

## 大倉商事株式会社（A）

1980年7月上旬、財務部企画課長岡本氏は本日の外為予約会議の為に向う6カ月間の為替持高表（附表2）を眺めながら自分の書いた相場動向予測レポートをもう一度念を入れて吟味し直していた。午後1時半からの会議では相場動向の他に現在営業部オプションとしている社内予約制度を10年前の「強制予約制度」<sup>5</sup>へと戻す決定が行われる予定となっていた。大倉商事では強力な財務管理を特徴とし、本社財務部のレベルに集中し、その哲学は経営首脳陣の注意を為替ポジションに向け、為替リスクに対する財務部の認識を理解させ承認されることであった。

### 会社の背景

大倉商事は1873年に東京銀座に創立された我国で最古の商社の一つで、我国企業として初の海外支店を翌1874年に英国ロンドンに設置するなど外国貿易のパイオニアでありかっては東京銀行と並んで外国為替の知識の宝庫とも言われた。大手商社会（13社で構成）のメンバーでその輸出入成約高等は我国経済の先行指標として重視されるが、年商約64億円のうち約5割が貿易で、取扱品目は原油、ミサイルの輸入から缶詰、鋼鉄の輸出まで約1万の多岐に亘っていた。

本社レベルでは輸出入のバランスがとれており（附表2参照）、過去着実に為替差益をあげてきたが、一昨年は大幅な売持ち（ショート・ロング共）政策が裏目に出で約一億円の差損を被っていた。しかしその一期を除けば財務部の為替オペレーションは堅実で好ましい額の為替差益を生んでおり、毎期の決算に多大の貢献をしていた。今期決算は数十億円の不良債務の発生が発覚し、経常段階での赤字が確実視されているので、経営陣は過去の数倍の為替差益を期待していた。

### 予約会議

財務部を統轄しているのは財務本部長であり、その下に財務部長、次長、企画課長、企画課員というラインに沿って大倉商事全体（海外店も統轄）の外国為替オペレーションが実行されているが、中心は企画課長であり、彼の決定が覆えられるということは殆どなく、それだけに責任は社内の他のどの課長よりも重いと考えられた。岡本氏はロンドン支店勤務5年の後輸入為替課長を経て、1980年7月1日付にて企画課長に就任したばかりであったが、同社の現在の

\*強制予約制度とは社内予約について、営業各部門に予約締結をするかどうかの選択権を与える、本部がコントロールすることをいう。従って営業部は輸出入取引が成立し、成約台帳を財務部へ回付すると、当社リスク玉は自動的に財務部にて予約ルートが決定される。大手商社の多くは強制予約を採用している。

近代的予約制度は十数年前に同氏により確立されたものであり、文字通り大倉商事の参謀役として企画課長の最適任者であるというのは衆目の一致するところであった。会議は午後1時半丁度に始まり、財務本部長以下の財務部関係部員の他に、業務部長、営業経理部長、主計部長、海外主計課長が出席した。

冒頭財務部長池谷氏が岡本氏を指名して、強制予約制度について再度簡単な説明をさせた。

岡本氏「営業部の連中は自分達で作った商売なんだからその為替リスクも自分のところで負い、為替差益を稼ぎたいと言っています。しかし商品相場と為替相場で二重にかけて、裏目に出たらそれこそ一期分の営業成績を赤字にしてしまう、そんな光景はあちこちで見られました。彼らの本業は為替ではなくて商品それ自体なのです。外為の知識もないまま、為替相場の情報もないまま、唯日経新聞をフォローしているだけでは、例えある時期大きな差益を得たとしても次には大きな差損が待受けているでしょう。実際無理なのです。為替相場で全勝を目指すこと自体………」

茶川業務部長「では何勝何敗ぐらいなら望めるのかね」

岡本氏「そういう発想自体が間違っているんです。差益を狙うあまり深追いして結局は商売全体を赤にしてしまう。その一敗の痛手はものすごく大きい。若手社員も折角自分が成約した商売を上司の予約のミスリードで赤字商売としまったら………そのマイナス効果は恐ろしい程ですし、彼らは毎日の為替相場を注視して居られる程暇人ではありませんよ。まあ強いていえば1勝1敗、5割で上出来といったところです。」

池谷財務部長「まあ君の言わんとしているところは判った。この問題については、一応全社的合意は得ているし、他に質問がなければ、細目の詰めを明日にでも業務課と進めて欲しい。」

