

RISK SOLUTIONS REPORT

2014年
Summer
VOL.8

企業におけるリスクファイナンス手法 —代替的リスク移転手法（ART）の種類と活用事例—

- 第1章 リスクファイナンスとしての代替的リスク移転手法
- 第2章 代替的リスク移転手法の種類と特性
- 第3章 オリエンタルランドにおける地震リスクファイナンス



銀泉株式会社



銀泉リスクソリューションズ株式会社

企業におけるリスクファイナンス手法

～ 代替的リスク移転手法（ART）の種類と活用事例 ～

はじめに.....	1
第1章 リスクファイナンスとしての代替的リスク移転手法	2
(1) ARTの定義と位置付け.....	2
(2) ARTの発展の歴史と対象リスク	3
(3) ARTの種類と機能.....	5
第2章 代替的リスク移転手法の種類と特性	8
(1) ファイナイト	8
(2) マルチライン・マルチイヤー	11
(3) コンティンジェント・コミットメントライン	12
(4) コンティンジェント・デット	13
(5) コンティンジェント・エクイティ	15
(6) 保険リンク証券	17
(7) 保険デリバティブ	18
(8) インテグレーテッド・プログラム～リスクの保有と移転の統合～	20
第3章 オリエンタルランドにおける地震リスクファイナンス	21
(1) 2種類の地震債の組み合わせ発行	21
(2) 普通社債の発行とコンティンジェント・コミットメントラインの設定	24
(3) 2つのコンティンジェント・コミットメントラインの設定	25
(4) 超長期ローンと新株予約権を一体化したコンティンジェント・エクイティの取組 ...	25
おわりに.....	28
■参考文献	29

はじめに

近代的な保険は海上保険に始まる。そして、その原形は12世紀のイタリアで始まった船主や荷主に対する「冒険貸借」に求められるとされる。「冒険貸借」とは、「航海における船舶と積荷を対象とした“危険負担付き融資”」のことである。文字通り、保険機能と金融機能の双方の機能を兼ね備えるものであった。その仕組みは、当時リスクの高かった航海前に、船主や荷主は金銭の貸付を受け、船が無事に帰ってくれば元金の2~3割にも及ぶ高利を支払わなければならないが、海難事故により船や積み荷が全損を被った場合、その債務が全て免除されるというものであった。しかし、その後、キリスト教の教義に反するとして、ローマ法王により高利の貸付が禁じられる中で“危険負担部分”が海上保険として分化し、保険は金融から独立したものとして別の道を歩み始めることになる。

その後の歴史的発展過程の中で、保険と金融の垣根は次第に高くなっていた。そしてその垣根の取り壊しが始まるのは、実に20世紀の第4四半期を待つことになる。保険と金融における「自由化」と呼ばれるこの流れは、「業務の自由化」と「商品の自由化」という形で進展する。保険会社の金融業務進出である「アシュアバンキング」や銀行の保険業務進出である「バンカシュアランス」は前者の表れであり、「新しいリスクファイナンス手法」の出現は、後者の例であるといえよう。そして、この「新しいリスクファイナンス手法」の在り方を考える上で、保険と金融が実は中世イタリアの都市国家において、「冒険貸借」という1つの統合された手法として存在していたことは、念頭に置くべき史実であると思う。

自然災害リスク、サプライチェーンの形成に伴うリスク、IT関連リスクといった、我々を取り巻くリスクは着実に増大し、連鎖し、かつ複雑なものになりつつある。21世紀におけるリスク環境の変化に対応し、柔軟かつ効率的に対処するためには、保険と金融という既成の概念を取り払い、個々の企業が晒されているリスク環境や財務状態、経営環境に、より適合的なリスクファイナンス手法やその組み合わせを検討していく必要がある。

本レポートでは、「新しいリスクファイナンス手法」である「代替的リスク移転=ART(Alternative Risk Transferの略称で“アート”と読む)」の個別の手法とその経済効果を整理し、具体的な仕組みやオリエンタルランドグループの事例を紹介したい。それにより、企業の適切なリスクマネジメントのための一助となれば幸甚である。

第1章 リスクファイナンスとしての代替的リスク移転手法

保険の世界において使用されている原理に「大数の法則」がある。「大数の法則」とは、生命保険・損害保険双方で使用されている「同種の契約を多数集めることで、リスクを低くコントロールする保険の法則」である。ARTとは主として、この大数の法則によるコントロールが効きにくいリスクに対し、複数年契約による時間的な分散、異種の契約を複数取り纏めることによる分散、新しい金融手法を取り入れた他者への移転や資金量の豊富な金融・資本市場の活用、更にはそれらの統合による保険と金融の機能上の相互補完といった様々な創意工夫によって、企業価値を護ろうとする「新しいリスクファイナンス手法」である。

本章では、ARTとはそもそも何なのか？企業のリスク対応手段の中でそれがどういう位置付けを持つものなのか？その発展の過程でどういう開発上の工夫がなされ、どういうリスク対応特性を有するようになったのか？そして、具体的にはどのような手法があり、またそれらは企業の財務諸表のどの部分に経済効果をもたらすものなのか？といった“ARTの概要”を把握していきたい。

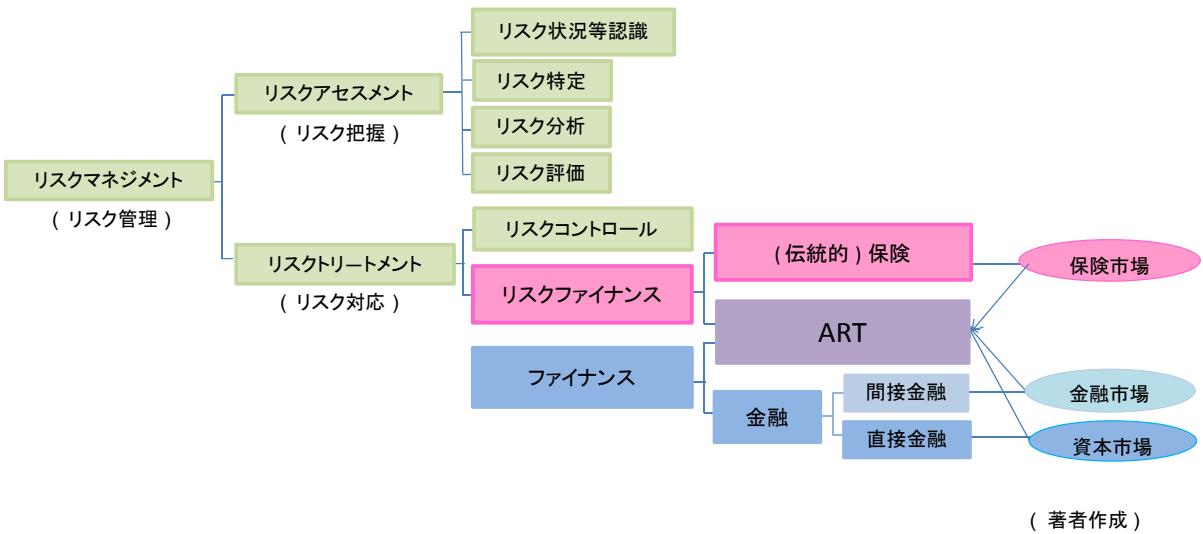
（1）ARTの定義と位置付け

「代替的リスク移転(Alternative Risk Transfer)」で使われている“Alternative”という言葉は“代わりになる”とか“伝統的な方法をとらない、新しい”いう意味を持つ言葉である。従って「ART」とは、一般的には「伝統的な保険という方法をとらない新しいリスクファイナンス」のことを指し「代替的リスク移転(手法)」と訳される。ここでいう「代替的」とは“伝統的な保険に代わる”という意味であり、「リスク移転」とは“事故事象(accident event)の発生が原因で生じる損失に係る支払責任を他者に転嫁すること”を指す。

ARTには確立された定義はないが、本レポートでは「伝統的保険に代替する経済効果を有するリスクファイナンス手法」と定義したい。ARTは、広義には旧来の伝統的保険というリスクファイナンス手法では対処することが出来ない、あるいはコストが割高になり良好なコスト・パフォーマンスが期待出来ないリスクへの対処手法として、伝統的保険に代替する経済効果を持たせるために開発された「商品」や「組織」、あるいはそれらを使った「仕組み」を指す。ARTは、伝統的保険というリスクファイナンス手法に金融的な要素を取り入れたり、リスクファイナンスの原資を金融市場や資本市場から調達する仕組みを考案したりすることにより、従来の保険では難しかったリスク移転の経済効果を得やすくしたものであるといえる。

そもそも、企業のリスク対応手段には様々な方法がある。企業が自社の晒されているリスク環境の変化に対応し、効率的にそれらのリスクに対処していくためには「リスクマネジメント」が必要である。「リスクマネジメント」は、大きくは“リスク把握の一連の過程”を指す「リスクアセスメント」と、“リスクへの対応手段”である「リスクトリートメント」に分類される。更に「リスクトリートメント」は“リスクから企業価値を護るために非財務的な制御手段”である「リスクコントロール」と、“リスクから企業価値を護るために財務的な資金補填手段”である「リスクファイナンス」に分けることが出来る。そして、「リスクファイナンス」は「(伝統的)保険」と「ART」に更に細分化される。これらの関係を整理したものが図表-1である。

図表－1 リスクファイナンスとARTの位置付け



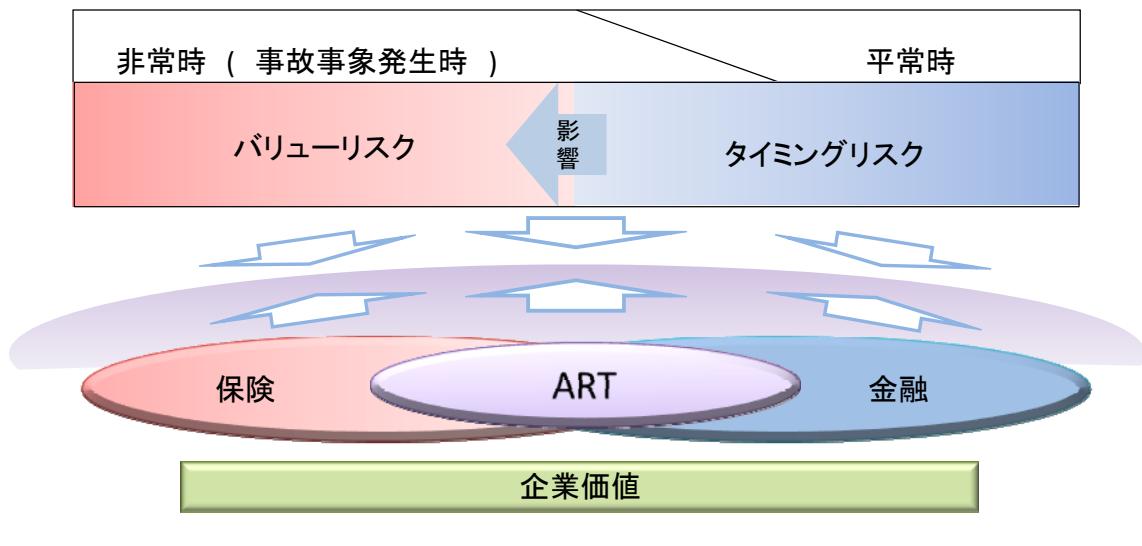
この図に示されているように、ARTは、「(伝統的)保険」と「金融」の中間に存在するものであり、「保険市場」のみならず、「間接金融(金融機関を介在させた間接的な資金調達)」によって「金融市場」から、「直接金融(市場参加者からの直接的な資金調達)」によって「資本市場」から、資金調達を図るものである。

(2) ARTの発展の歴史と対象リスク

ARTは、保険に時間的なリスク分散の仕組みを取り入れることや、異種の保険契約を複数集めてポートフォリオ(異なる資産の組み合わせ)を作りリスクの分散を図ることで発展していった。更には、金融分野において開発された「デリバティブ」や「証券化」と呼ばれる革新的な金融手法を保険分野に活用し、金融・資本市場から資金を調達する仕組みを持つようになり、ARTは保険と金融の重なるフィールドに存在するものとして多様化していくことになる。このように、保険に金融の技術・手法や市場を活用した結果、ARTは保険と金融の特性を合わせ持つことになった。従って、保険と金融の特性を明らかにすることが、ARTの特性を紐解く最初の“鍵”になるといえる。

そこで、まず“企業がどのような経済効果を期待して保険や金融を利用し、使い分けているのか?”という企業の保険と金融の利用目的の観点から、それぞれの特性を捉え直すことから始めたい。図表－2をご覧頂きたい。

図表－2 保険・金融・ARTの対象リスク



(著著作成)

企業は事故事象の発生が原因で生じる損失の発生可能性から、企業価値を護るために“保険”を利用する。この企業価値を損なう可能性は「バリューリスク」と呼ばれている。一方で企業は、資金補填のタイミングのずれが原因で生じる損失の発生可能性から企業価値を護るために“金融”を利用する。この資金補填のタイミングの差が原因で生じる企業価値を損なう可能性は「タイミングリスク」と呼ばれている。企業は、静態的な(ある時点の)企業価値を損なう可能性である「バリューリスク」と、動態的な(異時点間の)企業価値を損なう可能性である「タイミングリスク」を分別管理し、それぞれ、保険と金融という手段を使って財務的手当をしているといえる。

