

第3回 ファイナンス組織が推進する企業価値の創造

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー(株) 公認会計士 あらかわ だい 荒川 大
有限責任監査法人トーマツ CFA協会認定証券アナリスト なやま たかし 中山 貴司
デロイト トーマツ コンサルティング(株) こやなぎ あきこ 小柳 暁子

1. リスクアペタイトとシナリオ分析の必要性

グローバルな情報や経済の結びつきが強まる中、政治、技術、人口、エネルギーなど様々な分野で不確実性が増している。ある地域で発生した予期せぬ事象が世界各地に飛び火するような環境では、中期的な事業計画を従来型のボトムアップのアプローチで作成すると、事業ひいては会社そのものに想定外の結果をもたらされる可能性が高まる。

不確実な時代で勝ち抜くためには、経営者がフォワードルッキングな視点を持ち、中長期の不確実性を踏まえてトップダウンの要素も加えつつ事業計画を策定するというアプローチが有効である。そのためには、マクロ事象を基点とするシナリオ分析と、経営者がビジネスの目的を達成するために意図的に取るリスク、即ちリスクアペタイトという概念が役に立つ。

企業のファイナンス組織を変革するアジェンダについては、本誌2014年6月号（Vol.454）に掲載した第1回「ファイナンス組織に求められる変革」の中でご紹介した。第3回となる本稿では、組織全体に変革をもたらすアジェンダである『企業価値創造*1』において活用可能な「リスクアペタイト」という概念と「シナリオ分析」という手法、またそれらを戦略リスク管理に活用することで経営管理を高度化する手法をご紹介したい。

デロイトが2013年に行った戦略リスクに関するサーベイ調査（グローバルで活躍する企業約300社が対象）では、およそ8割が戦略リスク管理に積極的に取り組んでおり、過去3年間では実に

94%の企業で戦略リスクの管理手法が見直されている*2。一方で、そもそも「戦略リスク」が社内ですら明確に定義されていると答えたのは66%にとどまり、「戦略リスク」という概念が普遍的に確立している様子は見られていない。

このアンケート結果だけでなく、アカデミックな研究においても、戦略リスク管理の難しさの理由のひとつに、戦略リスクの概念が確立していないことが指摘されている*3。そこで、本稿では、戦略リスクを「事業戦略の前提条件と現実の事業環境が乖離し、経営者の意図していなかった結果をもたらされるリスク」と定義したうえで、議論を進めることとする。この定義に基づくと、事業戦略と整合的でない事業計画をつくってしまうこと、事業部が計画と整合的でない事業を行ってしまうこと、事業戦略自体が適切に策定されないこと等が、戦略リスクが顕在化した例に挙げられる。この中で、本稿では、事業戦略そのものの適切性を中心に検討する。

2. リスクアペタイトによる事業戦略の評価

リスクアペタイトは、経営者が事業目的達成のために敢えてとっているリスクの種類とその大きさのことであり、平たく言うと「どこまでリスクをとるか」という事である。利益をあげるためにはどこかでリスクをとる必要があるが、それを決めるのは経営者自身である。もっとも、経営者であれば自由にリスクアペタイトを決定できるというものではない。経営者は、様々なステークホルダー（代表的には株主と債権者）の期待を踏まえてリスクアペタイトを決める必要がある。概念的には、リスクアペ

*1 企業価値創造とは、ファイナンス組織が中長期的な視点から企業を取り巻く諸環境の潮流の変化を読み解き、持続的な企業価値創出への道筋を示し、自社の企業価値を向上させる事業・企業戦略や製品・事業ポートフォリオの形成に貢献する取り組みをさす。

*2 http://www.deloitte.com/view/en_US/us/Services/additional-services/governance-risk-compliance/explore-strategic-risk/index.htm

