

事業収益とリスクマネジメントをダイナミックに展開

—三菱商事における事業ポートフォリオ—



真田 佳幸（さなだ よしゆき）

三菱商事株式会社 新機能事業グループ グループコントローラー部長

1978年東京大学法学部卒業、同年三菱商事（株）入社、審査部に配属。1987年から米国三菱商事ロサンゼルス支店、ニューヨーク本店勤務を経て、1995年投融資審査部投融資Cチームリーダー、企画チームリーダー。1999年リスクマネジメント部ポートフォリオ管理室長、2000年新機能事業グループGCFO補佐。2001年から現職。

Point

- ① かつて総合商社はトレーディングの世界を活躍の主な舞台としていた。今やその分野が全収益に占める割合は後退し、「事業投資」による利益が大きく台頭してきている。
- ② この事業環境の激変に応じて三菱商事は、独自のMCVAという事業リスクをも勘案する経営管理指標を設定し、05年におけるROE達成目標15%⁽¹⁾へ向け邁進している。
- ③ アジア危機という逆風を逆手にとって、1998年にリスクマネジメントにも同社独自の経営指標を策定し、それを新たな形で、ポートフォリオマネジメントに反映させている。
- ④ 本稿は2003年10月に行われた三菱商事の真田氏の講演をもとに要約したものである。

(1) 03年講演当時。現在は07年度連結純利益1,800億円が目標。

ポートフォリオの組み替えによる機能の強化

三菱商事は3年単位で中期経営計画を策定しており、現時点では2001年度から03年度の「中計（中期経営計画）」である『MC2003中計』を終えたところである。それまでの「中計」が全体としての整合性が不十分だったり、散発的な施策にとどまることが少なくなく、継続性もあまりなかったため、『MC2003中計』は『MC2000中計』を踏まえて、その継続性を意識した。時代環境として『MC2000中計』は、ちょうど開始時期の98年がアジア危機にぶつかり、当社も危機感を持った時期である。バブル崩壊後の不景気も長期化し、低成長が定着したという認識であった。

その中で、リストラだけでは企業は生きていけない。経営戦略にメリハリを付けることが肝要になる。そこで、戦略分野を明確にすることを第一の目

標とした。その過程で選別が不可欠となる。ついで第二の戦略として選別するツールとしてのEXITルールを策定した（詳細後述）。第三の戦略は、新機能事業グループという全く新しいグループの設立による商社機能の再強化策である。第四の戦略は、人事制度の改革を含む高コスト構造の変革である。

環境変化に対応するため、商社機能の再強化とポートフォリオの組み替えによる事業領域のシフトが必要である。

『MC2000中計』では以上の方針に基づき、「選択と集中」「高コスト構造の変革」など、方向性の整理を付けた。『MC2003』はこれを、より発展させて収益力を強化する方向を打ち出した。階層を三段階に分けて管理する仕組みとし、下層の基礎部分が既存分野＝コアコンピテンスであり、これが会社で中核となる。

戦略判断のよりどころとしては、ポートフォリオマネジメントである（図表1参照）。

二番目の中層はドットコマース戦略である。かつてeコマースといわれ、商社の仲介ビジネスがすべてWebの世界に置き換わっていくのではないかと、言われていた。当社は、ドット＝サイバーとコマース＝リアルの世界を融合した事業モデルを追求していこうとしている。

三番目の上層はR&Dである。つまり、将来の利益の源泉を得るために、事業開発に取り組むことである。その利益をもたらす時間目標の設定としては、第一期が今日の、第二が明日の、そして第三が明後日の利益の源泉ということである。

当社はこれらを踏まえて、2005年3月期にROE15%達成が当面の目標である（注：『03中経』の目標であり、2004年7月23日に新しい中経『Innovation2007』を発表）。