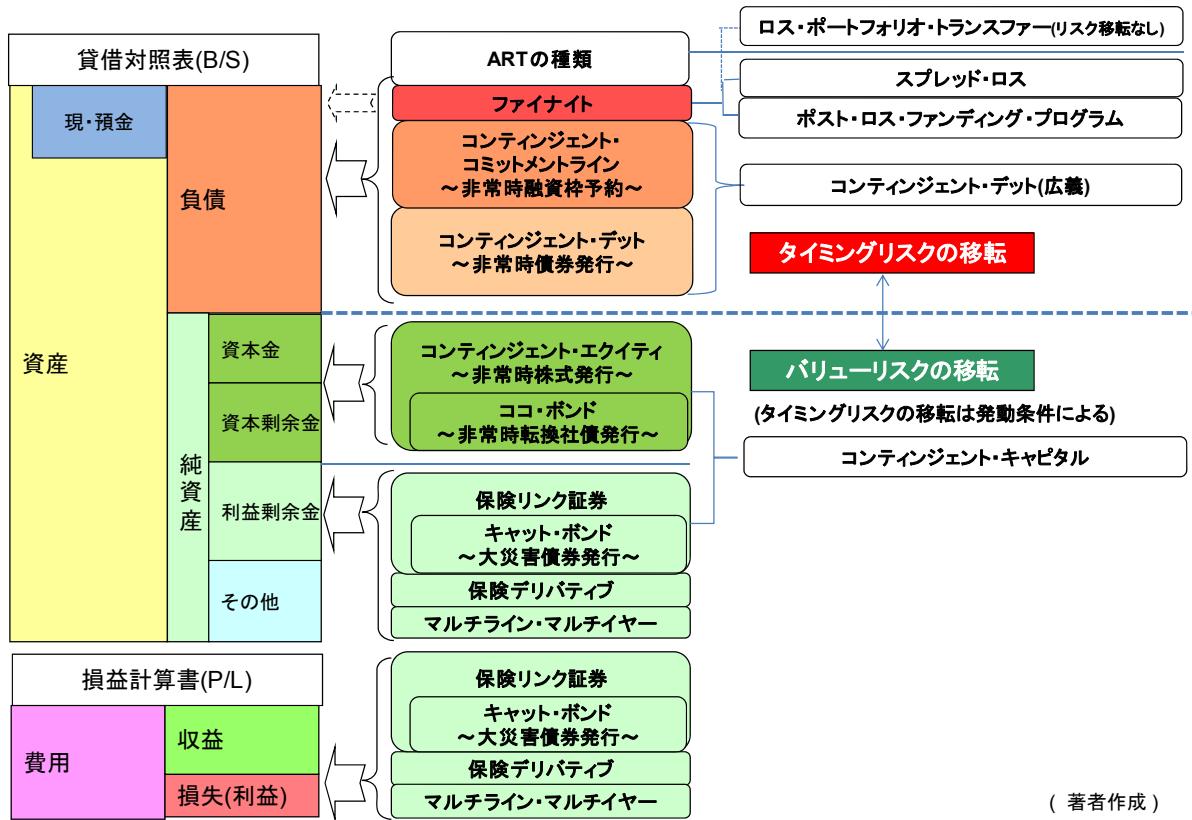
企業は、資金の收支ずれにより資金決済不能に陥るリスクを防ぐために、通常、金融機関から資金融通(融資)を受ける。資金の“出”が“入”よりも多くなる瞬間があると、たとえ会計上で黒字決算となっていても、企業はいわゆる「金繰り倒産」に追い込まれる。平常時には、企業は事業を継続するために資金の出入と残高を常時管理し、金繰り倒産に追い込まれないように計画的に金融機関から資金調達を図る等の財務的手当を行い、この“收支の差”を埋めている。しかし、災害等の偶発的な事故事象が発生し、想定外の支出が生じたり、予定していた収入が入って来なくなったりすると、当初目論んでいた資金繰りがつかなくなる可能性が出てくる。これが「非常時(事故事象発生時)」における「タイミングリスク」である。

ARTは、各種の金融の技術や手法、あるいは金融分野で使われている仕組みや金融・資本市場の資金を取り込む過程で、保険というバリューリスクを移転する手法に代わるものとして、非常時におけるタイミングリスクを防ぐ機能を獲得していくことになる。その結果、保険が「非常時」におけるバリューリスク、金融が「平常時」におけるタイミングリスクへの対処を目的とするものであるのに対し、ARTは「非常時」におけるバリューリスクとタイミングリスクの双方に対処するものへとその対象リスクの範囲を拡大させていくことになるのである。

(3) ART の種類と機能

それでは、次に ART にはどのような商品があり、それが企業価値、実際にはそれを数値で表した財務諸表のどの部分を護る働きがあるのか、その種類と機能に関し整理していきたい。ART の種類に関しても、その定義と同じく定説は無い。広義には、キャプティブ（自社グループ専用の保険会社）等の“伝統的保険会社に代替する組織（「リスクキャリアー」と称される）”を含む見方もある。しかしこれらは、伝統的保険会社の保険引受機能に代替する機能を持つ“器”であり、“手法”とはやや異なる上、専門的な解説を要するため、本レポートでは採り上げないことにする。ここでは、冒頭に述べた海上保険に始まる伝統的保険に対し、金融的要素を持つ「新しいリスク移転の経済機能を有する ART “商品”」を中心として、ART の具体的な種類と機能（財務諸表への影響）に関し、考察を進めていくことにしたい。ART の種類と機能（財務諸表への影響）を整理したものが図表－3で、次章で採り上げる個別の ART の特性を要約して示したものが図表－4である。適宜、ご参照願いたい。

図表－3 ARTの種類と機能（財務諸表への影響）



図表－4 ART の種類と特性

ARTの種類	特性
ファイナイト (金融保険)	保険料一括前払方式。ロイズの再保険手法として開発された。通常、保険金の支払限度が設定される。バリューリスク及びタイミングリスクの移転が認められず、保険商品認定に難点がある。
	保険料平準払方式。バリューリスクの移転はなく、タイミングリスクの移転のみ。累積支払保険料でカバー出来ない超過部分の支払保険金は保険期間を延長し、分割保険料として後払いする。
	保険料後払方式。コミットメント保険料の支払による保険の予約契約。タイミングリスクの移転のみ。支払保険金相当額を予め取り決められた契約期間で上乗せ保険料として分割後払する。
コンテインジェント・ コミットメントライン ～非常時融資枠予約～	コミットメントラインキーの支払による非常時の融資可能枠の予約契約。タイミングリスクの移転のみ。融資枠内で、即時の資金調達が可能。負債であるため、元利金の返済を要する。
コンテインジェント・デット ～非常時債券発行～	非常に債券を引受させる権利を事前に確保した契約。長期安定資金を調達出来るが最終償還義務があり、タイミングリスクの移転のみ。長期性・劣後性の高い債券を使うと、資本性が強まる。
コンテインジェント・エクイティ ～非常時株式発行～ (ココ・ボンド)	非常に株式を引受させる権利を事前に確保する契約。通常、負債の形でタイミングリスクの移転を図り、非常時株式発行により資本転換を図る。バリューリスクは株主に移転。利益補填なし。
保険リンク証券 (キャット・ボンド)	証券化の仕組みを使った資金調達と債務免除により投資家宛にバリューリスクを移転する。キャット・ボンドはその代表。利益の補填機能がある。タイミングリスクの移転の有無は発動条件による。
保険デリバティブ	一定の発動条件の充足により、予め定められた条件で利益が補填される契約。通常、ベースリスクが生じるが、バリューリスクとタイミングリスクの移転機能を持つ。但し、相対取引が基本。
マルチライン・マルチイヤー (複数種目・複数年契約)	異種の保険を多数集めてリスクのポートフォリオ分散を図り、複数年契約でリスクの時間的分散を図ることで、保険料の削減を図る。金融技術を取り入れたバリューリスクの移転のある商品。

(著者作成)

一般に、事故事象が発生すると、企業の各勘定科目に好ましくない影響が生じる。先に述べた「バリューリスク」とは、財務諸表に与える影響という観点からいえば、損益計算書及びそれを通した貸借対照表へのマイナス影響が生じる可能性であるといえる。即ち、収益が減少したり、費用が増加したり、損失が発生したりすることにより、損益計算書上の利益が減少し、更に赤字に陥った場合は貸借対照表の利益剰余金・資本剰余金・資本金といった純資産部分を減少させる可能性のことである。一方で、事故事象の発生は企業の利益や純資産に対する影響だけではなく、資金収支への影響も与える。「タイミングリスク」とは、図表－3を使って説明すれば、貸借対照表上で表現されている現・預金残高が時間軸上のある一時点でマイナスになる可能性であるといえる。貸借対照表上の現・預金残高が一時的にマイナスに陥る「タイミングリスク」を主として防ぐ目的で使われるリスクファイナンス手法が“図表－3の点線より上に表記した手法群”であり、損益計算書上の利益や貸借対照表上の純資産にマイナス影響を与える「バリューリスク」を主として防ぐ目的で使われるリスクファイナンス手法が“図表－3の点線より下に表記した手法群”である。

保険は事故事象発生による損益計算書上の利益や貸借対照表上の純資産のマイナス影響を軽減するためのもので、優れた損失てん補の機能を有するが、通常は損害調査並びに保険金支払に一定期間を要するため、当座の決済資金の確保には適さない。一方で、金融は、資金の収支ずれにより貸借対照表上の現・預金残高がマイナスに陥り、資金決済不能や支払遅延に陥るリスクを防ぐ機能を有するものの、企業の利益や純資産の直接的な防護機能は持たない。従って、リスクファイナンス手法は、単数あるいは複数の事故事象発生が、企業の財務諸表のどの部分にどの程度の好ましからざる影響を及ぼす可能性があるかを正しく分析し(リスクアセスメント)、それぞれの企業の財務状態や経営環境に応じ、財務諸表のどの部分をどの程度護る必要があるかという“企業としての目標”を明確にした上で、コスト・パフォーマンスを勘案しながら、それに適した経済効果を有するリスクコントロールとリスクファイナンスの組み合わせの中から選択・決定される必要があるといえよう。

共通する“ファイナンス”という言葉からも分かるように、リスクファイナンスもファイナンスも共に“資金補填を伴う財務的手当”であることに変わりはない。この共通する“資金補填の経済効果”を生かしながら、資金の出るタイミング、資金使途、財務的効果に係る工夫を凝らすことによって保険と金融の両方の機能を上手に引き出そうというのが、ARTの開発のベースとなる発想である。保険の資金補填期間を短くすることでタイミングリスクを防ぐ金融的な機能を持たせたり、金融の資金補填が非常時に発動するようにして保険的な機能を持たせたりすることで、保険と金融の機能補完を図り、保険と金融の商品内容や仕組みにおける“機能上の相互乗り入れ”を図ったものがARTである。従って、この“資金”という共通項を使った保険機能と金融機能の相互補完的活用こそが、ARTの基本的な特性であるといえよう。保険と金融はその対象リスクの特性に違いはあるものの、工夫によっては乗り入れが可能となる隣のフィールドで育った手法であるといえる。

第2章 代替的リスク移転手法の種類と特性

本章では、個別のARTの商品内容や仕組みを見ていきたい。保険と金融の相互乗り入れが可能なフィールドで育ったARTは、多寡はあるが保険と金融双方の特性を備えている。しかしながら、ARTは商品によってバリューリスク(事故事象の発生が原因で生じる損失の発生可能性)とタイミングリスク(資金補填のタイミング差が原因で生じる損失の発生可能性)の移転機能に差があり、企業の財務諸表への影響も異なるものとなっている。従って、個別の企業価値を護るために効果の高い財務的手当を実施するためには、ARTの仕組みや特性を踏まえて、それぞれの手法における経済効果を正しく理解し、自社のリスクや目標に合ったものを選ぶ必要がある。本章では“リスク移転における経済効果の違い”に焦点を当てながら、それぞれの個別の手法に関し、比較・解説を試みたい。

(1) ファイナイト

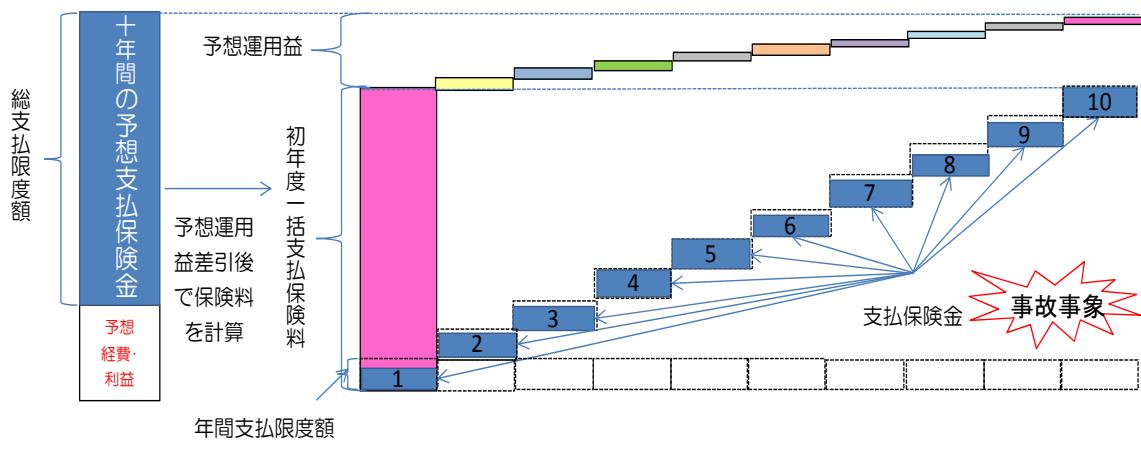
ファイナイトとは、「限定的な」という意味を持つ言葉で、伝統的な保険に比べ“リスクの移転が限定的”であることにその特徴がある。ファイナイトは、保険の持つ“バリューリスクの移転機能に制限”を加える代わりに、“タイミングリスクの移転機能を付加”した「保険派生商品」である。ファイナイトは、企業と保険会社が1対1の関係に立ち、時間的なリスク分散を図ることでリスクに対処する手法であり、同質のリスクを多数集める保険の基本原理である「大数の法則」から逸脱した金融的色彩を持つARTであり、「金融保険」とも呼ばれている。

