

# I リスクファイナンスの発展に向けて



## はじめに

内外の経済情勢の変化に伴い、企業を取り巻く経営環境は劇的に変化している。海外進出等による事業地域の拡大により、テロの脅威や民族・宗教紛争、アスベスト、医療過誤、役員賠償責任等に係る訴訟といった新たなリスクを抱えることになってきているほか、生産拠点の増設やサプライチェーンの拡大といった事業規模の拡大により、自然災害等から受ける損失規模が増大してきている等、リスクの多様化、複雑化そして巨大化が進んでいる。

一方で、ステークホルダーが企業に求める期待も変化してきている。株主はより短期的な収益の確保を期待するようになってきているほか、取引先企業からは、製品・役務の安定供給に関する要望が強まり、地域コミュニティからは安心・安全な地域社会への貢献への期待も高まっている。換言すれば、企業は、その持続・成長・発展のために、こうしたステークホルダーの性向にこれまで以上に目を配る必要性が高まってきているといえる。

このようにリスクが多様化、複雑化そして巨大化し、また、ステークホルダーによる企業への期待が高まる中で、重要な経営課題として、全社的、統合的なリスクマネジメントに取り組む企業も見られ始めている<sup>1</sup>。

こうした流れは、米国におけるコーポレートガバナンスやリスクマネジメントの潮流とも合致したもので、たとえば、内部統制の基本的枠組みを示した「COSO-I<sup>2</sup>」に引き続き、COSOモデルを発展、継承する形で開発された「全社的なリスクを管理する枠組み」として、ERM（エンタープライズ・リスクマネジメント）の重要性が「COSO-II<sup>3</sup>」において示されている。

また、わが国においても、上場企業に対する四半期決算の義務付けや財務報告に係る内部統制の強化、適正開示に関する経営者責任の明確化等、企業の情報開示に関する規制強化が進められており<sup>4</sup>、全社的なリスクマネジメントの重要性は一層増してき

---

<sup>1</sup> 全社的・統合的なリスクマネジメントとは、企業を取り巻く様々なリスクを統一的な手法で計量化し、その総量が自己資本等経営体力に収まるよう管理するリスクマネジメント手法である。こうした統合管理体制を企業内に構築することで、トップマネジメントによる、より効果的な経営・管理が可能になる。

<sup>2</sup> Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commissionによる1992年報告書「内部統制の統合的枠組み (Internal Control - Integrated Framework)」。多くの国々で評価を得て、内部統制のあり方に関するグローバルスタンダードとなった。わが国においても、2003年に経済産業省が公表した「リスク新時代の内部統制～リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針～」では、コーポレートガバナンス整備の観点から、企業におけるリスクマネジメントと内部統制の一体化の必要性やその行動指針について、COSOを参考に策定している。

<sup>3</sup> Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commissionによる2004年報告書「ERM（エンタープライズリスクマネジメント）の枠組み (Enterprise Risk Management - Integrated Framework)」。より「リスク」に焦点を合わせたリスクマネジメント指針として、特に経営陣の意思決定の重要性が強まった内容となっており、全社的なリスクマネジメント（ERM）の基本指針との位置付けにある。

<sup>4</sup> こうした内容を盛り込んだ「証券取引法等の一部を改正する法律（金融商品取引法<いわゆる投資サービス法>）

ている。

もっとも、企業においてリスクマネジメントといった場合、「如何にしてリスクの顕在化を未然に防ぐか」をテーマとした事前防止策に重点が置かれており、事故や災害等が発生した後への備えは必ずしも十分に手当てされていないのが実情である。企業の事業継続計画（BCP）については、漸くその重要性が認識されつつあるものの、リスクが顕在化し経済的損失が発生した場合に備えて、企業が運転資金、事故対策資金、復旧資金等を事前に手当てしておくこと、すなわちリスクファイナンスの重要性については、未だ十分に認識されていないとの声が多く聞かれる。

たとえば、企業の地震対策では、所有する施設の倒壊防止や、従業員の安全確保のために、耐震補強等によりリスクを“ゼロ”にすることを目標としたリスクコントロールを講ずることがリスクマネジメント上重要であると考えられてきた。そうした発想を持つ企業では、仮に地震が発生しても、自社が被災する確率が“ゼロ”と評価した上でその後の対策が講じられるケースも少なくない<sup>5</sup>。しかしながら、リスクが顕在化する可能性は実際には“ゼロ”ではない。このため、リスクマネジメントにおいては、そうした高い意識による予防施策の取り組みと共に、リスク顕在化後の対応策の検討を行うことも極めて重要である。

企業の適切なリスクファイナンスへの取り組みは、予期しない、あるいは突発的なリスク事象が顕在化した場合でも、企業財務の健全性を維持し、企業の効率的、積極的な事業活動を行うことを可能とする。また、当該企業のみならず、同企業につながるサプライチェーンや、コミュニティへの動揺の伝播も抑えることが可能であり、各ステークホルダーへの負のインパクトも最小限に食い止めることができる。

すなわち、多くの企業が、個社単位で、リスクファイナンスに適切に取り組むことは、企業のより積極的な事業活動の促進を可能とし、企業の持続・成長・発展に資するのみならず、社会・経済全体で考えれば、個社の取り組みの積み重ねにより、わが国の社会基盤そのもののリスク耐性の強化につながる。そうして生まれる強固な社会基盤こそが、安心・安全な社会・経済を実現する礎となるといえる<sup>6</sup>。

こうした問題意識に立ち、経済産業省では平成 17 年 9 月から「リスクファイナンス研究会（座長：森宮明治大学教授）」を立ち上げ、わが国企業のリスクファイナン

---

案」が、投資環境整備への包括規制として、2006 年 3 月 10 日閣議決定された。

<sup>5</sup> たとえば、被災前の対策として「倒れない建物」「停止しない生産システム」等の構築を任されたプロ（技術系）業務に携わる人々・部門にとっては、倒れること・停止することを前提とした被災後対策の立案は、自らの成果物の否定にもつながることから、両対策は相容れないといった問題が生じるケースがある。

<sup>6</sup> なお、これまで経済産業省では、企業の自律的なリスクマネジメント推進のために、先ずはその基盤となるリスクマネジメント人材の育成を支援する事業に取り組んだ。平成 15、16 年度の 2 年度にわたり、「事業リスク評価・管理人材システム開発事業」を通じて基礎テキスト、応用テキストを作成してきた。これらテキストについては経済産業省のホームページにて公表されている。

[http://www.meti.go.jp/policy/economic\\_industrial/report/data/g50331ij.html](http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/report/data/g50331ij.html)

ス普及、促進に向けて、企業におけるリスクファイナンスの必要性を議論しつつ、企業  
のリスクファイナンスの取り組みに関する現状と課題および環境整備の方向性につ  
いて検討を行った。

今般作成した報告書では、第1部に研究会における議論の結果を取り纏めるととも  
に、第2部ではリスクファイナンス各手法に関する詳細情報、第3部ではわが国先進  
企業（8企業）の具体的なリスクファイナンスの取り組み事例について、第4部では  
企業のリスクファイナンスへの取り組み状況に関するアンケート調査結果<sup>7</sup>を紹介し  
ている。

---

<sup>7</sup> 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社が実施。

# 1. リスクファイナンスの経営・財務上の意義

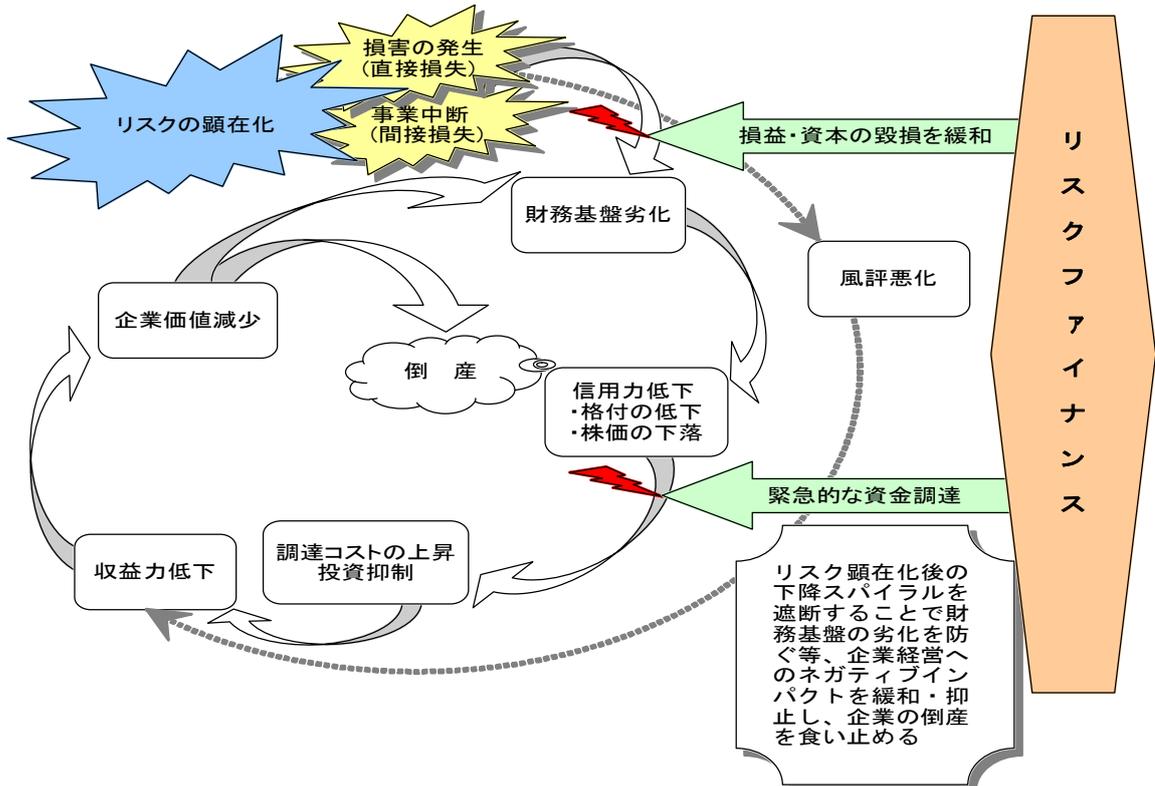
## 1-1 企業経営とリスクファイナンス

リスクファイナンスとは、「企業が行う事業活動に必然的に付随するリスクについて、これらが顕在化した際の企業経営へのネガティブインパクトを緩和・抑止する財務的手法」である。すなわち、事業活動に対して適切な財務の手当てができていない場合には、当該事業活動に係るリスクの顕在化により、財務基盤が毀損し、企業にとって収益性が高く望ましい投資が阻害される可能性がある。したがって、企業の持続性や競争力を高める上で、リスクファイナンスを含めた戦略的な企業財務が果たす役割は非常に重要である。