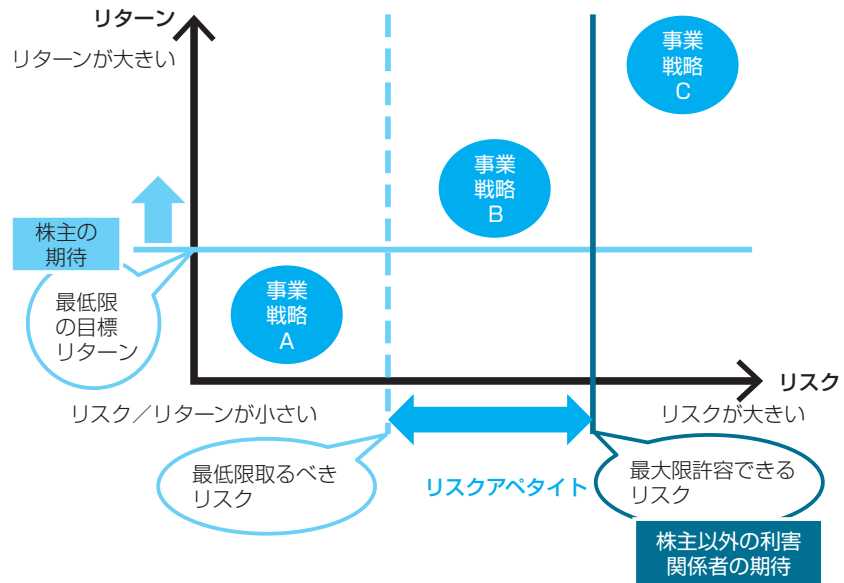
*3 川上昌直「戦略リスクのマネジメント：経営戦略にもとづく体系的研究の必要性」
<http://ir.lib.fukushima-u.ac.jp/dspace/bitstream/10270/2018/1/18-99.pdf>

イトの下限は株主が要求する最低限のリターンを反映し、リスクアペタイトの上限は債権者の期待を反映していると考えられる。こうしたリスクアペタイトという考え方をを用いると、適切な事業戦略とはそのリスクがリスクアペタイトの範囲内に収まる事業戦略と考えることができる（図表1）。

リスクアペタイトの範囲内に収まる事業戦略を考

案する際に、当初から複数の事業戦略案を作成する必要は無い。現実的には、まずはたたき台となる事業戦略を作成し、そのリスクを計測し、そのリスクがリスクアペタイトに抵触するのであれば事業戦略を修正するというプロセスを繰り返すことになる。次章では、この流れをステップに分けて、それぞれのステップで行うべきことを述べる。

（図表1）リスクアペタイトと最適な事業戦略の関係



3. シナリオ分析を用いた事業戦略リスク計測

シナリオ分析とは、将来の外部及び内部環境（ストーリー）を想定し、その環境の下で事業もしくは自社にどのような影響が現れるのか定量的に把握する分析である。これを行うためには、ストーリーの部分に相当するシナリオと影響を定量的に把握するためのツールが必要となる。このうち、ツールに関しては第4章で詳細を述べることとし、ここではシナリオが満たすべき要点を簡単に述べておく。

シナリオ分析で用いるシナリオには、①相応の発生可能性があり、②事業又は自社に相応のインパクトを持つ、ことが求められる。シナリオ分析の結果に基づいて事業戦略という重要な意思決定を行うことになるので、意思決定者が「発生するかもしれない」「発生したらどうなるのだろう」と考えるような事象を捉えた内容にする必要がある。

このような特性を持つシナリオを活用して戦略リスクを見える化し、事業戦略を決定するプロセスは6つのステップから構成される（図表2）。以下では、日系建設会社が中国における事業の計画を検証する

という想定で各ステップを説明する。なお、この会社はKPIとして売上高と利益率を設定しているとする。

ステップ①では、リスクファクター、即ちKPIに変動をもたらす要因の整理が行われる。マクロ要因（経済全体の動向等）とミクロ要因（商材価格、人件費等）、それぞれの要因に分けて洗い出すことが一般的である。

次のステップ②では、KPI（重要な経営指標）への影響を考えて、複数の階層毎に分けてステップ①で特定したリスクファクターの動きを再整理する。階層としては、マクロ経済動向、主要顧客の産業の動向、建設産業動向、自社といった具合に、全体の環境と自社の環境が結びつくような切り分けが望ましい。中国の建築ビジネスについてこれをあてはめると、マクロ経済動向については、「成長ペースは若干落ちるが伸びは続く」が、主要産業（自動車メーカー等）については「外資の誘致政策によって工場建設ニーズは続く」と整理される。建設業界動向については、主要産業動向を踏まえて「需要の拡大は続くが、競争激化で利益は伸びない」という

