

## CURES Report

## ロシア金融制度の危機と資金調達問題

アンドレイ・グラドチェンコフ

金利自由化・商業銀行貸出等のイノベーションを導入し、旧ソ連金融システムは、破られた。ソ連企業は本来国家に無利子で資金を提供されていたが、高コスト資金調達という突然現われてきた深刻な問題に直面した。全経済にわたり、金利自由化のもとで絶えずマネーの需要が拡大し、金利は高まっている。1988年から1992年にかけてマネーサプライは各自GNPの成長率の倍程度の伸びを示した。同時にデレギュレーション政策のもとで無利子資金ファイナンス制度は壊滅に向かい、企業の利益と資産は大きく悪化した。

金融分野でも80年代末から有価証券によって新しいファイナンス制度を導入したが、全金融システムの大変革をまだもたらすにいたっていない。発行市場は発展したのだが、株式・債券が景気に及ぼす影響は大きくはなく、資金調達市場としてのロシアの現代証券発行市場の機能はまだやはり小さい。そして企業間信用も小さい役割しか果たしておらず、金融機関による資金調達が最も一般的である。

金融緩和・金利自由化によってロシア金融制度の変化が銀行貸出の資金市場にどのような影響を与えるのであろうか。

最近ロシア中央銀行（ロシア銀）貸出による国立金融機関と民間金融機関への低コスト資金貸し付けが最も有利な資金調達の方法であったが、その結果ロシア商業銀行あるいは普通銀行の資金に占めるロシア銀貸出の割合はきわめて高くなるしその資産も増大した。

同時に普通銀行の中央銀行貸出の依存率は急激に上昇している。

さらに巨大な財政赤字の存在はロシア銀資産構造に大きな影響を与えた。ロシア銀は中央政府の均衡予算を実行しているので普通銀行の資金を低コストファイナンスするために残されている資金はきわめて少ないだけではなく、その資金の実質コストも非常に高くなる。そして中央銀行の貸出抑制がロシアの商業的金融機関経営に大きな打撃を与えた。新しい経済条件のもとで中央政府金融機関を通して融資のメカニズムはうまく働き続けることにならず、中央銀行貸出依存型融資の時代は終わった。現状では資金不足の普通銀行はコール市場を通して短期の融資を行わなければならない。でも現在ロシア金融制度に於けるコール市場がまだなく、今日モスクワの中央資金取引所は短期資本市場としてコール市場の機能を担わされている。その取引所での「コールローン」と云われている有利な短期資金の平均金利率は1991年8月から1992年2月にかけて、15.7%から42.1%まで急激に高騰した\*1。より高コストで普通銀行は資金調達をしなければならなかったために、通常の銀行融資以外の様々な資金調達の方法が



活発に行なわれている。例えば、高金利を負担できない企業は、融資を受けるのではなく、営業権、地上権、実用新案権、特許権、免税権等を銀行に売却することによって資金を調達している。銀行はこれらの権利を買いとることによって資産を増し、利益も拡大している。

そして、他の企業の経営支配のために行われた投資と共にその無形固定資産依存型融資のもとで、大銀行の場合で資本の半分、中小銀行の場合には大部分が、企業の投資活動に融資されている。こうして資金調達沈滞が銀行業績の足を引っ張り、それがまた銀行経営に反映するという悪循環に陥ったのである。ロシア民間商業銀行は自己資産を回復するには貸し付けを減らす必要がある。そうすると「貸し渋り」現象を生み兼ねない。その結果、中小企業だけではなく、大企業も資金繰りは悪化している。銀行の企業への融資と関連して貸出抑制がロシア企業の資金調達に支障を与えて、設備投資は停滞している。資産の急激な目減りから個人消費のための商品生産が減退した。

同時に所得税と付加価値税のひどい負担はロシア企業経営にも大きな悪影響を与えた。現状では民間企業だけではなくて国立企業も自己防衛する機運が高まり、特殊の免税ファンド、外貨資金等に自己の当座資産を回して行くことで現金の深刻な不足をもたらした。

従ってその自己防衛進行のもとでは絶えず通貨の供給不足が深刻になり、その結果今年ではシベリヤのいくつかの都市の闇市場で現金百万ルーブルと小切手百七十万ルーブルが交換されている※\*2。