## 1-2 リスクの顕在化と経営悪化スパイラル

リスクの顕在化とそれに伴う予想以上の損失は、財務基盤の劣化や風評の悪化と相俟って、それに伴う調達コストの上昇を引き起こし、望ましい投資の抑制につながる。更に新規投資の抑制や資金調達コストの上昇は、収益力の低下を引き起こし、その結果として再び財務基盤の劣化、企業価値減少が生じ、企業は倒産に向けた負のスパイラルに引き込まれていくことになる。また、リスク事象の発生に伴う損失が予想以上に巨額なものであった場合、即座に企業倒産に追い込まれるケースもあり得る。

資料1 経営悪化スパイラルとリスクファイナンス



金融・資本市場では、リスクの顕在化により企業が受ける財務的なインパクトに対する感応度は従来に比べ高まっている。すなわち、財務基盤の劣化や風評悪化を通じた信用力低下とそれに伴う資金調達コストの上昇はより顕著になっている。併せて、リスクファイナンスの失敗は、企業の損益の振れ幅を増大し、結果としてエージェンシーコスト<sup>8</sup>の増加を誘引、本来達成可能な企業価値の創造を阻害することになる。

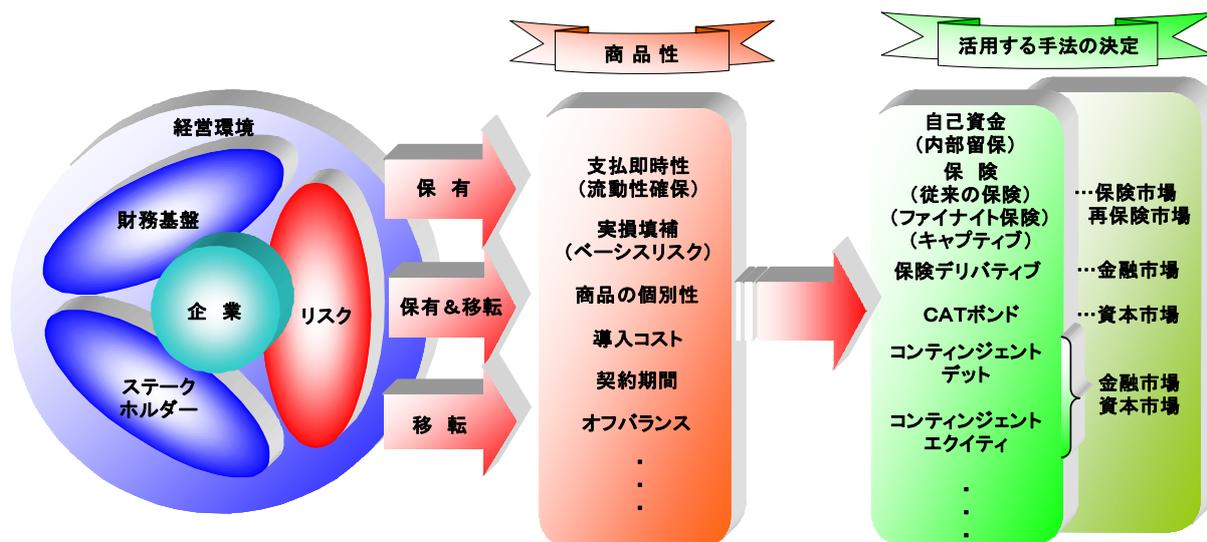
企業の事業投資においては、所与の資源の下で、利潤の最大化を図ると同時に、リスクの顕在化に対する財務的な耐性を高めておくことが重要である。換言すれば企業価値の最大化（持続的かつ安定的な価値創造の実現）には、適切なリスクファイナンスの取り組みが必要不可欠であるといえる。

### 1-3 リスクファイナンスの最適化を考える際の視点

各企業がリスクファイナンスの最適化を図ろうとする場合、まず、①各企業が置かれた経営環境、②財務状況、③ステークホルダーからの要請、④全社的なリスク評価結果を把握することが必要である。

こうして把握した企業自身の状況を踏まえて、企業は保有可能なリスクと外部移転すべきリスクの峻別を行い、リスクファイナンスで手当てすることにより得られる効果と各リスクファイナンス手法の活用に必要なコストを勘案した上で、自社にとって最適なリスクファイナンスを達成していくことになる。

資料2 リスクファイナンスの検討プロセス



<sup>8</sup> 企業とステークホルダー間での利害対立や利益相反に起因した“協調の失敗”がもたらす損失や、そうした“協調のため”のコストをいう。こうしたコストは、本来得られるべき最大の企業価値を減少させてしまう。  
現実の企業価値 = 達成可能な (理想的な) 企業価値 - エージェンシーコスト

ここで重要なのは、最適なリスクファイナンスは一意に決まるものではない点である。上述のような各企業の状況は、企業の内部状況（財務状況、リスクマネジメントの機能度等）や外部環境（顧客動向、経済動向、法制・税制・会計制度の変更等）により常に変化するため、企業はこれらの状況の変化を踏まえ、自らの判断でより最適なリスクファイナンスの達成を図っていくことが必要である。

### （１）経営環境

企業を取り巻く経営環境は、後述する財務状況、ステークホルダー、企業の抱えるリスクそのものと密接に関連している。すなわち、顧客動向や売上動向、経営計画といった自社の状況の変化や、経済全体の動き、業界の動き、海外の状況、法律・税務・会計等社会制度の変化といった外部の環境変化は、企業の財務状況やステークホルダーの要請、リスクそのものの状況を変動させる大きな要素である。

### （２）財務状況

リスクファイナンスの検討にあたっては、自社の財務的な耐力や状況を適切に把握することが必要である。この際、手元資金の把握や負債、資金繰りの状況はもちろん、リスク顕在化時の復旧に要する資金量や、事業活動が停止する期間とキャッシュフローへの影響や、その際の財務的な耐性等を可能な限り数値化しておくことが望まれる。こうした結果をもとに、リスクに備えるための必要資金量や必要となるタイミング等を勘案しつつリスクファイナンス手法を検討することが望ましい。

なお、いざという時に備えて、手元資金の積増しにより対応することも有効なリスクファイナンスではあるが、この場合、資本効率の低下につながる点には留意が必要である。

### （３）ステークホルダー

リスクマネジメントにおいては、ステークホルダーの効用を最大化するという観点が重要である。すなわち、各企業における、ステークホルダー毎の性向や要求を踏まえ、リスクファイナンスの最適化を図ることが求められる。

