



ロシア金融部門改革の必要性¹

上席研究員 糠谷英輝

(Hideki Nukaya)

e-mail : nukaya@iima.or.jp

はじめに

ロシア経済は高騰を続ける原油価格の恩恵を受けて、順調な経済成長を続けており、本年上半期の実質 GDP 成長率は前年同期比で 7.4%と昨年の 7.3%成長と同水準の高成長を続けている。しかし経済成長の主軸は原油・天然ガスをはじめとした資源輸出であり、現在ロシア経済の成長を牽引している国内消費、盛り上がりを見せている設備投資も資源輸出から波及した経済効果である。ロシアが今後も持続的な経済成長を成し遂げていくには、天然資源をベースとした経済からの構造転換を図り、製造業やサービス産業などの育成を進めていかなければならない。

昨年 12 月の下院選挙、本年 3 月の大統領選挙を経て、プーチン政権は 2 期目に入った。政権基盤は磐石で経済改革を促進する環境は整えられたと言える。しかし経済構造改革には、政府による取り組みに加えて、資源産業の得た収益や家計貯蓄などをその他産業に効率的に配分する金融部門の担う役割も不可欠なものである。しかしロシアの銀行セクターや資本市場といった金融部門はこれまでロシア経済の発展に目立った貢献をしておらず、金融部門自体の改革を進めなければならない状況にある。金融部門がいかに脆弱であるかは石油大手のユコス社の脱税問題による株式市場の動揺、中堅銀行のソドビジネスバンクの銀行免許剥奪から大手行に一気に波及した銀行セクターの信用不安²など、最近の事例にも見ることができる。

本稿では銀行セクターと資本市場の両面から、その特徴と問題点を取り上げ、金融部門

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1131 号 (2004.9.1 付) に掲載されたものである。

² 5 月 13 日にマネー・ロンダリングに関与した疑いから、ロシア連邦中央銀行がソドビジネスバンクの銀行免許を剥奪し、続く 6 月 4 日に中堅銀行のクレジットトラストが自己破産を宣言した。これにより銀行の信用不安が拡大し、大手のグダバンクが国営銀行であるヴェネシュトルグバンクによる救済買収を受け、さらに預金者保護法が緊急に制定されるに至った。

改革の必要性を論じたい。

1. ロシア銀行セクターの概要と問題点

銀行セクターの問題に入る前に、ロシアにおける金融の全体像を国際比較してみたい。第1表は金融深化度を国際比較したものである。M2、民間部門への貸出、債券残高、株式市場時価総額、それぞれの対GDP比率のどれを取っても、ロシアの水準が極めて低いことが分かる。先進諸国に比べて低いのはもちろんのこと、チェコ、ハンガリー、ポーランドの中欧諸国に対しても劣後している。唯一、株式市場時価総額の比率が中欧諸国を上回るが、これは国際的にも巨大な原油企業などが存在するためである。

M2の比率が高ければ銀行に集まった預金が貸出を通じて経済活動を拡大させることになるが、同比率は低く、家計貯蓄や企業の余剰資金などが銀行預金に回らずに退蔵、あるいは海外に流出していることが推測できる。したがって民間部門への貸出比率も低い。債券残高の比率も低く、後述するように社債市場は拡大してきているものの、間接金融をカバーする直接金融化が進んでいるといえる状況ではない。

次に銀行部門の規模をより詳しく国際比較したものが第2表である。ロシアの銀行の融資額は対GDP比で22%弱に過ぎず、中欧諸国に比較しても極めて低い³。家計部門向けの融資は2.3%とほとんど金融仲介機能を果たしていない。また預金額を見ても14.5%と他国比大きく劣後している。