ファイナイトは一般に、環境汚染・PL等の単純な保険組成が難しいリスクや、保険料が高額になるリスクに対処する手法として使われることが多く、保険会社が保険引受をしやすいうように保険金に支払上限を設定する形態が採られる。従って、1事故当たりの支払限度額、年間の支払限度額、期間中の総支払限度額等が単数または複数設定されることになる。ファイナイトは個社毎の事情に合わせたオーダーメイド商品となるため、多様なタイプが存在するが、以下では代表的な3つのタイプを探り上げて解説していきたい。

① ロス・ポートフォリオ・トランسفر～保険料一括前払方式～

1つ目は「ロス・ポートフォリオ・トランسفر」と呼ばれる“保険料を一括前払い”するファイナイトの“原形”となったタイプである。図表－5－①をご覧頂きたい。

図表－5－① ファイナイト【ロス・ポートフォリオ・トランスマーケット～保険料一括前払方式～】

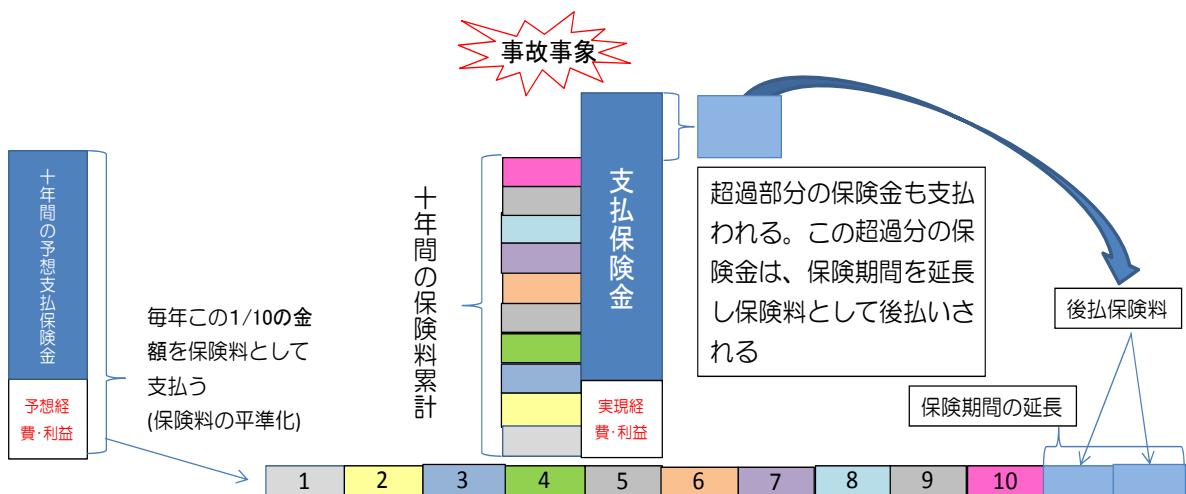


これは契約期間10年の例であるが、その手順は次の通りである。まずは、初年度から10年間の支払保険金の予想をたて、それに保険会社の予想経費と利益を加える。そして、そこから資金の予想運用益を差し引いた金額を保険料として保険会社宛に一括前払いするというものである。このタイプは、保険料が一括前払いとなっていることに加え、通常、保険金支払に関し“年間支払限度額”と“総支払限度額”が設定されており、タイミングリスクの移転効果もバリューリスクの移転効果も認められないものといえる。

② スプレッド・ロス～保険料平準払方式～

2つ目は「スプレッド・ロス」と呼ばれる“毎期、平準化された一定額の保険料を支払う”ファイナイトのタイプである。図表－5－②をご覧頂きたい。

図表－5－② ファイナイト【スプレッド・ロス～保険料平準払方式～】



このファイナイトは、一定期間に保険金支払いが生じることがほぼ確実であるが、時期が未定であるようなケースで、一時の多額な保険金支払いにより生じるタイミングリスクを、保険会社に移転するために使われる。この商品の契約期間は、5年から10年程度の長期のものが一般的で、中途解約は出来ない。通常、年間の保険料は予想支払保険金と保険会社の予想経費及び利益の合計額を保険期間で割って算出される。その結果、支払保険料の平準化が図られることになる。また、事例のように、10年間の予想保険料総額を上回る損失が生じた場合でも、前述のロス・ポートフォリオ・トランクスファーと異なり、超過部分の保険金も支払われる。この超過部分の支払額は、保険期間を延長することで、“後払い”保険料として保険会社に戻されることになるため、バリューリスクの移転効果は認められない。また逆に、10年間の総支払保険金が予想保険料総額より少なかった場合は、戻し金が生じる契約になっているケースが多い。

③ ポスト・ロス・ファンディング・プログラム～保険料後払方式～

3つ目は「ポスト・ロス・ファンディング・プログラム」と呼ばれる“事故事象発生後に保険料を後払いする”ファイナイトのタイプである。図表－5－③をご覧頂きたい。

図表－5－③ ファイナイト【ポスト・ロス・ファンディング・プログラム
～保険料後払方式～】

<事故事象発生前>

コミットメント保険料
=保険契約予約フィー

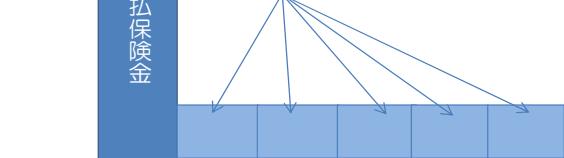


<事故事象発生後>



支払保険金

上乗せ保険料



コミットメント保険料
=保険契約予約フィー



(著者作成)

このファイナイトは、コミットメントラインと呼ばれる融資枠の予約契約(金融商品)の考え方を保険分野に取り入れたものである。この方式は「コミットメント保険料」を企業が保険会社に支払い「保険の予約」を行うものである。このコミットメント保険料は保険料の形態を取っているが、実態は保険契約の予約手数料であり、リスク移転の直接的な対価としての性質は有してない。事故事象が発生した場合に支払われた保険金は、保険会社の経費・利益・利息等を含む上乗せ保険料として、予め協定された支払期間(この事例では5年)で分割後払いされる。このタイプのファイナイトも、事故事象発生後の保険金支払により一時的な資金補填がされるためタイミングリスクの移転効果は認められるが、支払われた保険金は上乗せ保険料で戻すことになるため、損益の平準化の機能はあるものの、バリューリスクの移転効果は認められない。

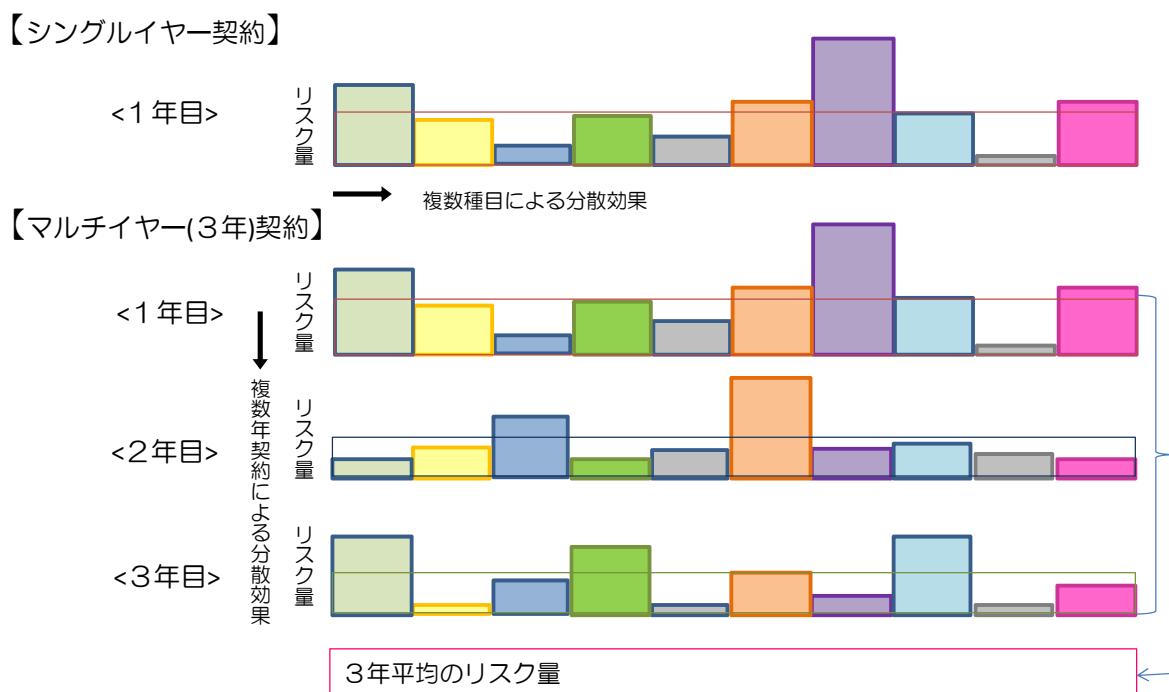
このファイナイトは保険会社の保険金支払が先行し、保険料が“後払い”となるため、保険会社は取引の相手方である企業の信用リスクを負うことになる。従って、保険会社は契約の相手方として、上乗せ保険料を確実に後払い出来る信用力の高い企業のみを契約対象として厳選することになる。

“リスクの移転が限定的”であるファイナイトは、本質的に「保険商品認定の問題」を抱えている。保険商品として認められるか否かは、「リスクの移転が相当 (considerable) な水準にあるかどうか」によるとされている。このリスクの範囲に、タイミングリスクを含める見方もあるが、昨今はバリューリスクの移転のないものは、「保険料の預け金」即ち「金融」であり、保険とは看做しがたいとする見方が大勢を占めている。万一、保険商品として認められない場合、保険会社に支払った資金は保険料ではなく、その資金は税務上損金に算入出来ないことになる。企業が保険を利用する際の大きなメリットは保険料の損金算入性にあり、組成したファイナイトが保険商品と認められなければ、その利用メリットは大きく減じられることになる。その結果、最近のファイナイトは、保険としての“リスクの移転性”を商品に持たせるために、バリューリスクの移転効果の認められる伝統的保険を一部組み合わせた形態のものが使われるようになってきている。

(2) マルチライン・マルチイヤー

「マルチライン・マルチイヤー」は、「マルチライン」即ち「複数種目」を取り扱うことによるリスクのポートフォリオ分散と、「マルチイヤー」即ち「複数年契約」を取り交わすことによるリスクの時間的分散を図り、保険料の削減効果を狙ったバリューリスクの移転効果を持つARTである。これを図解したのが図表－6である。

図表－6 マルチライン・マルチイヤー【複数種目・複数年契約】



(著者作成)

この例では、グループ各社の有する10種目の保険種目を取り纏めてポートフォリオを作り、リスク分散を図った上で、更に契約期間を3年の複数年契約にすることで時間的なリスク分散も図っている。そして、これらのリスク分散による保険会社のリスク低減メリットの一部を、保険料の削減という形で享受している。

ポートフォリオ化された複数種目での引受は、金融分野で使われている“分散投資”的考え方を保険分野に応用したもので、リスク分散の観点から保険会社として望ましい。しかし、この商品の活用による保険会社側のメリットは、複数種目の保険の一括引き受けによるリスクの分散効果よりも、むしろ大口取引の獲得のメリット(保険料ボリュームメリット)と複数年の契約締結による長期取引メリットから得られる安定的な利益にある。

これらのメリットに基づいた一定の保険料割引が適用されることで、保険契約者は個別の種目毎に別々の保険会社と契約するより低廉な保険料総額で保険契約を締結することができる。従って、マルチラインは、複数種目の保険契約があり、保険料ボリュームがある程度大きく、1つの保険会社に保険契約を集約化することが可能な企業では、導入メリットの高い商品である。