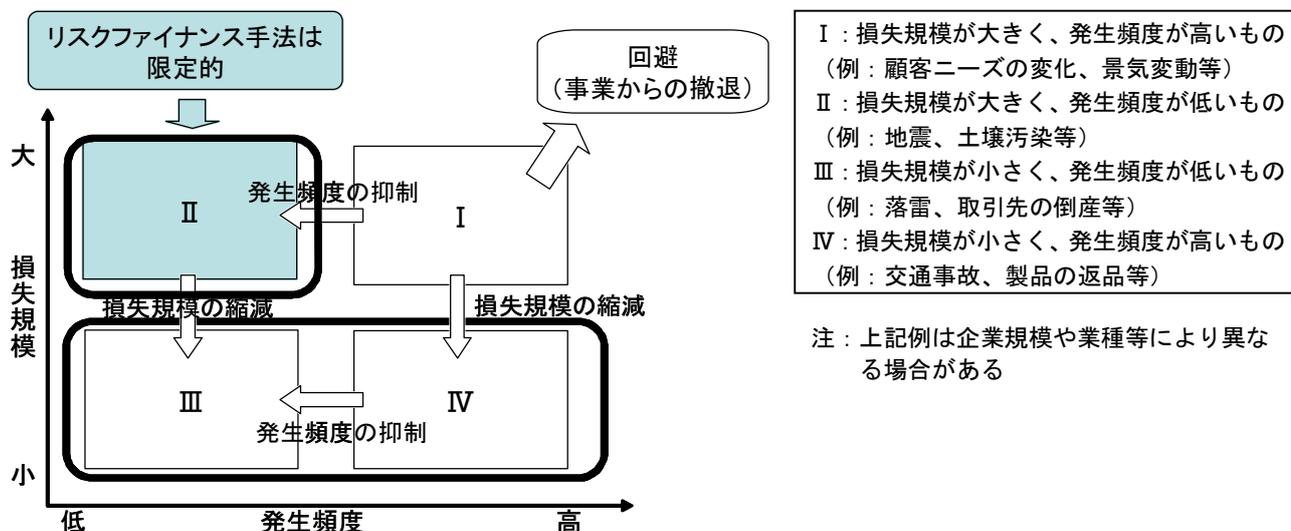
【各ステークホルダーからの一般的な要請】

株主	リスク顕在化による財務的な資産の毀損（バランスシートの毀損）や利益の減少（期間損益の悪化）、すなわち「企業価値減少」を怖れている。特に外国人投資家はこの傾向が強く、利益を直接生みださないリスクファイナンスへの取り組みには、その合理性を強く求めると考えられる。また、当期利益の確保や経営計画どおりの業績確保をより評価する傾向にあり、効果とコストのバランスの取れたリスクファイナンスの活用を求めている。
債権者	債権に係る企業の返済能力の維持・確保が最大の関心事である。したがって、リスクを外部に移転する等により、返済資金の確実性を補完するようなリスクファイナンスの取り組みは、多少コスト高であったとしても、導入を要請する可能性がある。また、株主からは過剰と思われるリスクファイナンスに要するコストも、債権者からは正当化される可能性もある。
取引先	企業の事業継続性を重視し、リスク顕在化後の復旧時間の短縮を求める等、リスク顕在化後に備えた施策も含めて評価する。こうした取引先は、リスクファイナンス（運転資金の確保等）を含めた事業継続計画（BCP）の策定等を求めている。
地域コミュニティ・従業員	企業の事業継続を通じて、雇用確保が図られるほか、地方自治体にとっても金銭的な利益（税収等）のみならず、その他の社会的効用を得ることができる。これらの主体は、企業のリスクファイナンスについては、必ずしも明確な目線を有しているわけではないが、企業が倒産に向けた負のスパイラルに陥らないかどうかに強い関心を寄せている。

（４）リスク

企業が抱えるリスクは多種多様であるが、これらは、①発生頻度、②損失規模により、分類することが可能である。企業はまず、夫々のリスク態様に応じて、以下のようリスクコントロールを行うことでリスクの低減活動に取り組むことが重要である。もっとも、リスクの低減活動にどれだけ取り組んでも、リスクを完全にゼロにすることは不可能であり、こうした残余リスクに対しては、財務戦略の一環として、リスクファイナンスを手当てすることが望まれる。

資料3 リスクマップ



また、リスクファイナンスの導入にあたっては、企業の抱える残余リスクの定量化が重要となる。前述の財務的な耐性等の数値化と共に、リスクそのものを計量し、可能な限り対処すべき残余リスクを定量的に把握しておくことが、具体的なリスクファイナンス手法の検討において有効となる。

ところで、こうしたリスク分類のうち、Ⅲ、Ⅳについては、損失規模が小さいことや、トラックレコードが十分に確保できていること、マーケットが十分に成熟していることによって、リスクファイナンス手法が比較的定着しており、企業はこれまでこうしたリスクファイナンスに相応に取り組んできた。

一方で、Ⅱのリスク（低頻度・大規模損失のリスク）については、発生頻度が低く、十分にトラックレコードが確保されていないケースがあることや、事象の個別特殊性が強いこと、損失額が巨額になる可能性もあり事前に予測することが極めて困難であること等から、企業が活用し得るリスクファイナンス手法は限定的である。たとえば、地震等の天災リスクや環境汚染、北米の製造物責任に係る訴訟等は典型的な事例であり、こうしたリスクの保険による引き受けは困難であるといわれている<sup>9</sup>。

#### （５）求める商品性と具体的な手法

企業は、残余リスクを「自社内に保有する」あるいは「社外に移転する」ことで、リスクをコントロールする。

企業にとっては、保有するリスクが大きくなればなるほど、リスク顕在化時の自社の経営・財務基盤への影響が大きくなり、リスクの移転度合いを高めれば、その影響度は小さくなっていく。

また、このほかにも、一定のリスクを自社内に保有（積極的保有）することで、社内のリスクマネジメント意識を高めるようインセンティブ付けを行い、リスクの低減を図ることも可能である。

企業はこうした効果に加え、資本コストやリスクファイナンスに要するコストを勘案しリスクの保有と移転を適切に配分し、組み合わせることによって、戦略的なリスクファイナンスを実現することが可能となる。

リスクファイナンス手法個々の商品性については、次表のとおりである。

---

<sup>9</sup> 実際には、このようなリスクに対応した保険商品も存在するが、その保険料水準が、企業からは高いと判断され、保険料が折り合わない場合がある。そうした場合、直接的・明示的なコストとなってしまう保険料を削減するため、支払限度額を設けることで保険に加入しているケースが一部で見られるようである。

資料4 主なリスクファイナンス手法の特徴

リスクファイナンス手法	保有／移転	支払即時性	ベースリスク	商品の個性	事務コスト*	契約期間**	会計	有効な活用例
自己資本(準備金等)	保有	—	—	—	—	—	オンバランス	リスクを限定することなく、資金需要が発生した場合に活用
コミットメントライン		リスクの顕在化から資金が手元に入るまでの時間が短い	—	契約内容が比較的標準化されており、契約までの時間を要さない	リスク移転商品に比べ、相対的に低い(返済義務は生じる)	短期～1年が多い	オフバランス	災害・事故発生後の流動性の確保に活用
コンティンジェント・デット				オーダーメイド商品であるため、スキームの組成に時間を要する		長期(複数年)が多い		
保険	移転	リスク顕在化の後、損害調査・査定を要するため、通常、支払までに一定の時間を要する(内払制度あり)	実際の損害額が支払われる(実損填補)	契約内容が比較的標準化されており、契約までの時間を要さない	多数のものを相手とし、比較的標準化されており、他のリスク移転商品より比較的低い	1年が多い	オフバランス	リスクに対して、広く活用されている
	保有&移転			オーダーメイド商品であるため、スキームの組成に時間を要する	個性が高く、従来の保険に比してコストが高くなる可能性がある	長期(複数年)	オフバランス(「相当の保険リスクの移転」が必要)	土壌汚染など、リスク情報が乏しいリスクの保険化に活用
	キャプティブを活用した保険			基本的には「従来の保険」と同じ	保険子会社の設立・運営費用等を要する	基本的には「従来の保険」と同じ	オンバランス(連結子会社の場合)	リスクマネジメントセンターとしての活用等
保険デリバティブ	移転	リスクの顕在化から資金が手元に入るまでの時間が短い	一般に、実際の損害額と支払われる金額との間にギャップが生じる可能性がある	契約内容が一定程度標準化されており、契約までの時間をさほど要さない	個性が高く、従来の保険に比してコストが高くなる	短期～1年が多い	オフバランス	天候に関するリスクをヘッジするものが多い(地震等災害でも一部活用)
コンティンジェント・エクイティ							オフバランス	(日本での組成例無し)
CATボンド		トリガーイベント(支払事由となる事象)によって異なるが、一般に、リスクの顕在化から手元に資金が入るまでの時間が短い	トリガーイベント(支払事由となる事象)によって異なるが、一般に、実際の損害額と支払われる金額との間にギャップが生じる可能性がある	オーダーメイド商品であるため、スキームの組成に時間を要する	個性が高く、相応に組成コストがかかるため大規模案件向き	長期(複数年)が多い	オンバランス(スキームによってはオフバランス)	地震等異常災害リスクに活用

\* 事務コスト：リスク分析のためのコストや、手数料、弁護士費用、登記費用等のスキーム組成のためのコスト。

\*\* 会計(財務会計)：リスクファイナンス商品の導入コスト(たとえば保険における「保険料」)ではなく、リスクファイナンス商品の導入によって手当てされる額(たとえば保険における「補償額」)の会計上の取扱いを表示。

#### 1—4 保険市場・再保険市場の規模的制約

保険会社では、企業から引き受けたリスクを、自らのリスク許容力に応じて、その一部あるいは全てを再保険市場に移転することが一般的に行われている。これは、保険会社が集めたリスクを再保険会社に出再することで、効率的なリスク分散を図ることができるからである。保険会社はこうした再保険機能が提供されることでより多くの保険キャパシティを提供することができる。逆に言えば、保険会社のリスク引受け能力は再保険市場のリスク許容力に相当程度依存しているともいえる<sup>10</sup>。

しかしながら、再保険市場は全世界で見ても 40 兆円弱程度の規模といわれており<sup>11</sup>、一般的にはリスクに対する感応度が高く、一旦甚大なリスクイベントが発生すると、翌年以降の再保険料が高騰するといった市場構造になっている。そして、再保険料が高騰すると、保険会社の保険料の上昇あるいは引受許容力の低下を招きかねない。

なお、地震リスクに関しては、首都直下地震が発生した場合の被害額は 112 兆円に上ると予測されている<sup>12</sup>が、再保険市場の許容力とのバランスにより、特に関東・東海地方における地震保険<sup>13</sup>について、企業のニーズに対する保険キャパシティが十分に提供されているとは言い難いのが実情である<sup>14</sup>。

#### 1—5 海外および国内先進企業の取り組み

リスクが多様化・複雑化する中で、一般的な保険商品のみには依存せず、より戦略的なリスクファイナンスの取り組みを検討する動きが海外や国内の一部先進企業で見られる。

たとえば、保険会社がリスク情報を十分に有していないため保険引受けが困難、あるいはリスク情報の不完全性を補完するための上乘プレミアムを要するようなリスクについては、従来までの一般的な保険商品ではなく、オーダーメイドの保険プログラムを組成することで対応するケースが見られる。すなわち、ファイナイト保険等の保険商品を通じて、保険会社と企業の間でのリスクシェアリングを行うことで、効果的なリスクファイナンスを実現する企業が見られるほか、こうしたリスクシェアリングの考え方を更に進め、グループ企業内に保険子会社（キャプティブ）を設立し、グループ企業の保険リスクを一部保有するといった手法も一部の企業で活用されている。

