

《研究ノート》

ロシアの銀行部門と 東ロシア資源開発のための資金調達

小 林 博

はじめに

1. ロシアの銀行部門について
 - (1) ソ連崩壊前の銀行部門
 - (2) ソ連崩壊後の銀行部門
 - (3) ロシアの銀行部門と資源開発のための資金調達
2. 東ロシア資源開発プロジェクトと資金調達について
 - (1) 東ロシア資源開発プロジェクトについて
 - (2) 資金調達について

おわりに

はじめに

東ロシアにおいては、サハリンや東シベリアで大規模な石油、天然ガス開発プロジェクトが進行中或いは計画中であるが、こうした資源開発のためには膨大な資金が必要となる。必要資金の調達に関しまず検討されるべきは、国内での調達についてであり、次いで海外からの調達の可能性が検討される必要がある。本稿ではこうした観点から、まずロシアの銀行部門について検討した後、海外からの資金調達の可能性について述べる。

1. ロシアの銀行部門について

(1) ソ連崩壊前の銀行部門

ソ連崩壊前は、ロシア革命を経て設立された Gosbank（ソ連国立銀行）が中央銀行と商業銀行業務を兼ねていた。この他長期信用供与を担当する全連邦投資銀行、貿易金融や外国為替業務を担当するソ連邦外国為替銀行、Gosbankの下部組織で個人預金を扱うソ連邦国家労働貯蓄金庫があり、3つの銀行と1つの金庫から成っていたところから、3銀行1金庫体制といわれた¹⁾。

1980年代後半のペレストロイカ路線の下、銀行部門についても改革が始まり、1988年初、ゴスバンクについては商業銀行機能を分離して中央銀行としての機能に特化させた。商業銀行部門は業務内容が整理・統合された上名称も変更され、ソ連工業建設銀行、ソ連邦農工銀行、ソ連邦住宅公共事業社会発展銀行、ソ連邦対外経済活動銀行、ソ連邦労働貯蓄住民銀行の5つの銀行となった。こうして1988年には、従来の3銀行1金庫体制から中央銀行を含め6銀行体制へと移行した²⁾。

しかし改革の動きはこうした再編成にとどまらなかった。金融制度が未発達であったため銀行数を増やすことが必要と考えられ、協同組合や企業グループ等による銀行設立が認められ、その結果小規模な銀行が多く設立されていくこととなった。

1991年のソ連崩壊時金融も混乱状態に陥ったが、ゴスバンクの機能の大部分はロシア中央銀行に吸収された。この間にも銀行数の増加は続き1991年末には1,500行を越えるに至った。

(2) ソ連崩壊後の銀行部門

ソ連崩壊後も銀行数は増え、1994年には営業を行っている銀行数が2457行とピークに達した³⁾。その後設立認可の厳格化や再編の動きなどにより減少に転じたが減少のスピードは緩やかであった。

1998年の金融危機によりロシアの銀行部門は大打撃を受けた。その後経済の回復とともに銀行部門も回復したが、以下に述べるように銀行部門は今日でも発達度は低く多くの問題点を抱えている。

まず表1の現金／預金比や預金／GDP比に見られる通り、国民が現金を持つ傾向は中東欧諸国の中で最も強く、逆に銀行へ預金がなされる比率は最も低い。そのため銀行部門が資金仲介機能を果たしておらず、銀行の企業貸出／総資産比率も極めて低い。加えて、銀行の企業向け融資は貿易関係資金や短期融資が多く、中長期融資は極めて限られている。

銀行部門の中では、国営銀行が支配的な地位を占めており、1998年の金融危機後、国営銀行の役割は一層強まった。その中でもロシア連邦中央銀行の支配下にあるズベルバンクが銀行部門の中で預金の42%、資産の27%を占めるなど圧倒的な地位を占めている(表2)⁴⁾。

表1 金融仲介機能を示す諸指標の比較

(2000年末、%)

	現金／預金比	預金／GDP比	民間部門融資／GDP比
ロシア	37	16	12
中国	14	125	122
チェコ	14	65	54
ハンガリー	19	39	26
ポーランド	17	37	24

資料：IMF (2002)

表2 Sberbank への集中度を示す諸指標
(2003末、%)

	資産	預金	信用供与額
Sberbank	27	42	28
その他	73	58	72
銀行部門計	100	100	100

資料：IMF (2004)