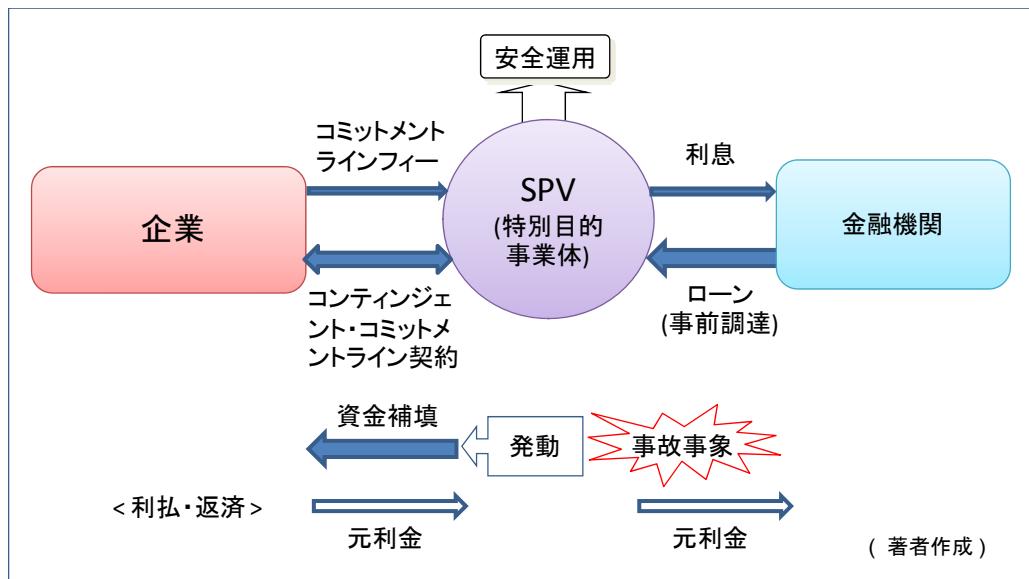
通常、「マルチライン」商品には「シングルイヤー」のものと「マルチイヤー」のものが準備されており、単年契約にするか複数年契約にするかの選択が可能となっている。保険契約者は複数年の契約メリットに加え、保険料率の相場観で契約年数を選択する。一般に将来、保険料が上昇する可能性が高いと考えれば、現時点で複数年契約を締結して、トータルの支払保険料を低く抑制し、逆に先安予想であれば、単年契約で都度更改していくことを選択する。このマルチイヤーの期間は3~5年が一般的である。

(3) コンティンジェント・コミットメントライン【非常時融資枠予約】

コンティンジェント・コミットメントラインのコンティンジェントとは「偶発的な」という意味で使われる言葉である。ARTでは、自然災害のような偶発的な事故事象が発生した場合において使われるケースが多いため、「非常時」という訳が使われることが多い。コンティンジェント・コミットメントラインは、銀行等の金融機関の扱うコミットメントライン(金融商品)の融資枠予約を非常時にも使えるようにした「非常時融資枠予約」契約であり、先に述べたファイナイトの1種である「ポスト・ロス・ファンディング・プログラム」と同じ“予約の仕組み”を持つものだが、“金融”的な予約である点と、資金を“金融市场”から調達する点が異なる。

平常時の融資枠予約契約であるコミットメントライン契約の条項の中には、「融資免責条項」がある。1つは「不可抗力条項(=銀行の責任外となる天変地異等の“不可抗力”により融資が実行出来ない状況に陥った場合の免責条項)」、もう1つは「財務制限条項(=融資先の財務内容が著しく融資に適しない状態に陥ったと判断される場合の免責条項)」である。金融機関自体にシステム障害が発生した場合の免責条項を残して、前記の2つの免責条項を削除し、非常時に金融機関からリスク対応資金を調達出来る内容にしたものが、このコンティンジェント・コミットメントライン契約である。金融機関は、被災及びそれに伴う企業の財務内容の悪化を理由として、融資枠の使用を拒否することが出来ない。災害等の事故事象発生時でも、企業は金融機関から融資枠の範囲内で任意に災害対応資金を調達し、収支の差を埋めることで、タイミングリスクから企業を護ることが出来る。それでは、その仕組みを図表-7を見てみよう。

図表-7 コンテインジェント・コミットメントライン【非常時融資枠予約】



この事例は、非常時に、確実かつ短期間で資金調達が図れるように、SPV（特別目的事業体、Special Purpose Vehicle の略）を使って“事前”に資金調達を図ったものである。SPV は企業とコンティンジェント・コミットメントライン契約を結ぶ一方で、金融機関と融資契約を締結しローン資金の提供を受ける。平常時には、企業は融資枠を確保してもらう対価として、“コミットメントラインフィー”と呼ばれる手数料を SPV に支払い、SPV はその手数料とローン資金を短期国債等の安全資産で運用することによって得られる利益を原資に、金融機関宛にローンの利息を支払う。非常時には、SPV は安全運用していた資産を現金化し、コンティンジェント・コミットメントライン契約に基づき、企業に資金補填を行う。この補填資金はその後、予め取り決められた期間で、所定の利息を上乗せする形で、企業から SPV を経由して金融機関に返済されることになる。

前述のファイナイト、マルチライン・マルチイヤーという2つの商品が伝統的保険商品をベースに金融的機能を付加したものであるのに対し、このコンティンジェント・コミットメントライセンは金融商品をベースに、非常時対応としての保険的機能を付加させたARTであるといえる。この融資枠を使った非常時における調達資金は、返済を要する負債であり、一時的な資金補填による金融機関へのタイミングリスク移転の経済効果しか持たず、保険のようなバリューリスクの移転効果は持たない。

(4) コンティンジェント・デット【非常時債券発行】

コンティンジェント・デットは、広義では企業の「負債項目となる非常時の資金調達手法」を指し、前項のコンティンジェント・コミットメントラインを含むものである。しかし、コンティンジェント・コミットメントラインが「金融機関からの間接的な資金調達(間接金融)」の形態を探り、資金の調達源が「金融市场」であるのに対し、本項で採り上げる手法は「債券発行による直接的な資金調達(直接金融)」の形態を探り、資金の調達源は「資本市場」となる。このように全く異なる仕組みを備えた資金調達手法であることから、本レポートでは、コンティンジェント・

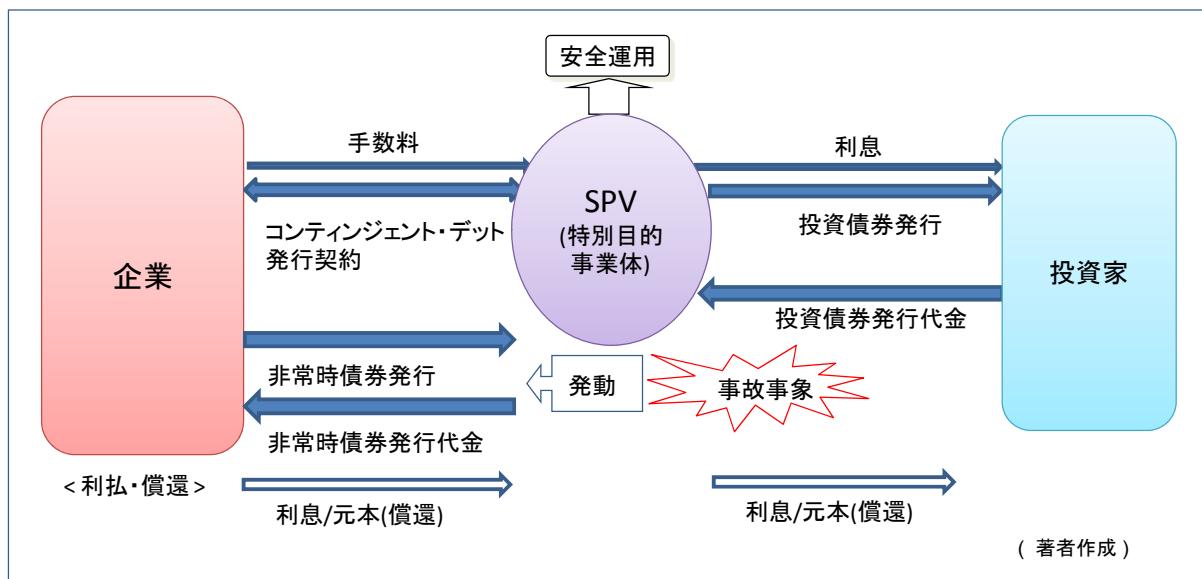
デットを「非常時債券発行という直接金融の1形態」と狭義に解釈し、非常時の金融機関からの間接金融の1形態であるコンティンジェント・コミットメントラインとは異なる種類のARTとして、その商品特性を見ていくことにしたい。

コンティンジェント・デットは、債券発行による資金調達形式を探るため、債券の流通市場が存在する場合は、債券の取得者である投資家は、流通市場で債券を売却することにより、資金の回収を簡単に図ることが出来る。この点においても、相対の取引であるコンティンジェント・コミットメントラインより債権の流動性(処分可能性)が高く、異なる特性を持つといえる。

コンティンジェント・デットの償還期間は、企業が非常時におけるタイミングリスクから自身を護り、財務体力の回復を図って資金を償還するまでの猶予期間を確保するため、通常は3年～5年、場合によってはそれより長い期間に設定することが多い。また、資本市場における取引の相手方である投資家の信用リスクから企業を護るために、SPV等を使って事前に資金調達を図る形態を探るのが一般的である。

コンティンジェント・デットの例を見てみよう。図表－8をご覧頂きたい。

図表－8 コンティンジェント・デット【非常時債券発行】



企業は非常時に債券を発行し、その債券を引き受けてもらう契約をSPVとの間に締結する。一方でSPVは投資家宛に投資債券を発行し、発行代金の払込を受ける。平常時は、企業が支払う非常時の債券発行契約に係る手数料に安全資産の運用益を加えたものを原資とし、投資家宛に利息が支払われる。そして非常時に予め定められた条件が充足した場合、非常時債券が発行されて、SPVからその債券の引受け代金が企業宛に支払われ、企業の流動性補完がなされる(タイミングリスクの移転)。その後、予め決められた条件に従い、利払いと償還がなされることになる。

コンティンジェント・デットは、負債としての償還義務があるため、バリューリスクの移転効果は認められない。しかし、使用する債券の償還期間を長くしたり、資金回収の優先度の劣る劣後性の強い種類の債券を使うと“企業の純資産を護る資本的な経済効果”を持つようになり、タ

タイミングリスクの移転機能が、バリューリスクの移転に類する機能を有するようになってくる。更に一歩進んで、一定の条件が充足されると、負債に代わって「株式が発行」される仕組みや、債権の「減免」が発動する仕組みを取り入れることで、バリューリスク移転の経済効果を明確に持たせることが出来る。次項で採り上げる「コンティンジェント・エクイティ」は非常時に株式が発行される仕組みを取り入れることで、このバリューリスク移転の経済効果を持たせることに成功したARTである。

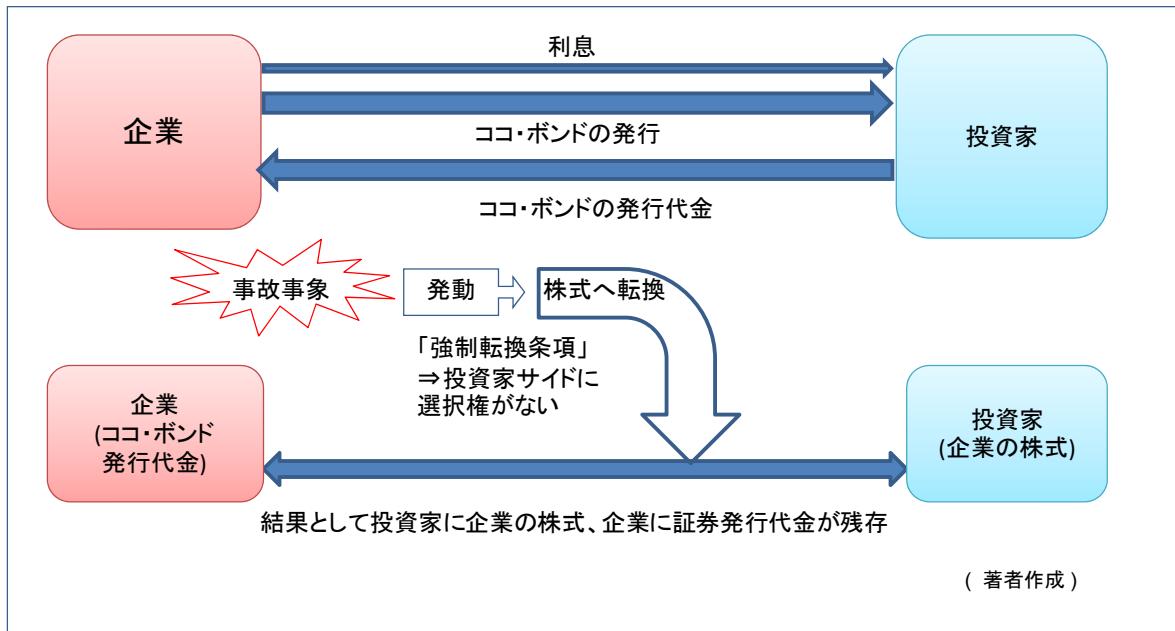
（5）コンティンジェント・エクイティ【非常時株式発行】

「コンティンジェント・エクイティ」は「非常時株式発行」とか「非常時資本注入」と訳される。前述のコンティンジェント・コミットメントラインやコンティンジェント・デットは間接金融・直接金融の違いはあるものの、共に負債となるため償還(返済)を要するが、コンティンジェント・エクイティは最終的に資本になるため、償還(返済)を要しない。企業にとって、返済を要する負債となるか、返済不要な資本となるかは、その経済効果は大きく異なるものである。従つて、コンティンジェント・デットとコンティンジェント・エクイティは、同じ「資本市場」から資金調達をする仕組みではあるが、その経済効果は全く異なるものであるといえる。コンティンジェント・エクイティは、株式発行により企業価値を表す純資産を厚くする経済効果を有し、非常時における企業の信用力の低下を防ぐ機能を持つ。