---

<sup>10</sup> 引受けキャパシティの拡大を企図して、保険会社が金融・資本市場にアプローチする動きも一部で見られる。

<sup>11</sup> Reactions (March 2006) 掲載記事 (S&P TOP 150) より推計。

<sup>12</sup> 中央防災会議首都直下地震対策専門調査会「首都直下地震対策専門調査会報告」(2005年7月)

<sup>13</sup> わが国の場合、企業向けの地震リスクのみを引き受ける「地震保険」は存在せず、火災保険の特約として、担保範囲を「地震危険」にまで拡張して引き受けるといった形態が一般的である。

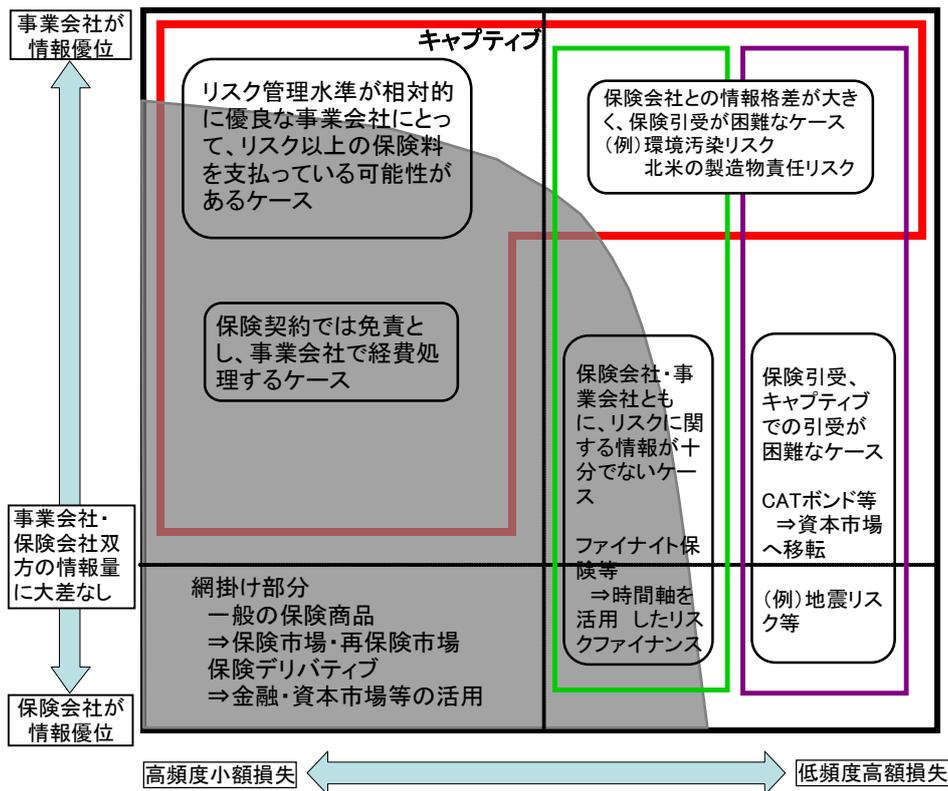
<sup>14</sup> 企業における地震保険付帯率は 1~3%程度であるといわれている。

一方、規模的な制約のある保険・再保険市場に比べ金融・資本市場は投資家の厚みもあり、リスク引受けキャパシティに余裕があるといわれている。そこで、新たなリスク引受けキャパシティを金融・資本市場に求めた保険デリバティブや証券化商品（CATボンド等）といったリスクファイナンス手法を活用する企業も見られる。

こうした先進企業では、リスクファイナンスの最適化にあたって、一般的な保険商品で対応可能なリスク（後掲図中網掛け部分）も含めて、キャプティブやファイナイト保険、保険デリバティブあるいは証券化といったリスクファイナンス手法を活用することで、従来、保険による引受けが困難であったリスクへの手当てを実現しているのである。

また、企業によっては、戦略的にリスクを保有し、当該部分について緊急時の機動的な借入を可能とする手法（コンティンジェント・デット等）を活用しているケースも見られる。

資料5 リスクの特性に応じたリスクファイナンス手法活用の可能性



<p><b>コンティンジェント・デット</b> (コンティンジェント・コミットメントライン)</p>	<p>予め定めたリスク（事故、災害等）が顕在化した場合に、予め定めた融資限度枠や金利条件に基づき、企業が必要とする資金の機動的な借入れを可能とするスキーム。コミットメントライン契約では、災害・事故発生時に貸し手の貸付義務が免責となったり、借り手（企業）の信用力低下時には資金の借入れが不能となる可能性があるが、コンティンジェント・デットでは、資金調達の実確性を担保している点が特徴的。</p>
<p><b>保険デリバティブ</b></p>	<p>保険関連リスクに連動する指標の変動等を対象としたデリバティブ取引（オプション・スワップ取引等）。金融・資本市場にリスクを移転する。</p>
<p><b>コンティンジェント・エクイティ</b></p>	<p>予め定めたリスクが顕在化した場合に、予め定めた価格による株式発行等を可能とするオプションを企業が購入するスキーム。コンティンジェント・デット同様、資金調達の実確性を担保している点が特徴的。</p>
<p><b>CATボンド</b></p>	<p>リスクが顕在化する確率は低いものの発生した場合の損害規模が大きい異常災害（カテゴリー）リスクを証券化し、リスクを金融・資本市場に移転するスキーム。予め定めたトリガーイベントが発生した場合に、イベントに応じた資金が企業に支払われる。</p>
<p><b>ファイナイト保険</b></p>	<p>発生する損害を契約者が分割して自己負担するという考え方に基づき、複数年契約とし、個別リスクに応じた保険料を一定期間、一定金額ずつ積み立てる保険プログラム。複数年契約とすることで、大数の法則が効かない特殊なリスクも、時間軸上にリスクを分散することで保険化が可能となる。また、企業と保険会社のリスクシェアリングを行うことで、保険会社にリスク情報が乏しいリスクの保険化も可能とする。</p>
<p><b>キャプティブ</b></p>	<p>特定の親企業等（含グループ企業）のリスクを専門的に引き受けるために当該親企業等により所有され、管理されている保険会社。一般保険会社では情報格差が大きく保険引き受けが困難なリスクでも、子会社であることで情報格差が排除でき、付保できる可能性が広がる。また、再保険市場に直接アプローチすることで、より効率的な付保が可能となる。さらに、リスクマネジメントセンターとして、グループ内企業のリスクを一元管理し、より戦略的なリスクファイナンスを達成し、リスクマネジメントの機能度を高めることも可能。</p>

## 2. 日本におけるリスクファイナンスの現状と課題

わが国企業をみると、リスクマネジメントの重要性に対する認識は近年徐々に高まってきてはいるものの、戦略的にリスクファイナンスを最適化しようとする取り組みは一部の先進企業に限定<sup>15</sup>されているのが実情である。

わが国においてリスクファイナンスの取り組みがあまり進んでいない背景には、①経営陣の意識、企業の組織形態、内部管理体制等の内部要因と②ステークホルダーによるガバナンスや情報開示規制等に係る外部要因、③ソリューション提供者に係る問題、④税務・会計の各制度に係る問題があるものと考えられる。

### 2-1 内部要因

#### (1) 経営陣の意識

一部の先進企業を除き、最終的な意思決定を行う経営陣の意識が高くないことがリスクファイナンスの最適化の障害となっているという声が多く聞かれた。リスクファイナンス自体は「利益獲得のための投資」ではないことや、低頻度大損失事象の発生を合理的に説明することが困難であること、企業の経営計画（通常長くても5年程度）を立てる上で、100年に1回の頻度で発生するようなリスク事象の発生を織り込みにくいこと等がその背景にあると思われる。一方で、先進的なリスクファイナンス手法を活用し、最適化に成功している企業からは、担当部門の努力に加え、「経営陣の意識」「経営陣の後押し」があったからこそ、戦略的にリスクファイナンスに取り組めたという声が多く寄せられた。

今後、各企業の経営陣が、リスクファイナンスを全社的リスクマネジメントの一環として捉え、認識を深めた上で、積極的に関与していくことが望まれる。

#### (2) 社内のリスク管理体制

多くの企業は、総務部門や管財部門をリスクファイナンス担当部門として位置づけ、保険手当て部分のみを取り出して処理していることが一般的である。しかしながら、全社的な財務戦略の中で自社のリスクファイナンスの最適化を検討するためには、こうした部門の知見と企業財務の観点を融合させることが重要である。実際、一部先進企業においては、従来の保険担当部門と財務部門等が連携あるいは一体となって、リスクファイナンスの最適化を図っているケースが見られる。

---

<sup>15</sup> たとえば、火災保険による事故発生時の物損填補や予想外のキャッシュ不足へ対応するためのコミットメントライン、当座貸越契約の締結等、断片的な手当ては行われてきた。しかしながら、本来リスクファイナンスは、自社の財務状況やステークホルダーからの要請、リスクの状況を勘案しつつ、財務戦略の中で効率的・効果的な金融・財務手当ての最適化を図ることであり、断片的手当てのみでは最適化が達成されているとはいえない。

また、多くの企業でリスクファイナンス担当部門とされている総務部門・管財部門では、いわゆるコストセンターとして、前年度の保険料実績を意識しながら保険契約の更改処理にあたっている。総務部門等のコストセンターがヘッジコストの管理を任されるケースでは、コスト削減こそがこうした部門の命題であるから、移転すべきリスクの存在を認識していても、リスクを放置（消極的保有）することでコストをセーブした方がプラスの評価になる可能性もあり、この結果としてこうした体制を敷く企業では必要以上のリスクを保有する危険性を孕んでいるとの声も聞かれた。

