

再保険戦略のサイドポケットについて理解を深めよう！！

前号では、保険戦略における再保険主体の投資戦略と Cat ボンド（災害債券）主体の投資戦略の説明を差し上げました。そして、過去2年間大規模災害が発生した結果、何故、Cat ボンド投資戦略に比べ、再保険投資戦略の運用実績は良くなかったのかについて考えられる理由を解説しました。多くの方々が、再保険戦略の方がテールリスクは高いということを実感されています。

お客様から、以下のご質問を頂戴しましたので、解説したいと思います。

ご質問1：再保険戦略に投資をしています。採用するや否や毀損してしまい落胆しています。ポートフォリオに組み入れている再保険の一部をサイドポケットに入れたと報告を受けましたが、運用実績は改善しません。何故でしょうか。

回答

サイドポケットに移したから運用実績が良くなるわけではありません。運用会社は、自然災害が発生し保険金支払いの対象となる可能性がある再保険をポートフォリオから外し、サイドポケットという新たなクラスを設けて、そこに移します。これは、後から投資するお客様が不利益を被らないようにするための措置です。新規のお客様は、サイドポケットに移した後のポートフォリオに投資をすることになります。

既存のお客様の運用実績は、以下で表せます。

$$\text{サイドポケットに移した後のポートフォリオの運用実績} + \text{サイドポケットの運用実績} = \text{運用実績}$$

もう少し詳しく説明すると以下ようになります。

(1) サイドポケットの意味とサイドポケットに移す理由

例えば、2017年のハリケーン（ハービー、イルマ、マリア等）や2018年の日本台風・カリフォルニア山火事などの大規模災害が発生した際に、災害の損害額確定に時間を要する為、再保険契約上の保険金額が長期にわたり確定しないことがあります。

このような場合、該当する再保険契約の合理的な評価ができなくなり、この間にファンドを取得する投資家に不利になる場合があります。こうした状況を避けるため、評価が難しい再保険契約をファンド本体から切り離し、こうした再保険契約だけの新たなクラスを設定することがあります。この新たなクラスをサイドポケットと呼びます。

この場合、サイドポケット設定前にファンドを購入した投資家の時価総額は、サイドポケット設定後のファンドの持ち分の時価総額とサイドポケットの持ち分の時価総額の合計となります。

（２）サイドポケットのポートフォリオはどうなるのでしょうか。

サイドポケットに移管された再保険契約は、保険金支払額が確定するまで損失の見込みに応じて損失引当金を計上した上で評価することになります。

サイドポケットで保有するすべての契約の保険金支払額が確定するとサイドポケットは償還となります。再保険契約の契約期間は通常1年ですが、保険金支払額が確定するまで延長されることがあるため、サイドポケットは償還までに1年以上かかることがあります。保険金支払いの確定後に残額が生じた場合、その残余資金は投資家に支払われます。

すなわち、お客様の立場に立つと、サイドポケットに移したからといって運用実績が改善するものではなく、損失が確定していくことを待つということになります。

（３）再保険主体の投資戦略の特徴

再保険は有価証券ではなく、相対契約です。そのため、途中解約が困難で、一旦災害が発生するとポートフォリオから契約を除外し、災害リスクを回避もしくは軽減することは難しいです。この特徴を良く理解されることをお勧めします。

ご質問2：実は、再保険の仕組みを理解していないので、仕組みを解説してください。

回答

通常の伝統的な再保険は、保険会社と再保険会社がお互いの信用力を前提に単純に再保険契約を結ぶ形態です。

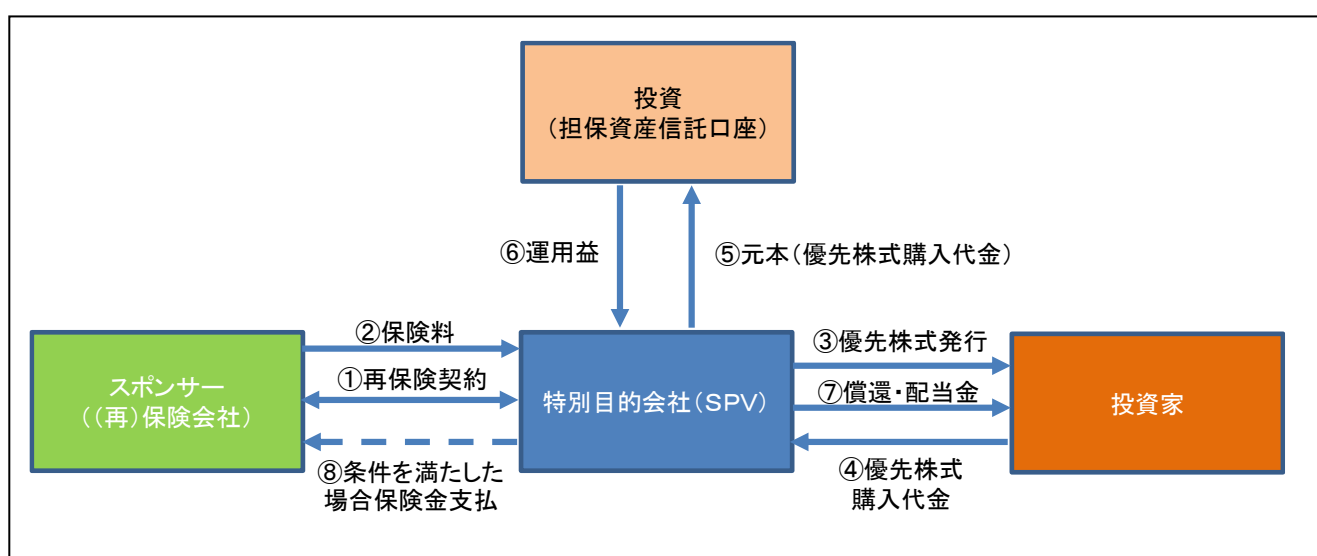
一方、保険戦略の投資対象である担保付再保険では、投資家の投資資金（再保険金額相当）と保険会社の保険料があらかじめ担保として特別目的会社へ移管されます。

