



## 商社業界における「リスクアペタイト・フレームワーク」活用の可能性

2000年代前半、商社業界では資本コストの概念や、金融機関のBIS規制などの管理手法を参考に、リスクの定量化と経営管理における活用が広がった。一方、リーマン・ショック以降はこうしたリスク定量化の限界が指摘されるようになり、「リスクアペタイト・フレームワーク」などリスク管理の新たな考え方が登場している。金融機関のように規制業界ではない商社にとっても、リスクアペタイト・フレームワークは実効性あるリスク管理を目指すうえで示唆に富む部分が多いと考えられる。三井物産株式会社にて、リスク情報の把握や発信による現場支援強化に取り組むリスクマネジメント部長の金澤 赴弘氏に話を聞いた。



話し手 三井物産株式会社 リスクマネジメント部長 **金澤 赴弘** 氏 (写真上)

カントリーリスク統括室長 **首藤 賢典** 氏

聞き手 有限責任監査法人トーマツ リスク管理戦略センター センター長 パートナー **大山 剛**

※役職はインタビュー当時のものとなります。

## 2000年代前半の商社業界におけるリスク定量化の動き

**大山:** 商社業界では、これまでリスク定量化にどのように取り組んでこられたのでしょうか。

**金澤:** リスク定量化の前に、まず、一般論として商社の経営上の重要な定量指標といえば、1980年代までは売上高重視で各社が競っていた時代がありました。その後、売上高ではなく、会計上の利益に焦点が移り、さらに、同じ利益を稼ぐにしてもどの程度のリスクを取ってのリターンなのか、つまりリスクリターンに焦点が移っていったのが2000年前後かと考えます。

徐々に精練されていったようにも見えますが、振り返ってみますと、その時々では合理的な指標を選択していたのではと考えます。継続的に高度成長している経済の下では、きめ細かくリスクリターンを見るより、やはり売上、マーケットシェアの確保をすることがある程度、合理的かもしれません。少々の失敗は高い経済成長が吸収してくれることが期待できます。しかし、経済が低成長に入ってくると、やはり売上だけではなく、利益が確保できる商売なのか、さらに競争が激しくなれば、利益の質についてもしっかりと判断してゆく必要があります。

バブル経済以降、日本の金融危機、アジア危機なども経験した1990年代から、2000年代前半にかけて、各社が売上よりも利益、さらに、利益よりもリスクリターンに焦点をあてた経営指標導入に注力していったのはこうした背景があるのではと考えます。

こうした経営環境の中で、金融機関のBIS規制<sup>\*1</sup>による自己資本規制におけるリスク定量化や、1990年代後半からのVaR (Value at Risk)<sup>\*2</sup>のようなリスク定量化手法、また当時流行したEVA<sup>®</sup> (Economic Value Added)<sup>\*3</sup>などの業績評価制度を参考にしながら、商社業界に相応しいリスク定量化の手法が各社で検討されました。面白いのは、この時代、ほとんどの大手商社で同様の取組みが行われていたことです。当社でも金融機関の手法や、資本コスト、EVA等の

手法などを参考にしながら、全社リスクを定量化する仕組みを構築し、業績評価等への活用を開始しました。

ただし、商社業界の特徴は全社リスクの定量化手法が各社各様であり、監督当局のいる金融機関のように統一されていたわけではないということです。各商社が競い合い、それぞれのやり方で全社リスクの定量化を行った結果、手法や計測されたリスクの水準にはかなりのばらつきが生じていたのが実情です。

定量化された全社リスクは、経営管理に活用されました。リスク量と自己資本を対比させ、リスク量が自己資本を超過していないかを定期的にモニタリングするほか、リスク調整後の利益をベースとした業績評価制度を導入したり、投資判断においてリスク定量化手法を活用したりする取組みを推進してきたのがこれまでの流れです。