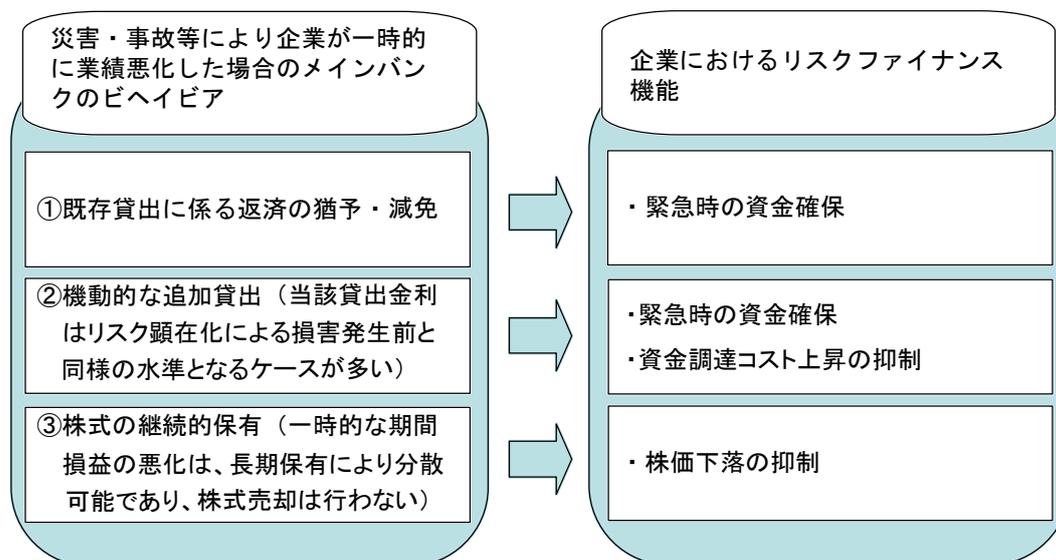
わが国企業では、独立採算制による事業部制を採用しているところも多く見られるが、リスクファイナンスの観点からは、部門横断的なリスクへの対応が見落とされる、ないし対応が不十分となるといった弊害に留意すべきとの声も寄せられた。

## 2-2 外部要因

### (1) 企業に対するガバナンス

わが国の企業におけるリスクファイナンスへのニーズが低い理由の一つに、適切なリスクマネジメントおよびリスクファイナンスの最適化に関する要請がステークホルダーからなされていないという指摘がある。

わが国では、メインバンクは、最大の貸出しシェアを占める債権者として、また、長期安定的な大口株主として、企業が災害や事故等により一時的に業績が悪化しても、長期的視野に立ち、事業活動の継続性や相応の収益性が見込まれる場合には、以下のような行動をとることが合理的であった。すなわち、メインバンクは、融資先企業のリスクファイナンスをサポートする機能を提供してきたといえる。



しかし、企業の財務状況、金融環境の変化により、メインバンク制は次第に弱まってきており、企業がデフォルト（倒産）した際にメインバンクが被る損失も相対的に小さくなってきている。このため、メインバンクによる企業救済のインセンティブは低下し、メインバンクにより提供されていたリスクファイナンス機能も弱くなっている可能性がある。「いざという時は、メインバンクに資金を手当てしてもらえる」と考えている企業も数多く見られるが、これまで提供されてきたメインバンクによるリスクファイナンス機能は、その提供される度合いや実現性が低下してきている点に留意する必要がある。

こうした状況変化が、企業が自らリスクファイナンスに取り組む必要性を増大させているにも拘らず、企業のリスクファイナンスへの取り組みはあまり進んでいない。また、この点は、現在の株主や債権者によるリスクファイナンスに対するガバナンスが弱いためともいえる。株主、債権者といった資金提供者による企業へのガバナンスは、今後、より適切に行われていくことが望ましいとの声が多く聞かれた。

このほか、企業は取引先の選定にあたり、その取引先企業の提供する商品やサービスの質に加えて、災害時等における安定的な商品供給についても、従来以上に重視するようになってきている。これまで、企業のリスクファイナンスへの取り組み、特に、災害や事故等が発生した場合に資金確保ができないことによる事業中断については、あまり取引先から関心が示されてこなかったものの、今後、こうした点への手当てについて、取引先からの要請が強まっていくものと考えられる。

## （２）有価証券報告書におけるリスク情報の開示

証券取引法が改正され、平成 16 年 3 月期からは企業の抱えるリスクの開示やその対応について、有価証券報告書への記載が求められるようになったが、実際の記載内容の精粗については、各企業まちまちである。

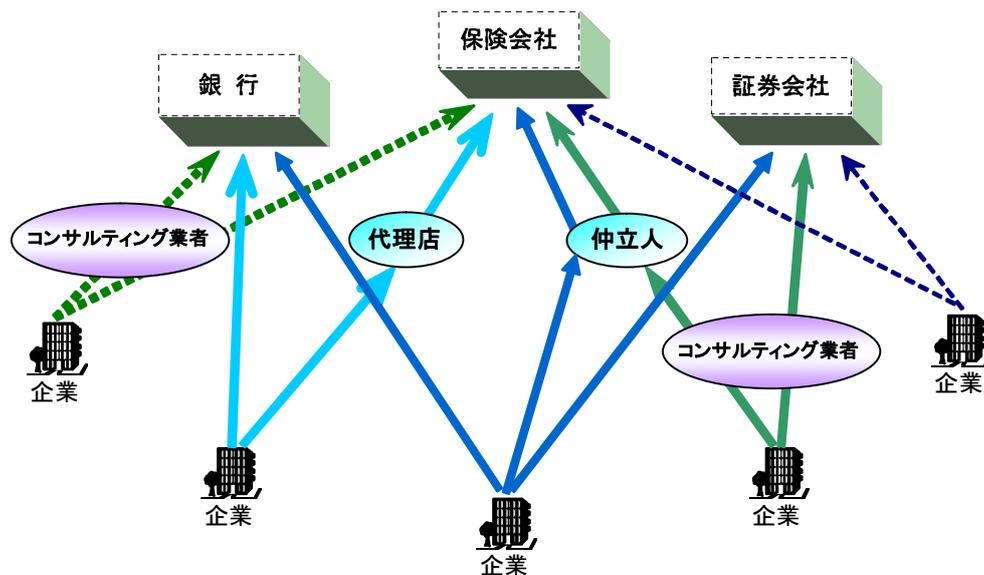
また、アンケート調査によると「リスクに対して十分な対応体制が整備できていない」と答えた企業の多くが、その理由として、リスク管理体制構築に係る「ノウハウの不足」を挙げており、また、「費用が高い」「費用対効果が不明である」という回答を寄せた企業もあった。

企業の情報開示については、一定の指針を明示する等の強化策を講じることで、企業のリスクマネジメント・リスクファイナンスの意識向上につながるとの意見も寄せられた。

### 2-3 リスクファイナンスを提供する金融事業者側の現状と課題

企業のリスクファイナンスのソリューション提供業務に携わる業者は、①商品の提供を行うもの（製造）、②商品の仲介・代理契約を行うもの（販売）、③商品活用のコンサルティングのみを行うもの（紹介）に大別される。企業は、これらのソリューション提供者を通じて各リスクファイナンス商品の提供を受けることで、自社のリスクファイナンスの最適化に取り組んでいくことになる。

資料6 リスクファイナンス商品の流通経路



従来、業態区分を超えた商品の提供には法律上の厳しい規制があったが、規制緩和の進展に伴い、銀行が融資先に対して行う保険募集や有価証券の販売に一定の制限が加えられている点を除けば、銀行、証券、保険の各金融機関が相互に様々なリスクファイナンス商品を提供し得る方向で、業務範囲の拡大が進められている<sup>16</sup>。

しかし、実際にソリューション提供者から従来の商品枠を超えたトータルソリューションの提供や、金融機関同士のコラボレーション（たとえば、保険とコミットメントラインを組み合わせ、戦略的なリスク保有、コストの効率化、緊急時の資金確保を行うようなプログラム）はあまり行われていないのが実情である。

こうしたソリューション提供者のビヘイビアもわが国企業のリスクファイナンスの最適化への取り組みが十分でない要因の一つである。また、ソリューション提供者からは、一部の規制の存在、あるいは規制上の取り扱いが不明確であることにより、トータルソリューションの提供が行えない状況にあるという声も聞かれた。

<sup>16</sup> もっとも、こうした業務分野規制の緩和は、個人向け商品をより意識しており、法人向け商品の扱いやリスクファイナンスの観点による整理を望む声の一部聞かれた。

## (1) 企業の主体的なアプローチの必要性

ソリューション提供者である各金融機関は、既存の商品やノウハウを有する得意商品を中心とした営業活動を行っており、リスクファイナンスのトータルソリューションの提供は活発には行われていない。

企業におけるリスクファイナンスニーズが少しずつ高まってきていることを受け、一部のソリューション提供者では対応を始めているが、トータルソリューションを提供できるノウハウを有している金融機関およびその営業担当者はごく少数であるのが実情である。

ソリューション提供者のそうしたビヘイビアを踏まえると、企業が各種商品を組み合わせることでリスクファイナンスの最適化を行おうとする場合、ソリューション提供者から受動的にリスクファイナンス商品の提供を受けるだけではなく、ソリューション提供者と積極的なコミュニケーションを図ることや、各金融機関のソリューションを主体的に比較衡量していくこと、あるいは必要に応じて金融機関同士のコラボレーションを能動的に要請していくことも必要である。

また、リスクファイナンスの各手法を網羅的に検討する際に、企業の知見が必ずしも十分でない場合には、自社にとって望ましいリスクファイナンスプログラムについてのアドバイスやコンサルティングを行う業者等を活用することも、リスクファイナンスの最適化を図る上で合理的な選択肢の一つであると考えられる。

