の代表的な取引形態

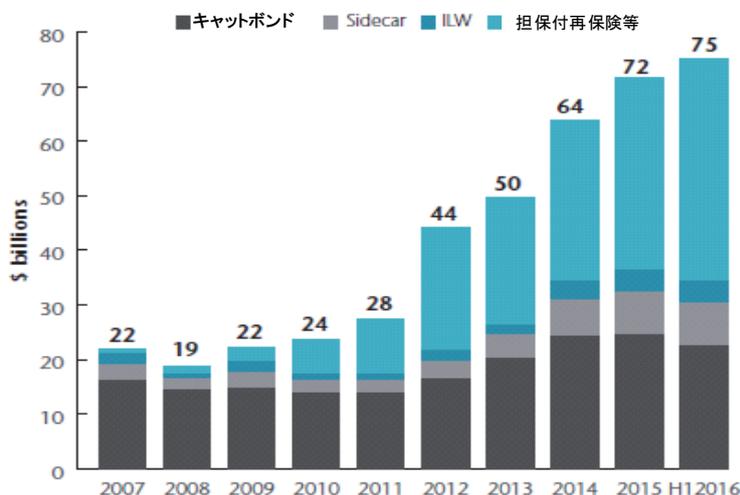
続いて、ILS における代表的な取引形態をいくつか見ていきたい。ILS には、リスクを資本市場に移転する仕組みや取引条件などの違いに応じて、多様な取引の種類が存在している⁸。《図表 4》は ILS 発行残高の推移と主な取引タイプの内訳を示したものである。

⁷ Artemis, "Nephila focused on more direct route to original reinsurance risk", Jun.2016.

⁸ ILS で移転されるリスクには、損保リスクと生保リスクがあるが、本稿では主に損保リスクの ILS を取り上げる。

以下では、主に、ILS の活用が始まった初期から多く取り扱われてきたキャットボンド (Catastrophe Bond : 大災害債券) と、2012 年以降は発行残高がキャットボンドを超えるまでに成長してきている担保付再保険 (Collateralized Reinsurance) の 2 つを取り上げて、その仕組みと特徴を紹介する。

《図表 4》 ILS 発行残高の推移と内訳



(出典) Aon Benfield, "Insurance-Linked Securities", Sep.2016

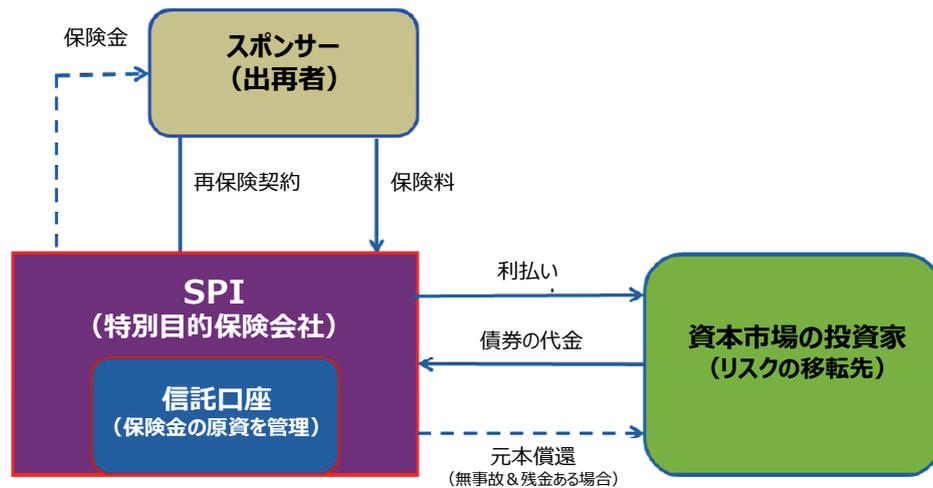
(1) キャットボンド

キャットボンドとは、たとえば、巨大な地震によって生じる住宅等の損失リスクを引受けた保険会社あるいは地震によって自社の所有する財物等の損失リスクを抱えた企業など、リスクを移転したい者(以下、「スポンサー」という)が、これらのリスクを引受ける特別目的保険会社 (SPI : Special Purpose Insurer) を設立し、SPI に保険料を払うことでリスクを移転する仕組みである。リスクが移転された SPI は、スポンサーから受け取った上記保険料を利払いの原資としてリスクを証券化し、投資家に債券を販売することで、災害時にスポンサーへ支払う保険金の原資を集める《図表 5》。投資家から集めた資金は、SPI の信託口座で米国国債をはじめ安全性の高い資産のみによって運用・管理されることでリスクの引当てとして担保され、投資家には定期的に債券の利払いが行われる。設定期間中に災害が発生すれば、債券の元本は保険金支払に充てられるため毀損するが、無事故で期間が経過すれば元本が戻される。償還期間は一般的に 2~5 年となっている。

災害発生時に投資家に損失が生じるトリガーとしては、大きく分けて、実損填補額基準のもの (Indemnity) と、個別の推計モデルによる損害算出方式 (Modeled Loss Index)、業界全体の損害予測額に基づく方式 (Industry Loss Index)、損害額でなくハリケーンの風速や地震のマグニチュードなど観測指標に基づく方式 (Parametric Index) などインデックス基準のものに分かれている⁹。前者の実損填補基準のトリガーは発生した損害額に沿った保険金の支払いが行われるため、スポンサーにベシスリスク (実際の損害額と支払保険金額にギャップが生じるリスク) は残らないが、後者のインデック

⁹ トリガーの詳細および ILS のその他の商品形態等については、損保ジャパン日本興亜総研レポート Vol.61「活況を呈し始めた保険リンク証券への期待—キャットボンドを中心とした動向」(2012 年 9 月)を参照のこと。

《図表 5》 キャットボンドの仕組み



(出典) Aon Benfield, “Guide to the Alternative Market” Sep.2015 より損保ジャパン日本興亜総合研究所訳出、編集。

ス型は実際の損害額と乖離が生じる可能性がある一方、トリガーの透明性が高いため支払額の算定が迅速に行われ、スポンサーへの支払までにかかる時間が短くてすむ等の利点がある。現状では実損填補方式の採用が6割を超えて主流となっており、次いで業界全体の損害基準のトリガー設定が約2割を占めている¹⁰。なお、キャットボンドには二次流通市場が成立しており、一定の流動性を持っている。

(2) 担保付再保険 (Collateralized Reinsurance)