**首藤:** この時期にほとんどの大手商社で全社リスクの定量化と業績評価等の経営管理への応用の動きが広がった理由を考えると、確かに、VaRなどの定量化手法が一般化してきたこと、BIS (国際決済銀行) による自己資本規制の流れなどもありますが、外部の格付機関による要請などもあったのではないかと考えます。こうした格付機関が、金融機関等における



\*1 BIS規制: 別名 パーゼル合意。Bank for International Settlements (国際決済銀行) により設けられた。国際業務を行う銀行の自己資本比率に関する国際統一基準のこと。

\*2 VaR (Value at Risk) : リスク分析手法の一つで、現有資産の損失可能性を時価推移により測定する分析指標。

\*3 EVA<sup>®</sup> (Economic Value Added) : 経済的付加価値。企業が一定期間にどれだけの価値を創造したかをみる指標。

米国Stern Value Management社の登録商標。



経営管理、リスク定量化手法の進展などを参考に、各商社に対するレビューミーティングで全社リスクの定量化方法やその活用について質問をするようになったということも、こうした経営指標導入における後押しの一つであったと考えます。

**大山:** 商社業界ではそのような動きがあったのですね。多種多様なビジネスを展開する商社では、全社リスクを見える化できる物差しがなければ、全体のリスクを把握することは難しかったのだと思います。リスク定量化のニーズは、銀行以上に強かったと言えるかもしれませんね。

金融業界でも、かつて貸出競争が過熱した時代がありました。BIS規制等の国際規制が生まれた背景にも、低資本にもかかわらず、グローバルな競争で貸出を急激に伸ばしていく邦銀に対する“邦銀脅威論”があったと思います。邦銀を欧米銀と同じ土俵に立たせるために、国際規制が設けられたわけです。日本国内では最初、自己資本比率に関する規制はありませんでしたが、国際的なプレッシャーのなか、邦銀はリスク管理を高度化させていったという経緯があります。

1988年に策定されたバーゼル1は、バランスシートの大きさ＝リスクという単純な概念のもと、バランスシートの大きさが指標となったため、そこにリスク計量化の考え方はあまりなかったと思います。その後、90年代あたりから、リスク計測の精緻化が議論されるようになり、2004年にはリスク量と資本コストを考慮したバーゼル2が導入されました。この前後から、リスク調整後リターンの考え方が広がっていきました。

## バックワード・ルッキングな手法の限界から、フォワード・ルッキングな手法の誕生へ

**大山:** 金融機関はバーゼル2によるリスク管理手法を全面的に取り入れましたが、それを実践すればするほど、次第にほころびが出始めるようになります。その最大の理由は、バックワード・ルッキングなリスク定量化手法に限界があったことです。

バーゼル2までは、リスクとは原則、当局が主に過去の事象に基づいて定義するものでした。つまり、過去一定期間内のリスクファクターの変動や、過去にあったものと同様の大規模損失事象が起きた場合に備えるためのリスク管理だったのです。金融機関のリスク管理部署にとっては、当局からの指示に従ってリ

スクを計測し、報告することが最大のミッションであったと言っても過言ではありませんでした。経営陣が最も恐れていたことは、当局が求める自己資本比率を下回ることです。当局への報告のための数字ですから、それを経営戦略に活用していたかという点、そうではなかったと思います。

また、当局が定義するリスクですから、それぞれの金融機関が捉えるべきリスクが十分に反映されていたわけではありません。しかも、過去のデータに縛られるため、将来どんなに有り得そうだとされても、それが数字に反映されず、戦略的に後手に回ってしまうのです。こうした問題が顕現化したのが、リーマン・ショックだったのだと思います。