移管された担保は信託口座で保管され、通常預金または MMF などの現金と同等の証券で運用されます。担保のうち、保険会社が支払う再保険の保険料は、投資家の毎月のインカム収益になります。一方、投資家の投資資金は、契約期間中に支払い条件を満たす自然災害等が発生した場合、その一部または全額が保険金として保険会社に支払われます。契約終了時(通常は1年)に信託口座に残るすべての資金は基本的に投資家に支払われます。

この仕組みにより、投資家と保険会社はお互いの信用力に関係なく取引ができるようになっています。

以下の図をご覧ください。

＜再保険（担保付再保険）の一般的なストラクチャー＞



- ① スポンサーは特別目的会社(SPV)と自然災害等に関する担保付再保険契約を締結し、
- ② 保険料を払い込む。
- ③ 特別目的会社(SPV)は、資本市場の投資家に優先株式を発行し、
- ④ 投資家は購入代金を信託口座に払い込む。
- ⑤ 優先株式の購入代金(払込金)は、契約期間終了(通常は1年)まで担保資産信託口座で保管される。
- ⑥ 信託口座にて保管される資金は、現金、またはそれと同等の証券(MMF など)にて運用される。
- ⑦ 再保険契約終了時、信託口座に残るすべての残余資金は投資家に支払われる。
- ⑧ 当該契約の条件を満たした自然災害等が発生した場合、特別目的会社(SPV)は保険金を支払う。

質問3：保険戦略は、伝統的資産と比べ低相関でリスク分散上も魅力的です。今後、どのような戦略がお勧めでしょうか。

回答

弊社は Cat ボンド戦略と再保険戦略の2つをファンドユニバースに入れてご案内しています。過去数年間、両戦略を分析してきましたが、**保険戦略の中でも Cat ボンド戦略の方が、一般に災害リスクが相対的に低いため、災害発生時の運用実績が再保険戦略に比べて良い結果となっております。**まず、最初に Cat ボンド戦略をご採用になられてリスク分散をされることをお勧めします。

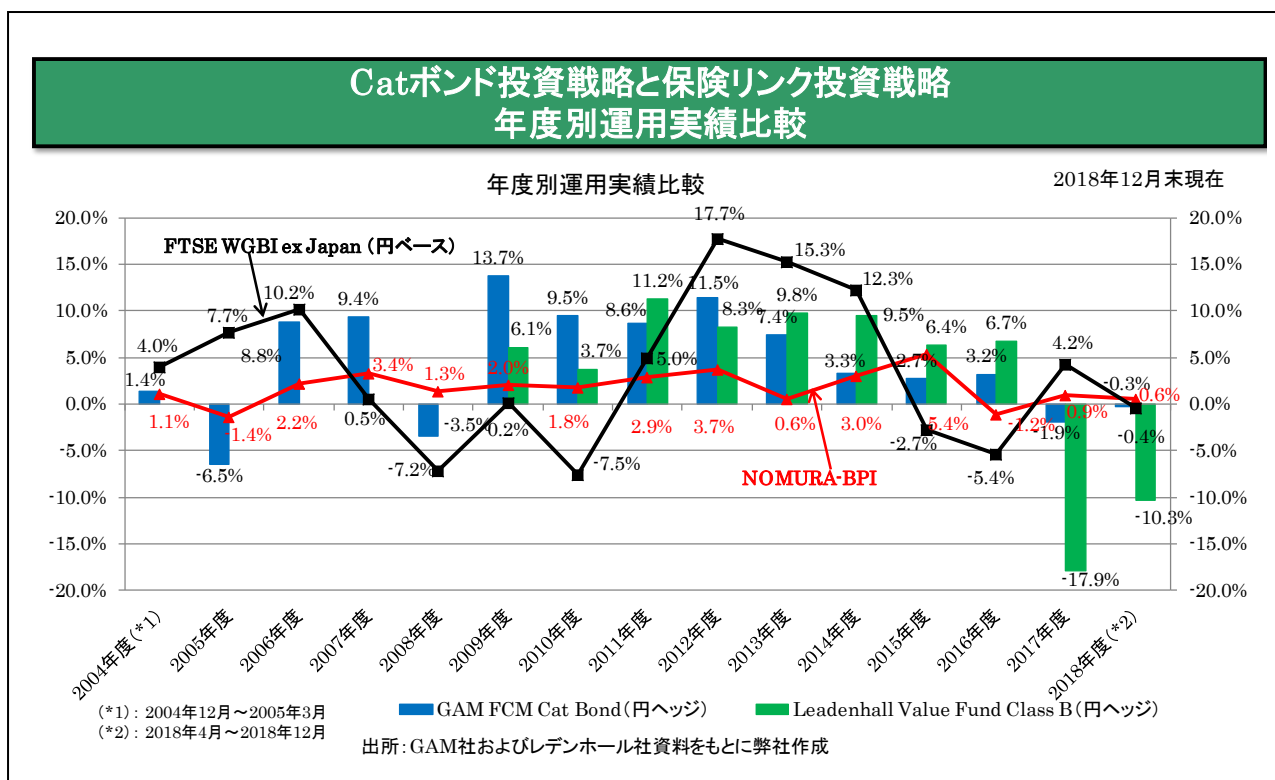
再保険戦略を複数ご採用されている場合、Cat ボンド戦略への転換をお勧めしたいと思いません。ファンドが一度大きな損失を被った場合は、保有する再保険契約の保険料が大幅に上昇しない限り、時価総額が元の水準に戻るのには容易ではなく、回復するまでに長期の時間を要することになるからです。