担保付再保険は、近年の ILS 市場において最も成長が見られる取引形態である。巨大災害を対象とするため投資規模が大きく組成コストが高いキャットボンドに比べて¹¹、担保付再保険は、取引にかかるコストが低く、取引の内容も個別案件ごとに柔軟なカスタマイズが可能で、取引成立までのスピードも早い¹²。担保付再保険の活用が進んだ背景の1つとしては、世界的に低金利の時代に相対的に高利率な投資先としてこれまで人気があったキャットボンドの利率が下がってきたことが挙げられる《図表6》。

《図表 6》 キャットボンドの利率 (リスクスプレッド) 推移



※2011年を100とした場合

(出典) Munich Re, “ILS Market Review 2014 and outlook2015”

利率低下の要因としては、資本側の投資ニーズの大きさに対して、証券化できる大規模な災害リスクが多くはないこと、加えて、再保険料率の低下が進んできたことによって、スポンサー側にキャットボ

¹⁰ Artemis, “Catastrophe bonds & ILS outstanding by trigger type”

¹¹ キャットボンドの発行規模は平均1億ドル~3億ドル程度となっている。上限はないため、これまでいくつか10億ドル以上のキャットボンドも発行されている。

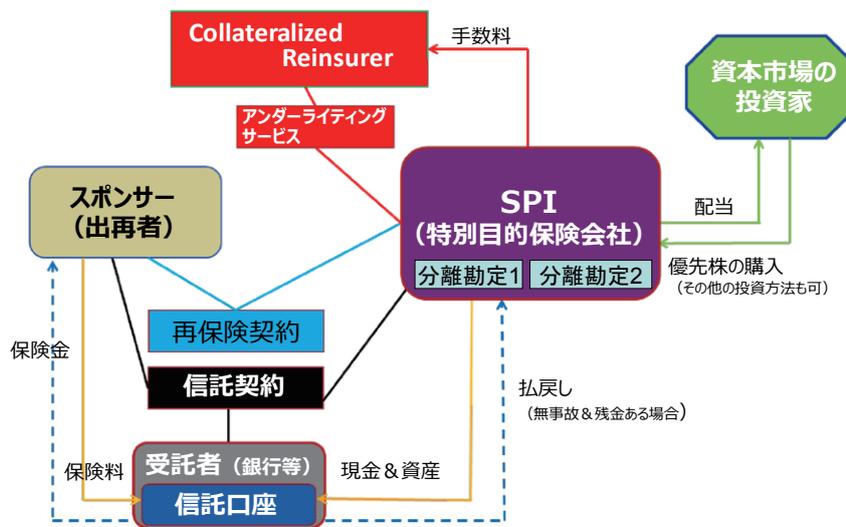
¹² Milliman, “Hedge fund today...reinsurer tomorrow?”, Oct.2014.

ンド発行の意向が減少したこと等により、投資家の需要が過剰となったことが指摘されている¹³。そこで、新たな投資先として、キャットボンドより小規模で、柔軟かつ個別の条件設定により取引条件次第では高利率な取引も設計しうる担保付再保険の活用が増え、ILS ファンド等がキャットボンドではモデル化が難しく組成できなかった様々なリスクをカバー範囲に取り込みつつ担保付再保険の活用を進めていると言われている。

《図表 7》は担保付再保険の代表的なスキームを示したものである。リスクを移転したいスポンサーは、リスク移転のために設立された SPI（それぞれ独立してリスク取引が行える複数の分離勘定：Segregated Account をもつ場合が多い）との間に再保険契約と信託契約を結び、保険料を信託口座に預ける。資本市場の投資家たちは、SPI に対し株式や債券など多様な投資の仕組みを用いることで（現状では主に私募による、議決権のない優先株式による出資が主流とされる）、保険金支払いの原資を上記の信託口座に拠出するとともに、投資額に対する配当を受ける。信託口座はキャットボンド同様、米国国債など安全資産で運用され、損害発生時の保険金支払いの担保（Collateral）として管理される。

担保付再保険において、スキームの設計や再保険・信託契約の交渉など、重要な役割を果たしているのが、Collateralized Reinsurer である。これらは「Reinsurer」といっても、必ずしも伝統的な再保険会社ではなく、ILS ファンドや、担保付再保険の取引事務やアドバイザリーを行う専門会社など、取引のために SPI や分離勘定を設置して提供・管理する主体を指す言葉である。したがって、担保付再保険契約によるリスクを引受けるのはあくまで SPI であり、Collateralized Reinsurer 自身はアンダーライティングや交渉は行ってもリスクの引受は行なわない¹⁴。個々の取引ごと柔軟な契約設計が可能な担保付再保険においては、投資家にとって魅力あるリターンを生み出せる再保険取引をいかに組成できるかが重要となる。担保付再保険を取り扱う Collateralized Reinsurer には、リスク評価およびモデリングに対する専門的知見や再保険取引の複雑な契約文言に対する理解が必要とされることとなる。

《図表 7》担保付再保険の仕組み



(出典) Aon Benfield, “Guide to the Alternative Market” Sep.2015 より損保ジャパン日本興亜総合研究所訳出、編集。

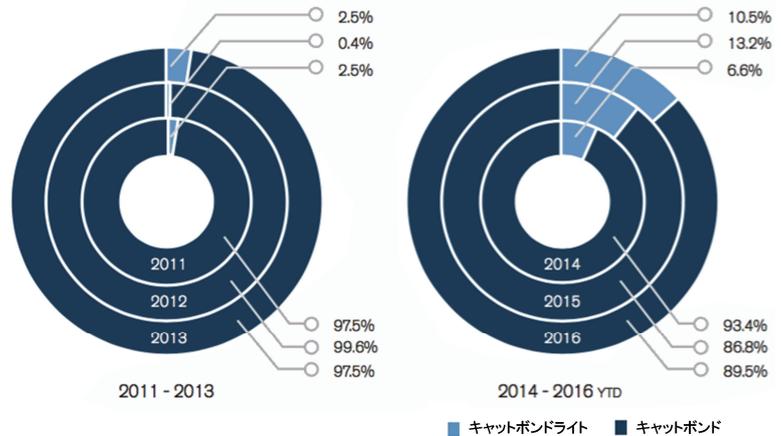
¹³ Intelligent Insurer, “Cat bonds vs collateralized re”, Feb.2015.

