寄稿

総合商社の統合リスクマネジメント

石川　豊明（いしかわ　とよあき）

プライスウォータハウスクーパースコンサルタント株式会社
金融インダストリー事業部ディレクター

1 個別管理から ポートフォリオ管理へ

現在、総合商社各社のリスク管理は、個別案件審査といったミクロ的な管理から、会社全体のリスクを計量化する「ポートフォリオ管理」へ急速に軸足を移しつつある。

ポートフォリオ管理は、勘定科目ごとに一定の掛け目を置く簡便な「トップダウン・アプローチ」と、統計的手法に基づく「ボトムアップ・アプローチ」に大別される。連結対象会社数が極めて多く、M&Aも頻繁に行っている総合商社にとって、連結ベースでのエクスポージャー集計は大作業となるため、いまだ総合商社のリスク計量化はトップダウン・アプローチが大勢を占める模様である。しかし一部の先進的な企業では、数年前からリスクデータの整備に着手して本格的なボトムアップ・アプローチの導入が進められており、中には後述するオペレーショナル・リスクの計量化まで視野に捉えているところもある。

2 Value at Riskの基本概念

ポートフォリオ管理、なかんずくボトムアップ・アプローチの技法は、これまで金融機関を中心に発展してきた。具体的なイメージについて、与信リスクを例にとって説明する。

仮に今、A社とB社向けにそれぞれ1億円ずつの債権がある企業を考える。この企業は、

この合計2億円の債権以外に何の資産も持っておらず、A社・B社の信用格付けから類推される単年度倒産確率（1年以内に倒産する確率）はともに5%であると仮定する。

この場合、想定される引当金（与信リスクの期待値）は、2社×1億円×5%＝1千万円となるが、このようなポートフォリオからは実際に1千万円という損失が発生することはない。なぜなら、実際の損失の発生は、A社・B社の両方が倒産して2億円の焦げ付きが発生するか、片方が倒産して1億円のロスが出るか、全く損失が発生しないかのいずれかだからである。A社とB社の倒産が全く独立して起こる場合、2億円のロスが発生する確率は5%×5%＝0.25%、全く損しない確率が95%×95%＝90.25%、いずれか一方が倒産して1億円のロスが生じる確率が残る9.5%である。

企業にとってリスクの最後のバッファーとなるのは「自己資本」である。今、この企業が、「年内に債務超過となる確率を1%以下に抑える」という経営目標を持っているとするならば、一体いくらの自己資本が必要とされるであろうか。2億円の損失が発生する確率は0.25%と目標値である1%を下回っているので、無視できるレベルであると割り切ることが可能であるが、1億円以上の損失が発生する確率は0.25%＋9.5%＝9.75%も存在する。つまり、「年内に債務超過となる確率を1%以下に抑える」という経営目標の下で前出のポートフォリオを持つならば、少なくとも1億円の自己資本が必要となるのである。

これまでの議論では、「A社とB社の倒産が全く独立して起こる」と仮定していたが、例えば、A社とB社が親子関係にあり、倒産する時には必ず一緒に倒産するとしたらどうなるであろうか。この場合、2億円の損失が発生する確率が5%、全く損失が生じない確率が95%となるので、「年内に債務超過となる確率を1%以下に抑える」という経営目標を持つならば、2億円の自己資本が必要とされることとなる。

このように、ポートフォリオのリスクは、債務者同士の関係がどうなっているか、言葉を変えれば、「分散効果」がどのように働いているかに大きく左右される。同一国の同一業種、もしくは、特定の企業グループにリスクが偏在していれば当然リスクは高くなるし、円高でメリットを受ける輸入企業とデメリットを受ける輸出企業向け与信がバランス良くポートフォリオに組み込まれていれば、そのポートフォリオは分散効果によって為替リスクが軽減されることになる。この「分散効果」を織り込んだうえで、一定の許容範囲内（上記の経営目標で言えばワースト1%の値）で想定される最大損失予想額がVaR（*Value at Risk*）と呼ばれるものであり、ポートフォリオ管理における中心的なリスク尺度の一つとなっている。ボトムアップ・アプローチは、統計データをもとにこのVaRを算出し、実際の自己資本と対比させたフレームワークの中でリスクを考えていくのである。

3 金融機関におけるリスク管理の潮流

もともとVaRは、統計データに馴染みやすいデリバティブをはじめとした市場リスク管理の分野で使われてきたリスク尺度であり、90年代に入って信用リスクにまで応用が広まった経緯がある。信用リスクについても市場リスクと同じ尺度で計量化できるようになれば、市場リスクと信用リスクの「統合管理」が射程に入ってくることになる。90年代の後半には、かつて3L（*Land*、*LBO*、*Latin America*）へ体力を超えたリスクを偏在させて辛酸をなめた米銀を中心に、統合リスク管理を志向する流れが加速し、現在では、計量化に馴染みにくかった事務リスクやシステムリスク、社員の不正・横領までも幅広く含んだリスク概念であるオペレーショナル・リスクを計量化