銀行融資や家計貯蓄の受け入れ比率が低いことに関しては、そもそもロシアでは国営銀行が株式会社化したものを除いて、銀行は設立母体である大企業の金融業務を引き受ける金融サービス会社か、あるいは為替や国債への投資を行なう投資会社として設立されており、預金を集め、融資先を開拓・審査し、集めた資金を投下して収益を上げるという銀行本来の資金仲介機能の発揮を予定していなかったという歴史的事情がある。さらに担保法制が未整備であるため、第三者への融資よりは国債等での運用により収益を上げようとする姿勢が強い点も指摘される。

第1表 金融深化度の概観（国際比較：2001年）

国名	M2		民間部門への貸出		債券残高		株式市場時価総額	
	百万ドル	GDP比%	百万ドル	GDP比%	百万ドル	GDP比%	百万ドル	GDP比%
ロシア	74	24	54	17	11	3	78	27
チェコ	40	71	25	45	8	15	9	16
ハンガリー	22	43	18	35	13	26	10	20
ポーランド	75	43	46	26	35	20	26	15
ドイツ	1,336	71	2,442	130	1,048	56	1,072	57
日本	5,221	123	4,084	96	4,534	107	3,910	92
米国	6,509	64	7,741	76	11,672	115	13,984	137

（出所）IMF-WORLD BANK, "Financial Sector Assessment; Russian Federation" October 2003

³ ロシアのみ2003年末の係数であり、その他は2000年末の係数である。各国ともに経済が成長し、銀行部門も拡大していることを考え合わせれば、同表以上に格差が開いているものと予想される。

第2表 銀行部門の規模の国際比較（対GDP比：％）

	ロシア	ポーランド	チェコ	ドイツ
銀行融資	21.9	38.5	57.4	107.9
家計向け	2.3	6.9	6.2	44.6
企業向け	17.3	21.0	46.5	40.0
地場通貨建て	14.5	27.9	44.0	
外貨建て	5.2	6.7	8.7	
銀行預金	14.5	40.7	66.6	109.8
個人預金	11.6	22.1	34.8	50.8
法人預金	2.4	7.9	30.8	31.0
地場通貨預金	9.3	30.0	58.4	
外貨預金	5.2	3.9	8.2	

（注）ロシアについては2003年末、その他は2000年末。

（資料）David Lane, “Russian Banking: Evolution, Problems and Prospects”

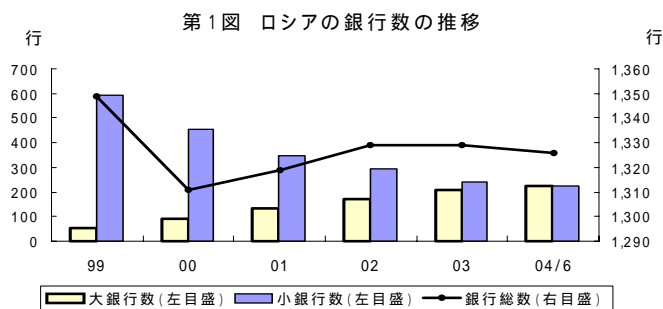
Edward Elgar, 2002.をベースにロシアのデータのみ筆者が更新。

（1）ロシア銀行セクターの特徴と問題点

ロシアの銀行セクターについては、以下のような特徴が挙げられる。

銀行数の多さと集中度の高さ

ロシアでは小規模の銀行が多数存在し、98年の通貨危機後の銀行数の推移を見ても、99年末の1,349行が04年6月末で1,326行と微減したに過ぎず、銀行の再編は進んでいない（第1図）。但し傾向としては資本金1千万ルーブル未満の小銀行の数が減少し、同3億ルーブル以上の大銀行の数が増加している⁴。銀行の資本金の増加は、最低資本準備に関する規制により、資本増強を義務付けられた結果である⁵。