¹⁴ Aon Benfield, “Guide to the Alternative Market”, Sep.2015. なお、バミューダでは、Collateralized Reinsurer は Licensed Insurance Manager と呼ばれる。

(3) キャットボンドライト (Cat bond Lite)

上記の2つにくわえて、最近取り扱が増えている取引形態としてキャットボンドライト (Cat Bond lite/Light) を簡単に紹介する。キャットボンドライトは、(1)で紹介したキャットボンド(一般に144A Cat Bond と呼ばれる) に比べて取引規模が小さく、よりスポンサーおよび投資家のニーズに応じてオーダーメイドで柔軟性が高い商品設計が行われる。

《図表 8》 キャットボンドライトの割合推移



(出典) Artemis, GC Securities, “Q2 2016 Cat bond&ILS market report”

《図表 8》は、2011年から2016年のキャットボンドライトの発行量の推移を示したものである。2011～2013年の平均発行量はキャットボンド全体の1.8%であったが、2014～2016年での平均発行量は10.1%に拡大してきている。これは、以前は担保付再保険によってなされていた取引や、これまでキャットボンドのみを利用して発行者にキャットボンドライトの活用が進んだためと見られている¹⁵。最近のキャットボンドライト取引における最小の規模は375万ドル、最大規模は7,500万ドルとなっている。取引の柔軟性と債券発行コストやスピードに優れ、小規模ながら効率的なリスク移転が行えるキャットボンドライトは、担保付再保険とともに今後の利用拡大が期待されている¹⁶。

なお、上で紹介した3つの取引形態を含め、ILS取引の多くで設立されるSPIは、バミューダやケイマン等のオフショア金融センターに本拠地 (domicile) が置かれることが多い。特にバミューダは、キャットボンドの発行額の約7割が発行されるなど、ILSビジネスにおける中心地となっている¹⁷。次章以降では、これらのILSの仕組みと特徴を踏まえて、ILSが再保険業界およびロイズ保険市場、そして元受保険業界にもたらす影響について見ていきたい。

Ⅲ. 再保険業界への影響

《図表 9》は、世界における再保険会社の資本とILSによる資本の内訳と推移を示したものである。前出《図表 3》で整理したとおり、ILSによって資本市場からもたらされる資本は、保険会社にとって、従来の再保険によるリスク移転に代替する機能を果たしうる。ILS資本は、年々10%ほどの成長率で拡大を見せており、2015年は720億ドル、直近2016年は9月末までの数字で約780億ドル(約8兆円)に達している。

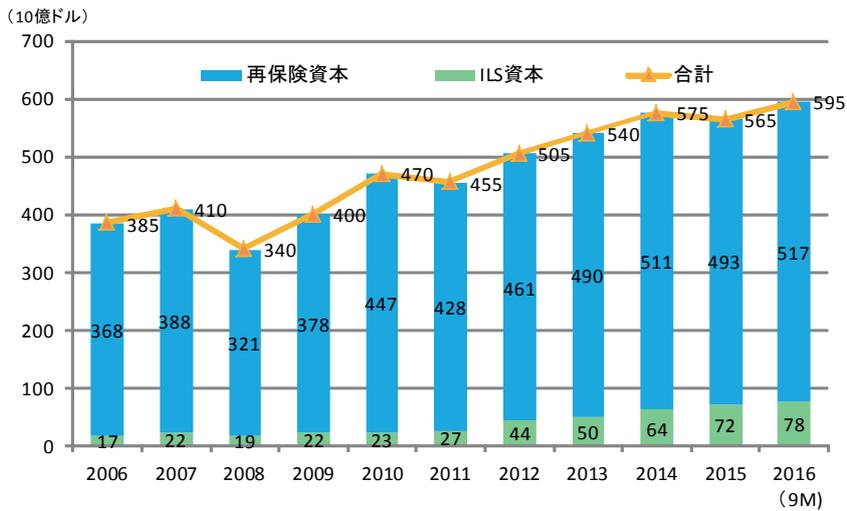
統計により値に幅はあるが、現在ILS資本と再保険資本の比率は、13:87から20:80ほどと見込ま

¹⁵ Artemis, “Private ILS gains traction, increases share of issuance:GC Securities”, Aug.2016.

¹⁶ Artemis, “Cat bond lite sector continues to expand, remains robust:PCS”, Oct.2016.

¹⁷ Bermuda Market Authority, “Bermuda Insurance Linked Securities Market Report”, Mar.2017.

《図表 9》 ILS 資本の推移



(出典) Aon Benfield, “Insurance-Linked Securities”, Sep.2016 より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

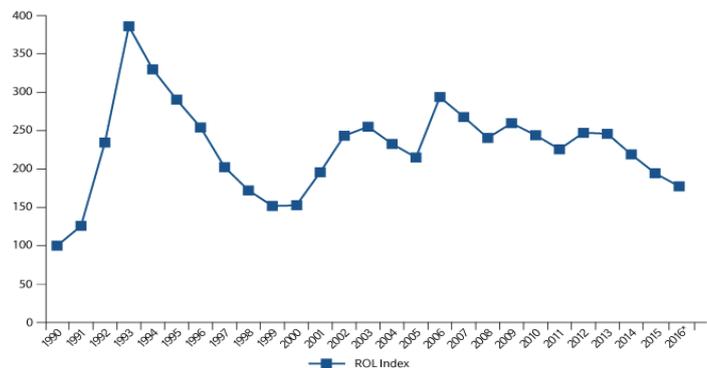
れており¹⁸、ILS は、最初の発行が行われた 1990 年代半ばから約 20 年の時を経て、世界の再保険市場の一角を占めるようになりつつある。

1. 競争激化による収益性の低下

《図表 10》は再保険市場における料率の推移を示したグラフである。再保険市場は近年ソフト化が続いており、料率は長期に渡って低下傾向にある。直近 2017 年 1 月の契約更改においても、料率は昨年と比べて 3.7%下がったことが報告されている¹⁹。再保険料率の低下傾向が続く要因の 1 つには、ILS を通じた資本市場からの資本流入の拡大がある。前述のとおり、ILS (キャットボンド) のクーポン利率は投資家の需要が大きくなっていることから、キャットボ

《図表 10》再保険料率の推移

GLOBAL PROPERTY CATASTROPHE ROL INDEX - 1990 TO 2016



(出典) Guy Capenters, “Chart: Global Property Catastrophe ROL Index 1990 To 2016”, Jan.2016.

ンド発行者側の交渉力が増し、近年は低下傾向が続いている。再保険の契約更改シーズン直前である 2016 年第 4 四半期には、キャットボンドの利率が 30%低下するという大きな変化が生じており、今回の再保険料率の低下にも少なからず影響が及んだものと見られている²⁰。ILS の利率が下がっていくことは、ILS による資本調達コストをさらに押し下げ、ILS と再保険間の更なる競争につながるなど、再

¹⁸ Aon Benfield 社は“Reinsurance Market Outlook”. Jan.2017 において ILS 資本の現在のシェアは約 13%と推定し、AM Best 社および Guy Carpenter 社では約 20%を占めるとの推定を行っている (AM Best, “BEST’S SPECIAL REPORT Global Reinsurance”).