## 【参考】各金融機関のリスクファイナンス商品提供に係るビヘイビア

(注) 以下は、基本的には、調査、ヒアリングおよび研究会における委員等からの発言をもとに、金融機関の一般的な商品提供に関するビヘイビアを纏めたもの。したがって、全ての金融機関がこうしたビヘイビアをとっていることを示唆するものではない。

### (保険会社)

保険会社は、企業からリスクファイナンスの相談を受けた場合、基本的には、一般的な保険の枠組みの中で対応可能な保険を販売してきた。引受キャパシティが限定的な（ないし提供しようとしても保険料率が高くなってしまう）リスクについて、たとえば、CATボンドを紹介したり、保険とコミットメントラインを組み合わせる等の効率的なプログラムを提案するといったことは、企業からの要望を受けるまでは行わないことが一般的である。効率的なリスクファイナンスといった発想が企業に必ずしも浸透していない状況においては、保険会社は「顧客満足を得られる『保険商品』を開発、提供することが保険会社の役割」という認識に立ち、一般的な保険商品のラインアップ拡充には注力してきたが、それ以外の商品提供は殆ど行ってこなかったのが実態である。

ただし最近では、顧客企業が保険に加えてより効率的・効果的にリスクファイナンスを行い得るような複合的なソリューションを積極的に提案しているケースも、漸く見られるようになってきている。

### (銀行)

銀行はこれまでコミットメントライン等の融資商品を中心に、リスクファイナンス商品を提供してきた。一方、リスクファイナンスにおける主要商品の一つである保険について、融資先企業向けに取り扱える種目が限定されていること等により、銀行本体が単独で企業のニーズを満たすトータルソリューションを提案することは難しい状況にある。

もっとも、企業において従来の「保険対応のみ」のリスクファイナンスから脱却し、企業財務の観点に立った効率的・効果的なリスクファイナンスを実現しようとした場合、銀行が普段接している企業の財務部門が果たす役割は大きい。こうした点を踏まえて、リスクファイナンスに係るソリューション提供を新たなサービス業務として位置づけ、専門部署を立ち上げる等により、積極的に取り組んでいこうとする銀行も見られるようになってきている。

### (証券会社)

証券会社で取り扱うリスクファイナンス商品としては、証券化商品および保険デリバティブが中心となっており、商品の組成、発行、引受け、販売もしくはその媒介等の業務がメインになる。一方、保険募集は個人向け商品等を保険代理店として提供する場合を除き、現在のところ行われていない。また、保険デリバティブ商品によるリスクファイナンス商品の取り扱いもあるようだが、銀行や保険会社に比べて、その取り扱い件数もさほど多くはない状況にある。なお、融資商品については、コミットメントライン等の商品提供が行われているが、件数的には僅かである。

このように証券会社においてリスクファイナンス商品の提供があまり進んでいない背景には、証券会社は、従来、企業のリスクファイナンス担当部署（総務、管財部門等）との接点が少なかったことも一因となっているようである。

### (ブローカー)

保険ブローカーは、保険業法でいう保険仲立人としてリスクマネジメント全般のコンサルティングを行い、企業にとって最適のリスクファイナンスを目指して、保険会社と契約条件や料率につき交渉する立場にある。

大手保険ブローカーはこうした保険料交渉に加え、海外のネットワークを活かし、再保険マーケットを活用した保険プログラムの提案や、資本市場を活用した証券化手法等の紹介、キャプティブの立案・構築・運営といったリスクファイナンスのトータルソリューションの仲介を行っている。こうした大手の保険ブローカーは、一部の大手企業を中心に営業活動を行っており、現状、国内企業の全てがこうしたコンサルティングを活用できているわけではない。

また、その他の保険ブローカーについてみると、わが国では、乗合代理店が事実上諸外国における保険ブローカーに近い役割を果たしてきたため、既存の代理店との競合に苦戦する保険ブローカーは多く、保険ブローカーとしての独自性を発揮している会社は少ない。

## (2) トータルソリューション提供に係る制度的課題

リスクファイナンス提供に係る法令面の課題については、①銀行が融資先に対して行う保険募集行為に一定の制約がある点、②保険業法上の保険募集行為が明確でない点等が、ソリューション提供者によるトータルソリューション提供(企業にとっては、ワンストップショッピングによるリスクファイナンスの最適化)の障害となっている点が指摘された。

### ①銀行による融資先企業への保険募集の可否

現在、保険契約の募集については、銀行が代理店(または保険ブローカー)として登録した場合でも、融資先企業に対して募集可能な種目が限定される等の一定の制限が課せられている。

### ②保険募集とリスクコンサルティングの範囲の問題

保険業法では、保険募集を「保険契約の締結の代理又は媒介を行うこと」と定義し、また、「保険会社向けの総合的な監督指針」にも「保険募集人の登録が必要な業務」(すなわち保険の募集行為と解せられる)が列挙されているが、明確な定義がない。

このため、募集資格を持たない銀行や証券会社、コンサルティング業者が、リスクファイナンスプログラムを企業にコンサルティングするに際して、保険業法上の「保険募集」との関係の整理が一般的な形でなされておらず、曖昧な面を残している。この結果、トータルソリューションに関する積極的な提案を十分に行い得ないという声も聞かれる。

## 2-4 税務・会計面の課題

リスクファイナンス手法活用に要するコストについて考えた場合、コンティンジェント・デットや保険デリバティブに関しては、準用できる会計基準や税務当局の指針があるものの、保険会社との間でのリスクシェアリングを実現させるファイナイト保険に係る保険料の取り扱いが必ずしも明確ではないとの声が多く聞かれた。

また、リスクに備える資金を引当金の費目で自社内に積み立てたいとするニーズが企業にはあるが、そうした資金を社内に積み立てる場合、資本効率が悪化することや、必要以上に内部留保を蓄えているとして他企業による買収や、株主からの増配あるいは自社株買入消却の要求をうける可能性がある。企業の自立的なリスクマネジメントを促す上でも、今後、リスクファイナンスに関連した制度整備についての検討が必要と考えられる。

### 3. リスクファイナンスの普及に向けた主な提言

#### 3-1 リスクファイナンス手法の多様化に向けて

わが国企業が、リスクファイナンスの最適化を図ろうとする場合、欧米企業に比べ、活用し得る手法が限定的である。企業のリスクファイナンスへの取り組みを促進するためには、その最適化を達成し得るリスクファイナンス手法の活用を可能にするような環境整備を行っていくことが重要である。

##### (1) キャプティブの活用

キャプティブは、リスクを一元管理し、リスクの保有・移転を戦略的に手当てするためのビークルとして極めて有効な仕組みである。国内では、一部の先進企業が戦略的リスクファイナンスの達成、リスクマネジメントの機能度向上等を企図して活用しているほか、欧米ではより一般的に活用されているものである。

もっとも、わが国では、キャプティブそのものの認知度は低く、また国内での設立が事実上困難であり、海外に設立せざるを得ないことからあまり普及していない。

すなわち、現行法制下では、国内にキャプティブを設立しようとする場合、①一般の保険会社として設立する、②一般の事業会社あるいはSPV（特別目的会社等）として設立する場合と2パターン考えられる。しかし、保険会社を設立しようとする場合、資本金（10億円以上）基準や、ソルベンシーマージン基準等の保険会社特有の監督・規制が課せられることになり、企業にとっては必要以上にコストを要することになる。また、一般の事業会社あるいはSPVとして設立する場合、保険会社ではなくなるため、企業が当該ビークルに支払う保険料に相当するコストについては、実態としては保険と同様の行為であるにも拘らず、損金扱いとならなくなる。また、海外直接付保規制の存在により、海外の再保険会社への出再ができないため、キャプティブを活用した戦略的なリスクファイナンスは期待できなくなる。このように、国内でキャプティブを設立、活用することは、企業にとって事実上困難であるといえる。また、海外にキャプティブを設立することも可能であるが、距離的、言語的、時差等の物理的な障害も無視できないほか、商慣習上の違いもあるため、使い勝手は決して良いものではない。

キャプティブを選択肢の一つとした企業の戦略的リスクファイナンスの活用を促すためにも、特定の企業あるいは企業グループのリスクを引き受ける新たなステータスの保険会社を国内で設立可能とするような制度整備（キャプティブ法制の創設）を行っていくことが必要である。

その場合、制度の効果的な活用を促進するために、活用実態や国際基準等との整合

性を踏まえた税務・会計上の指針等の発出等のインフラ整備を進めていくことも重要である。

## （２）ファイナイト保険の活用

ファイナイト保険は、リスクヘッジャー（企業）とリスクテイカー（保険会社）がリスクのプロファイルを互いに十分把握できていないケース等において、企業と保険会社間で時間軸を活用しながらリスクシェアリングを行うことで、一般的な保険では対応困難なリスク（環境賠償責任、北米の製造物責任等）の手当てを可能とする。

しかしながら、現在、会計面の扱いは明確になっていない。ファイナイト保険はすべて個別設計商品であるため、一口にファイナイトと言ってもその内容は千差万別である。したがって、一律の会計基準や税務処理方法を規定することはそもそも困難であるが、本手法をわが国において普及させるためには、一定のガイドラインがあることが望ましい。特に、ファイナイト保険の活用が企業の期間損益の平準化を企図したものであることに鑑みれば、会計面の扱いの明確化は重要である。