MCVAとBU制度を導入したMC2003の基本骨格

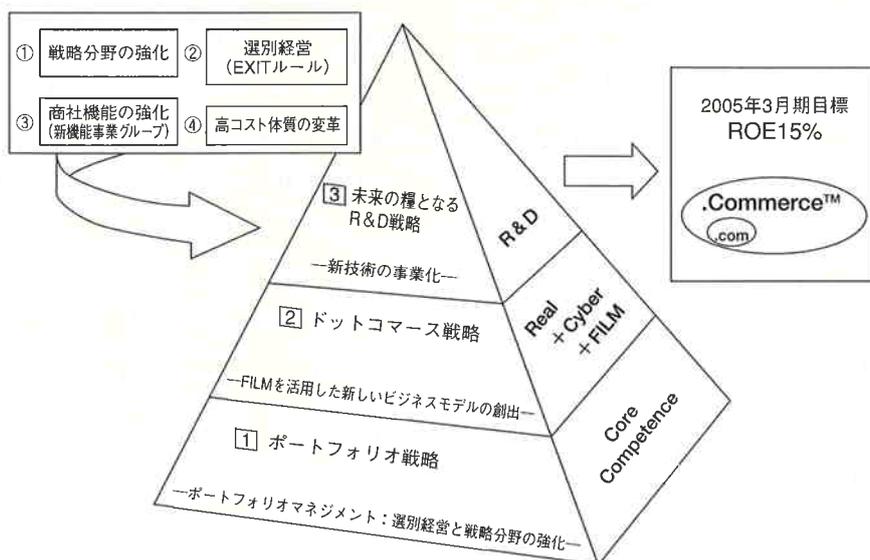
MC2003の基本骨格として、三菱商事流のEVA的な概念を導入している。

特徴的な点は、当社は資本コストに最大想定損失を持ってきているところだろう。商社は何でも屋という意味で、もともと事業をポートフォリオ的に運営していると言える。かつては個々の事業グループが別々にポートフォリオを形成していても、巧まざるポートフォリオ、すなわち、ある程度バランスの取れた事業構成になった。しかし、成熟した低成長の今日の経済環境では、事業のリスクをよく見て事業ポートフォリオを組む必要があるため、リスクに基盤を置いたEVAという考え方を導入した。EVA的な概念であれば絶対額で出るので、比率指標と異なり縮小均衡にもなり難い。

経営管理制度に関しては、同時期にビジネスユニット（BU）制度を導入した。これは計数管理におけるドンブリ勘定を排するため、単位を細分化したものである。現在、170程度のBUに分かれている。

評価報酬体系に関しては、BU業績ボーナスという制度があり、BUの業績に連動してボーナスが出るものである。また、全社の業績も当然、業績評価の対象となる。更に、個人別考課があり、これらを踏まえると約半分が変動部分となる。

図表1 三菱商事の中長期成長戦略



出所：三菱商事

総合商社の業態変遷：**トレーディングから事業収益の拡大へ**

商社の業態は、もともと戦前の輸出入取引から始まり、やがて大型のプロジェクトや資源案件に広がっていった。日本は加工貿易国、つまり石油や鉄鋼原料などの資源を輸入し、加工して鉄鋼などの製品やプラントなどの大型のプロジェクトとして輸出してきた。この業態は、90年代には減少傾向にあったが、最近、再び中国ブームで活況を呈している。

次に、事業投資であるが、この目的も変化してきている。かつては株を持つことによって投資先と親密な関係を築き、取引の継続や新しい取引を作り出すことが目的だったが、1990年頃から、投資した企業価値自体が高まらなければ、リスクが大きく、取引自体も成り立たないと認識され始めた。当社は商社の中では勝ち組みといわれているが、その理由を求めるとすれば、この投資目的の転換が、他社より早かったことが一因といえるのではなからうか。

冷戦の終焉による経済環境の変化がもたらした新しいリスクマネジメント

経営環境の大きな変化として、リスクの巨大化やグローバル化があげられる。グローバルに展開すれば、事業規模が大きくなり、リスクも巨大化する。従来は連結ベースでリスクを管理することはほとんどなく単体のリスクとリターンだけを見ていればよかったが、現在のビジネス実態が「事業投資」中心になってきているので、商社リスクのほとんどは「外」で発生する。つまり、リスクを連結ベースで見なければ意味がなくなっている。

また、リスクとリターンのバランスという問題にも改めて注目する必要がある。高度成長期は、バランスが悪くても成長過程で自然治癒してしまうことも多かった。しかし、現在のような低迷の時代、そのバランスが悪いと苦境に陥り、手痛いしっぺ返しを食らう。例えば、平均リスクリター

