

特集1 企業リスクはこう管理せよ

取引リスク

計量的に測定、評価する

日本経済新聞社
流通経済部次長

竹内 敏

天候に需給を左右されやすい農産物などの一次産品や、生産量が不安定で地域的にも偏在している石油や貴金属など鉱物資源は、伝統的に先物市場が発達し、商品取引所という機能が売り手、買い手の双方に取引リスクをヘッジ（＝保険つなぎ）する手段を提供してきました。しかし、産業のソフト化・サービス化が進み、企業の取引リスクが多様化する一方、通信やコンピューター技術の革新でリスク管理手法そのものが進化しつつあるいま、そこには新しい発想とツールが求められています。

第一家電の教訓

家電量販店の老舗、第一家庭電器が4月16日、東京地裁に民事再生法の適用を申請し、事実上倒産しました。負債総額は339億円。1970年代には国内最大の家電量販店として君臨した同社が、昔日の面影もなく破たん追い込まれた経緯を追いかけているとき、企業が取引リスクを管理し、軽減する必要性と切迫性を再認識しました。

第一家電の経営不安は、上場後初の最終赤字に陥った92年2月期決算以降、何度となく、ささやかれてきました。その都度、シャープなどの家電メーカーが取引量を絞り、仕切り価格を引き上げたりしてリスクに備えました。関係者によると、危なくなった取引先

に対する常套手段は①保証金を積み増しさせる②手形決済期間を短縮する③取引量そのものを絞る——という手順です。納入分のうち、ある一定量が売れなければ次の納入をしない、といった方法もあります。

そごう、マイカル、長崎屋など大手流通業のほか、青木建設、佐藤工業など大手ゼネコン（総合建設会社）の破たん直前にも、納入業者の間で同様のことが起きました。

これは巨額の不良債権にあえぐ日本の銀行に対し、かつて欧米の金融機関が割増金利を適用した「ジャパンプレミアム」と発想は同じです。取引相手のリスクに応じてプレミアムを上乗せすることで、取引リスクを緩和しようという措置で、マーケットが弱者を取引条件面で追いつめていく仕組みの土台となっています。

株価や債券の格付けは主に投資家向けの指標であるのと異なり、リスクプレミアムは業者間でのみ有効な指標として、極めて限られたサークル内で機能しているものです。その意味でリスクプレミアムそのものは、既存の先物取引にはなじまないといえるかもしれません。

ただ、取引リスクが経営上のリスクである以上、その回避と軽減のための努力が払われなければなりません。そこで思い浮かぶのが、ヘッジファンドの投資手法として最近しばしば話題に上る「リスクアービトラージ」と呼

ばれる手法です。

これは、まず、企業が順調に業績を伸ばすことで株主が得られるであろうリターンと、合併・買収あるいは倒産などの予測しにくい事態に巻き込まれるリスク（イベントリスクと呼びます）とを計量的に評価し、株価の理論値をはじきます。

次いで、その理論値に照らして割高なら売り、割安なら買うという裁定取引（アービトラージ）を繰り返し、株式投資そのものが内在するリスクをヘッジする手法です。経済情勢が不透明度を増し、企業の先行きが読みにくくなった現在、取引先に起こり得るリスクを管理するための手段として、自社のポートフォリオにリスクアービトラージという考え方を取り入れることは有益な手段といえるでしょう。

3月半ば、米小売業大手、ウォルマートが西友を買収するというニュースが世界を駆けめぐりました。一時は300円台を割り込んでいた西友の株価は一気に600円台半ばへ急騰しました。しかし、その後、ウォルマートの株主総会で「西友買収のメリットは小さい」

との意見が出たり、今度は西友の株主総会前に「ウォルマートの傘下入りは西友株主の利益を損じる」といった見方が報道されたりして、株価は急降下。400円台まで下がりました。「買収が不成立となるリスク」を、その可能性が極めて低いとはいえ、市場が認識し始めた表れです。西友に商品を納入している多くの業者にとっても、ウォルマートの動向によって、自社が取引を中止されかねないリスクが微妙に揺れ動く様子が分かります。

先物市場も発想の転換を

一方では、食品の偽装表示問題が相次ぐ中、新しい取引リスクの管理手法が求められ始めました。生鮮食品だけでなく、加工食品でも産地や原材料、畜産物ならば与えた飼料などの肥育履歴が重要なデータとして付加価値を持ち始めています。すべての小売店、あるいは中間流通業者は「仕入れた商品が偽装表示をしているリスク」、ひいては「消費者や取引先の信用を失うリスク」と突然、向き合うこととなります。

遺伝子非組み換え大豆が象徴するように、取引リスクの軽減につながる、ある特定の属性を持った商品に対するニーズは、それに多くの企業が気づき始めたとき、はじけるように急拡大します。多様化する企業の取引リスクを先取りするために、先物市場の商品設計もまた、大きな発想の転換を迫られています。