## （３）コミットメントラインの活用

万一の際に備えて、金融機関等との間でコミットメントライン契約を結んでおくことは、有事の際の機動的な必要資金の確保を可能にするほか、オフバランスでの資金確保により効率的な財務活動を可能にするものである。ただし、現在、利息制限法等規制法令により、金融機関と中小企業間のコミットメントライン契約について、融資実行状況によってはコミットメントフィーが利息制限法等に抵触するとの見解もあり、中小企業におけるコミットメントライン活用の阻害要因となっているという声も聞かれる。コミットメントライン契約は、手元資金のバッファーが少ない中小企業において、よりニーズが高いものと考えられ、中小企業のリスクファイナンスの最適化を達成する際には、重要な手法である。交渉力の弱い中小企業等の保護を図る観点にも配慮しつつ、中小企業におけるコミットメントライン契約を可能とすることの是非について今後検討する必要がある。

なお、現在、金融機関と企業との間で締結されているコミットメントライン契約について、災害発生時等における免責条項の実務上の取り扱いが必ずしも明確にはなっておらず、この点について金融機関はその取り扱いを明確にすることが必要である。

#### (4) 証券化商品（CATボンド等）、保険デリバティブの活用

保険市場のみならず、代替的なリスクの引受け手として金融・資本市場を活用することで、従来、保険による引受けが困難であったリスクへのリスクファイナンスの手当てが可能となる。特に、災害リスク等については、金融・資本市場には相応の引受けキャパシティがあり、CATボンドや保険デリバティブの活用が効果的であるといわれている。こうした金融・資本市場の活用を促進し、より一般化させることで、企業のリスクファイナンス手法の多様化を図っていくことが重要である。

## 【参考】地震リスク対応手法の多様化に向けた試み

企業において対応が困難といわれている地震リスクへの対応として、企業のリスクファイナンス手法の多様化を図る可能性のある以下のスキームを紹介する。今後、企業や各参加主体がこうしたスキームの検討を行う場合には、リスクファイナンス普及・促進および手法の多様化の観点から、経済産業省としても、信用保証制度、政策金融機関を通じたリスク補完等を通じて後押ししていきたいと考えている。

### 1. 大企業・中堅企業向けスキーム 「地震専門グループキャプティブ」

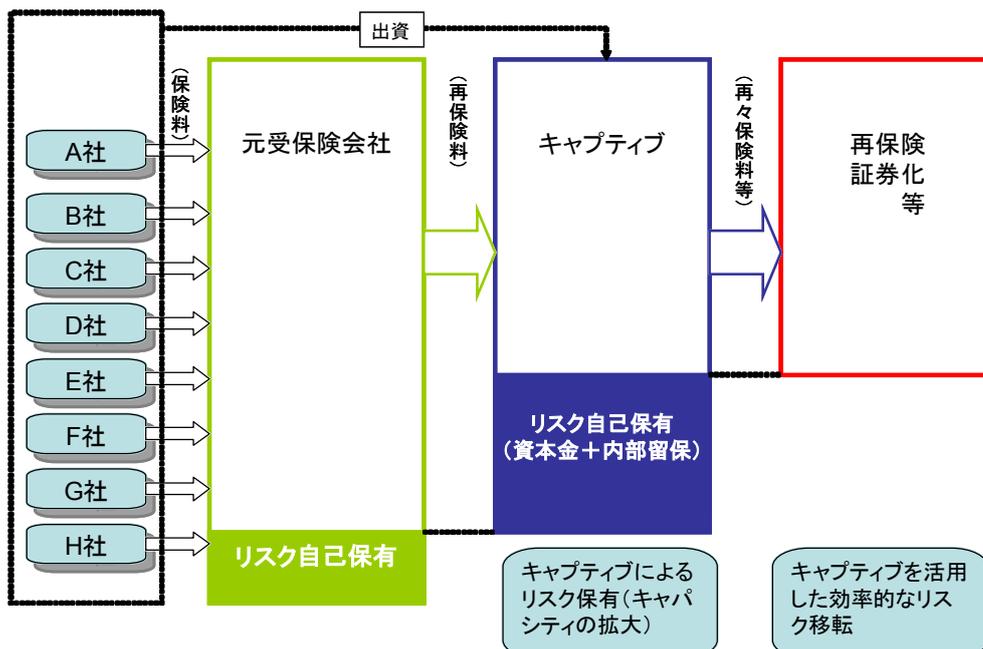
#### (問題意識)

日本企業にとって地震リスクは企業リスクマネジメントの上で大きな問題のひとつとして捉えられている。しかし、地震大国である日本の地震リスクに関しては、再保険市場における引受けキャパシティが限定的であるといわれており、この結果として地震保険については企業のニーズに対する保険キャパシティが十分に提供されているとはいえない。多くの事業会社は、元受損害保険会社が提供する地震保険は割高な保険料率である上に引受けキャパシティにも制限があると感じており、現状のままでは地震リスクに対する保険手当が十分でない懸念している。特に、近年、世界的に大型自然災害・テロが多発したことに伴い再保険市場が硬直化、保険市場における地震リスク引受けが一層困難になっているともいわれている。こうした状況を踏まえ、三井物産・三菱商事・マーシュ等同じ懸念を持つ事業会社が集まり、地震リスクに特化したキャプティブを事業会社間で設立し、既存スキームとは異なる手法で地震リスクに対応する引受けキャパシティの創出と確保を検討している。

#### (スキームの特徴)

- ①地震リスクに対するキャパシティを得たい複数の企業がグループキャプティブに出資し、分散（業種分散、地域分散等）が効いた地震リスクポートフォリオを組成する。
- ②こうした一定の分散の効いたポートフォリオの組成により、元受保険会社による引受けキャパシティのほか、キャプティブにおいて、一定のリスク保有が可能となりキャパシティの拡大を図ることが可能となる。
- ③さらに、グループキャプティブとして再保険市場や金融・資本市場等からキャパシティを取付けることにより、企業単独では取付け不能な地震リスクに対する追加的なキャパシティを効率的に確保することを目指す。

地震専門グループキャプティブのイメージ図



## 2. 中小企業向けスキーム 「地震特約付CLO・CBO」

### (問題意識)

大地震の発生により中小企業が被災した場合、手元資金が少ない中小企業は、被災直後の流動性確保が重大な経営課題である。ただし、「地震保険」や「政策金融機関・自治体等による貸出」、「民間金融機関等による貸出」は、阪神淡路大震災クラスの地震が発生し地域全体が混乱するようなケースでは、資金が手元に入るまでに相応の期間を要する可能性がある。すなわち、地震保険は、被災後の損害査定等に相応の時間を要するため、保険金が支払われるまでに1年程度要する可能性がある。また、政策金融機関、自治体等による緊急融資についても、中小企業による被災直後の迅速な融資申請が現実には困難であること、審査にも一定期間を要すること等から、必要資金の融資が実行されるまでに2ヶ月程度要する可能性があるほか、追加借入金額についても、審査を経るため、必ずしも期待通りの借入れが可能となるわけではない点については留意が必要である。

このように、現状、中小企業では地震被災直後から2~3ヶ月の期間内の資金手当てを事前に行うのは困難である。そこで、以下のようなスキームにより、こうした資金需要への対応を図ることができ、企業の地震リスクへの対災力強化を後押しできるものとする。

### (スキームの特徴)

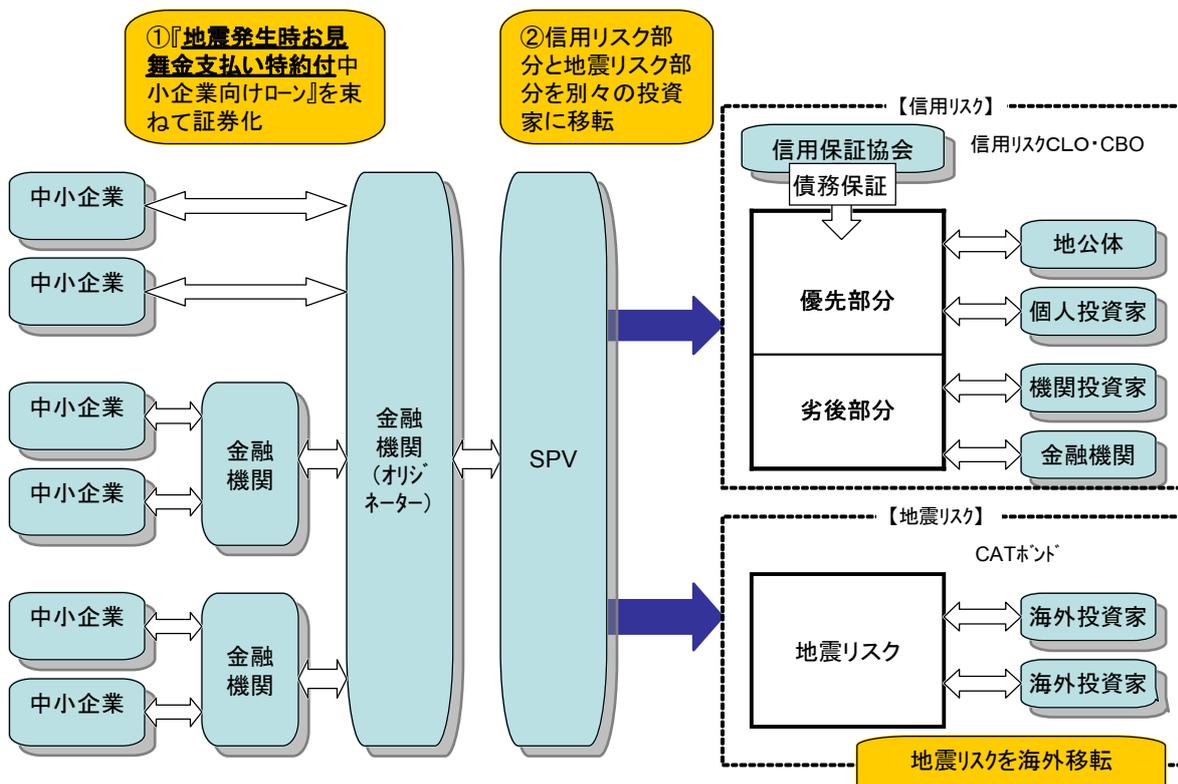
#### ①被災直後の手元資金確保が可能となる

本スキームでは、大地震の発生をトリガーイベントとして、事前に定められた見舞金（返済不要）が、速やかに支払われる。すなわち、地震発生後2~3ヶ月間の必要資金の確保を事前に手当て可能となる。