¹⁹ Guy Carpenter news release, “Guy Carpenter Reports Moderating Reinsurance Pricing Decline at January 1, 2017 Renewals”, Jan.2017.

²⁰ 同上。

保険料率の低下傾向に更なるプレッシャーを与えることが懸念されている。こうした再保険料率の低下は再保険会社の収益性の低下につながっており、再保険会社は事業の効率化等による収益性向上を迫られている。

2. 再保険のビジネスモデルへの影響

料率低下による収益性への悪影響を防ぐため、近年の再保険業界ではより効率的なビジネスモデルや付加価値の高いビジネスモデルを模索する動きが見受けられる。

前者の動きの1つとしては、再保険会社による ILS 資本の活用がある²¹。再保険会社は、ILS 資本を効率的に活用して自身のリスクを ILS によって移転する、あるいは顧客にとっての効率的なリスク移転を支援することを通じ、自身の保有リスクを増やすことなく収益拡大を目指すことが可能となる。ただし、ここで得られる収益は手数料収入となり、自身でリスクを保有することで得られる保険の引受利益を埋めるには及ばないであろうとの見方も示されている²²。

続いて、付加価値の高いビジネスモデルを模索する動きとしては、再保険会社は近年、ILS ではまだ引受けが難しい専門性の高いリスクや新たなリスク（気候変動、サイバー、テロ、新技術等）および、新興国におけるリスク等の開拓に取り組んでいる。また、顧客のニーズに沿ってカスタマイズされた戦略的かつ総合的なソリューションの提供を目指す動きが確認できる²³。《図表 11》は、Swiss Re 社が最近のレポートにおいて提案している顧客ニーズに沿ってカスタマイズされた戦略的再保険プログラムの概要をまとめたものである。

《図表 11》 戦略的再保険プログラム

1	収益/資本の包括的カバー	5	遡及型カバー
	複数のリスクとトリガーの組み合わせにより、複数種目に1つにまとめた填補限度額を複数年で提供することで、保険会社や大企業のボラティリティ低減に貢献		ランオフ事業により過去からの継続債務(レガシーリスク)を移転させ、保険会社が現在および将来のリソースに集中できるよう支援
2	パラメトリックソリューション	6	規制対応支援ソリューション
	実際の損害でなく指数に基づいた支払を行うことで、物損によらない事業中断リスク等、付保が難しいリスクの引受けを拡大		欧州ソルベンシー II など、新たな自己資本規制による潜在的成本緩和のために再保険ソリューションが利用可能
3	巨大災害リスクソリューション(ILS)	7	事業成長支援ソリューション
	ILSを組み合わせる等により、大規模な災害リスクの付保に対する需要増加に対応したキャパシティの提供を確保		新市場への進出、新商品販売などにおいて必要となる資金調達への再保険活用、資本管理ツールとしての利用、当該市場の規制対応等への専門知識の提供など
4	資本効率化支援ソリューション	8	M&A促進ソリューション
	保険会社の資本管理プログラムへの再保険活用により、自己資本との代替、資本リターン拡大、資本コストの削減などに貢献		M&Aの企業売却前または買収直後のバランスシート強化、デューデリジェンス支援など

(出典) Swiss Re Sigma, “Strategic Reinsurance and Insurance”, Sep.2016.より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

²¹ Artemis, “Reinsurers embrace various approaches to ILS participation: Aon Benfield”, Nov.2016.

²² Goldman Sachs, “The Search for Creative Destruction”, Aug.2013.

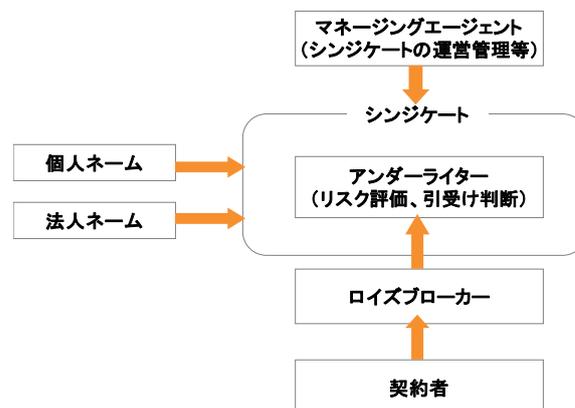
²³ Swiss Re Sigma No.5/2016, “Strategic reinsurance and insurance: the increasing trend of customized solutions”.

呈示されている戦略的再保険プログラムには、顧客の複数のリスク種目を包括的にカバーできる高度なリスク移転機能の提供や、コーポレートファイナンス上の課題（資本効率、規制対応）にも踏み込んだ再保険の活用、および、顧客の成長戦略の長期的なサポートなどが盛り込まれ、ILS ファンドにはない強みと価値を付加した再保険を提供する高付加価値なビジネスモデルを目指す姿勢が窺われる。

IV. ロイズ保険市場への影響

ロイズ保険市場はロンドンに本拠を置く世界最古の保険市場であり、引受けに高い専門性が求められるスペシャルティリスクをはじめ、世界中から集まる様々なリスクを主に再保険で引受けている。ロイズ保険市場は、リスク引受のための資本の出資者であるネーム（name）と、リスクの引受判断を行うアンダーライター（underwriter）、アンダーライターが所属するシンジケートおよび、シンジケートの運営管理を行うマネージングエージェントで構成されている《図表 12》。

《図表 12》ロイズ保険市場の仕組み



（出典） 損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

ロイズにおけるリスクの引受は、ネームから集められた資本を担保に行われる。資本市場からの投資によってリスクを引受けるという意味では、ロイズの取引形態は、ILS の仕組みと似通っている²⁴。かつてネームは、保険金の支払いに上限のない無限責任を負う個人のネームに限られていたが、1994 年からは有限責任の法人ネームも認められるようになり、現在ではおよそ 2,000 いるネームの 9 割が法人ネームで占められている。ロイズが資本市場の法人ネームから資本を集める仕組みは、ILS が資本市場の機関投資家から資本を集める形態に近いものと言ったことができるだろう。

1. ILS ファンドによるロイズシンジケートの設立

《図表 13》は ILS ファンドの上位社ランキングである。

《図表 13》 ILS ファンドの運用資産規模上位社

ILSファンドマネジメント会社	本社所在地	設立年	運用資産 (億ドル)	グループ
Nephila Capital	バミューダ	1997	100	Wills(ブローカー)
Credit Suisse Insurance Linked Strategies Ltd.	チューリッヒ	2003	75	クレディスイス(銀行)
LGT ILS Partners Ltd.	プフェフィコン(スイス)	2001	65	LGT(プライベートバンク)
Fermat Capital Management, LLC	コネチカット	2001	52	
Stone Ridge Asset Management	ニューヨーク	2012	51	
Markel CATCo Investment Management	バミューダ	2010	43	
Securis Investment Partners LLP	ロンドン	2005	41	
Twelve Capital AG	チューリッヒ	2010	35	
Leadenhall Capital Partners LLP	ロンドン	2008	35	MS Amlin(再保険)
Aeolus Capital Management Ltd	バミューダ	2011	30	
Elementum Advisors, LLC	シカゴ	2009	27	
AlphaCat Managers	バミューダ	2008	27	Validus(再保険)
Schroder Investment Management	ロンドン	2008	25	Schroder(運用機関)
RenaissanceRe Holdings Ltd.	バミューダ	1993	17	

（出典） Artemis ILS Managers & Funds Directory 等より 損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

²⁴ Artemis, “Could Lloyd’s names capital start to look a lot like ILS capital?”, May.2016.