ン率が10%を標準モデルとして、100のリスクを張って10のリターンを得る想定の場合でも、低成長時代には5のリターンしか得られなくなるということが十分に起こり得る。この場合、いつまでもこのビジネスに頼るわけにはいかない。

従って、リスクリターンの考え方をポートフォリオマネジメントにビルトインして、経営資源の再配分をしなければならない。総合商社の実態は個別部門の寄せ集めのような体質がある。かつて高収益だった事業部が衰退し、逆にお荷物だった部門が収益を上げることもある。ただ、いずれの場合も、社内での人材の流動性が極めて難しいという問題がついて回る。

BU制導入のきっかけには、このような事情も勘案した結果である。つまり従来は、ドンブリ勘定で、本当に儲かっているのか、どの部門のどの製品が収益源なのか、足を引っ張っているのか、個々にはしっかりと把握できていなかった。

事業中心のリスクマネジメント

従来は、与信・投資・カントリーリスク・ポジション・トレーディングなど、個々の取引種類ごとにリスク管理規定ができていたが、これら個々の取引種類ごとのリスクを足しても会社全体でどの程度リスクがあるかを把握していたとは言えなかった。そこには、個別最適を追求していけば、予定調和的に全体最適になるという考えがあった。

最近ではビジネスの主体が「事業投資」中心になってきたこともあり、全体のポートフォリオの把握が重要となっている。事業にはステージ、あるいは会社としての寿命があるため、トータルのポートフォリオマネジメントを指向せざるを得ない。

リスクマネジメントのルールも、リスク種類別のルールでは問題が多い。全社的な整合性が必要である。リスクの計測では、リスクマネーによる管理では不十分である。例えば、ロシアでの100億円プロジェクトであれば当然カントリーリスクが伴う。国内での100億円投資とはリスクの

性格がまったく違うし、当然危険度は高い。ところが従来のリスク管理では、100億円という金額を管理のメルクマールにしていた。日本とロシアで100億円ずつの取引をしたとして、足して当社全体で200億円のリスクがあるという考え方が無意味であるという認識が必要になっている。

そこで現在は、管理のポイントを実質リスクに置いている。実質リスクとは表面的なリスクマネーではなく、一般的には金融界で、「最大想定損失」と呼んでいる概念である。つまり、リスクマネジメント・ルールに実質リスクを導入することにより、リスク全体の統合的管理、すなわちポートフォリオ管理ができるようになる。

時価評価に基づく実質リスクマネジメント

従来は表面的なリスクマネーに基づくリスクマネジメントであった。一方、実質リスクに基づくリスクマネジメントでは、時価とボラティリティをもとにリスクを計測する。実質リスクをベースにしてリスクの上限枠を設定する。当社は、株主資本に含み益を加えたものに対して、実質リスクがその範囲に収まるように管理している。また、実質リスクに基づいてポートフォリオを管理する。

取引資産、売上債権や投資資産は相手先があるためカウンターパーティリスクと呼ぶ。カウンターパーティを格付けして、格付けごとの時価やボラティリティを決める。また、ポジションを取っている取引がある。商社である以上当然だ。ここにはマーケットリスクが発生する。変動する時価に対するリスクだ。

格付けに基づく確率論的に予想されるリスクを過去の統計に基づいて算定するが、実際にはこのリスクの現れ方は年によって異なるし、時価も変動する。これが予想外損失である。より厳密にいうと、予想損失は確率的に予想される部分であり、厳密に時価会計を導入すると、每期P/Lに反映される。リスク統計学ではこれを損失とはわずにコストとしている。每期P/Lに反映