#### ②地震リスクの移転（海外等）が可能となる

現状、中小企業では、保険料が高い等の理由により、地震保険の付保が困難であるが、中小企業のリスクを纏め、CATボンド、地震デリバティブ等を通じて海外のリスク引受けキャパシティ、資本市場を活用することで、支払プレミアムを抑えつつ、中小企業の地震リスク移転が可能となる。

### 地震特約付CLO・CBOのイメージ図



### 3-2 リスクファイナンスの促進に向けて

企業におけるリスクファイナンスの促進にあたっては、前述のような、リスクファイナンス手法の多様化のほか、以下のような制度整備および取り組みが必要である。

#### (1) 自社内積立の促進

企業には、リスクファイナンスの一環として、引当金や任意積立金を計上するという手法も想定される。ただし、企業会計上の引当金として計上するには、以下の要件を満たす必要がある。

- ① 将来の特定の費用または損失であること
- ② その発生が当期以前の事象に起因していること
- ③ 発生の可能性が高いこと
- ④ その金額を合理的に見積もることができること

これらの要件を全て満たせば、当期に発生が予測される損失の金額を、当期の費用または損失として引当金に繰り入れることが可能とされているが、特に低頻度大損失事象に係るリスクに備える資金の引き当てにあたっては、上記4要件を充足することは極めて困難である。また、企業会計原則では、この4つの要件を満たす費用または損失は、当期の費用または損失として計上しなければならないとされており、特定のリスクに引当金の要件を認めると、それを望まない企業も従わなければならないことになる。

一方、企業は株主の了承を得ることによって、税引き後の利益の一部を任意積立金として積立てることも可能であるが、この場合であっても適正な積立水準が不明確なこと等の理由から株主への説明が困難であることが、実務上自己積立が行われない要因となっている可能性がある。企業のリスクに対する自己積立を政策的にバックアップするという観点から、政府として「リスク情報の共有化」（詳細は後述）により望ましい積立水準に係る参考情報を提供していくことや、税制上の準備金制度<sup>17</sup>の導入の必要性について検討していくことは重要である。こうした施策（政策支援、インフラ整備）により、自助努力でリスクに備えたいとする企業も数多く出てくることが予想され、また、戦略的リスクファイナンスの中で、保有と移転のベストミックスを探るという考え方の普及にもつながっていくものと考えられる。

#### (2) 業務分野規制の再整理

現在、「銀行による融資先企業への保険募集」には、募集可能な種目が限定される等の一定の制限が課せられている。企業のリスクファイナンス促進の観点からは、企

---

<sup>17</sup> 将来の特定の損失に備えられる財務基盤の構築を促すことを租税制度上奨励する制度。

業の財務部門に頻繁にアクセスしている銀行は戦略的なリスクファイナンスの提案を行い易い立場にあるため、保険を含めた効率的なリスクファイナンスの提言を行うためには、制限はないほうが良いという声も聞かれた。同時に、企業のリスクファイナンスが適正な形で促進されるよう、圧力募集や抱合販売等の問題については、十分に配慮した上で、今後、規制種目等を見直していく余地があるものとする。

「保険募集」についても必ずしも明確に定義されておらず、保険募集資格を持たない者が企業に保険を紹介する際に、保険業法上の制約から保険を含めたリスクファイナンスプログラムの提案が行いにくい面が存在する。ワンストップショッピングの機能度を高めるためにも、保険募集の定義をより明確にしつつ、リスクファイナンスの議論や提案を行いやすい環境を構築することが望まれる。

上記いずれも、リスクファイナンスの普及、促進の観点から、業務分野規制を再整理することについて、検討していく必要がある。

### **(3) ガバナンス強化**

ステークホルダーによるガバナンス強化も企業のリスクファイナンスの取り組みを促すものと考えられる。株主、債権者、取引先等からのガバナンスが強化されリスクファイナンスへの要請が高まっていくことを期待したい。

特に証券アナリストや銀行等によるガバナンスに関して、欧米では貸出金の返済原資に当る企業の将来キャッシュフローについて、その確実性を担保するため、低頻度大損失事象への対応も含めた企業のリスクファイナンスは、重要な審査項目となっている。わが国においても、プロジェクトファイナンス等においては、プロジェクトに係るリスクファイナンスについて重視するのが一般的である。今後、債権者の信用リスク管理向上が進展する中で、こうした発想によるガバナンス強化（一定のリスクファイナンスの要請）が図られていくものと考えられる。

### **(4) セーフティネットの高度化**

大規模地震等の自然災害や原子力事故等の大事故は、事前に十分予見することが難しく、発生地域の事業者・金融機関全般の機能不全を招くことから、政府によるセーフティネットの提供（政策金融によるリスク補完）が必要となる。

このような観点から、災害や突発的な社会現象等により資金調達が困難化した企業への資金的な支援策として、政府系金融機関による災害復旧貸付制度のほか、信用保証協会によるセーフティネット保証が講じられている。また、災害地域の電力や水道、道路等の産業基盤インフラの早期復旧を支援するため、長期固定資金の供給等の政策金融支援が行われてきた。さらに、これら金融支援に加え、被災地域の企業に対し、

補助金交付等の予算措置を講じることにより、損害に対する事後的な補填も行われている。

こうしたセーフティネット制度は、これまで、企業が事前に如何にリスク対策およびリスクファイナンスに取り組んでいたかに拘らず、一定の条件を満たす企業に一律の支援が行われてきた。一方、事前に企業のリスク管理を促進し災害による損失を小さくすることができれば、経済活動全体の継続性が担保されるとともに、災害発生後の事後的な政策コストを最小化することができると考えられる。このため、民間の自助努力によって評価・管理が可能な災害リスクについては、企業によるリスクマネジメント、リスクファイナンスを促進する観点から、事前の対策状況に応じて一定の優遇措置を講ずる等により、リスク管理に向けたインセンティブ付けを行うような仕組みについても検討する必要がある。

また、災害時の緊急融資においては、借入れを希望している企業の返済能力の判断が非常に難しい反面、融資実行の即時性も強く求められている。正確な与信判断と迅速な融資実行という背反事象を如何に解決するかといった点についても、今後の検討が望まれる。

このように、今後の政策支援においては、事後的なセーフティネットを適切に提供することに加え、企業に対し災害発生前にリスクを管理するインセンティブを与えるような環境整備を進めることによって、社会経済全体のセーフティネット機能の高度化を図ることが重要である。

#### **(5) リスク情報の共有化**

現状、各企業が、低頻度大損失事象が自社に与える損害の程度を把握しようとした場合、入手可能な情報が限定されている、あるいはほとんどないため、シミュレーションモデルやシナリオ分析等を活用し、試算を行わざるを得ないのが実情である。また、こうしたモデルの確からしさや、リスクファイナンス商品のリスクプレミアムの妥当性等を検証することも不可能である。

たとえば、災害リスクについて、地震、風水害等の災害そのもののデータのみならず、同災害により発生した損失等についてもデータベース化し、十分な情報開示を行っていくことで、上述のような課題が緩和される。リスクファイナンスの促進に向けて、データの所在について一定の整理を行いつつ、必要に応じ、政府からこうしたデータを公共財として提供していくことについても検討を行っていく必要がある。

## (6) リスク管理人材の育成強化

リスクファイナンスへの取り組みにあたっては、その前提としてリスクの定量分析が不可欠である。しかしながら、わが国企業では、リスク管理担当者がリスクの定量分析に関するノウハウを必ずしも十分に有していることもあり、リスク定量分析は然程定着していない。

さらに、企業が高度なリスクファイナンスに取り組もうとした際にも、多くの場合、リスクファイナンス担当者が十分な金融知識を有していないことが制約となり、リスクファイナンスの最適化が困難であるのが実情である。

こうした実態に鑑みて、企業のリスク管理高度化を支えるリスク管理人材の育成・活用を図る観点から、産学連携等を通じたより効果的な人材育成・活用に関する検討、金融工学に関する教育を行う専門職大学院の充実促進等を進める必要がある。

## おわりに

企業が積極的な事業活動を行い、その企業価値を高めるにあたっては、リスクマネジメントの一環として戦略的にリスクファイナンスに取り組むことが重要である。ただし、わが国では、リスクマネジメントへの認識が漸く高まってきてはいるものの、リスクファイナンスについては、これまであまり論点となっていなかったことから、意識的に取り組む企業は一部に留まっているのが実情である。

わが国企業によるリスクファイナンスの取り組みは、各企業の持続的発展、競争力強化の達成を可能とするのみならず、社会における効率的かつ適切なリスクシェアリングを通じて、産業基盤強化、企業の成長力強化を促すことが可能である。そこで、経済産業省としても、研究会で議論を行った諸点について、企業の戦略的なリスクファイナンスを促す観点から、わが国企業が活用し得るリスクファイナンス手法の多様化を図っていくほか、政府の役割について再整理（セーフティネットの高度化、必要な情報基盤の整備等）を行うといった環境整備に取り組んでいきたいと考えている。

もっとも、リスクファイナンスの取り組みは、企業が主体的に財務戦略の一環として検討・対応すべき事項である。わが国企業におけるリスクファイナンス意識が高まり、戦略的なリスクファイナンスがわが国企業において広範に取り組まれていくことを期待したい。