状況が想定される。こうした外部環境を前提とすると、自社の打ち手としては、「マージンを上げるため新たな建築技法の導入」や、「日系企業とのコネクション強化のための営業注力」、「中国事業からの撤退」、などが考えられる。こうした複数の打ち手のメリット・デメリットを把握したうえで、たたき台となる戦略を決定する。ここでは、「中国事業は縮小」という方策（以下、事業仮説）を採用しよう。

続くステップ③では、事業仮説がどのような前提で成り立っているのかを確認し、前提が崩れる可能性と重要性を定性評価する。ここでは、「建設需要は相応にあるが、取り合いになるため儲からない」という前提があったからこそ、事業の縮小が妥当な打ち手として考えられたが、例えば主要産業動向で、自動車メーカーが想定以上に工場を建設するといった前提の崩れがあれば、事業仮説の妥当性は弱まる。こうした事業仮説の妥当性を弱める前提の崩れを洗い出し、その中でも発生可能性があり、影響もそれなりに大きな前提の崩れを特定する。

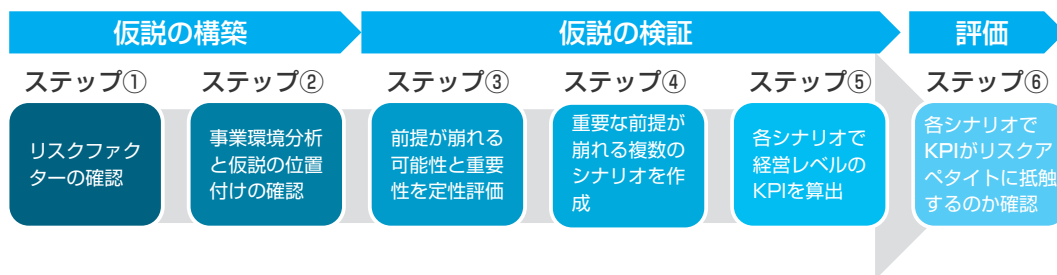
次のステップ④では、現在の環境から考えられるシナリオを洗い出し、それぞれのシナリオでステップ③で特定した重要な前提の崩れが発生するかを確認する。例として、米国で低金利が長期化するシナリオを考えてみる。こうした金融環境で米国が主導する形で世界経済の力強さが増すと、中国での設備投資は想定以上になる可能性が高い。このシナリオ

は、「中国事業は縮小」という事業仮説の前提である「工場建設ニーズは続く」という前提を「工場建設ニーズは激増する」といった形で崩すことになる。こうした事業仮説の弱点を突くシナリオを特定する。

ステップ⑤では、KPIがシナリオの中でどのように動くかの計算をする。先の建設会社が「海外事業の収益が±20%まで変動する状況は許容」というリスクアペタイトを設定しているとする。ステップ④で決定したシナリオにおいて、収益変動率が将来どのような推移をたどるのか、財務モデル等を用いて算出し、リスクアペタイトの範囲に収まるのか確認する。

最後のステップ⑥では、リスクアペタイトへの抵触状況を踏まえて、事業計画を評価する。どのシナリオにおいてもリスクアペタイトに抵触しない事業仮説であれば、それを事業計画として採用すればよい。リスクアペタイトを越えてしまうリスクを持つ事業仮説であれば、その超過の程度やシナリオの発生可能性も加味して、必要であれば事業仮説に修正を加える。収益変動率が20%以内に収まらない事業仮説であれば、より分散を効かせる、投資規模を縮小させる等の修正を行い、そのうえでもう一度リスクアペタイトに抵触するか確認するという作業を行う。こうしたプロセスによって、事業仮説を事業計画に昇華させる。

(図表2) シナリオ分析による戦略リスクの評価のためのプロセス



4. リスクアペタイト・フレームワークで用いる財務モデル

リスクアペタイトを基点とした経営管理の枠組みは、リスクアペタイト・フレームワーク（RAF）と呼ばれている。先のシナリオ分析はRAFを構成する1つと位置づけられる。この章では、RAFを構築する際に必要となる定量分析ツール（シミュレーションモデル）が備えるべき特性を解説し、その活用事例を紹介する。