しきれない部分と予想外損失を当社は実質リスクと呼んでいる。

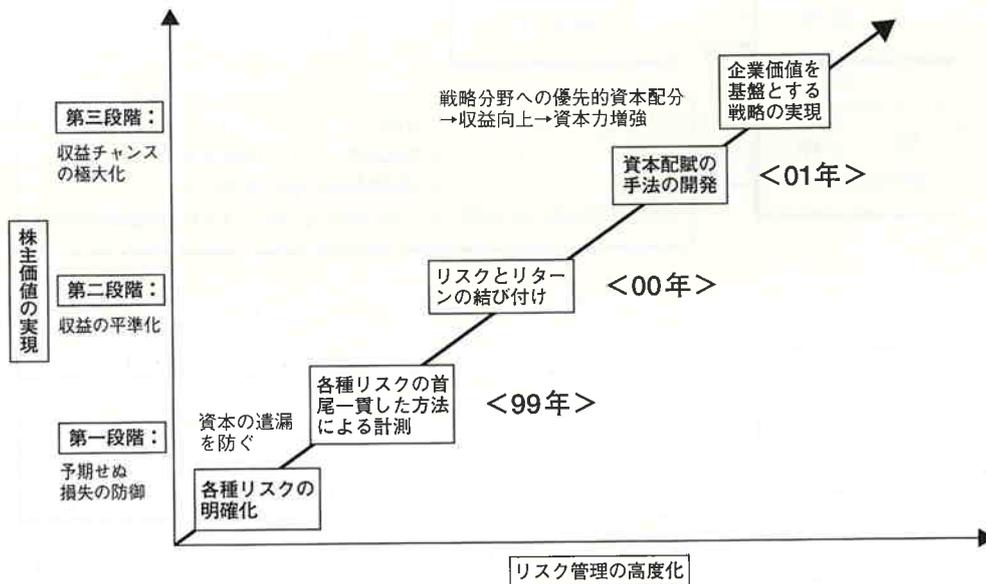
では実質リスクとは何か。これはボラティリティであるため、それをカバーする資本が必要になる。それをリスクキャピタルと呼んでいる。従って、実質リスクは株主資本でカバーされていなければならない。株主資本に対しては株主資本コストがかかる。ボラティリティがない部分は、有利子負債で十分対応できる。ここでは負債コストがかかる。加重平均した資本・負債コストがかかって、収益とどちらが大きいかにより、企業価値を創造しているか、喪失しているかを判定する。

実質リスクによるリスクマネジメントの発展段階

実質リスクによるリスクマネジメントの発展段階に関して考えてみよう。第一段階では予期せぬ損失を防御する。もし起こったらどうするか、社内体制は最低限この点をカバーしていなければならない。この段階がきちんとしていないと、発展段階に進んでもリスク管理は脆いといわざるを得ない。第二段階は、各種リスクの首尾一貫した方法による計測。これができて初めて、リスクとリターンの結び付きができるため（第三段階）、収益の平準化という比較ができる。第四段階では、リターンの低いところからは資本を取り上げ、リターンの高いところに資本を配分する。これがポートフォリオマネジメントの本質的狙いだ。これが実現すると、第五段階として、企業価値を基盤とする戦略が実現される。図表2において、各年度に当社がどの段階にあったかというイメージを示している。実質リスクは98年頃から研究し始めて、99年度に導入しているため、これが第二段階である。また、リスク対リターンを見ながら、会社のポートフォリオがどうなっているかを教育・宣伝してきたのが2000年頃である（第三段階）。

2001年からは『MC2003』に入り、初年度からMCVA（Mitsubishi Corporation Value Added）を導入して資本配分に踏み込んでいる（第四段階）。

図表2 実質リスクによるリスクマネジメントの発展段階



出所：三菱商事

事業投資先からの大胆な EXIT ルールを設定

80年代後半以降、「事業投資」が商社の主戦場になってきた。取引についても売掛債権や融資債権について、以前にも増して精緻なリスク計算をしている。従って、どの程度リスクがあるか十分把握できる。

しかし、事業の場合のリスクは関係当事者以外にはなかなか分からない。しかも、当事者は隠そうと思えば、いくらでも隠せる。なかなか時価評価の概念になじまず、そもそもそういう発想がなかった。1999年4月から導入しているEXITルールには、不振先からのEXITとピークアウト先からのEXITがある(図表3参照)。

不振先からのEXITでは、格付け9または10のケースである。ほかには債務超過、または3期連続の赤字。3期連続投資利益が赤字の先である。投資利益とは、擬似的な連結利益ケースと考えてもらえばよい。これは単体側＝親会社側で発生する投資にかかわる金利や、この事業に関係している営業費を見る一方で、取引によって利益を上げる、お金を貸していれば金利が入ってくるなど、