最大手の ILS ファンドである Nephila Capital 社は 2013 年にロイズ保険市場初となる ILS ファンドによるシンジケート 2357 (マネージングエージェント Asta) を設立した。次いで 2016 年には、資産規模第 2 位の ILS ファンドである Credit Suisse Asset Management 社によるシンジケート 1856 (マネージングエージェント Barbican) が設立されている。それぞれのシンジケートの 2016 年時点の引受キャパシティは 1.22 億ポンドと 9,000 万ポンドとなっている。これら 2 つの ILS ファンドの他にも、Securis Investment 社が特別目的シンジケート (SPS—Special Purpose Syndicate : 他のシンジケートの比例再保険の引受けのみのために設立されるシンジケート) を 2016 年に設置している²⁵。

ILS ファンドにとっては、ロイズにシンジケートを設立することを通じて、従来の再保険市場ではアクセスできなかったリスクにアクセス可能となると同時に、リスク引受にあたってはロイズ保険市場が持つ高い格付 (AM Best で A、S&P で A+) と評判を活用できるメリットがあるとしている。

Nephila 社のシンジケートは設立後、堅調な実績を残して利益を拡大しており、2015 年においてはロイズの中でもトップレベルの実績 (低いコンバインドレシオと高い利益の成長率) を記録したことが報告されている²⁶。

2. ロイズの ILS に対する姿勢の変化

2013 年当初、ロイズ幹部の発言およびアニュアルレポートに見られた ILS に対する姿勢は、「ILS 資本の流入はロイズ市場にとってシステミックな問題を生じさせる」との懸念を示すなど、概してネガティブなものであった²⁷。しかし、その姿勢はこの数年で変化を見せており、2016 年のアニュアルレポートでは、ロイズは ILS 資本を新たなイノベーションと多様化のチャンスをもたらす重要なものとして受け入れ活用しようという好意的な姿勢を示している²⁸。

また、ロイズでは 2015 年末より、ロイズ保険市場の損害率や市場の実績を示す独自のインデックス指標である Lloyd's Index の開発に着手している。インデックスを用いて資本市場の投資家の関心を引くような新たな商品開発を行うことで、ILS 資本をはじめ新たな資本を呼び込むことが目指されている²⁹。

3. ILS のハブを目指した規制改革

2016 年 3 月、イギリス財務省は、ILS ビジネスのための新たな監督規制および税制に向けた ILS プロジェクトを、ロイズ保険市場も属する London Market Group³⁰ (以下、「LMG」という) の協力を得てスタートすることを表明した。これは、ILS が現在、スペシャルティ分野の再保険市場において重要な地位を占めるようになったことを受け、ILS ビジネスにとって魅力的な新たな規制環境を構築することで ILS 資本をロンドンに呼び込み、ロンドンが企業保険分野および ILS を含む世界のスペシャルティ

²⁵ Securis Investment Partners, “*Novae Group & Securis launch ground breaking SPS 6129*”, Sep.2016.

²⁶ Insurance Journal, “*Bigger Is Better for Lloyd's Syndicates with Active Cycle Mgmt: S&P*”, Jun.2016.

²⁷ Lloyds Annual Report2013

²⁸ Lloyds Annual Report2015

²⁹ Lloyd's, “*Lloyd's plans to launch the Lloyd's Index in 2016*”, Dec.2015. 現在インデックスの開発は中断しており、2017 年に予定される ILS に関する規制改革を待ってからリリースすることが予定されている。

³⁰ The LMG はロンドンにおけるスペシャルティ分野の再保険ブローカーやアンダーライター等の組織であり、ロイズをはじめ、the International Underwriting Association of London (IUA) や、the Lloyd's Market Association (LMA)、the London & International Insurance Brokers' Association (LIIBA) 等の支援を受ける団体である。

再保険市場においてハブとしての地位を維持、強化していくことを目的に掲げている³¹。

このプロジェクトのきっかけは、2014年に LMG が発行したレポートにおいて、「ILS の近年の成長は一時的な現象に留まらず、世界のスペシャルティ保険市場のハブであるイギリスの地位にも影響を及ぼしつつあり、ロンドンはこの状況に適応するべく、ILS 市場においても競争力を保てるよう、ILS ビジネスのための規制改革が必要である」との提言を政府に行ったことに始まる。

2015年3月には、財務大臣の予算演説において、ILS のための新たな規制を導入することが宣言されると、LMG は ILS タスクフォースを立ち上げ、財務省、歳入関税庁 (HMRC) および監督機関の PRA (健全性監督機構)・FCA (金融行為規制機構) と緊密に連携を取りながら、ILS ビジネスのための規制改革案の検討を主導してきた。2016年3月に財務省より公表された規制ガイドライン案は、4月末までのコンサルテーション期間を経て集められた各関連業界の意見も踏まえ、11月には新規制案「Risk Transformation Regulation 2017」および「Risk Transformation (Tax) Regulation 2017」として公表されている。また、PRA、FCA による SPI の監督に関する詳細な規制案も同時に発表されており、そこで明らかにされた新監督規制案および新税制案の概要は《図表 14》のとおりとなっている。

《図表 14》 Risk Transformation Regulation2017 の概要

①	Protected Cell Company形態の承認	ガーンジーなどのオフショア金融センターで認められている複数の分離勘定を持つ会社形態であるPCC(保護セル会社)方式によるSPI設置を認める。
②	SPIの法人税非課税	SPIの利益に対する法人税を非課税とする。(2017年時点で19%の法人税がSPIに対しては非課税となる)
③	海外投資家に対する源泉税の不適用	イギリス国外の投資家に対してはイギリスの源泉税は適用せず、自国の課税制度が適用される。
④	適格機関投資家を対象	投資家保護の観点からの規制を不要とするため、ILSへ投資は、投資に係る専門的知識及び経験を有する機関投資家に限定する。
⑤	SPIの認可手続き	6～8週間での認可を目指す最大6ヶ月の承認期間が設定されている。また、新たな証券発行に伴うセルの設置ごとに10日間の手続期間を設けている。