また、再保険戦略の中でも、リスク調整後のパフォーマンスや情報の質の観点から入れ替えを行うことも一案かと考えます。

弊社採用の運用実績をご紹介しますので、ご参考にしてください。

弊社ファンドユニバースに採用している投資戦略の運用実績(ご参考)

青: Cat ボンド主体の投資戦略、 緑: 再保険主体の投資戦略



ご参考

保険戦略で用いる投資対象のポイント						
	流動性		分散		透明性	
Catボンド	流通市場で日々売買されている	○	市場規模が3兆6千億円程度。主に北米で発行されている。地域や様々な災害をカバーしている。	○	有価証券のため、発行条件が開示されており、透明性が高い。投資家への開示が可能。	○
再保険 (担保付再保険)	相対契約のため、途中解約は難しい	×	世界中の元受にアクセスが出来れば、地域、リスクの種類、階層など高度に分散が可能	○	投資家への透明性は低い。相対契約のため、当事者間以外には契約内容が不明で、投資家への説明が困難	×
再々保険	相対契約のため、途中解約は難しい	×	様々なリスクや地域に分散されており、世界中の元受にアクセスせずに分散ポートフォリオ構築が可能	○	同上	×
ILW	定型化されたシンプルなストラクチャーで、流通市場での売買も行われているが、Catボンドほどの流動性はない	△	定型化されたシンプルなストラクチャーで、分散ツールとしては有効	○	独立した機関が計算する業界損失を参照した仕組みで、透明性は比較的高い。	○

【留意事項】

当資料は、機関投資家への情報提供が目的ですが、弊社が運用を行う投資一任契約の勧誘を行う場合があります。弊社が情報提供する運用戦略には様々な経済指標や市場動向によって投資元本を毀損するリスクがあります。当資料は弊社が信頼できると判断した情報に基づき作成していますが、内容や解釈の正確性あるいは完全性についてはこれを保証するものではなく、また当資料中に示したコメント等は作成日現在の弊社の見解であり、事前の連絡なしに変更することがあります。資料中の運用実績はあくまで過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証するものではありません。運用報酬は、運用戦略、成功報酬の採否、契約資産残高などにより変動しますので表示はできません。詳しくは、弊社担当者までお問い合わせください。また契約締結前交付書面に記載されております投資一任報酬体系でご確認頂くことが可能です。弊社は投資一任業務以外に金商法第 35 条第 1 項に規定する付随業務(セミナー等を通じたマーケティング)を登録しており、別途コンサルティング契約を締結し報酬を得ている会社があります。

【お問合せ先】

お問い合わせやご質問がある場合は、下記までお気軽にお尋ねくださいますようお願いいたします。

古川 千春 代表取締役社長 CEO、チーフ・マーケティング・オフィサー

電話: (03)6869-7770 Email: c.furukawa@bestmixinvestment.com

佐藤 紀昭 取締役 CIO 兼 第一運用部長

電話: (03)6869-7772 Email: n.sato@bestmixinvestment.com

〒105-0004 東京都港区新橋 4-9-1 新橋プラザビル 1008 号

ベストミックス・インベストメント株式会社

金融商品取引業者(投資運用業・投資助言業) 関東財務局長(金商)第 2612 号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02564