するという段階に至っている。

つい先日発表された「自己資本に関する新しいバーゼル合意（バーゼル銀行監督委員会による市中協議案：いわゆるBIS自己資本規制案）」においても、オペレーショナル・リスクに関する章が設けられ、段階的な計量化手法を示しながら、金融機関に対して当該リスクの認識、より高度な計測手法および当該リスクに対する最低所要自己資本の割り当てへの取り組みを示唆する内容が盛り込まれており、オペレーショナル・リスクも含めた企業全体がさらされているリスクの統合的管理が今後ますます注目を浴びることになるものと思われる。

統合的管理を行うということは、コングロマリット化して多角経営を行っている金融機関にとってはとりわけ意義が大きかった。統合リスク管理システムの下で、統一的な形でリスク評価ができるようになれば、金融機関内の各部門のリスクをカバーするために配分すべき自己資本額を明らかにすることができ、リスク調整後の収益率やEVA（*Economic Value Added：経済付加価値*）を計測・比較することで、異なる業態の下で異なるリスクを取っている傘下の事業部門のリスクリターンを共通の尺度で測ることができるようになる。企業全体としてどれだけの自己資本を株主から集めるべきなのかという問題にとどまらず、リスク調整後の収益を最大化するためにはどのように経営資源を配分すべきなのかといった課題に対処するための大きな手がかりを与えてくれるのである。この意味において、金融機関では、今やリスク管理は企業経営そのものと言っても過言ではなくなりつつある。

4 総合商社と統合リスク管理

一方、総合商社に目を転ずれば、この「リスクを統合的に捕捉する」というアプローチは、金融コングロマリットが受けてきた以上のメリットを総合商社にもたらす可能性がある。

そもそも総合商社が世界有数の業容を誇る背景には、その業態が本質的に国・業種を超えた「リスクの分散」の側面を内包しており、産業の構造変化にも柔軟に対応できてきたからに他ならない。しかし、この「国・業種を超えたリスクの分散」という総合商社の強みこそが、二つの意味でそのまま商社の弱みに変容しつつある。

第1には、マーケットの成熟により投資家自身が自由にリスク分散を図ることが可能となった現在、投資家自身が手元で特定分野に経営資源を集中させた勝ち組企業だけからなるポートフォリオを柔軟に組むことが可能となり、総合商社は常に不採算部門を抱えた融通の利かない投資対象でしかなくなった。従来のような総花的経営では株主の期待を充足させることはできないという点については各社共に認識しており、そろって経営資源の集中配分、いわゆる「選択と集中」を標榜し、一部の商社は総合商社の道を捨てて特定分野への特化を進めている。しかし、当然ながら「選択と集中」は「リスク分散」とは対立する概念であり、従来の強みであったリスク分散をいかに保ちながら効率的な経営へ脱皮するのかという困難なテーマに直面している。

第2に、そもそも現在の総合商社は、経営自身が十分コントロールできないところまで複雑化・巨大化してしまっているということにある。総合商社の取っているリスクは、与信リスク、市場リスク、カントリーリスク、リーガルリスク、オペレーショナルリスク、リピュテーショナルリスク等と非常に多岐にわたるうえに、取扱商品は、文字通りラーメンからミサイルまでカバーしているため、業界ごとに、産業構造、商社の果たす役割、主要なリスクから業界内の地位に至るまで各様

であることが、さらに商社経営を困難なものとしている。総合商社は一般的に商品縦割りの組織体系を採用しており、各商品主管の部門長で経営層を構成しているが、部門を超えて経営資源を配分していくための有効な共通言語はこれまでないに等しかった。共通のリスクリターン尺度が不在である中に、各部門の利害を代表する人たちで経営層が構成されるわけであるから、総花的経営を脱して主体的に経営資源を集中させると言っても、極めて困難な作業となることは想像に難くない。総合商社の多様性は、計算された多様性ではなく、結果としての多様性にすぎなかったのではないかとさえ思えてくる。

結果的に、総合商社にとっての「リスク分散」は、金融市場の成熟に伴う効率性の追求に向けたプレッシャーと、組織構造自体の肥大化・複雑化から機能不全に陥ってしまっており、これが結局アジアのエマージング・マーケットに対する過剰なリスク偏在を生み、アジア危機の痛手を大きくした遠因となったとも考えられるのである。

繰り返しになるが、統合リスク管理の考え方は、異なるリスクをVaRという同一の尺度で評価することにより、業態を超えたリスク調整後収益率の比較を可能とし、適切な経営資源配分のための指針を与えてくれる。まさにこの点が、これからの商社経営の課題である「選択と集中による効率的な資源配分」と「リスクを分散し体力の範囲内にマネージする」という二つのテーマの両立に寄与する切り札としての機能を期待される所以なのである。

各商社ともに計量化されたリスクとリターンを対比させ、リスク調整後の収益を最大化していくことを経営の根幹に据え始めている。リスクの計量化というテーマに関し、商社の試みはいまだ緒についたばかりであるが、総合商社という業態にとっては、その組織構造そのものを変革する可能性を秘めた試みでもある。時代の変化に合わせて自らを変革し続けてきた総合商社のダイナミズムに新しい力を吹き込んでいけるのか、答えが出るのにそれほど長い時間を要することはないであろう。「リスクの計量化」というテーマをいち早く制した企業が、総合商社の新しいビジネスモデルを打ち立てることになるのかもしれない。

JFTC