RAFで活用するツールを構築する際のポイントとしては、A.財務的な部分にフォーカスすること、B.マクロ要因の変化から財務的なインパクトまでの因果関係を構造化すること、の2つである。なお、B.の因果関係を以下ではエンジンと表現する。

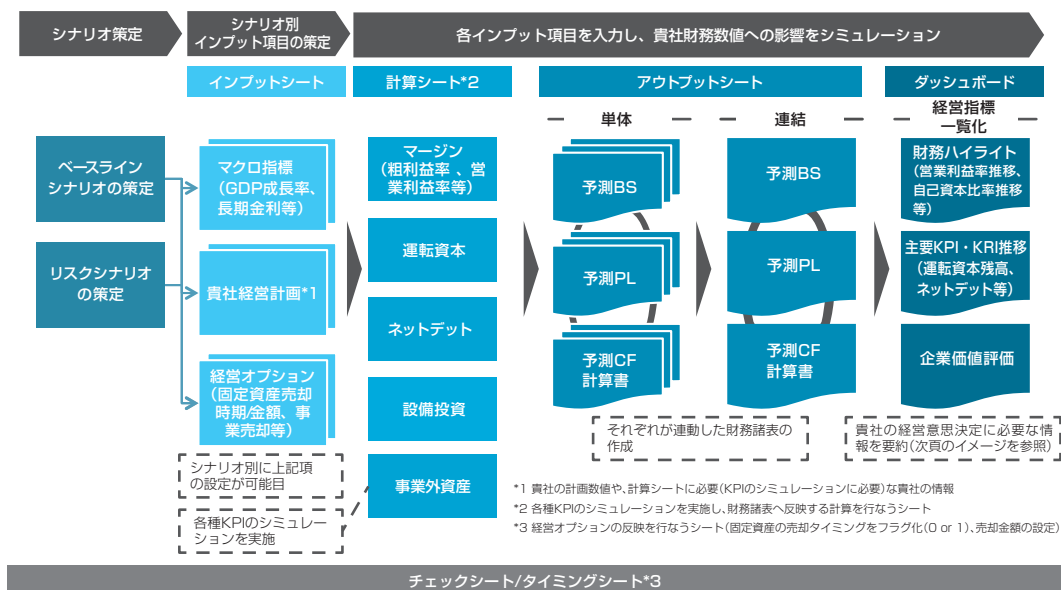
まずは上記A.の点を解説する。シミュレーションモデルの必要性和モデルが備える条件を考えるにあたって、「中長期のリスクを見える化したい」というニーズを取り上げてみる。見える化の目的としては、経営の健全性や企業価値の把握、危機対応策の

検討や収益機会の検証等に際して、意思決定に必要な情報提供を提供することが挙げられよう。このうち、危機対応策としては、コスト削減・負債のリスクスケジュール・資産売却・資本注入などが考えられるが、いずれの場合でも財務的な対応が中心となる。したがってモデル化に必要な要件としては①財務的な定量化、②中長期のシナリオへの対応、③複数シナリオへの対応、の3つがあげられる。

まず①財務的な定量化の手法については、因果関係をきちんとモデルとして定式化する必要がある。財務に関する意思決定に資する測定軸の導入については、コーポレートファイナンスや企業価値評価のフレームワークを用いると整理しやすい。②中長期のシナリオへの対応という観点では、現時点のスナップショットではなく、イベントが発生してからとるべき戦略を選ぶまでの時間軸を考慮に入れたモデルを構築する必要がある。最後に③複数シナリオへの対応という点では、簡潔なロジックによって整然と計算が流れるモデルとなっていることが求められる。