コンティンジェント・エクイティも、通常、最初は負債の形態で資金調達がなされ、非常時（事故象発生時）に一定条件が充足された場合に、資本に転換されるように設計されることが多い。この非常時に負債が資本に転換される仕組みによって、タイミングリスクの移転機能にバリューリスクの移転機能が付加され、保険類似の経済機能を持つことになる。しかしながら、保険が「損益取引」であるのに対し、コンティンジェント・エクイティは「資本取引」であるため、貸借対照表の純資産(資本及び資本剰余金)の防護には寄与するが、損益計算書の利益や貸借対照表の純資産(利益剰余金)を護る機能を有しない。また、バリューリスクの移転先が、保険では“保険会社”であるのに対し、コンティンジェント・エクイティでは“株主”になるところも異なる点である。

それでは、コンティンジェント・エクイティの1つである「転換社債」を使った「ココ・ボンド」と呼ばれる商品の例を見てみよう。図表－9をご覧頂きたい。

図表-9 コンテンジエント・エクイティ【非常時株式発行】
～ココ・ボンド(非常時転換社債)の発行～



「ココ・ボンド(Contingent Convertible Bond)」は、非常時に資本に転換される仕組みを持つ社債であるため、「非常時転換社債」と呼ばれている。「ココ・ボンド」は後述の「キャット・ボンド」と名称が似ているが、「キャット・ボンド」が「減免の仕組み」により企業の“利益や純資産を護る”ものであるのに対し、「ココ・ボンド」は「負債から資本への転換の仕組み」により“資本(純資産)の充実”を図るもので、その経済効果に違いがある。

企業は投資家宛にココ・ボンドを発行し発行代金の払込を受けるが、この発行条件には、一定条件が充足された場合に強制的に株式への転換が実行されることを定めた「強制転換条項」が盛り込まれる。そして、事故事象の発生によりこの条件が充足されると、予め定められた割合で社債に代わる株式が発行され、投資家宛に交付されることになる。その結果、企業にはココ・ボンドの発行代金が残り、投資家には社債に代わる企業の株式が残ることになる。

ココ・ボンドの期間は、通常10年～15年程度の長期のものが多い。また、長期にわたり転換権が発行者サイドにあることや、株式への転換がなされる時点では株価が下落局面にあることが想定されることから、投資家のリスクは高いと考えられる。このため、ココ・ボンドの利息は通常の転換社債より高い水準に設定される。

ココ・ボンドの使用の際は、投資家リスクが高く引受者が限定されてくるため、発行コスト等の条件面の交渉が厳しくなる可能性があること、転換後の株式に議決権等の株主としての「経営参加権」が付帯する場合、転換(発行)によりこれまでの株主構成が崩れ、経営の不安定性を招く可能性があること、株価の下落局面で株式転換が発動されるケースが多く、その場合に更に株価を下落させる可能性があること等に注意する必要がある。

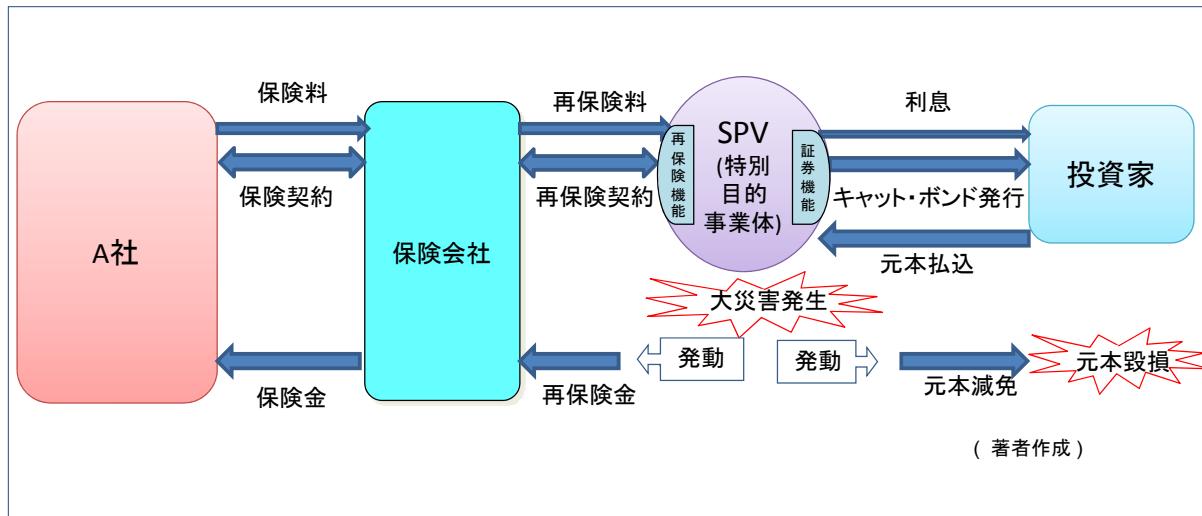
(6) 保険リンク証券

「保険リンク証券」とは、金融手法である「証券化」の仕組みを使って資本市場から資金調達を行い、その際発行する債券の「元金(または利息)の減免」が非常時に発動される仕組みを組み込むことで、企業の“利益や純資産(利益剰余金)を護る保険類似のバリューリスクの移転機能”を持たせた ART である。前述のコンティンジェント・エクイティが、「株式の発行」により非常に企業の“純資産(資本剰余金)を護るバリューリスクの移転機能”を持つ ART である点で、仕組みと経済効果が若干異なる。

元々「保険リンク証券」は、保険業界全体の引受キャパシティー(引受能力)の確保というニーズから生まれた。保険市場の規模は金融・資本市場に比較すると極めて小さいため、大災害の発生等で保険金支払額が増大すると、しばしば保険業界全体としてキャパシティー不足が発生し、企業における保険の調達自体が難しくなったり、調達価格(保険料率)が高騰したりする事態が生じることになった。この保険業界全体での保険キャパシティー不足を解消するため、あるいは個別の保険会社の引受能力を増大させるために、資本市場の豊富な資金を直接的に調達出来る「証券化」の仕組みが注目されたのである。

「大災害債券」として良く知られている「キャット・ボンド(Catastrophe Bond)」は、この保険リンク証券の1種である。「キャット・ボンド」とは、地震・ハリケーン・台風といった「大災害(Catastrophe)」の発生による損失影響を減じるために発行される債券(Bond)」のこと、災害発生時に一定の条件が充足されると、債券の元本(あるいは利息)の減免が生じ、その減免相当額の企業の利益が生じる仕組みを持つものである。その仕組みを、図表－10を使って見てみよう。

図表－10 保険リンク証券～キャット・ボンド(大災害債券)の発行～



企業は保険会社との保険契約に基づき保険料を支払い、保険会社は SPV との再保険契約に基づき SPV に再保険料を支払う。SPV はその再保険料を裏付けとしてキャット・ボンドを発行して、投資家より元本の払い込みを受ける。SPV は平常時には、投資家から得た資金を保管し、場合によっては安全資産で運用して、保険会社から支払われてくる保険料にその運用益を加えたものを原資として、投資家宛の利息の支払を行う。大災害が発生し、予め定められた条件が充足される

と、SPV が発行し投資家が購入したキャット・ボンドの元本(あるいは利息)の減免が行われ、SPV に債務免除益が生じる。その債務免除額が原資となり、SPV から事前に定められた契約内容に従つて、一定の資金が保険会社経由で企業に支払われることになる。この際、債務減免の条件と、再保険金及び保険金の支払条件に差があると、企業の実損金額と補填金額に差額が生じることになるため、通常、支払条件を極力同じにする努力がなされる。

従来、証券発行の事務手続きの費用、SPV の設立・管理費用、格付取得の費用(通常は格付機関の格付けを取得する)等のキャット・ボンドの組成コストの大きさが課題として挙げられてきたが、発行者サイドのキャパシティー確保のニーズに投資家サイドの運用ニーズが相俟って、キャット・ボンドの発行件数及び発行額は共に増加傾向にあり、それに伴い組成コストも次第に低下してきている。

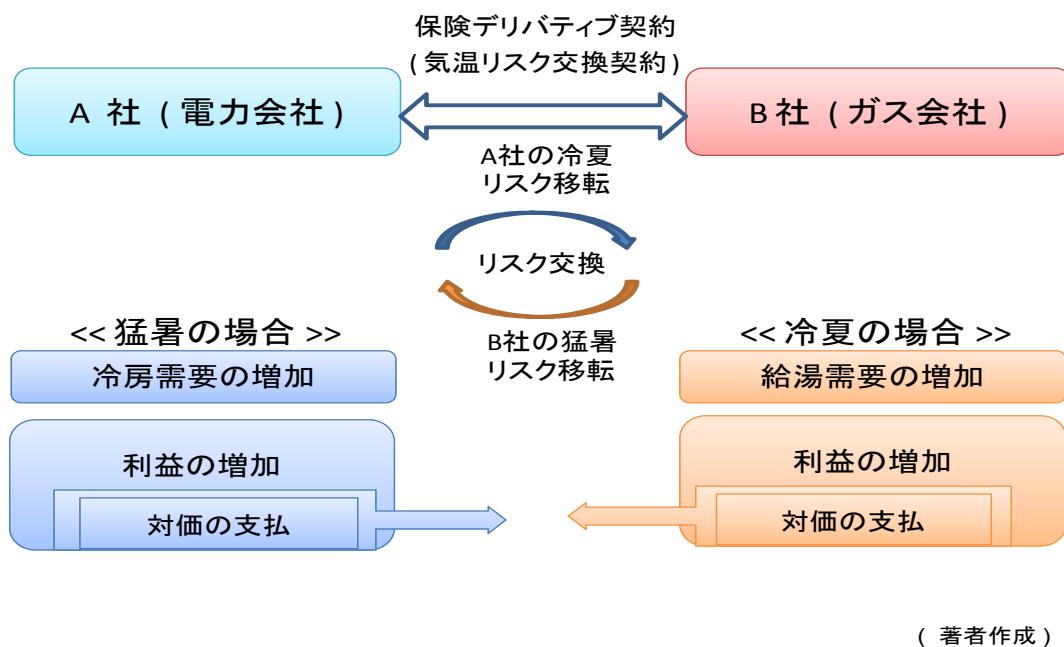
(7) 保険デリバティブ

金融デリバティブとは「金融派生商品」と呼ばれるもので、市場商品の将来にわたる価格変動のリスクを防ぐための金融手法である。「保険デリバティブ」とは、この金融デリバティブの手法を活用した ART の一つで、金融デリバティブとその仕組み自体は同じである。金融デリバティブは価格変動リスクを他者に移転したり、他者とリスクを交換したりするが、これを保険リスクの移転と交換に応用したものが、保険デリバティブであるといえる。金融デリバティブは平常時に使うことを前提とした商品であるのに対し、保険デリバティブは非常時(事故事象発生時)に発動するように設計された商品である点が異なる。

保険デリバティブは自然災害や天候不順に起因した経済損害の補填を目的とするが、その発動条件に地震のマグニチュードや震度、気温や降水量などの観測数値を使っているものが多く、その場合、事故事象の発生により一定の数値が観測されると、企業の経済損害の発生とは無関係に、予め決められた条件に従つて資金補填が自動的に実行に移されることになる。従つて、その場合、実損額と補填額に差異が生じる可能性が残るが、一方で、資金補填が自動的に実行されることから、事故事象の発生から資金補填までの期間は極めて短期間となる。従つて、このようなケースでは、保険デリバティブは、非常時において“実損額と補填額に差異が生じる可能性を残した不完全なバリューリスクの移転効果”を持つ一方で、“タイミングリスクの移転効果”を合わせ持つ商品となるといえよう。

現在、日本で一般的に取り扱われている保険デリバティブ商品は、地震デリバティブと天候デリバティブがあるが、ここでは、天候デリバティブの具体的な活用スキームをみてみよう。

図表－11 保険デリバティブ【気温リスクスワップ】



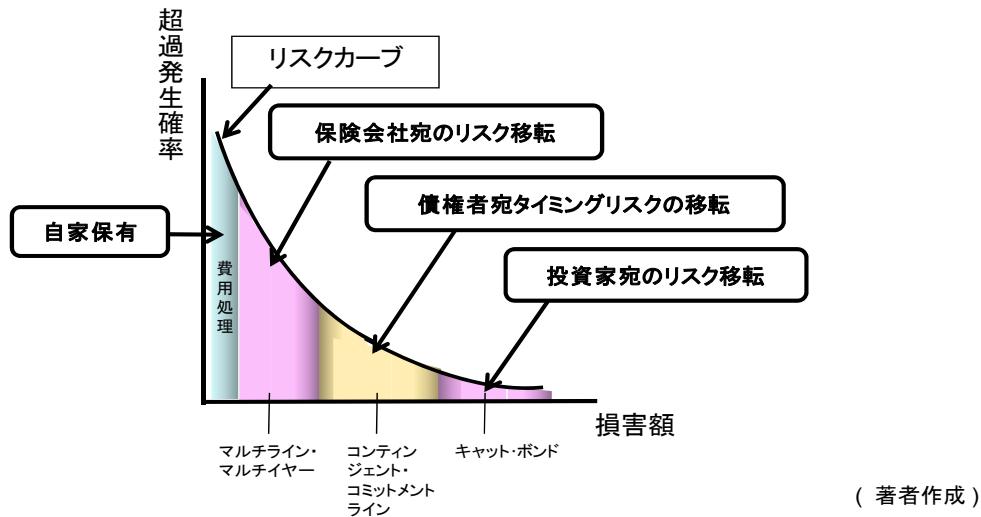
図表－11は気候変動によって生じる企業の業績変動リスクを、2社間で“交換”する天候デリバティブの事例である。企業(A社)と企業(B社)は、気温の変動によって生じるそれぞれの業績変動リスクを「リスクスワップ契約」を締結することで交換する「気温リスクスワップ」を実行した。