（注）1.小銀行は資本金1千万ルーブル未満、大銀行は3億ルーブル以上
2.各年末の行数。2004年は6月末の行数。

（資料）ロシア連邦中央銀行

⁴ ロシアの銀行は資本規模で見ると成長が著しいが、総資産ベースで見ただけではロシア最大のズベルバンク（貯蓄銀行）であっても日本の地方銀行レベルに過ぎず、銀行セクターの規模自体は小さい。また自己資本の増加は順調に進んでいるものの、資本の質に疑問があると指摘されており、さらに貸倒引当金は銀行の与信リスクを完全に反映していないと評価されている（IMF / World Bank “Financial Sector Assessment Russian Federation” October 2003）。

⁵ 最低資本準備に関する規制は概略次の通りである。新認可の銀行に関する最低資本準備額は5百万ユーロ、2005年には資本金額5百万ユーロ未満の銀行に関しては、自己資本比率が10%を下回る場合には、銀行免許が自動的に取り消される。2007年には最低資本準備額5百万ユーロが全ての銀行に適用される。

また集中度に関しては、2002 年末で総資産でみた上位 200 行がロシア全銀行セクターの総資産の 88.5%を占め、トップ 5 行がそのシェアを前年の 42.8%から 44.2%に増加させるなど集中度がより高まっている。さらにロシアの銀行の半分はモスクワ地区にあり、モスクワ地区の銀行は総資産の 84.5%、資本の 82.2%、非金融部門への融資の 85.4%を占めるなど地域的な集中度も高い。ロシア連邦の 14 の地域ではその地方をベースとする銀行が 1 行しかなく、8 の地域にはベースとする銀行が存在しないという極端な状況にある⁶。

国営銀行の支配的地位

集中度に関してはさらに国営銀行の支配的地位が問題視されている。2002 年末で、ロシアには 23 の国営銀行（国家が 50%超の出資比率を有する銀行）が存在し、国営 23 行は全銀行セクターの自己資本の 34.4%、総資産の 37.5%、融資の 39.2%、家計預金の 72.1%を占める巨大な存在となっている。その中でもズベルバンクが圧倒的地位を占めている⁷。

ズベルバンクはロシア連邦中央銀行のコントロール下にあり、商業銀行として全ての銀行業務を行なっているが、加えて連邦政府の財務代理銀行として財務省口座を取り扱っており、政府銀行としても機能している。2002 年末でズベルバンクの銀行セクターにおける総資産のシェアは 28.4%であり、ルーブル建て家計預金の 79%以上、外貨建て家計預金の 48%以上のシェアを持つなどリテール市場で独占的な地位を保持している。非金融機関向けの融資シェアは 30%弱であり、またインターバンク貸出のシェアは 10.8%に上っている。

外資系銀行の地位

ロシアでは 98 年の通貨危機後、銀行システム改革を進める過程で、外資系銀行に対する参入規制を段階的に緩和しており、外資系銀行の数も増加してきている。

2002 年末で外資出資比率が 50%超の外資系銀行数は 37 行であった。そのうちの 9 行が総資産ベースで上位 50 行の中に入っている。しかし外資系銀行の総資産のシェアは 8.1%、自己資本のシェアは 7.1%で、前年のそれぞれ 8.8%、7.7%から若干減少している。外資系銀行は特にリテール業務を進めているが、リテール市場におけるシェアは 2.3%と僅かに過ぎない。また外資系銀行は非居住者からの預金受け入れで重要な地位を獲得しており、そのシェアは 45.8%にのぼっている。融資も外貨建てが中心になっており、外資系銀行の融資の 85%は外貨建てである。また非金融部門への融資シェアは 7.1%であった。このように外資系銀行はロシア国内の銀行として、ルーブル建てでの預金受け入れや融資業務を活発に行なう段階には至っていない。これは外資系銀行の進出により、国内銀行セクターの競争が高まるという環境には未だないことを示すものである。