次に、前述のB.、即ちシミュレーションモデルの肝となる主要エンジンについて解説する。エンジンは、①株価・為替・GDP成長率などのマクロ経済指標の作成、②マクロ経済指標との自社事業やKPIとの関係構築、③自社KPIをさらに財務数値につないでいく計算ロジック、の3つから構成される。まず、①のマクロ経済指標については、足許の経済動向を踏まえて指標を作成する必要がある。定点観測もしくは経済環境の変化によって適宜アップデートする必要がある。次に②については、マクロ経済と自社事業やKPIの関係を図式化することから始める。図式化された関係式の一つ一つを定式化することで、定性的に表現されたストーリーを定量化する。③は、KPIと財務数値の関係をバリュードライバーツリー（自社の企業価値を複数の要因に分解したもの）で繋いでいく作業で、これも一つ一つ相関式を構築する必要がある。

(図表3) RAFシミュレーション・モデルの構成図



(図表4) ダッシュボードのイメージ図



ここで上記で説明した財務モデルを使う経営管理（以下、リスクアパタイト志向の経営管理）と、従来の進捗管理が中心となっている経営管理（進捗管理志向の経営管理）の相違点を整理してみる。従来の進捗管理志向の経営管理では、前提とする外部環境シナリオは単一のシナリオ（例えば、中期経営計画における外部環境の想定）で、それに対してリスクアパタイト志向の経営管理は複数シナリオである。モデル化する財務諸表も従来はPLだけで、管理指標はKPIと戦略目標（海外出店数など）で、ロジックツリーもKPI（PL関連項目）に終始する。それに対しリスクアパタイト志向の経営管理では、PLに加えBSやCFも必要となるし、管理指標としてはPL関連項目以外にもリスクに係る指標が必要になる。見直し頻度についても、リスクアパタイト志向の場合は予算年度中も頻繁に更新されることになる。つまり、リスクアパタイト志向の経営管理は、進捗管理志向の経営管理に比べ経営管理のスコープが大きく広がると言える。

続いてシミュレーションモデルの活用事例を紹介する。A社は、表計算ソフトで作成したリスクアパタイト志向の財務モデルを在外子会社管理に活用している。導入の背景として、在外子会社のリスクが見えにくく、特に買収した子会社については、予算対比でしか管理できておらず、そのリスクが把握できなかったため、有事が発生した際には大きな混乱が生じていた。そこで、まずシナリオを検討し、それが発生した場合のインパクトを、経営企画部門が把握することができるようにした。そのうえで、変化幅を財務ベースで見える化し、計画から若干下振れた場合は事業部門がまず挽回に向けた対応策を検討することにして、さらに大きく下振れた場合には、

財務部門が資金確保などの対応策を検討し、軌道修正をするといった役割分担を構築した。そのような体制がうまく機能し、実際にリスクが顕在化した時は、それ以前に比べ混乱を極小化することができるようになった。

この他の事例として、有事のインパクト把握のためにシミュレーションモデルを活用し始めたB社を紹介する。B社は度々有事に見舞われる環境で事業を展開していたため、有事対応は喫緊の課題となっていた。

シミュレーションモデル導入以前は、有事対応というと、トップマネジメントが有事対応委員会を召集し、財務担当者が現場からの報告をもとにシミュレーションを実施し、対応策を発動する流れだったため、対応を行うまでに多くの時間を要していた。しかし、導入後は、モデルを常にアップデートしているため、各現場からの現状報告を受ける時間も不要となり、トップダウンの形で迅速に有事に対応できるようになった。例えば東日本大震災の際にも、同業他社に比べて、迅速に在庫の積み増しなどの経営判断を行い、競争上の優位につながった。

こうした幾度かの有事対応を経てシミュレーションモデルへの信頼が高まると、これを平時の経営管理にも活用しようという機運が高まった。こうした流れを受けて、B社は経営リスク委員会を新設し、財務担当部門が月次でシミュレーションモデルで把握したリスク情報を報告することになった。そうした情報を予算管理や中期経営計画の進捗管理にフィードバックする試みも行われるようになった。この結果、経営者が環境変化の影響を常に把握しておくことが可能になり、対外的な説明力が向上したという。