この時の反省から導入が進んだのが、新たなリスク管理の枠組みである「リスクアペタイト・フレームワーク」です。「すでに終わった戦い」にとらわれるのではなく、次の戦いに向けたリスクを定義するための枠組みです。リスクアペタイト・フレームワークでは、それぞれの金融機関が捉えるべきリスクは、それぞれの金融機関で異なると認識することが、そもそもの出発点です。そのうえで、ステークホルダーの期待を前提に、経営上重要なリスクをフォワード・ルッキングな形で特定し、経営として「敢えて取るリスク」の範囲を決定します。計測が困難なリスクに関しては、将来的な視点も加えたストレスシナリオを活用することで、見える化していきます。企業や金融機関が主体的に取り組んでいかなければならないという点で、これまで



の規制とは一線を画すものがようやく登場してきたところだと思います。

ただし、リスクアベタイト・フレームワークは、まだまだ試行錯誤の段階です。今後実践を重ねていく中で、コンセンサス形成が進んでいくものと考えています。

**金澤:**我々も、これまでは従来の手法でリスク定量化を行い、全世界に保有するエクスポージャーの額なども算出していました。しかし、数年くらい前から、将来に焦点をあてたフォワード・ルッキングなリスク管理の必要性を感じるようになりました。そのきっかけとなったのは、定期的に行っていた国別のエクスポージャー報告の際の幹部からの指摘です。開示資料にもある通り、当社のブラジルエクスポージャーは相応な金額となっています。まだ資源価格も相当に高かった時の報告の際に幹部から、「このブラジルとして報告されているエクスポージャーの多くは実は、ブラジルの経済減速やカントリーリスクに大きな影響を受けるというより、むしろ、ブラジルから輸出する商品の需要国、例えば中国の動向により大きな影響を受けるのではないのか。国別にポジションをリスクとして見るのではなく、例えば、資源価格が急落したら、それぞれのエクスポージャーはどのような影響を受けるのか？ 報道にあるように、中国経済が大幅な減速をしたら、どのように世界経済や市場に波及して、当社にどのような影響与えるのか？ そうした情報が知りたい」と指摘がありました。

つまり、当社のエクスポージャーを従来通りに、国別や産業別に分類するだけでは、経営陣に対するリスク報告としては不十分で、例えばブラジルのエクスポージャーはブラジルのカントリーリスクとしてのみ捉えればよい、というわけではなく、これだけグローバル化が進展すると、中国含め世界中の様々な政治、経済、地政学事象が、様々な波及経路を伝播して経営に大きな影響を与えうる。そうした点も留意した上で、各国や各地域での政治、経済、地政学のイベントとリスクの相関をもっと掘り下げて分析する必要があります。そう経営陣から課題を突き付けられたのです。

そのようなこともあり、当部ではより適切な経営判断に資するリスク管理の枠組みを探し求める中で、数年前からよく耳にするようになったリスクアベタイト・フレームワークに興味深くフォローしていました。2年ほど前でしょうか、当部の担当者がトーマツ大山さんのセミナーでお話を伺った際、金融機関はリスクアベ



タイト・フレームワークにかなり本腰を入れて取り組んでいると実感し、我々もこのフレームワークを一部でも活用して、当社のリスク管理の枠組みの向上に利用できないかと検討を始めました。大山さんとの月一回の勉強会では、グローバルに発生しているリスク事象をヒートマップと共にご説明いただき、またリスク関連情報としてまとめられたストレスシナリオを活用して、網羅的でフォワード・ルッキングな当社独自のストレスシナリオの作成に取り組んできました。いまだ具体的枠組み策定の段階にまでは至っていませんが、さらに検討を重ね、実務的な観点からも活用できる枠組みを構築していきたいと考えています。

### ストレスシナリオを中期経営計画に反映させる試み

**金澤:**当社は今年、今後3年間の新中期経営計画を策定しましたが、中経の策定においてもストレスシナリオやストレステストを織り込めないか、昨年頃から検討を始めました。我々は外部のアナリストからも収益の資源偏重が指摘されておりますが、近年は資源以外の収益割合も増やそうと経営が舵を切る中で、「資源」と「資源以外」の分類で議論してきました。前回の中期経営計画はその分類を改め、攻め筋の事業分野を7つ特定し(今期からは3つの中核分野と4つの成長分野)、それらを徹底強化していく方針に変えました。そうした中、各分野におけるストレスシナリオやストレステストの作成を試みました。ただ、イメージはいろいろとあるのですが、いざ、具体論に落とそうとすると、これはなかなかハードルが高いと感じています。