「次に本題の予約ポジションについてだが、売持ちは全体で22百万ドル（附表2）と前月と殆んど変ってないが、相場予測も変更はないのかね」

岡本氏「日米の金利動向、経常収支の状況を背景に東京外為市場での円安はここ2週間続いています。米国の公定歩合はまだ下がるし、インフレはなかなかおさまらない。景気後退による経常収支の改善は進むとしてもドルが本格的に信認を回復することはないでしょう。日本の金利低下予測による思惑的な円売りには強烈な介入を行い、円高に引っ張りたいという主張も大蔵省にはあるようですが原油価格高騰による経常収支の赤字巾拡大に対して、世界的な景気後退から52、53年のような輸出ドライブは再現できないでしょう。結局大巾赤字による慢性的ドル不足を、資本流入で補えなければ円安は防げません。唯ここへきて一服しているのは、米国の熱波による農穀物の被害で穀物相場に投機筋の注目が集まり、欧米為替関係者のバカニス気分と合わせ、当面通貨が標的にされそうにないとの見方が強いですね。」

寺内本部長「ビリーゲート事件でカーターの再選はほぼ絶望との見方が支配的だが、リーガン政権でドル相場に影響は出るだろうか。」

岡本氏「大統領選まで3ヶ月余りありますが、共和党でも大きな対日政策の変更は考えられず、大統領選そのものが与えるドル相場、円相場への影響は無視してよいと思いますね。但し、ビ

リーゲート事件でカーターが引責ということになると、一時的にドルは軟化しますから、我々が輸入予約のチャンスをつかむとしたらその時でしょう。」

池谷部長「ここ1ヶ月以内の動きで最大要因は何かね」

岡本氏「ズバリ日本の公定歩合の引下げです。」

池谷部長「円相場は無論円安だね」

岡本氏「金利裁定からすれば可成り正確に予想ができます。無論他に政治的要因等が絡んでこなかった場合ですが…………。公定歩合の引下げ幅が2%の場合、円安状態となる確率は9割で円高となる確率は0です。円安となる場合232～235円の各々1円刻みの直物相場となる確率は同等と考えられます。又引下げ幅が1%ですと、円安状態となる確率は6割に下がり、円高及び現状維持がそれぞれ2割づつと予想出来ます。円安では232円と233円水準となる確率が等しく円高では228円もしくは227円が出現するチャンスが同等でしょう。又最近の公定歩合の変動幅及び欧米との関係からも0.5%刻みになることは皆無とみてよく、2%の引下げ幅となるのが25%，1%の下げ幅が75%のチャンスです。 そうですね、向う1ヶ月以内に引下げが起る確率は固いところで80%でしょう。」

寺内本部長「これで具体的な数字が出揃ったわけかな。私は全面的に今の数字を支持したいが………」

梅田海外業務課長「個人的には米国が1%下げた場合相殺されてしまうので、1.5%引下げを加えたいと思いますが、今回の検討ではまあ良いでしょう。」

田中主計部長「岡本君の数字はとても妥当だと思いますよ。」

青木財務部次長「私も賛成ですね。ところで持高表以外に考慮すべき米ドル以外の大口玉はないですかな。」

岡本氏「現時点では当社がリスクを負うべき玉としては3ヶ月先に300万仏フラン相当のポンド建輸入が発生するのと、6ヶ月先に140万ドイツマルクの輸入決済が生じる位ですね。」

青木財務部次長「どちらもアンカバーなのかね。」

岡本氏「はい、300万フランは3ヶ月の支払条件でロンドン支店経由の輸入ですがロンドンへは本店よりポンドで送金を実行します。2週間前東銀ロンドン支店からのレート引合いは、スポット $\frac{1}{2}$  = FF 9.01, 3ヶ月先物 $\frac{1}{2}$  = FF 8.925でした。この時の先物予約によるカバーのコストは3.172ポンドでしたが、我々はポンド堅調を予測して予約実行のテレックスを打ちませんでした。」