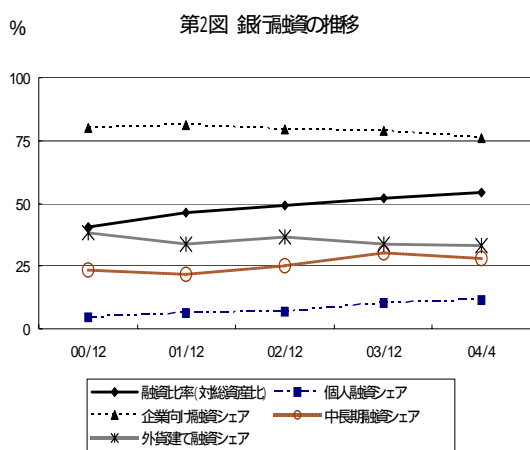
⁶ 銀行の支店数を見ると、ズベルバンクは全国に約 34,000 店を展開しているが、その他の銀行の 1 行当りの支店数は平均では 2 店にも満たない。

⁷ 自己資本ベースでも、総資産ベースでも、ロシア最大の銀行はズベルバンクであり、第 2 位がこれも国営のヴェネクトルグバンク（外国貿易銀行）である。

なお、ロシアの外資系銀行の大半はドイツ、米国、フランス、オランダ、オーストリア資本である。

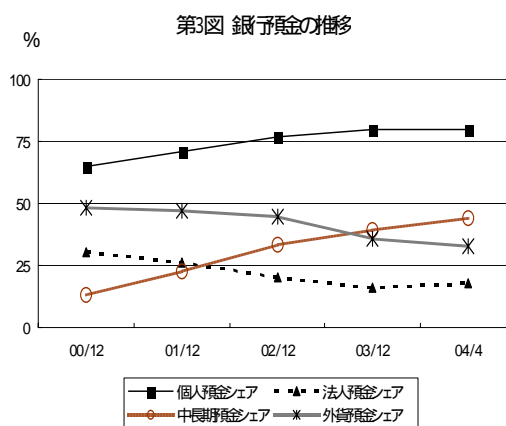
銀行融資、預金に見る特徴

2000年以降の銀行セクターにおける融資並びに預金の推移は第2図、第3図の通りである。



(注) 各融資シェアは融資総額に対する比率

(資料) ロシア連邦中央銀行



(注) 各預金シェアは預金総額に対する比率

(資料) ロシア連邦中央銀行

通貨危機後のロシア銀行セクターにおいては銀行融資が増加する傾向にある。総資産に占める銀行融資の比率は2000年末の40.5%から2004年4月末には54.3%に上昇している。しかし融資の内容を見てみると、個人融資のシェア（融資総額に対する比率）は2000年末の4.7%から2004年4月末には11.5%へ増加しているが、逆に企業向け融資シェアは80%から75.8%へと減少している。また中長期融資（期間一年以上）のシェアは24%から28%へ微増しているに過ぎず、外貨建て融資のシェアは38.5%から33.2%へ減少しているが、未だに30%を上回る高率にある。

次に預金の推移を見ると、個人預金のシェア（預金総額に対する比率）は2000年末の65%から2004年4月末には80%弱へと増加を示したが、逆に企業預金のシェアは30.5%から18%へと大きく減少している。また中長期預金（期間一年以上）のシェアは13%から44%へ上昇し、外貨預金のシェアは48.5%から32.8%へと減少した。しかし実額ベースで見ると外貨預金額は大きな変動を見せておらず、ルーブル高傾向を受けて、これまで退蔵されていた資金が預金に振り替わってきたものと推測できる。

以上のことから、ロシアの銀行セクターでは銀行融資の増加、家計貯蓄の吸収に進展は見られるものの、中長期の企業向け融資や法人預金の獲得には改善傾向は見られず、また外貨建て取引の比率が相変わらず高いと概観できよう。すなわち銀行セクターが企業の設

備投資などに関して資金仲介機能を果たしているとは未だ言えない状況にある。

(2) 銀行セクター改革の必要性

今後のロシア経済において、銀行セクターが効率的な資金配分の役割を担い、経済成長の基盤作りを支えていくためには、早急に銀行セクターの改革が進められなければならない。銀行セクター改革のポイントは、銀行セクターの信用力の向上、国営銀行の民営化と民間銀行の育成強化の2点に大きくまとめられよう。