**大山:**ステークホルダーの期待をどうくみ取るのか、それをどうリスクアペタイトに結びつけるのか。これが意外に難しいということでしょうね。

**金澤:**ステークホルダーに関連して言えば、最近、商社業界ではレバレッジに関する議論があります。つまり、レバレッジを下げて財務体質を強化しようとする動きが一部であるわけですが、これはレーティングをかなり意識したもので、リスク管理の観点から言えば評価されることです。しかし、マーケットの反応は、成長を求めるならレバレッジも必要だという見方も多いようです。これらの両方に目を配る必要があると、我々も相当意識するようになりました。

**大山:**おっしゃる通り、異なるステークホルダーは、時に真逆の要求をしてきます。全てのステークホルダーを100%満足させることは不可能ですから、彼らの要求を経営の覚悟の中でどうバランスさせていくかを考えなくてはなりません。それを明確に示すのが、リスクアペタイト・フレームワークの要素の一つでもあります。

## リスクアペタイトの導入で、 リスクコミュニケーションの活性化を図る

**金澤:**リスクへの向き合い方として、従来は「リスクは危険だから抑えよう」という側面が強かったのに対し、「リスクアペタイト」の考え方は、「アペタイト」という言葉が表すように、「成長のためにリスクを取って取る」というものです。これは少なくとも、従来のリ



スク管理部門から発信されることはほとんどありませんでした。むしろ、当社で言えば、経営企画や業務推進の部門が担ってきたことです。リスクアペタイト・フレームワークを導入することで、リスクを抑えることと、リスクを取って取ることの両面をバランスを取りながらやっていくという意味で、今の時代に相応しい考え方ではないかと思います。

また、それによって、今まであまりなかった組織内でのリスクコミュニケーションも活性化できると期待しています。経営トップや管理者・実務担当者での縦のコミュニケーションのみならず、各管理部門や各営業部門など部門を超えたコミュニケーションを通じて、様々な切り口でリスクに関する議論が行われることで、全体でバランスの取れたリスクの取り方ができるのが理想だと思っています。ただし、これは「言うは易し、行うは難し」であることは承知しています。大山さんにもぜひお知恵をお借りしたいところです。

**大山:**「アペタイト」は確かに取っつきにくい言葉ですが、社内共通の言葉として日常会話で自然に出てくるようになれば、しめたものです。金融機関でも、少し前までは「アペタイト」という言葉を嫌がる傾向がありましたが、最近では「アペタイトは十分」とか「アペタイトが不足している」などと、会話の中に頻繁に出てくるようになった印象です。

リスクアペタイト・フレームワークの導入には、また、自分たちのミッションを自分たちがどう認識しているのか、またそれに向けてどう動いているのかを明確にするメリットがあります。同じ社内でもリスクに対する捉え方がそれぞれ違うことも多いですから、共通認識を持つことでミッションをより果たしやすくなる側面があると思います。加えて、社外取締役など、会社のリスク状況をそれほどよく把握していない人たちへの説明責任の役割も果たします。

**金澤:**説明責任については、我々も意識する機会が増えてきました。昔は社外取締役や監査役がそれほど多数ではありませんでしたが、現在はこうした社外取締役や監査役の数も増加し、また、リスク管理等への意識も高く、改めて自分たちの事業やリスク状況を整理して説明をする必要性を感じます。そのような場合に、リスクアペタイト・フレームワークのような枠組みがあると、社内外で共通認識を持ちやすそうです。