企業がその値段で現金を買い込んで、集めた現金の大部分を外貨と高コスト原材料品等の物質的材料品に回していくことによって、貨

幣市場と原材料品・製品・半製品・部分品市場の両市場で投機的に価格が形成され、値上がりりが常態化していく。その結果、企業の資金が物質材料品に大口投入されることによって現代ロシアの棚卸資産市場全体の投機化がさらに促進され、「商品・原材料品」といわれるあらゆる取引所は急速に発展している。その商品・原材料品取引所の設立者の中で民間企業だけではなくて国立大企業と旧ソ連共産党に関連した企業や金融機関も大きな役割を果たしており、それが商品取引所の一番大きな特徴と言ってよい。

その商品・原材料品取引所のブローカー業務権の値段は10万～25万ルーブルだったが、1990年以後ブローカー業務権の価格の絶えざる上昇にもとづくその担保価値の増大ともなっていて、銀行がこのような業務権を担保として融資する場合は沢山ある。そうすると払込資本全額が5万～7万5千ルーブル程度の中小会社にとっても普通銀行の貸付担保によってブローカー業務権を獲得しうる十分な可能性がある。

そして中小会社でもブローカーになってディーラー取引を行なう大きな可能性も手に入れることができる。現在ではロシアブローカーの業務はどちらかというと委託売買業務より自己売買業務のほうが大きい比重を占めているようだ。ロシア商品取引所ではブローカー取引は本来の導入目的である現実的な取引に利用されることは少なく、ほとんどが投

---

※当座預金の引き出し限度額がインフレ以前の低い水準であること、小切手を正規の手続きで現金化するのに非常に長い日数が必要であることのために、大量のルーブルの現金が必要な場合に、このようなレートで闇市場で小切手を現金化するのである。

機取引なのである。

ひどいインフレのもとで原材料品等の価格の上昇を利用してロシアブローカー（会社）はその差額を取得することを目的として売買取引を活発化させている。

その取引コストの構成を見ると、委託売買手数料は無視できるほどの比率で取引税だけが主な構成要素となっている。日本の取引コストと違ってロシアの取引コストにおいては委託売買消費税だけでなく、日本の取引のようなキャピタルゲイン税もやはりない。そうすると現状ではブローカーになった企業は生産しないで売買だけでも儲けることができるし、税金を含めて取引コストははるかに安く、値上がり益がきわめて高い。1989～92年の間、民間企業・金融機関と国立大企業中心に短期売買・投機の大ディーリング相場が急激に展開されている。80年代末にその相場が開設されて以来、現物取引以外、先物取引は急速に拡大して来た。現在では先物取引の中には *vstrechnaya*（ヴストレッチナヤ）とよばれる取引が大きな役割を果している。これは先物取引のヘッジ方式の一種類であってカラ売買の色あいが濃い。そしてカラ売買に基づく投機取引はロシア企業にとって最も有利な資金調達の方法である。時として企業はほとんど金利と経費を払わずに資金を調達できるとさえある。余裕資金で又原材料品を買い、原材料品の時価が上昇し、時価が上昇したことを利用して資金調達をするため、企業内部ではさらに資金が豊富となる。企業が手にした大量の資金は単に設備へ投資されるだけではない。不動産と外貨資産にも回すことができる。では以上をまとめよう。

小口預金にまで金利の自由化が進展することによって、金融機関の自由金利資金で調達

するロシア銀行の必要資金量が増大し、調達コストが上昇して来る。今後中小金融機関に於いても金利の上昇が収益に直接影響することになる。

中小銀行が生き残っていくためには貸出以外の収入、新しい益源を開拓することが必要になったことから運用面での多様化を計画し、銀行以外の企業を利用する率が高まっていった。

中央銀行貸出が大幅に減少して調達コストに大きな影響が生じ、大銀行を中心として資本市場以外の調達手段を開発せざるを得ない。同時に銀行貸出の条件も厳しくならざるを得ない。一方、変動金利貸出によって金融機関の資金調達が市場金利にも大きく影響されるようになった。