銀行セクターの信用力の向上

銀行セクターの信用力の向上に向けては既にいくつかの施策が取られている。

まずは財務諸表を含めた銀行セクターの透明性の向上である。2004年から銀行は国際会計基準に則した財務諸表の準備を求められ、2007年には完全に国際会計基準に移行する予定である。

次に銀行の信用力を補完する措置として、個人預金の保護のために預金保険制度が導入された。銀行はロシア連邦中央銀行による審査を受け、これに合格すれば同制度に加入できる。同制度に加入した銀行の倒産などに際しては、個人が保有する銀行預金は10万ルーブルまで保護される。その財源には参加銀行の拠出金による基金が充てられる。

この他、銀行監督に関しては、最低資本金、自己資本比率規制、大口与信規制、流動性準則などが設けられ、厳格に管理されるようになってきている⁸。

このように銀行セクターの信用力の向上へ向けた準備は進んできてはいるが、ロシアの銀行セクターの場合、さらに銀行の所有構造やガバナンスに関する透明性を向上させることが不可欠であろう。銀行所有者に関しては表面上の所有者リストの公開が義務付けられているが、グループ関連会社等を通じて実態は複雑に入り組んでおり、真の所有者やコントロール体制が掴みにくい構造になっている。さらに連結ベースでの銀行監督が無いため、潜在的なシステミック・リスクを抱えていることになる。こうした部分の改善も今後図っていかなければならない課題である。

国営銀行の民営化と民間銀行の育成強化

ロシア最大の銀行であるズベルバンクに関しては前述したが、ロシア銀行セクターを改革していくにはズベルバンクの寡占状況が最大の課題になっている。ズベルバンクのトップは財務省出身であり、役員もロシア連邦政府各省からの出身者で構成されている。国債市場における最大の投資家であり、与信先もロシアを代表する企業に傾斜しており⁹、ズベ

⁸ 金融部門の監督体制は、銀行部門についてはロシア連邦中央銀行、資本市場については連邦証券市場委員会 (Federal Commission for Securities Markets)、年金については労働省、保険については財務省保険監督局の4つに分割されている。効率的で広範な金融監督を行なうためにはこれら4つの監督機関間の情報交換が徹底されねばならない。

⁹ 同行の主要な顧客は Rostelekom (通信)、RAO UESR (総合エネルギー)、Lukoil (石油)、TNK (石油)、The Sibneft and Severnaya Neft Oil Companies (石油)、Transneft (パイプライン)、Norlisk Mining and Metallurgical Company (鉱業)、Aeroflot (航空) などである。

ルバンクの分割や民営化は政治的にも困難になっている。このためまずは民間銀行と比べたズベルバンクの特恵的立場を廃止し、民間銀行との競争を高める方向で検討がなされている。具体的にはズベルバンクは現在、實際上預金が全額保護されており、これが同行に家計貯蓄が集中する理由にもなっている。前述の預金保険制度の導入に伴い、2006年末にはズベルバンクの預金保護が撤廃され、同行も預金保険制度に加入する予定になっている。このように民間銀行との競争条件を同一にしていくとともに、今後はさらに国営銀行と民間銀行の役割区分の明確化を図っていく政策が必要である。

次に民間銀行の育成であるが、小規模銀行の統合を進めることが必要である。その過程で特定の企業グループの金融会社から脱皮していくことが期待されよう。前述の預金保険制度への加入に当たっては中央銀行の審査を受けなければならず、この審査を通じて、不健全な銀行、不透明な銀行が預金保険制度の対象から外れ、淘汰されることが期待されている¹⁰。このように本来の資金仲介に貢献できる銀行を選び出し、作り上げていくことが必要である。