**大山:** リスクアペタイト・フレームワークの導入は、ガバナンス改革にほぼ匹敵するようなことだと考えています。ただし、導入したことで、会社にとって必ずしも都合の良い“アンタッチャブルな”部分も明らかにしてしまう側面も否めません。言い方を変えれば、アンタッチャブルな部分を極小化するの、リスクアペタイト・フレームワークの役割と言えるのかもしれませんが。

### エクスポージャーの期間の違い

**首藤:** ところで、金融機関と商社では「アペタイト」に対するアプローチは若干異なると感じています。「アペタイトがあるから、リスクを取ろう」という場合、これは私のイメージですが、証券会社や金融機関のほうがリスクを取りやすい気がします。というのも、例えば経済成長が期待できる国や地域において、証券や融資債権等でエクスポージャーを増加させるのは簡単ではないでしょうが、商社のような事業投資を行うよりも比較的楽ではないかと考えます。融資にしてもある程度、期間を短くすることで、市場下落局面でその国のポジションを絞ってゆくことも比較的容易だと思えます。

一方で我々商社は、非常に長いスパンで事業投資をします。長い場合は事業期間が数十年になります。この場合、景気は循環し、為替も大幅な変動を繰り返す、政権も交代する、そうした時代の大きなうねり乗り越え、しっかりと継続できるような長い視野で事業を展開していくことが求められます。景気が悪くなったからと言って安易に事業から退出できるものでもなく、また、逆にちょっと景気が良くなったからといって気軽にすぐエクスポージャーを増加させることができるわけでもありません。この意味で「アペタイトがあるから、リスクを取ろう」というアプローチがそれほど容易にできるものでもないと感じています。勿論、商社では様々な事業を展開しているため、一般論として言うことは難しいかもしれませんが。

**大山:** 確かに商社の場合、ビジネスリスクそのものを張ることになるため、そのリスクを計量し、実際に事業に結びつけるには時間がかかると思えます。ですから当然、短いタイムホライズンでは難しいかもしれませんが、少し長いタイムホライズンで見れば、議論の余地は開けると思えます。その場合にはまず、足許



直面している状況が、「サイクル」を反映したものなのか、或いは「不可逆的なショック」や「トレンド」を反映したものなのかを見極める必要があります。「サイクル」的の事象であれば、状況が悪化しても「我慢」という対応があり得るでしょうが、「不可逆的なショック」や「トレンド」の場合は早期に打ち手を考える必要があります。その上で、特定化したリスクが一定のアラーム水準に達した時の対応（例えば、新規投資を抑制するのか、保険やヘッジ手段でリスク軽減を図るのか、エクイティ部分のストラクチャー化によって一部リスクを切り売りするのか、一部事業を売却するのか、完全撤退に向けた議論を始めるのか等）を、予め決めておくことも一つの方法です。なお、最近は金融機関にも、金融庁を始めとするステークホルダーから、「難しいところにも長期的視点からリスクを張ってほしい」（例えば、地方の産業の再生等）というプレッシャーは確実に強くなっています。

そのような状況の中で、リスクアペタイトを評価体系にどう結び付けていくかは、金融機関にとって大きな課題です。トップダウン的にアペタイトを設定しても、末端にまで浸透させなければ、単なる議論で終わってしまいます。末端にまで浸透させるには、インセンティブ体系と結び付けるのが効果的です。「アペタイトはあっても、案件がないかもしれない」というなら、そのアペタイトを満たした場合のインセンティブを高く設定する方法も考えられます。



左から三井物産株式会社 首藤氏、金澤氏、トーマツ 大山

**金澤:**なるほど、社内評価のやり方も変えていく必要があるわけですね。当社の経営陣が求めるのは、10年先や20年先を考えた時に、ゲームチェンジになるような案件だったりするわけですが、そういう案件はそうあるものでもありません。しかし、ゲームチェンジを

狙うという経営側の意思を、リスクアペタイト・フレームワークを活用して社内に腹落ちさせることができれば素晴らしいと思います。そういうものをぜひ目指していきたいです。 **㊟**