このスワップ契約では、“夏期における気温”を発動条件に使っている。電力会社であるA社は猛暑の場合、冷房需要の伸びにより好業績が期待出来る反面、冷夏の場合、冷房需要の減少により業績悪化が懸念される。一方で、ガス会社であるB社は猛暑の場合、給湯需要が減少し業績悪化が懸念され、冷夏の場合は逆に給湯需要の増大により好業績が期待出来る。この気温変動要因におけるA社業績とB社業績の逆相関関係の存在に着目して、A社とB社の間で“気温”を発動条件としたリスクスワップ契約を締結し、猛暑の場合はA社からB社に、冷夏の場合はB社からA社に利益を填補する仕組みを作ったものである。この取引は仲介者を入れないA・B2社間の直接的な契約であったため、契約締結時のコストはほとんどからないものとなっている。これは、ある事故事象に係る2社間の業績変動リスクに逆相関の関係が存在すれば、実損額と補填額に差異が生じる可能性は残るもの、契約1本でバリューリスクとタイミングリスクを相手方に簡単に移転することが出来る、デリバティブの優れた特性を端的に表したものといえる。

(8) インテグレーテッド・プログラム～リスクの保有と移転の統合～

伝統的保険から ARTまでの各種の品揃えの中から当該企業に合った効率的なプログラム(組み合わせ)を考案するものが「インテグレーテッド(統合)プログラム」または「ブレンデッド・プログラム」と呼ばれるものである。図表－12をご覧頂きたい。

図表－12 インテグレーテッド・プログラム～リスクの保有と移転の統合～



「インテグレーテッド(統合)プログラム」とは、リスク(「リスクカーブ」より下方の面積部分がリスクを表す)を複数のレイヤー(階層)に切り、それぞれのレイヤーの特性に合ったリスクファイナンスを複数组み合わせてリスクファイナンス手法群を構築する方法である。図表－12の例は、ある一定額までの少額損害に対しては、損益計算書での費用処理を行い(リスクの自家保有)、その上の一定の損害額までは、マルチライン・マルティヤーで保険料の削減を図りながら保険会社にリスク移転を図る。それ以上の損害額に関し、自社の財務体力で最終的に処理が可能な損害額までは、コンティンジェント・コミットメントライン契約により金融機関にタイミングリスクのみを移転し、バリューリスクに関しては、複数年の自社の利益や利益剰余金で対処する。そして、複数年をかけても自社の利益や利益剰余金での対処が難しいと判断されるテール(尻尾)部分のリスクに関しては、キャット・ボンドを発行し、リスクを資本市場の投資家に移転するというものである。

これらの組み合わせは、トータルのリスクコストとパフォーマンスを考慮しながら、企業が晒されているリスク環境と財務体力に適したものを選択することが肝要となる。多くの種類の集積リスクや巨大リスクに向き合う必要のある企業においては、この統合プログラムは有効な手段の一つと考えられる。これはリスクの自家保有や伝統的な保険も含めて、リスクを多様な商品や仕組みを通して保有・分散・移転するやり方であり、原理的には最も効率のいいリスクカバー手法群であるといえる。これらの手法に係る習熟度と認知度が上がり、統合プログラムの組成件数が増えて汎用化が進めば、インテグレーテッド・プログラムは、より低価格で組成可能な手法になっていくと考えられる。

第3章 オリエンタルランドにおける地震リスクファイナンス

本章では、事業会社として世界で初めて「キャット・ボンド（大災害債券）」を発行した株式会社オリエンタルランド（以下「オ社」と称する）の地震リスクファイナンスの事例を採り上げてみたい。オ社は周知の通り、現在、東京ディズニーランドと東京ディズニーシーという2つの主要レジャー施設から構成される「東京ディズニーリゾート」を運営する事業会社であり、その優れた経営手法はつとに有名であるが、リスクファイナンスの分野においてもその手法は極めて先進的なものとして知られている。

オ社のリスクファイナンスは、複数の手法を選択し、その組み合わせでリスクファイナンス手法群を構築するもので、前述の「インテグレーテッド・プログラム」の実践例としても参考にする価値が高い。プログラムの選択は、新たな知見や技術を取り入れた革新的なものであると同時に、事業会社としてのコスト・パフォーマンスを追求したものもあり、自社の置かれたリスク環境・財務状態・経営環境の変化に対応した柔軟なものとなっている。従って、オ社のリスクファイナンスの変遷を辿ることは、企業におけるリスクファイナンスがどうあるべきかを考える際に、我々に多くの示唆を与えてくれるものであると考える。

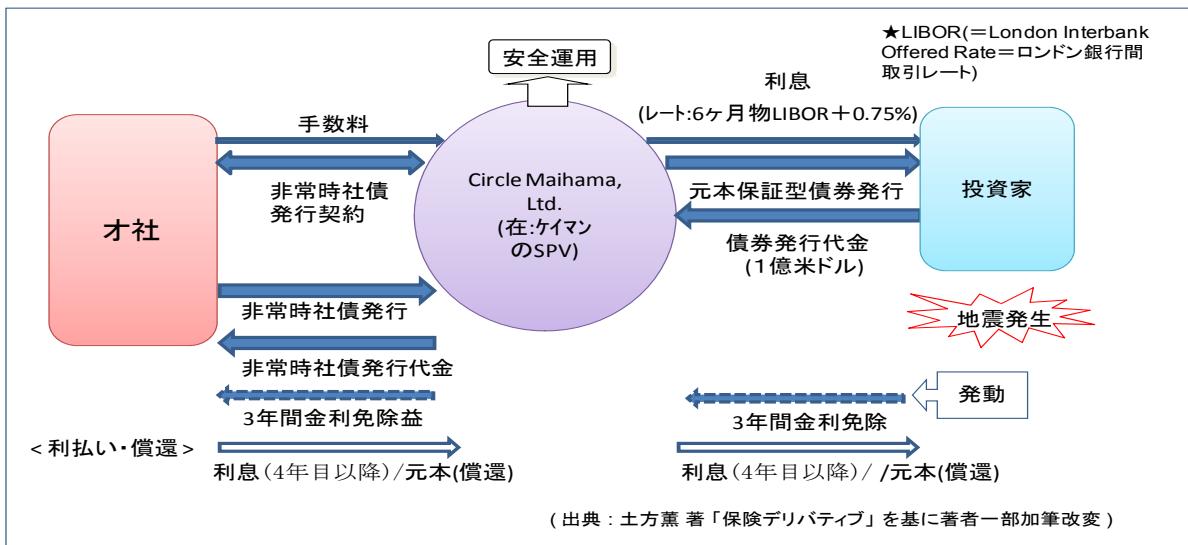
（1）2種類の地震債の組み合わせ発行

オ社が2種類の「地震債」を発行することに至った直接のきっかけは、1995年1月に発生した阪神・淡路大震災の際の神戸ポートピアランドにおける甚大な間接損害の発生に求められる。当時、既に東京ディズニーランドでは建設時の地盤改良工事により液状化対策は実施済みで、各アトラクション施設の耐震補強工事も完了していた。リスクコントロール面では十分な対策が講じられていた訳である。しかし、首都圏で大地震が発生した場合、交通機関やライフライン（電気・ガス・水道等）の途絶や使用制限、国内のレジャー消費マインドの冷え込みや海外からの来日観光客の減少が生じ、一方で施設の運営サイドでも来園者に提供する物資の調達や、顧客にサービスを提供するための社員の確保に問題が生じることが予想され、閉園または来園者数の激減により甚大な間接損害が生じるリスクが明らかになった。いわゆるハード面での損害の発生が軽微であっても、来園手段、消費者マインド、社会情勢、商品・サービスの提供といったソフト面での問題から多額の間接損害が発生する懸念が大きいことが判明したのである。オ社は首都圏での大地震の発生を想定し、リスクファイナンスの具体的検討に入り、1999年5月、世界を驚かせる「2種類の地震債」を発行することを公表した。

当時、東京ディズニーシーは建設途上にあり、オ社は多額の設備投資を必要とする時期で、収益源も東京ディズニーランドに限られていた。その中で考案されたのが、「コンティンジェント・デット（非常時社債発行）」と「キャット・ボンド」の2種類の地震債の同時発行であった。

まずは「コンティンジェント・デット」からその仕組みを見ていこう。図表-13をご覧頂きたい。

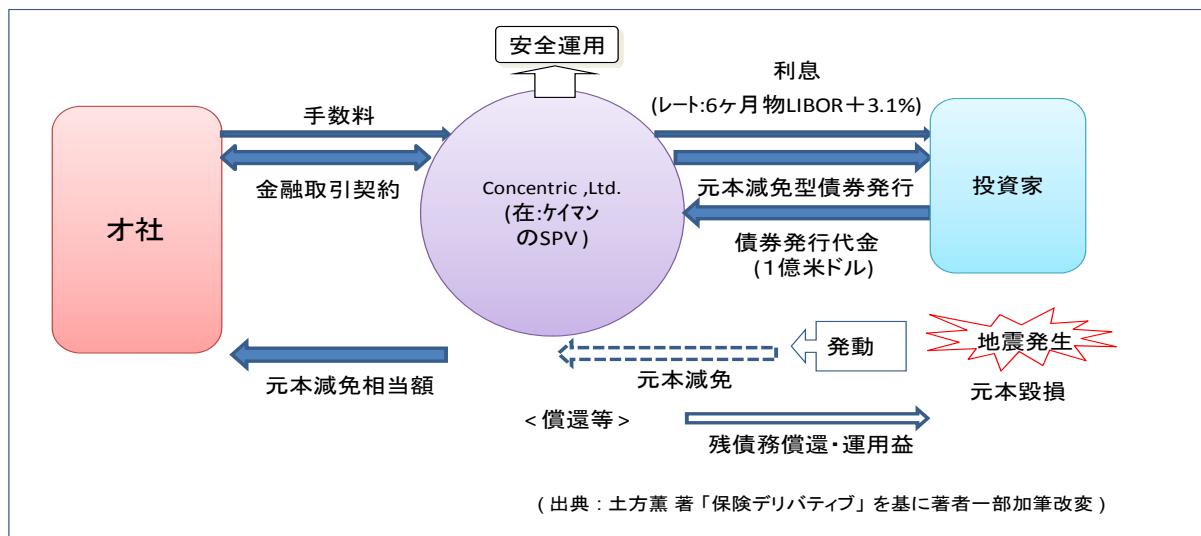
図表－13 コンティンジェント・デット【元本保証型】の発行



オ社は Circle Maihama, Ltd. というケイマンに設立した SPV との間に、非常時に発動するオ社の社債(利付債=利払いのある債券)の発行契約を締結した。これは、非常時にオ社の社債を SPV が引き受ける義務を負う契約であった。一方で SPV はそれと同額の元本保証型の債券を投資家宛に発行し、投資家はその代金を払い込んだ。平常時においては、オ社は非常時社債発行契約の手数料を SPV に払い、SPV は当該手数料に安全資産での運用益を加えたものを原資として投資家宛に利払いを行う。しかし、非常時(地震発生時)に、予め設定された条件が充足された場合、オ社の社債が SPV 宛に交付され、代りに SPV に留保されていた元本保証型の債券の発行代金がオ社宛に払い込まれる。オ社は社債の償還期間(5年、但し8.5年まで延長可能)の間は、社債発行代金を災害対応資金として使うことが出来、タイミングリスクの移転の経済効果を享受出来る。加えて、3年分の金利免除相当額の特別利益が SPV を通じて得られることになる。