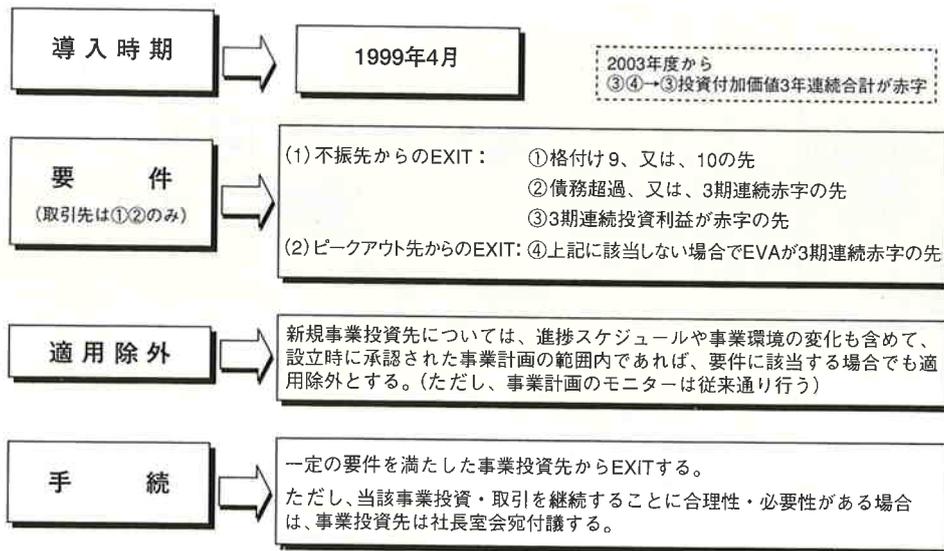
が対象となる。単体側で発生する損益に、事業投資先側の自己資本の増減を加えて計算する。

擬似連結利益が赤字の場合を考えよう。単体側が取引利益を抜いて儲かっている、投資先が儲かっているなければ赤字になる。逆に、投資先がいくら儲かっている、本体側でコストがかかっているれば赤字になるため、投資しても意味はない。

ピークアウト先からのEXIT、すなわち不振ではないがEXITするケースがある。EVA3期連続赤字の場合がそうである。かなり実績のある会社が該当することが多い。EVAで資本コストが大きい会社である。自己資本が大きいということは過去に儲けてきたことを意味する。かなりの会社は上場している。このルールは導入当時、社内では反論が多かった。しかし、ピークアウト先からEXITする発想は絶対に必要である。

少し複雑だが、2003年度から投資付加価値3期合計が赤字という基準に置き換えている。これは上記の複合版で、従来の投資利益のところで資本コストを見る概念である。

図表3 事業投資先のEXITルール



出所：三菱商事

EXIT ルールの特徴は、一つは定量的なことで、定性的な判断は一切入れていない。定性的な判断を入れると、現場はあらゆる言い訳をする。定性的な言い訳が戦略につながると錯覚しがちだった。しかし結局、戦略は儲けるためのものである。儲かってないということは戦略が正しくない、効果が現れていないことになる。

また、拳証責任の転換という考え方を打ち出している。経営側がなかなか現場を説得できない。これは日本的なガバナンスである。それを今回は定量基準に代えたため、逆に現場がEXITしない理由を説明しなければならなくなった。現場に言い分があれば、社長室会で説得しなければならない。戦略はトップが議論して判断すべきものである。

リスクマネジメントの認識を深める業績評価

リスクマネジメントを効果あらしめるためには、業績評価などに結び付けなければ、インセンティブが働かない。

比較的早い時期に、連結管理の必要性が叫ばれ、連結利益が業績評価の中に入ってきた。90年代に入って、今度はROAやROEでの管理がいわゆるようになった。グループごとに社内資本

金を配分する理由がここに生まれたのである。資本金を配分しないとROEが計算できない。ただし、ここまでの考え方には、リスクという概念がまったく入っていない。

次に社内資本金を配分したため、資本コストを意識する必要が出てきて、資本コストを計算するようになった。ここで初めてリスクを考慮することになる。資本コストにリスクプレミアムを上乗せした、いわゆるβ値とは違う社内独自の計算方法である。

2001年からは実質リスクによる管理を開始した。実質リスクに対するリターンが業績評価の指標となる。今のところ、これがリスクマネジメントの最終形だと考えている。ただ、この制度を完全にこなすためには、不断の制度改良と運用面での工夫が必要と思っている。