2. ロシア資本市場（社債並びに株式市場）の概要と問題点

ロシアでは1990年代初期に資本市場の創設が開始された。しかし主目的は資産を国家から民間の管理へ移行させるメカニズムを提供することであった。その後1992年に始まった大量民営化プログラムによって資本市場は拡大していくことになる。続く1995年に開始した大量の国債発行によって債券市場は国債市場を中心に拡大していった。

しかしユニバーサル銀行システムを採用するロシアでは、資本市場の主たる参加者は銀行であり、健全で信用力のある銀行システムの育成なしに資本市場を発展させることは困難である。銀行セクターに関しては前述した通りであり、ロシアの資本市場も整備は進められてきているが、先進国レベルの資本市場となるまでにはまだかなり長い時間を要するものと思われる。

本稿では紙数の関係もあり、また企業部門への資金配分という観点から、資本市場のうち、社債市場と株式市場に焦点を当てて見てみたい。

(1) MICEX と RTS

ロシアにおける主要な取引所はMICEX (Moscow Interbank Currency Exchange) と RTS (Russian Trading System) である。MICEXは1992年に設立され、外国為替と債券の取引所であった。現在は最大の為替市場、社債取引所となっている。1997年に株式取引を開始し、シェアを次第に拡大している。これに対してRTSは1995年に設立され、主に株式取引を行っている。

¹⁰ロシア連邦中央銀行では1,300行のうち500行程度が預金保険制度導入基準を満たせないのではないかと予測されている。

(2) 社債市場

ロシアの資本市場において最近もっとも拡大が著しいのが社債市場である。ロシアの社債市場は 1999 年に創設され、特に 2002 年に入って社債市場は急速に拡大した。2002 年には MICEX での一当りの平均取引高は 3 億ルーブルを超え、さらに 2003 年には前年比 3.5 倍の 10 億ルーブルに増加した。

社債市場の発展の理由の一つは、銀行セクターが発展せず、担保法制の不備などもあり、銀行融資は金利も高く、企業が資金調達のために社債発行に向かったことが挙げられる。ロシアにおける金融手段の深刻な不足を表す一方で、ロシア資本市場の潜在性が大きなものであることを窺わせるものでもある。

社債の発行者を見ると、発行者の産業部門も広がっている。1999 年には燃料・エネルギー企業の社債が市場の 90% 超を占めていたが、現在ではそのシェアは 40% 未満に低下している。企業規模から見ても、大企業のみではなく、中堅企業も起債を行なうようになってきている。

社債の発行コスト（利回り）の低下と期間の拡大の傾向も窺える。発行企業の透明性にも焦点が当てられ、ディスクロージャーの程度による利回り格差の拡大も目立ってきている。社債の発行は、ロシア企業の抱える主要な問題点の一つである企業透明性の向上、コーポレート・ガバナンスの改善を促す刺激ともなっている。

流通市場における取引の多様化も後述する株式市場に比して進んでいる。2003 年の MICEX 市場における社債取引のシェアでは Gazprom が最大で 9.7% であったが、22 社が少なくとも 1% のシェアを占めている。また燃料部門の取引高シェアは 24.3% であり、11 の産業部門が 3% 以上のシェアを獲得した。

しかし社債の太宗は発行額が少額であり、市場流動性が低い¹¹。その結果として主要な市場参加者が市場価格に及ぼす影響が強く、中小規模の社債取引業者が価格変動リスクを被る傾向にある。

社債市場拡大に当たっては発行体や投資家などの市場参加者を増やすとともに、発行額の大型化による市場流動性の増加が必要になる。

(3) 株式市場

NASDAQ やニューヨーク証券取引所などの海外上場分も含めたロシア株式の時価総額は 2002 年末で 1,242 億ドル、取引高は 361 億ドルである（第 3 表）。時価総額、取引高ともに通貨危機後、順調に増加しており、時価総額は 97 年末の 1,282 億ドルとほぼ並ぶ水準まで回復した。