短期で調達して長期で運用しているために、流動性リスクを増加させていて中小銀行の財務状態は弱体化している。

中央銀行からの貸し付けという間接金融の形態からロシア普通銀行が証券を発行して投資家から資金を調達する直接金融の形態にシフトし始めたのである。不動産を担保とした証券化の動向は銀行の資金調達の方法にも大きな変化をもたらすようになる。

銀行の資金調達の方法が直接金融へシフトした結果、企業も従来の間接金融の形態から直接金融へ業務転換を行う必要が出てくる。

一方このようなロシア金融制度の改革の動きの中で、大企業は株式を公開したり社債を発行することになる。大企業にとって株式公開の可能性が最も高いのは証券取引所に上場する方法だ。借入金以外に資金調達することによっていわゆる証券市場の意義を高めて、近年ロシアで現代的な証券流通市場が急激に発展することになる。他方、銀行貸出の多様

化とともに株式を公開する可能性を持たない中小企業は借入金への依存体質がより高まり、中小企業金融を支える、専門金融機関を出現させた。従って金融自由化が進展することによってロシアの大企業と中小企業間で金融面に於ける格差が拡大するようになった。

ところが、膨大な余裕原材料品を持っている大企業は財テクによって値上がり益を手に入れようと懸命になり、その投資家の過熱による弊害があまりにも大きくなっていった。同時に政府の金融政策に対する不信感が強くなっていった。そこに大きな影響をもたらす要因として財政の巨大な赤字の動向がある。この点からいえば、ほどほどのところで軍事費の上昇を押さえ、直接税総額を減少させることによって回復に向わせるべきである。

商品流通市場を安定させるには、取引所法を改革し、カラ売買だけではなくて先物取引も禁止して投機取引を抑制することによって、現物市場の状態を強化することである。

付加価値税率を大きく低下させることだけが企業の積極的設備投資に大きく貢献できると考えられる。企業活動を活発化させ、景気

を上昇させることによって日用生活品市場を拡大させるのである。しかしロシア政府は以前のように企業の租税負担の拡大に道をあけている。エリツィン内閣が計画した新しい国家予算では歳入全額に占める付加価値税の割合は39%であり、法人所得税を含めてその総割合は1992会計年度に於いて約56%に達している\*3。

いずれにせよ金融自由化によってロシアの資金調達の枠組みは変わってしまった。以前と金融メカニズムがどう変わったのか、どういふ金融政策をとらねばならないのか、ロシア金融制度は大きな変革時代に入っており、最終的な結果がまだ見えない状況にあることは否定できない事実である。以上。

(金沢大学経済学部助教授)

- ★ 1. Ekonomicheskoe obozrenie Moskovskih Novostei ( Moscow News Business )  
1992年、3月、No.10, P. 6
- ★ 2. Delovaya Sibir ( Siberia Business )  
1992年、3月21~27日、No.12, P 6
- ★ 3. Ekonomicheskoe obozrenie Moskovskih Novostei ( Moscow News Business )  
1992年3月、No.10、P. 2.

(P.12から続く)

森下 正 都市型産業による地域産業振興  
に関する研究  
(明大大学院紀要(政経) 28 25p)

森元 恒雄 「地域の情報化」一考  
(自治研究 67-9 14p)

八尋 和郎 80年代における九州の行政投資  
(九州経済調査月報 45 9p)

山家 一郎 東北地域のリゾート開発が及ぼす  
経済波及効果について  
(経済統計研究 19-1 26p)

山口 英男 北陸の建設業における人手不足  
の現状  
(北陸経済研究[北陸経済研究所]  
161 18p)

山崎 孝史 町村合併計画の変遷から見た市

町村領域の再編成過程  
(人文地理 43-3 20p)

山村 勝郎 国境を越えた、新たな地域交流  
のために  
(月刊社会党 434 5p)

横田茂ほか3氏 現代都市と財政<特集>  
(財政学研究 16 37p)

吉武哲信ほか2氏 地域構造の階層性を考慮  
した道路網整備水準の評価  
(高速道路と自動車 34-10 8p)

\*吉田 寛 地域産業論  
(税務税理協会 1991/9 141p)

リサーチ中国 複眼思想の地域づくり  
(リサーチ中国 502/503 19p)

若井 具宣 物流特性と地域経済の発展  
(経済論叢[広島大] 15-2 35p)