当社のBUボーナス制度の指標はMCVAである。もちろん、会計上の利益が分子に来るが、実質リスクの増減によって、MCVAも増減する。

新しい経営指標 MCVA の確立

MCVAは、当社として定義する事業収益から資本コストを差し引いたものを指す。事業収益と

は持合株式を売った損益を除いた利益である。資本コストは、実質リスクに株主資本コストを掛けて算出する。

同じ 100 億円を国内の取引先に貸す場合は、実質リスクに基づけば、より貸し倒れリスクが低いところに貸すという誘引が働く。例えば 100 億円の投資に対して、A 企業はおそらく潰れないが 1 億円しか儲からない、B 企業は危ないが 3 億円儲かるという時、どちらを取るか。これはマネジメントを間違えると 3 億円に走りがちだ。

MCVA 導入の一つのポイントは、資本コストの概念を導入したため、これに基づいて資源配分をすることだ。また、実質リスクの活用として、商社はいろいろな事業を行っているため、一つのモノサシで外部から見分けて分かりやすくしている。更に、持ち合い株は過去のいろいろな経緯に基づく先祖の遺産のようなものであるため、ここでは真の実力ではないとして省いている。

また、絶対額の指標であるため、EVA の概念からいっても、マイナスを減らすことはよいことになる。10 億円儲かる予想が 15 億円になればプラス 5 億円、会社にとっての貢献もプラス 5 億円になる。また、10 億円損する予想が 5 億円の損になってもプラス 5 億円である。P/L 上は同じインパクトであり、同じように扱わなければならない。

ただし、気を付けるべき点がある。例えば高度成長期であればベースも伸び、基本的には 1 件 1 件の取引ごとに損はしない前提でいるため、多くの取引をすればするほど儲かる仕組みである。ところが事業投資収益中心のビジネス運営では、事業で 100 戦 100 勝はあり得ないため、単純に右肩上がりで行くことは難しい。同じ事業であっても、事業環境は絶えず変わる。今年は景気がいいから 100 だが、翌年は景気が悪いから 50 しか儲からない場合、100 がすこぶるよくて、50 が悪いとは必ずしも一概にはいえない。逆に、100 儲けているときに、他社では 200 儲けているかもしれない。

つまり、右肩上がりで事業予測を立てることが本当によいことなのか、再考の余地を与えてく

れる。実質リスクはバリューアットリスクと呼ばれているが、これに対してアーニングアットリスクという考え方がある。これは収益がリスクに晒される状態だ。まったく同じ事業であっても、環境の変化によって収益は変動する。その変動を織り込まなければ、真の経営計画にはならないという問題意識である。

将来予測を見通した MCVA

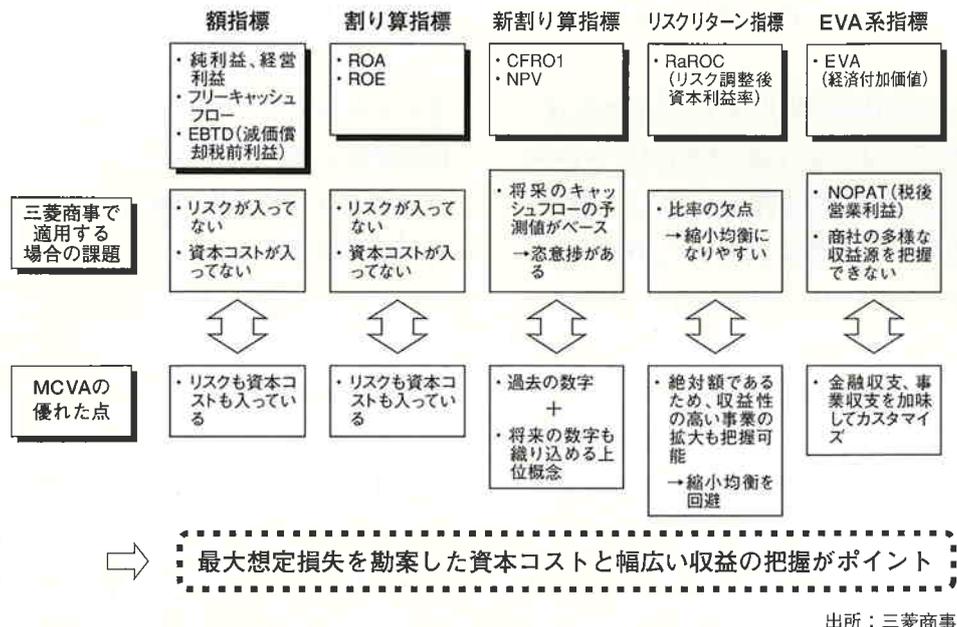
MCVA と他の経営指標の比較として、まず定額としての指標である点を挙げたい (図表 4 参照)。MCVA 以外では、リスクが入っていないし、資本コストも入っていない。また、割り算指標としては、比率で ROA や ROE がある。これもリスクと資本コストが入っていない点が問題になる。B/S 上、同じ数字に見えても、ポートフォリオのクオリティでは会社ごとに異なるはずだが、ROA や ROE では判断がつかない。ポートフォリオの質が悪いと、結果的に儲からなかったり、損失が増えたりするが、後にならないと分からない。