(出典) イギリス財務省および PRA レポート等各種資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

新たな規制案には、ILS ビジネスのための SPI をガーンジー等ほかの地域で認められている、効率性が高い Protected Cell Company (PCC：保護セル会社。前述の分離勘定を持つ Segregated Account Company の類型) の形で設立することが認められる点、および税制については、SPI への法人税を非課税にするとともに、イギリス国外の投資家に対して源泉税を適用しないなどの改革案が盛り込まれている。

ロイズをはじめとしたイギリスの保険・再保険業界、および、ILS 事業者側からの規制案の内容に対する反応はいずれも好意的なものであり、ILS ビジネスにおいて競争力のある市場への前進として歓迎

³¹ HM Treasury, “Insurance linked securities:consultation”, Feb.2016.

している³²。ただし、上記《図表 14》の⑤に挙げた SPI の認可プロセスに関しては、手続きに要する期間として 6～8 週間を目指すとしているものの、6 ヶ月が上限として定められていることについて、バミューダ等では 1～2 週間で手続きが完了するスピード感に比べてロンドンの市場としての競争力を損なうものだと懸念も出ている。また、承認された SPI が、ILS 取引のために新たなセルを設置する際、PRA および FCA に通知が必要となり承認手続きに最大 10 営業日が設定されている点についても、バミューダでは取引ごとの承認が不要であるのに比べて取引コストが高く、投資家にとっての魅力を損なうとの指摘が業界関係者から出てきている³³。

財務省の Risk Transformation regulation 2017 は 2017 年 1 月まで、PRA および FCA の監督規制案については 2017 年 2 月まで設けたコンサルテーション期間を経て、2017 年春には議会へ提出される予定である³⁴。

V. 元受保険業界への影響

1. 元受リスクへのアクセス — Fronting の活用

続いて、元受保険業界への影響について見ていきたい。前出 ILS ファンド最大手 Nephila 社は、ロイズのシンジケートに進出した翌年、2014 年よりアメリカの元受保険会社 State National 社とフロンティング（元受保険会社が保険証券を発行し名目上の引受保険会社になるものの、手数料と引き替えに再保険会社にそのリスクをほとんど全て移転する取引）の独占的提携を結び、同社を通じて、アメリカ国内の巨大自然災害リスクにダイレクトにアクセスできるルートを築いている。State National 社は、1973 年設立のフロンティング専門の保険会社で、全米 50 州（およびワシントン D.C.）の営業免許を持ち、AM Best の保険会社格付では A（Excellent）評価を得ている。2015 年には提携関係を 2019 年まで延長することが発表されており、2016 年から 2019 年の 4 年間に Nephila 社より同社に支払われる最低出再手数料は 5,150 万ドル（独占的提携を解消した場合は 3,250 万ドルへの減額が可能）であるとされている。他の ILS ファンド等が同様のアクセスルートを希望している状況においては、この独占的提携の意義は大きいと見られている³⁵。

Nephila 社は元受リスクへのアクセスを強めている意図について、「我々にとって、自然災害リスクは、再保険でもキャットボンドでも元受保険の形でも、自然災害リスクであることに変わりはなく、引受ける形式は重要なことではない」とし、「我々が求めているのは同社の投資家が最も多くの利益を得られる形でリスクに投資できることであり、今それが可能な効率的な市場が元受保険市場であるため、元受リスクへの直接的なアクセスできる能力を求めている」と話している³⁶。

くわえて、2016 年に State National 社は、Nephila 社へのフロンティング取引用として、全米 49 州（ペンシルバニアを除く）で営業免許を持つ United National Specialty 社というペーパー保険会社を買収している。2019 年までの 3 年間は State National 社の子会社として保有し、それ以降は Nephila

³² Artemis, “UK re/insurance market welcomes government’s draft ILS regulations”, Nov.2016.

³³ Willkie Farr & Gallagher, “Proposed ILS Regime for the UK”, Dec.2016. 新たなセル設置の際は PRA に通知を出し、PRA および FCA から異議がない旨の書面連絡が来るか、10 営業日経過が承認の要件とされている。

³⁴ HM Treasury, “Regulations implementing a new regulatory and tax framework for Insurance Linked Securities: consultation”, Nov.2016.

³⁵ Artemis, “State National: Alternative capital to drive fronting business demand”, Mar.2015.

³⁶ Artemis, “The pain is real: Frank Majors, Nephila Capital”, sep.2016.

社に、希望すれば United National Specialty 社を買収できる権利が与えられている。

2. バリューチェーン短縮化の広がり — Disintermediation（仲介の排除）

こうした元受リスクへのアクセスを志向する動きは、ILS ファンドだけに留まらず、再保険業界にも広がりつつある。近年の再保険業界には再保険料率の低下傾向および ILS ファンドとの競争激化により、再保険事業の収益性減少に対する危機感が生まれている³⁷。

再保険大手 Swiss Re 社の Chairman である Kielholz 氏は、2016 年発行のアンニュアルレポートにおいて「再保険会社は従来、リスクにアクセスするのに、ブローカーや元受保険会社等の仲介者を介してきたが、それは今後もずっと同じではなく、現状は Disruptive な変革に晒されつつある。新たなビジネスモデルと技術革新によって変革が進む中、自身のビジネスモデルを適応させることができない故に、仲介者の中には遅かれ早かれ市場から排除される危険に面している者も出てきている」との状況認識を示している。同社も、リスクへのより直接的なアクセスによってリスクと資本の効率的な結合を目指す ILS ファンドと同様の道を進みつつあるとの見方も示されている³⁸。

VI. ILS の新たな活用可能性

1. InsurTech を活用した効率性の追求

デジタル化、InsurTech によるイノベーションの流れは ILS ビジネスにも及んでいる。ILS によるリスク移転の効率性や透明性の向上を目指した具体的な取組み事例も出てきている。

(1) ブロックチェーン

ドイツの大手保険グループ Allianz 傘下にある Allianz Risk Transfer 社と ILS ファンドの Nephila 社は、2016 年 6 月、キャットスワップ取引においてブロックチェーン技術に基づいたスマートコントラクト（契約上の条件と処理をブロックチェーンに記録し、一定の条件が満たされたときに自動的に処理が実行されるプログラム）の利用に関する実証実験に成功したことを発表した。これまでは災害が発生した場合、データの収集、分析に時間を要し、保険会社と投資家間の損害額確定には時間がかかることもあった。スマートコントラクトによる処理の自動化によって、仲介業者による投資家間の支払いや取引の処理・認証の作業を減らすことができ「劇的に短縮され単純化された」との成果が報告されている。

スマートコントラクト等ブロックチェーン技術の活用により ILS 取引の契約管理および支払プロセスが効率化すれば、ILS 取引の更なる低コスト化が実現できるとともに、ブロックチェーンにより情報の透明性が向上すれば、キャットボンドの流通性向上にも貢献することが期待できる。

(2) 保険会社と投資家をつなぐ ILS プラットフォーム Ledger

Ledger Investment 社は 2016 年に保険会社と投資家をつなぐ ILS プラットフォームの開発を目指し

³⁷ Artemis, “Swiss Re ready to disrupt the risk to reinsurance capital value-chain”, Mar.2016.