次に2種類目の地震債である「キャット・ボンド」の仕組みを、図表－14で見てみよう。

図表－14 キャット・ボンド【元本減免型】の発行

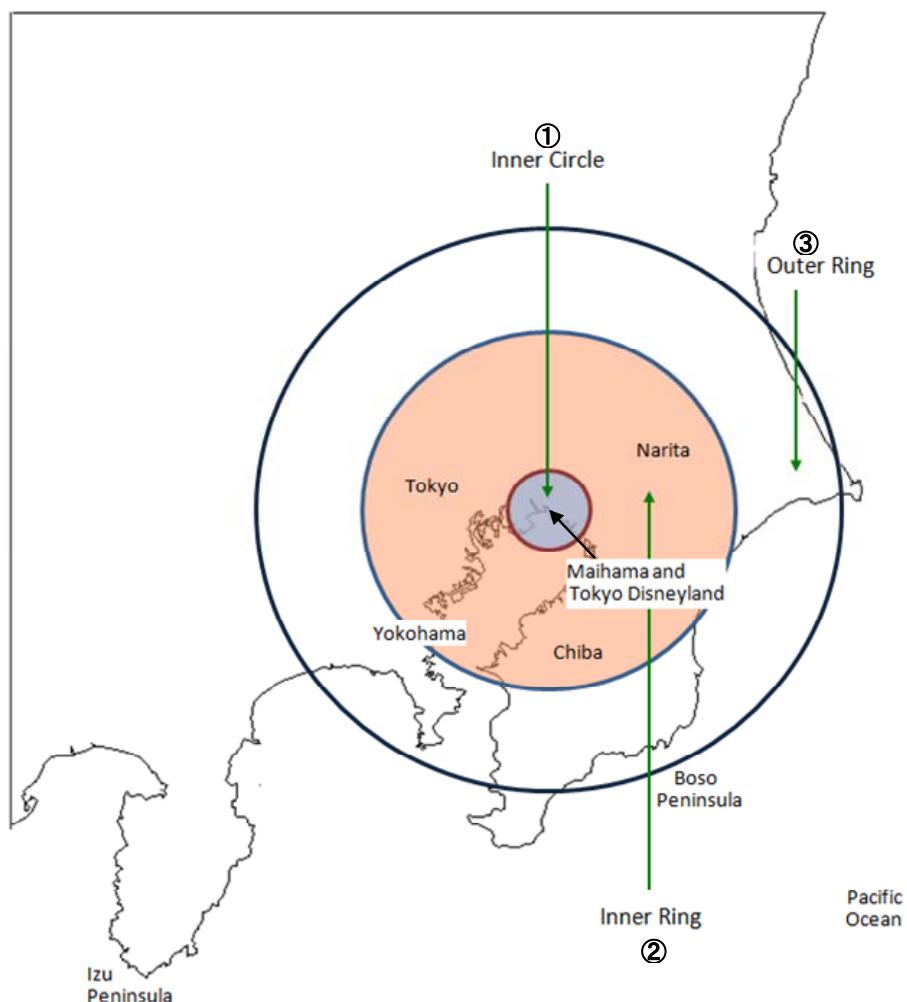


元本保証型の地震債であるコンティンジェント・デットが3年分の金利減免分の利益補填はあるものの、元本部分は負債としての性格を残しているのに対し、キャット・ボンドは、発行時は負債であるが、“元本減免の仕組み”を通して、非常時に元本減免相当額のバリューリスクの移転を生じさせる手法であり、リスク移転における経済効果は異なるものである。非常時におけるSPVの債務元本の減免は、投資家にとっては債権元本の毀損であり、これはSPVを通して、オ社の特別利益に計上されることになる。元本減免型の地震債であるキャット・ボンドの活用価値が世界中で認められ、発行額が増大している背景には、この保険類似の利益補填の経済効果があるといえよう。

この2つの地震債は調達コストには2.35%の金利差がある。オ社は本件資金調達の全額(2億ドル)を金利が高い「キャット・ボンド」で行うことも可能であったが、トータルコストを考慮し「コンティンジェント・デット」との組み合わせによる地震債の発行を選択したのである。

最後に「キャット・ボンド」の発動条件と元本減免条件をみてみよう。図表－15をご覧頂きたい。

図表－15 キャット・ボンドにおける地震発生のエリアの設定

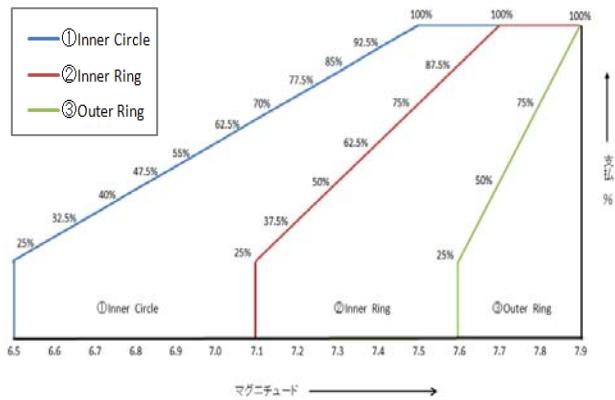


(出典: 土方 薫 著「保険デリバティブ」記載の図表に、著者が一部加筆して作成)

このキャット・ボンドは外円(一番外側の円)の内側で地震が発生し、かつ「震源の深度」が101kmよりも浅いことが発動条件となっている。その上で、地震の「震源の位置(3つの円で区分された地域①～③のいずれか)」と、観測された「マグニチュードの数値」の組み合わせで、元本減免条件が設定されている。この元本減免条件(減額割合)を表と図で表したのが、図表－16である。

図表－16 元本減免条件(減額割合)表と図

マグニチュード	①Inner Circle	②Inner Ring	③Outer Ring
6.5	25.0%	0.0%	0.0%
6.6	32.5%	0.0%	0.0%
6.7	40.0%	0.0%	0.0%
6.8	47.5%	0.0%	0.0%
6.9	55.0%	0.0%	0.0%
7.0	62.5%	0.0%	0.0%
7.1	70.0%	25.0%	0.0%
7.2	77.5%	37.5%	0.0%
7.3	85.0%	50.0%	0.0%
7.4	92.5%	62.5%	0.0%
7.5	100.0%	75.0%	0.0%
7.6	100.0%	87.5%	25.0%
7.7	100.0%	100.0%	50.0%
7.8	100.0%	100.0%	75.0%
7.9	100.0%	100.0%	100.0%



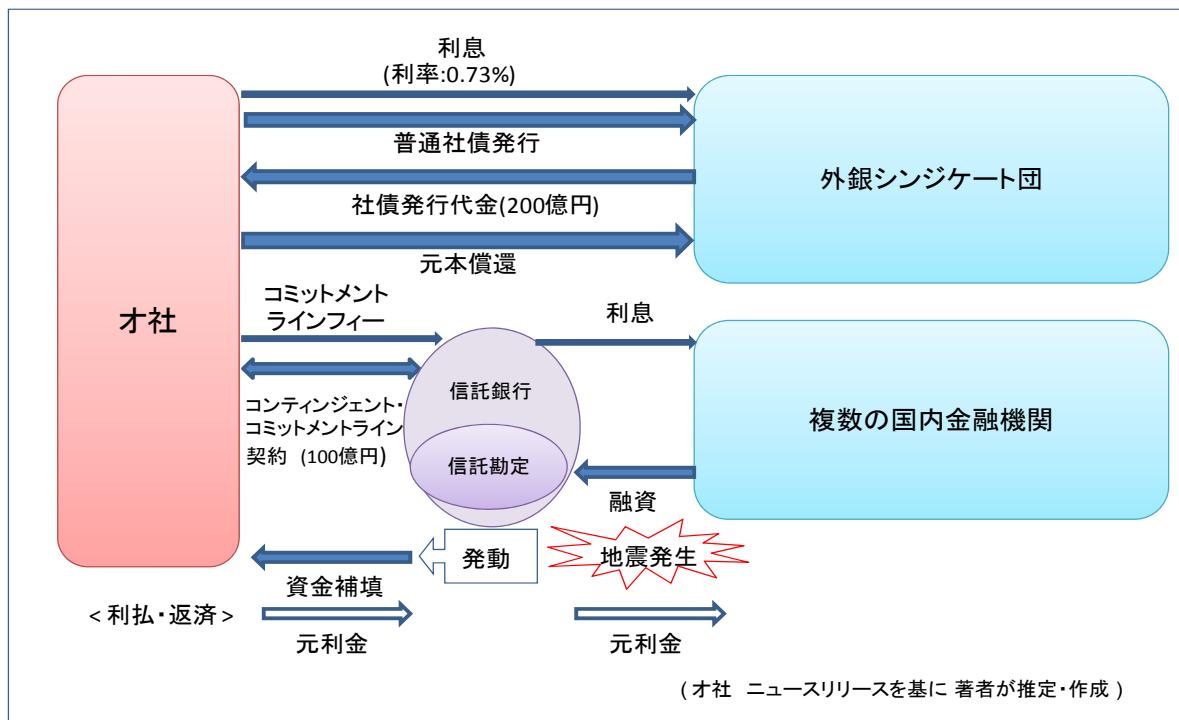
(出典: 土方 薫 著「保険デリバティブ」記載の図表に、著者が一部加筆して作成)

①の内円(東京ディズニーリゾートの施設がある舞浜を中心とした半径10km の円)の内側(インナーサークル)での大地震の発生は才社の経営に甚大な被害を及ぼす可能性が高いため、発動条件は低く設定されている。即ち、①に地震の震源が入る場合は、マグニチュード6.5で元本の25%の減免が始まり、7.5で元本の100%が減免となる。②の内円と中円(同、半径50km の円)の間に挟まれた内側のドーナツ状の地域(インナーリング)に地震の震源が入る場合は、マグニチュード7.1で元本の25%の減免が始まり、7.7で元本の100%が減免となる。③の中円と外円(同、半径75km の円)の間に挟まれた外側のドーナツ状の地域(アウターリング)に地震の震源が入る場合は、マグニチュード7.6で元本の25%の減免が始まり、7.9で元本の100%が減免となる条件となっている。

(2) 普通社債の発行とコンティンジェント・コミットメントラインの設定

その後、2001年に東京ディズニーシーがオープンし、東京ディズニーリゾートの収益源は2つに増加した。売上高は増大し、才社は東京ディズニーシーに要した大型設備投資の回収期に入ることになる。そして、2004年、前記の2種の地震債の償還に当たり、才社は新たなリスクファイナンス手法を選択する。才社は自社の財務基盤が強化され、非常時における利益補填の必要性が低下したとの認識から、2種の地震債の再発行をせず、外資の証券会社を主幹事とする引受シンジケート団(協調引受団。以下「シ団」と表記する)を組成して、200億円の普通社債(期間5年)を発行するのと同時に、複数の国内金融機関から資金を調達し、信託銀行の信託勘定を使った融資枠100億円・期間5年(延長選択権付)のコンティンジェント・コミットメントライン契約を締結するという“リスクファイナンスの方針転換”を図ったのである。図表－17をご覧頂きたい。

図表-17 普通社債発行とコンティンジェント・コミットメントラインの設定



オ社は自社の財務体力の変化に対応し、リスクファイナンスの目的を、利益補填による「バリューリスクの防護」から、使途の自由度が高い流動性資金の補填による「タイミングリスクの防護」に変更したのである。普通社債とコンティンジェント・コミットメントラインは、地震の規模や発生の場所によらず、手元流動性を確保出来るものであったため、これらは首都圏以外の地域で発生した地震の間接損害にも対応するリスクファイナンス形態であった。普通社債も、コンティンジェント・コミットメントラインも、共に負債であり返済を要する資金ではあるが、オ社は自社の財務状態と経営環境を勘案し、利益の補填の必要性よりも資金使途の自由さと資金の流動性の確保、及びより低いコストでの調達方法を選択したのである。

(3) 2つのコンティンジェント・コミットメントラインの設定

2006年には、オ社は更なるリスクファイナンス戦略の転換を図る。オ社は、2004年に発行した200億円の普通社債を、同額の外銀とのコンティンジェント・コミットメントライン契約に切り替え、更にコスト削減を図ったのである。これによってコンティンジェント・コミットメントライン契約は、邦銀からの既存分100億円と外銀からの新規分200億円の計300億円となった。資金調達源として邦銀と外銀を併用したのは、取引の相手方の信用リスクの分散を図ったものであると推測される。このリスクファイナンス戦略は東日本大震災後の2011年5月まで継続され、その後、邦銀との300億円のコンティンジェント・コミットメントライン契約に集約化されることになる。

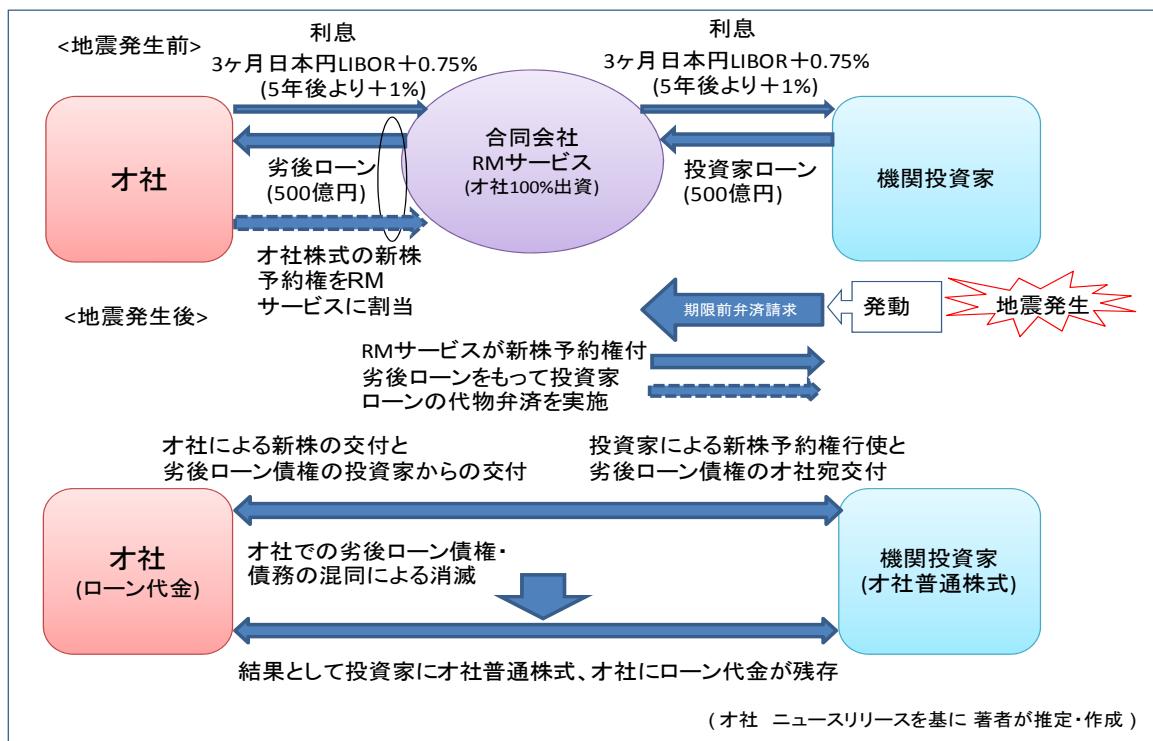
(4) 超長期ローンと新株予約権を一体化したコンティンジェント・エクイティの取組