新しい割り算指標として、現在ではほとんど普及していないが、キャッシュフロー ROI という概念が、EVA が出始めの頃かなり提唱された。また、ネットプレゼントバリュー (NPV) という指標もある。ただし、これは将来のキャッシュフローの予測値がベースになっており、これ自体の不確実性が指摘される。MCVA とは過去の数字だけでなく、統計的に将来リスクも見ることができ、よりすぐれた概念だと自負している。更に CFROI や NPV という面倒な計算作業を伴う指標がある。

また、リスクリターン指標という概念に基づく RAROC (リスク調整後資本利益率) がある。当社は資本をリスクで調整する RORAC を使っている。ただし、これだけだと比率であるため、縮小均衡になりやすい。MCVA は絶対額であるため、縮小均衡が避けられる。

更に EVA 系指標の中には、NOPAT (税後営業利益) がある。商社の場合には収益源がいろいろあるため、単純にこれだけでは評価できない。金融

図表4 MCVAと他経営指標の比較



出所：三菱商事

収支や事業収支、持ち合い株の調整も含めた上でカスタマイズしている。こうした比較検討も考慮に入れた結果として生まれたのが、MCVAになっている。最大想定損失を勘案した資本コストと、収益源の幅広い把握が可能である。

一挙に若返りをもたらしたビジネスユニット(BU) 制の導入

BU 制の導入は、『MC2003』の柱である。この狙いの一つは、ドンブリ勘定を廃止することだった。ただし、問題は収益管理単位と組織管理単位を一致させているところにある。つまり、1 ユニット1 ビジネスモデルで、かつ人事管理組織にもなっている。従って、ユニットの大きさが個々に大幅に違っている。その結果、ユニット自体の様々な間接業務の取り扱いなどに問題が生じている。ユニット間の人事ローテーションに融通が利きにくくなる。収益管理単位と人事組織管理単位は分けた方がよいとも言える。また、MCVA で管理しているため、最大想定損失管理として、BU の業績目標設定に際し、実質リスクが今期いくらかで収めるという予算を作り、それを業績目標の一つとしている。

従来、東京本社では約 100 営業部があった。部では部長が年功による資格制度に基づいて配置されていたが、BU が一挙に数十も増えると、部長資格がなくとも BU 長にせざるを得ず、若い BU 長が誕生した。現在 30 代の BU 長が出ている。結果として現場の権限委譲、活性化が進んだといえよう。

現在、大胆なポートフォリオの入れ替えを断行中である。ステージを分けているが、EXIT のラベルを貼られているユニットがある。そのユニットの属する社員達は撤退するために、粛々と日夜仕事をしている。モラルを維持できるかという問題が当然出てくるが、そのようなユニットの評価基準を決めるため、撤退活動をしていてもボーナスがもらえる仕組みを作っている。

今後の課題として、利益のほとんどが外の事業から上がっている現状に鑑み、単なる連結決算ではなく、「連結経営」についての方向性を、目下社内でも議論している。事業の入口、途中、出口のそれぞれに定性・定量のいろいろな評価基準がある。各社もいろいろな知恵を持っておられると思うが、機会があれば、ぜひとも情報交換させて頂きたい。