¹¹ 流通市場で取引された社債の残高は 10 億～30 億ルーブル程度であった。

第3表 ロシア株式市場の概観

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
上場企業数(社)	237	207	249	236	196
時価総額(百万ドル)	20,598	72,205	38,922	76,198	124,198
取引高(百万ドル)	10,495	2,839	20,312	22,908	36,131

(注) NASDAQ、NYSE等の海外上場分も含む。

(資料) Standard & Poor's "Global Stock Markets Factbook 2003"

しかしロシア株式市場では、一部の流動性の高い銘柄が市場を支配する極めて偏った構造が続いている。

MICEX市場では200社以上の上場株式があるが、そのうちの8社が2003年の総取引高の98%のシェアを占めた。8社のうちの1社であるThe United Energy Systems (UES)だけでMICEX市場取引の64%のシェアを占めた。またRTS市場では300社以上の上場企業のうち、10社のシェアが93%であり、UESのシェアは30%であった。また電力並びに原油関連株のシェアはMICEXでは99%、RTSでは95%と株式取引のほとんどを占める状況にある。

こうした市場構造は、高シェアを持つ一部株式以外の、大部分のその他株式の流動性が極めて低いことを表してもいる。したがって市場参加者に選択肢は与えられず、株式取引をリスクの高いものとしている。また企業サイドの問題も指摘される。先進的企業の配当政策に改善は見られたものの、多くの企業の配当水準は低いままであり、主要企業の配当利回りは2003年で5%を超えていない。これに対して株式売買では主要銘柄で中期的キャピタルゲインは70%以上とされており、多くの市場参加者は短期売買により収益を稼ごうとし、株式市場における投機的行動が刺激され、株式取引がよりリスクの高いものとなっている。企業の配当政策がより一層改善し、市場における長期投資家の存在が高まれば、ロシアの株式市場の投機的要因を抑制する働きが期待される。

さらにロシアの株式市場が拡大しない、上場銘柄が増加しない要因も企業サイドに存在する。まず株式発行は当該企業の所有構造を変化させるため、当該企業の最大株主が株式発行を嫌うケースが多い。

企業の透明度が低く、未だコーポレート・ガバナンスの欠如が目立つために投資家も株式投資を避ける傾向が強い。例えば証券法(The Securities Law)は20%以上保有する株主の保有状況の開示を義務付けており、また共同会社法(The Law on Joint Stock Companies)は関係者のリストを保有し、株主に公開することを義務付けている。しかし公開上場大企業や活発に株式が取引される企業であっても、最終的な株式保有状況や企業統治構造の開示を効果的に要求する手段はなく、少数株主や投資家は海外上場や市場のうわさに情報を頼っているのが実情である。関連会社間で資産を移転したり、子会社間で利益を移転することは日常的に行われており、企業の将来性や収益性を正確に把握すること

は困難である。

このようにコーポレート・ガバナンスの質の向上に関する法的基盤が一層整備されなければ、投資家は安心して株式投資を行うことができない状況にあると言えよう。

以上、ロシアの銀行セクター、社債市場・株式市場を概観したが、金融部門が本来持つ資金仲介の機能を発揮するには改善されねばならない問題点が多い。銀行セクターでは銀行の信用力の向上、国営銀行の支配的状況の解消、民間銀行の統合再編などが課題であり、社債市場・株式市場では発行体や投資家などの市場参加者の増加と多様化、社債や株式そのものの流動性の向上などが課題になっている。いずれも市場構造の根幹に関わるものであり、改善には時間を要しよう。

しかし一方で銀行融資が燃料セクターに偏っており、株式市場も燃料セクターに支配されている構造にあることを考えれば、万一、原油価格の暴落などが生じた場合は、現在の状況では、銀行セクターや金融市場の被る被害も大きなものになりかねない。したがってロシア金融部門改革には時間がかかると構えていられる状況にもないと言えよう。プーチン政権下での加速度的な金融部門改革が望まれるところである。

Copyright 2004 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.