青木財務部次長「今日のスポットは？」

岡本氏「今日のポンド・スポットはFF 8.96まで下落しています。」

池谷部長「それはうまくないな。せめて2週間前のプレミアム幅と同じで先物をカバーするよう、今日テレックスしてくれ給え。」

岡本氏「ロンドン市場オープンと同時に予約させましょう。」

青木財務部次長「マルクも何とかカバーをとりたいなあ」

岡本氏「180日の輸出為替手形が50万ドル、今日か明日買取り可能となります。この50万ドル

5

10

15

20

25

30

35

と同額を借り入れてマルクを買入れ定期預金とする案を考えましたが、それよりも、この手形を割引いて手取りドルをスポットで売却してマルクに交換し、マルク建て定期を組む方が正味税引前収益が大きくなります。今日ですとスポット 2,6150, 手形割引率  $7\frac{9}{16}\%$  P・A, マルク定期預金（6ヶ月物） $4\frac{1}{2}\%$  P・A です。

池谷部長「それで行こう、林君ドル売りマルク買いスポコン（翌日渡しの予約、スポットコントラクトの略）だ。50万ドルだぞ。まだマーケットオープンしているな。レートは 2,6150 で頼むぞ。」

林企画課員「はい、早速電話で予約とります。」

寺内本部長「三菱商事・高炉 6 社との輸協案件、1,500 ドルは、為替リスクはインド側だったな………それから小西六と合弁のブラジル・サクタ工場建設の 1,000 万ドルについても全額為替リスクは、小西六側がもつことで最終的に合意できたので今後も持高表には表れないが、岡本君別個に外貨建てスケジュール表を作つておいてくれるかな。………まあ大体終ったな。諸君も知つての通り我社の今期はいつになく厳しい。従つてトップが為替差益にかける期待は並々ならぬものがある。大きなバクチをはるわけにはいかぬが、着実にしかも最大に差益をあげられるように頑張つて欲しい。今のフランとマルクも一応計算してみて、持高表の計算を明朝一番に提出して欲しい。無論先程話してくれた確率もすべて加味された数値でなければ困るよ。大変だろうが、その資料を元に明日の役員会で承認を求めるので宜敷くたのむ。」

岡本氏「間違ひなく用意しておきます。」

5

10

15

20

25

30

35

sample

sample

sample

sample

sam

附表 1

当日の社外予約可能レート（銀行一般公表レートよりfavorable）

単位日本円（1米ドル当り）

	直物	1ヶ月先物	2 "	3 "	4	5	6	7ヶ月以降Ave
Selling	231	230 (5.19)	230 (2.59)	229 (3.46)	228 (3.89)	228 (3.11)	227 (3.46)	225
Buying	229	228 (5.24)	227 (5.24)	225 (6.98)	224 (6.55)	223 (6.28)	222 (6.11)	220

( ) 内はディスカウント率% P, A

附表 2

為替持高表（当社リスクのみ）

		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月～	計
輸出	持高	1800	2300	2100	1900	2800	1600	3500	16000
	内社外予約済 (covered)	1500	1800	1700	1500	1400	500	1000	9400
	平均レート	@220	@224	@223	@222	@220	@219	@218	—
輸入	残 (uncover)	300	500	400	400	1400	1100	2500	6600
	持高	2100	2500	2200	2300	3100	1700	4000	17900
	内	1000	1500	1400	1100	1600	500	2000	9100
	平均レート	@227	@224	@225	@224	@222	@221	@220	—
	uncover	1100	1000	800	1200	1500	1200	2000	8800
合計持高									売持
Θは売持		Θ800	Θ500	Θ400	Θ800	Θ100	Θ100	500	Θ2200

## 附属資料

## コンピュータ技法の適用

為替リスク管理の特徴は、複雑性、不確実性そしてしばしば膨大な量のデータである。これらのすべての分野で、数学的な技法とコンピュータの利用が考慮されてはいるが現在のところ初步的な段階である。現場におけるコンピュータの適用は現在までは次の三つの面に於て成功する傾向があったといえよう。

1. コミュニケーションとデータベースの保管
2. リスク識別プログラム
3. 運賃リスクないしは将来における通貨変動の影響を予測する為の単純なモデル

大倉商事では一応 1 と 2 が利用されていたが、十分なデータベースが作られていなかったしシミュレーションの技法は全く未開発の領域である。シミュレーションのモデルは現存の先物予約から発生するものを含めて、すべての状況から発生する為替差損益を識別できるし、サブプログラムは金利や直物相場の動きに関する様々な前提の下で最良の可能性を評価することができる。

然しながら為替市場における短期レートの予測の困難性と直物相場と利子率の間の共分散の  
為により野心的な最適化プログラムは今日まで成功していない。

5

10

---

不許複製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

Contents Works Inc.