³⁸ Swiss Re, Annual Report 2015, “Message from the Chairman: The strategic priorities that will shape our future”, Artemis, “Swiss Re ready to disrupt the risk to reinsurance capital value-chain”, Mar.2016.

て設立された。同社は、最新技術の活用により、ILS にリスクを移転する保険会社には迅速かつ低コストでリスクを証券化できる機能を提供し、投資家にはより直接的に「保険リスク」という新たな投資資産（アセットクラス）に投資する機会を提供するという、保険リスクの売り手と買い手双方にとって効率的なマーケットプレイスの構築をコンセプトに掲げている³⁹。

同社の CEO には元米大手保険会社 AIG 社の Insurance Capital Markets 部門トップであった Samir Shah 氏が就任している。また、シリコンバレーのスタートアップ養成スクール(Airbnb や Dropbox を輩出)としても名高いベンチャーキャピタル Y Combinator の支援を 2016 年 12 月より受けている。サービスの開始は 2017 年を予定している。

2. 社会的責任投資（SRI）として期待される ILS

従来の保険や再保険では資本調達コストが高く引受けが難しかった巨大災害や新たなリスクなどに対する補償を、ILS の活用によって提供する制度が立ち上がっている。2007 年にカリブ諸国のハリケーン・地震等を補償する CCRIF（Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility）、2009 年にメキシコにおける自然災害リスクを補償した MultiCat Mexico、2014 年にはアフリカ諸国の干ばつや天災による農業被害に対する補償を提供する African Risk Capacity が設立され、それぞれキャットボンドや担保付再保険等の ILS 手法を活用したリスク移転が行われている。こうした観点から、ILS 投資に対して、社会的責任投資（SRI : Socially Responsible Investment）としての意義を見出す投資家も増えてきている。

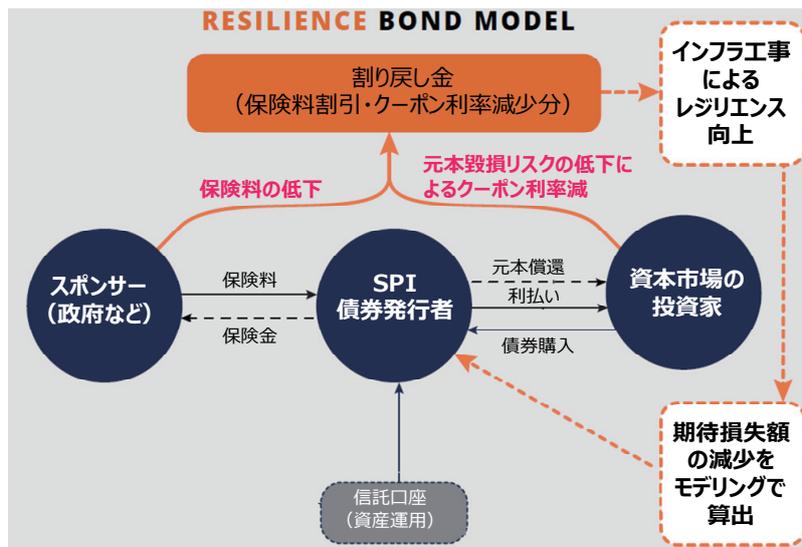
2015 年末には、都市のレジリエンス（回復力）向上に資するインフラ投資をキャットボンドの仕組みに組み込んだ災害リスクの移転スキームが発表され、SRI の新たな形として業界の注目を集めている。大手再保険会社 Swiss Re 社、リスクモデリング会社 RMS 社および投資銀行のゴールドマンサックス社等が合同で考案したスキームでは、《図表 15》に示す通り、インフラ工事によって災害リスクが減少することに伴って、スポンサーの保険料（および投資家への利払い）を節約することができ、それらを還元することでスポンサーにインフラ投資を促すインセンティブを生み出すことができる。従来のキャットボンドでは、災害リスクを移転することはできても、物的な災害リスクそのものを予防・減災する手段はなかった。本スキームでは、リスクの移転のみならず、リスク低減を図るインフラ工事等の防災策をパッケージとして組込むことで、実際の減災策にもつなげていける点が革新的だとされている。

世界銀行をはじめ各国の政府機関等の公的機関と協働の下、資本コストの低い ILS を活用することにより、これまでリスク移転が難しかった巨大災害リスクの引受けや、保険の提供が難しかった後発地域での補償スキームの設立が進んでいる。こうした公的セクターが抱えるリスクに対する ILS 投資家の投資意欲は非常に高いとされており、公的セクターによる ILS 活用の拡大は今後の ILS 市場の成長要因の 1 つに挙げられている⁴⁰。

³⁹ Ledger HP, “About Ledger”

⁴⁰ 2017 年 2 月実施のニューヨークでの業界関係者へのインタビューによる。

《図表 15》レジリエンスボンドの仕組み



(出典) Re-focus Partners, “LEVERAGING CATASTROPHE BONDS” より総研訳出および編集。

3. 大企業の自家保険（キャプティブ）による ILS 活用

企業が自社の抱えるリスクを引受けるために設立する保険子会社であるキャプティブにおいても、ILS を活用する動きが見られる。近年の例としては、2015 年には、米国の大手医療機関の Kaiser Permanente のキャプティブによる地震リスクを担保したキャットボンドの発行や、米国の鉄道会社 Amtrak のキャプティブによるハリケーンと地震リスクのためのキャットボンド発行など、どちらも 2.5 億ドル以上という大規模なリスク移転が行われている⁴¹。大企業の抱えるコーポレートリスクは、ILS 投資家にとって将来有望なフロンティアの 1 つとなっており、今後企業が自社のキャプティブで抱えるリスクに対する ILS の投資が拡大することが見込まれている⁴²。