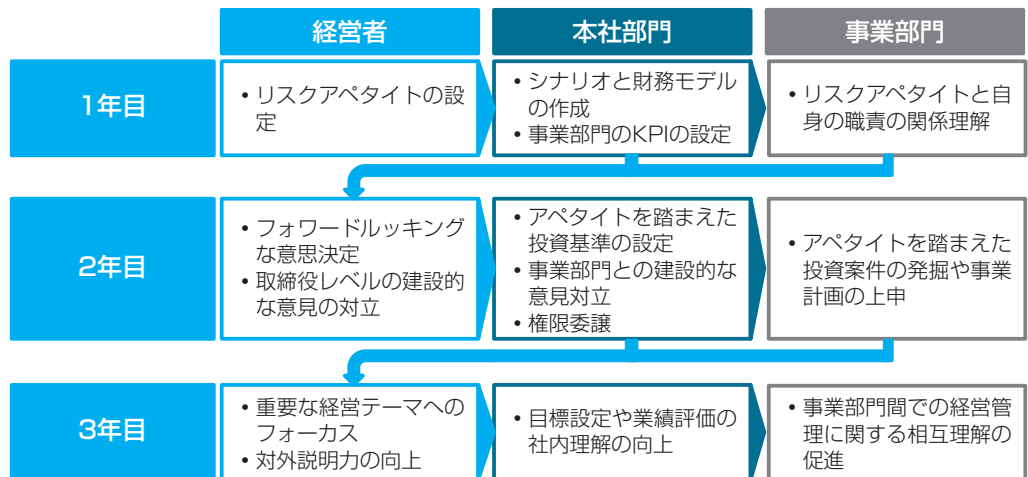
5. まとめ

RAFでは、経営者が示したリスクアペタイトが本社部門によって投資基準に反映されたり、各事業部門の評価基準に活用されるといったトップダウンの流れと、リスクアペタイトを踏まえて事業部門が投資案件を発掘したり、事業計画を策定するといったボトムアップの流れが共存する。こうした双方向の流れによって、事業部門と本社部門、本社部門と経営者の間で建設的な意見の対立が発生するようになり、これが質の高い経営上の意思決定の礎となる。

RAFは一朝一夕に出来上がるものではない。構築するために必要なパーツはいくつも存在するが、現状の経営管理体制の中で既にいくつかのパーツは出来上がっている場合もあるだろう。リスクアペタイト・フレームワークを導入しているいくつかの事例を見ると、まずは既に活用しているパーツを組み合わせることで初歩的なRAFを構築し、それを継続的に改善させてその企業に根付かせているケースが多

い。例えば、1年目で経営者がリスクアペタイトを示し、本社部門が事業戦略を評価するためのシナリオ分析を行うという体制を整えたとしよう。経営陣がシナリオ分析を、自身の関心事の影響を把握するための使い勝手の良いツールと考えれば、2年目には「こんなシナリオも考えてほしい」といったリクエストが出されたり、その結果をどのように解釈するのかを巡って経営者の間でも建設的な意見の対立が起きるかもしれない。そうして経営陣の間で育まれた安心感（リスクを想定内に収める体制が整っているという認識）によって、大胆な権限委譲が起これば、3年目にはリスクアペタイトの範囲内の出来事は各部門に任せて、経営者自身にはより重要な経営テーマを深掘りする機会が与えられるかもしれない(図表5)。より重要なことが何かは様々であるが、メガトレンドを踏まえた長期的な展望を描くことに経営者が多くの時間を割くようになれば、政府や安定株主といった長期的な視点を持つステークホルダーとの関係にも変化が現れる可能性も出てくる。

(図表5) RAFの段階的な導入例



海外事業の重要性が高まっている今日では、マクロ要因を加味した経営戦略の立案及び、全社的な経営戦略をいかに現場に落とし込んでいくかが重要なプロセスとなる。デロイトトーマツグループでは、リスクアペタイト・フレームワークの実装に必要なシナリオ分析及び財務モデル構築をオールファンクションで支援していきたいと考える。

次回、第4回はファイナンス組織を取り巻く外部環境変化として、移転価格対応を取り上げる。G20各国による税源浸食と利益移転（「BEPS」）に対応する行動計画の進展など移転価格税制を取り巻く最新のトピックを取り上げる。また、ビジネスと税務対応の双方の観点を踏まえ、グループ内の取引の価格設定についてどのように対処してゆくかについて解説していきたい。

以上

この記事に関するお問い合わせ先
 ファイナンストランスフォーメーション事務局
 e-mail : ftjapan@tohmatsumo.co.jp