前述の邦銀・外銀との2つのコンティンジェント・コミットメントラインは、2011年3月の東日本大震災の発生の際に、震災によるオ社の1ヶ月強の営業休止期間における流動性資金の確保

に貢献することになった。また、事前のリスクコントロール対応が功を奏し、震災による東京ディズニーリゾートの各施設への物的損害影響は、当初の想定通り、駐車場の一部に液状化が発生する程度の軽微なものに収まった。しかしながら、営業休止期間における人件費や減価償却費等の固定費、施設の復旧関連費、商品等の廃棄損により、2011年3月期に97億円の特別損失を計上したのに続き、東京電力からの電力供給不足、レジャー自粛の社会風潮、余震や原発による被災懸念に起因した地方客の減少等の影響から、2011年第1四半期(4月～6月)決算に於いても、売上高486億円(前年同期比▲366億円)、純損失38億円(前年同期比▲100億円)と業績は低迷し、その回復は遅れた。また、コンティンジェント・コミットメントラインを使った300億円の資金調達にもかかわらず、才社の2011年第6月末の現・預金残高も98億円(前年同期比▲104億円)と100億円を切る水準まで落ち込んだのである。

万一、首都圏域で巨大地震が発生した場合、東日本大震災とは比較できない財務的なダメージが生じることが予想され、その場合、前記の300億円のコンティンジェント・コミットメントラインの資金調達枠では資金不足に陥る可能性が高く、加えて返済期間が短いため、資金の再調達(リファイナンス)が出来なくなる懸念があることが明らかになった。震災後に発生する間接損害の重大性を再認識した才社は、首都圏域でマグニチュード7.9以上の巨大地震が発生した場合に備え、事業の継続と復旧・復興を可能とする新たなリスクファイナンス手法の考案に動いた。2011年9月、東日本大震災から僅か半年の間に才社が構築し、公表したリスクファイナンスキームは、再び世界の耳目を集めることになる。それは、返済期間60年の超長期安定資金500億円の劣後ローン調達と新株予約権の機能を統合させた「コンティンジェント・エクイティ(非常時株式発行)」であった。図表－18をご覧頂きたい。

図表－18 超長期ローンと新株予約権を一体化させたコンティンジェント・エクイティの取組



この事例では、投資家は、複数の機関投資家(金融機関)になっている。コンティンジェント・エクイティでは、資金の出し手である投資家は、非常時には株式投資、即ち返済されない資金への投資になるため、通常、投資のプロである銀行・証券会社・生命保険会社等になるケースが多い。この事例のように、才社の個別のローン債権者として位置付けが、回収優先順位が劣後債よりも劣る普通株式の所有者に変わり、才社の経営リスクに対する純粋な投資家の位置付けに“改悪”する仕組みとなっている場合、資金の出し手は資本力のある機関投資家になることが多い。

投資家は才社の100%出資で新規設立した合同会社 RM サービス宛に当初はローン(RM サービスからすれば負債)の形態で、融資(投資家ローン)を実行する。更に RM サービスは当該ローン元本を原資として、全くの同条件で才社宛のローンを実行する。この時のローンの形態は、才社の今後の資金調達への悪影響を抑えるために、他の債権者に回収優先順位が劣後する「劣後ローン」の形態が採られた。また同時に才社は、この劣後ローンにリンクした新株予約権を RM サービスに割り当てる。この新株予約権の行使の際の出資財産(「株式を取得する際に使われる財産」という意味)は劣後ローンに限定されており、また、この劣後ローン債権を譲渡する場合は新株予約権も合わせて譲渡しなければならず、新株予約権は劣後ローンと一体不可分となっている(このローンは「新株予約権付劣後ローン」と呼ばれる)。また、この新株予約権には、いくつかの行使制限が設けられており、既存株主への影響を極力抑える工夫も凝らされている。

通常の新株予約権は、投資家(購入者)サイドに付与される「一定条件下で新株を購入する権利」であるが、ここで使用されている新株予約権は、才社にとって相手方(投資家サイド)に「一定条件下で新株を購入せしめる権利」となっている。このような権利は、通常「コミットメント条項付新株予約権」と呼ばれている。

詳細は略すが、地震発生により一定の条件が充足された場合、投資家は投資家ローン債権の期限前弁済請求を RM サービス宛に対して行う。才社が現金またはその他の資産での返済をしないとした場合、才社の100%子会社である RM サービスは、その母社の意向を受け、自己が保有している新株予約権付劣後ローン債権をもって投資家宛に代物弁済(返済すべき「投資家ローン」に代えて弁済すること)を行う。投資家は上記の「コミットメント条項」に基づき新株予約権を行使することになるが、才社からの普通株式の交付に対し、その出資財産として定められている劣後ローン債権を才社に交付することになる。その結果、才社が債務者となっている劣後ローンについて才社自身が権利者(債権者)となるため、民法上の混同により当該債権・債務が消滅することになる。そして結果的に、才社にはローン代金の残金、投資家には才社の普通株式が残り、非常時(地震発生時)の資本注入が実行された形になるという仕組みである。

首都圏域でのマグニチュード7以上の大地震の発生確率が今後30年で70%といわれる環境下で、500億円の資金を期間60年の超長期劣後ローン形式、かつ低金利で調達し、更に非常時に負債(借入)から資本(出資)に転換される機能を組み込んだ才社の実力には驚かされる。近年でこそ、60年の超長期借入を行う企業は増えているが、2011年9月の時点で60年の超長期借入を実現した先進性、更に新株予約権という金融手法を組み入れてタイミングリスクに加えバリューリスクの移転機能を持たせた革新性、そして、東日本大震災の僅か半年後にこのような洗練されたストラクチャーを構築する才社のリスクリテラシーの高さには、改めて敬服の念を抱かざるを得ない。

おわりに

本レポートでは、保険と金融の重なる分野のリスクファイナンス手法である ART の種類と特性を理解し、オリエンタルランド社のリスクファイナンスの変遷の歴史を振り返ることにより、様々な ART を“どのような観点に着目して使いこなすべきか”を探求してきた。

そして、それら一連の ART の商品内容や実際の活用例を見てきた結果、「組み合わせ」や「統合」という観点が肝要であることが分かつてきた。マルチライン・マルチイヤー商品やインテグレーテッド・プログラムにおける「組み合わせ」や「統合」の考え方や、オリエンタルランド社のリスクファイナンス対応は、正にその具体的な表れであるといえる。

「冒険貸借」が利用されていた時代には、そもそも保険と金融は統合された手法であった。従って、ART は「新しいリスクファイナンス手法」ではなく、「原点に立ち帰ったリスクファイナンス手法」であるという方が、正しい表現なのかも知れない。21世紀のリスク渦巻く社会の中で企業を存続させ、更に発展させていくためには、自社が晒されているリスク環境の変化に対応し、その時々の自社の財務状態や経営環境に適合的なリスクマネジメント対応を実践する必要がある。リスクファイナンスに関していえば、保険と金融という既成の概念を取り扱い、企業の多様なリスクに対し効果的なリスクファイナンス手法の「組み合わせ」や「統合的な手法」を検討していく必要があるといえよう。そのためには、リスクファイナンス手法を新しい視点から見直し、構築し直し、あるいは新たなリスクファイナンス手法を創造していくことが求められる。そして、オリエンタルランド社の在り方を見ていると、何よりその“挑戦的な企業姿勢”こそが、最も重要な要素であるように思える。

■参考文献

- ・木村栄一 (1978年)『海上保険』千倉書房
- ・木村栄一,大谷孝一,落合誠一 編 (2011年)『海上保険の理論と実務』弘文堂
- ・日吉信弘 (2000年)『代替的リスク移転(ART)』保険毎日新聞社
- ・スイス再保険 (2003年)「ART(代替的リスク移転)の実態」『sigma～2003年第1号～』同社
- ・ニコラ・ミザーニ (2002年)『保険リスクの証券化と保険デリバティブ』
シグマベイスキャピタル
- ・三宅裕樹 (2010年) 「金融規制強化の流れの中で注目を集める新たなコンティンジェント・キャピタルの発行」『資本市場クオータリー～2010年冬号～』野村資本市場研究所
- ・オリエンタルランドグループ (1999年～2012年)「ニュース・リリース , IR 情報」
- ・土方 薫 (2001年)『保険デリバティブ』日本経済新聞社
- ・甲立 亮,中山伸介 (2014年) 「新株予約権の第三者割当てによる資金調達事例」『CAPITAL MAKETS LEGAL UPDATE』アンダーソン・毛利・友常法律事務所

【本レポートに関するお問合せ先】

銀泉リスクソリューションズ株式会社 業務企画部 佐藤 稔
102-0074 東京都千代田区九段南3-9-14
Tel : 03-5226-2212 Fax : 03-5226-2884 <http://www.ginsen-risk.com/>

*本レポートは、企業のリスクファイナンスの活用に役立てて頂くことを目的としたものであり、特定の商品を推奨することや、事案や企業等に対する批評その他を意図しているものではありません。また、本レポートの記述、並びに独自に作成された図表等に関し、無断転写・転載等の著作権法に抵触するご利用はご遠慮願います。尚、本レポートの内容における記述相違並びに解釈の相違等による損害に係る賠償責任は負いかねますので、本レポートは、あくまでご参考資料に止めて頂きますようお願い申し上げます。

銀泉株式会社 概要

- 設立 昭和29年5月（1954年）
- 資本金 3億7000万円
- 代表者 代表取締役社長 勝川 恒平
- 社員数 700名
- 事業内容 **保険代理店事業**
 - * 損害保険代理店事業（取扱保険会社22社）
 - * 生命保険代理店事業（取扱保険会社21社） **不動産事業**
 - * ビルディング事業（首都圏・関西圏を中心に30棟の賃貸ビルを保有）
 - * 駐車場事業（“GS Park”を約700ヶ所、20,000台の駐車場を運営）
 - * 不動産コンサルティング事業（有効活用コンサルティング）
- 事業所 本 社 541-0043 大阪市中央区高麗橋4丁目6番12号
TEL 06-6202-2511 FAX 06-6202-6370
東京本社 102-0074 東京都千代田区九段南3丁目9番15号
TEL 03-5226-2203 FAX 03-5226-2905
名古屋支店/京都法人営業部/神戸支店/姫路法人営業部/広島支店/福岡支店
- 主要株主 三井住友銀行、三井住友カード、アサヒグループホールディングス、京阪神ビルディング、
サノヤス・ライド、日建設計、MS & AD インシュアラ NS グループ、大和証券グループ本社、
三井住友信託銀行グループ
- ホームページ <http://www.ginsen-gr.co.jp>

銀泉リスクソリューションズ株式会社 概要

- 設立 平成9年6月（1997年）
- 資本金 1億円（銀泉株100%出資）
- 代表者 代表取締役社長 久保出 俊博
- 社員数 40名
- 事業内容 * 保険ブローカー（仲立人）業務
* 最適保険プログラムの構築支援
* グローバル最適保険プログラムの構築支援
* リスクマネジメント・人事労務コンサルティング
- 事業所 本 社 102-0074 東京都千代田区九段南3丁目9番14号
TEL 03-5226-2212 FAX 03-5226-2609
大阪本社 541-0043 大阪市中央区高麗橋4丁目6番14号
TEL 06-6205-6221 FAX 06-6205-6236
- ホームページ <http://www.ginsen-risk.com>

Risk Solutions Report Vol.8 2014年7月25日発行

銀泉リスクソリューションズ株式会社 Risk Solutions Report 編集委員会 事務局

TEL : 03-5226-2212 (代表) FAX : 03-5226-2609

(禁無断転載)



銀泉株式会社

東京 TEL.03-5226-2203 大阪 TEL.06-6202-2511
URL: <http://www.ginsen-gr.co.jp>



銀泉リスクソリューションズ株式会社
東京 TEL.03-5226-2212 大阪 TEL.06-6205-6221
URL: <http://www.ginsen-risk.com>

©2014 Ginsen Risk Solutions Co., Ltd. All rights reserved.