4. 新たなリスクへの拡大

これまで ILS では主に地震やハリケーン等の巨大災害リスクを対象としてきたが、最近では新たな活用可能性を秘めた領域として、サイバーリスクや保険会社のランオフ事業などに注目が集まっている。

(1) サイバーリスク

2014 年の McAfee 社の報告書によると、世界におけるサイバー犯罪による被害額は 4,450 億ドルを超え、2020 年には 2 兆～3 兆ドルまで拡大することが予測されるなど、企業が抱える新たなリスクとして関心が高まっている⁴³。これに伴いサイバー保険市場も年々成長を見せており、2010 年に世界で約 6 億ドルだった保険料は 2015 年に約 20 億ドルに達し、2020 年には会社役員賠償責任保険市場 (D&O) と

⁴¹ これらに先駆けて 2013 年にはニューヨークの地下鉄 MTA (Metropolitan Transportation Authority) による 2 億ドルのキャットボンド (高潮リスク) も発行されている。

⁴² Captive.com, “ILS market explained”, Dec.2015.

⁴³ McAfee, “Net Losses: Estimating the Global Cost of Cybercrime”2014, CIGI, “Global Commission on Internet Governance”, 2016.

同程度の100億ドルまで拡大することが予測されている⁴⁴。

ILSによるサイバーリスクの移転に関しては、サイバー犯罪は、金融機関等が攻撃された場合、金融市場にも大きな影響を与えるため、(従来の巨大災害リスクとは異なり) 経済との相関が強いリスクであり、投資家にとってポートフォリオ分散としての魅力が少ない点においてILS化が難しいとの指摘がなされている⁴⁵。また、現時点ではサイバーリスクに関するデータの集積が不足しているため損害予測が難しいうえに、long-tailリスク(保険期間終了後も長期に保険金支払責任が続くリスク)でもあるサイバーリスクをモデル化するにはまだ多くの時間を要するとの見方も強い。

一方、2016年にはクレディスイス銀行が、ITシステム事故による事業中断リスクをはじめ、コンプライアンス違反、不正会計、従業員による詐欺的行為や不正行為など、銀行の業務遂行リスク(Operational Risk: 35億ドルの超過損害部分)を対象にした約2億ドルのキャットボンド(期間は2021年までの5年間)を発行しており⁴⁶、このように投資家にとって見えづらいリスクに対しても投資が成立しキャットボンドが発行できたことは、同様にモデル化が難しいとされているサイバーリスクについても、将来的にILSの活用可能性への道を拓くものであるとの意見も見受けられる⁴⁷。

(2) ランオフ (Run-Off) リスク

保険期間終了後に保険金請求が行われた支払債務を一般にランオフ(run-off)あるいはlegacy liabilityといい、これらの支払債務を履行する事業をランオフ事業というが⁴⁸、近年、ILSファンド等によるランオフ事業への参画が進んでいる。ランオフ事業は、たとえば、事業再編のため保険会社が保険引受を停止した場合または破綻した場合等に、将来の保険金支払債務をその引当となる資金等と一緒に移転を受け、元の保険者に替わって支払債務を履行する事業である。

2015年時点の欧州のランオフ市場規模は約2,500億ユーロ、米国のランオフ市場も同程度の規模が存在していると推測されているが、2016年から欧州で適用が始まったソルベンシーIIの影響で保険会社がバランスシートの健全化を図るべくランオフ取引の活用を増やしていることに加え、資本市場の投資家による投資意欲の高まりにより、今後このマーケットは更に拡大することが予測されている⁴⁹。

VII. おわりに

ILSは、保険リスクを従来の保険会社や再保険会社ではなく、資本市場の投資家に移転することで、従来の保険事業のバリューチェーンにはなかった新たなリスク移転手法を生み出した。投資家にとっては、金融市場と相関性の低い「保険リスク」という新たなアセットクラスへの投資によって、資産ポートフォリオの多様化が図れるとともに、現在の経済環境において相対的に高水準のリターンが見込める

⁴⁴ 前脚注6。

⁴⁵ Swiss Re Sigma No.1/2017, "Cyber getting to grips with a complex risk", Mar.2017.

⁴⁶ Zurich社が2.7億スイスフランの業務リスク保険を引受け、そのうち5,000万スイスフランを自社で保有、残り2.2億スイスフランをキャットボンドとして資本市場にリスク移転している(実損填補方式)。1.1億スイスフランをジュニアトランシェ(クーポン利率は5.5%)、残り1.1億スイスフランをシニアトランシェ(クーポン利率4.5%)とする2区分構造になっている。

⁴⁷ BNY MELLON, "Insurance Linked Securities –Cyber Risk, Insurers and the Capital Markets", Apr.2016, Swiss Re Sigma NO1/2017, "Cyber: getting to grips with a complex risk", Mar.2017.

⁴⁸ ランオフ事業の詳細については、当総研レポート Vol.64「保険金支払を最後まで完了させる事業の現状と意義」(2014年3月)を参照のこと。

⁴⁹ Artemis, "ILS capital could help to make run-off market more efficient:PwC", Sep.2016.

魅力的な投資の選択肢としての認識、普及が進んできている。ILS の今後の成長見通しについては、上記で紹介したような効率的なリスク移転方法および新たな活用分野が広がるのに伴い、2020年には現在の倍近い1,600億ドル程度まで拡大するとの予測も出ている⁵⁰。一方、ILSの成長には、資本市場からの投資が継続、拡大することが大前提であるため、現在の低金利環境が変化し相対的な投資上の魅力が薄まればILSへの資本供給を安定的に確保できるかが懸念材料となるとも指摘されている。ただし、この点に関しては、仮に今後ILSの利率が相対的に魅力を失ったとしても、引き続き、保険リスクは株式、国債など伝統的金融商品とは相関性の低いアセットクラスでありポートフォリオの分散効果において価値が残るため、特に年金基金など、長期的運用を行う機関投資家のILSへの投資意欲にマイナスの影響は与えないとの見方もある⁵¹。

ILSの成長がどこまで拡大するか正確な予測は難しいが、ILSの普及によって、「リスク」と「資本」を結びつけるという元受保険業界・再保険業界・ロイズ保険市場が従来担ってきた役割と価値、そしてそれを生み出すバリューチェーンに変化がもたらされつつある現状は、それぞれがこれまで担ってきた役割とそれを支えてきた能力について、もう一度見つめなおす良い契機を与えてくれるのではないだろうか。

⁵⁰ Clear Path Analysis, “Insurance-Linked Securities for institutional Investors 2016”, May.2016.

⁵¹ Artemis, “Interest rate rise won’t reduce allocation to ILS market: Morgan Stanley”, Jan.2017.