ロシアの銀行部門はこうした特徴を持つが、資本市場についても表3の債券残高、株式市場規模の対GDP比からも明らかなように、規模が小さく未発達である。

表3 金融市場の進化度比較
(2001年、10億ドル、%)

	M2		債券残高		株式市場規模	
	残高	GDP比	残高	GDP比	残高	GDP比
ロシア	74	24	11	3	78	25
チェコ	40	71	8	15	9	16
ハンガリー	22	43	13	26	10	20
ポーランド	75	43	35	20	26	15
ドイツ	1,336	71	1,048	56	1,072	57
英国	1,593	113	607	43	2,150	153
日本	5,221	123	4,534	107	3,910	92
米国	6,509	64	11,672	115	13,984	137

資料：IMF (2003 a)

このようにロシアにおける金融の発展度は、中東欧諸国との比較でも大きく劣ると言わざるを得ない。今後の経済発展のためには金融の深化が不可欠であり、特に銀行部門の改革が急がれる。具体的な改革としては、小規模銀行の再編・統合、金融監督体制の強化、銀行経営の透明性強化等に加え、圧倒的なシェアを占めるとともに国営であるため競争上の優位性を持つズベルバンクの改革が必要と考えられ、中長期的には同行を民営化することの検討も必要であろう。

(3) ロシアの銀行部門と資源開発のための資金調達

以上述べたように、ロシアの銀行部門は資金仲介機能が著しく弱く、銀行による企業への資金供給は極めて少額にとどまっている。加えてその資金供給も貿易関係融資、短期融資が大宗を占めている。資本市場も小規模で未発達である点を考慮すると、膨大かつ中長期の資金を必要とする資源開発に、ロシア国内の資金を供給していくことは難しく、海外からの資金調達が不可欠となる。

2. 東ロシア資源開発プロジェクトと資金調達について

(1) 東ロシア資源開発プロジェクトについて

東ロシアでは現在サハリンにおいて、原油、天然ガス開発プロジェクトが進行中であり、東シベリアでも同様な資源開発プロジェクトが計画されている。こうしたロシアでの大規模な資源開発プロジェクトは規模も大きく膨大な資金を必要とする。

しかし、後述するように大規模なプロジェクトにはさまざまなリスクが伴う。また環境保護の問題や、東ロシアでの資源開発プロジェクトということで、天候面に関するリスクも存在する。

サハリンのプロジェクトでも見られるように、ロシアでの大規模資源開発プロジェクトには欧米や日本の大企業が出資し事業主として参加するものと見込まれる。しかし、世界の大企業といえども事業に伴うリスクをすべて負ったり、また必要な資金をすべて自ら賄うことは困難である。多くのリスクが存在する東ロシアでの大規模資源開発のため、膨大な資金をどう調達するか大きな問題である。

(2) 資金調達について

1) 過去の参考事例

大規模なプロジェクトの資金調達の問題に関しては、ロシア以外の国で参考となる事例を見出すことができるが、ここではパキスタンでの発電所プロジェクトとしてのハブ・パワー・プロジェクト、カタールでのLNGプロジェクトの2つを挙げる。これらはいずれも規模が極めて大きいプロジェクトである。また外国企業がプロジェクトを遂行するのに決してリスクが小さい国とは言えない国でのプロジェクトという点でも共通点がある。カタールは中東に位置し、パキスタンは極めて貧しく政治的にも安定していない。

このように政治的には決して安全とはいえない国での大規模なプロジェクトへの融資が可能となった理由として、公的金融機関の参加と、プロジェクト・ファイナンスという金融手法の活用を挙げることができる。

まず第1は公的金融機関の参加である。公的金融機関は自ら融資を行ったり、民間商業銀行の融資への保証、政治リスクに関する保険の提供等を行う。特にプロジェクトが遂行される国に関する戦争や内乱等が発生するリスク、外貨準備が枯渇するリスクなどの政治(ポリティカル)リスクをこれら公的金融機関が負い、民間金融機関がそうしたリスクから解放される点が大きい。また公的金融機関がプロジェクトの金融面での当事者となることで、民間資金の呼び水となる。そして、主要国の民間金融機関の参加により多額の資金調達も可能となる。

第2は、プロジェクト・ファイナンス方式による資金調達という点である。

後述するが、スポンサー(=プロジェクトへの出資者)にとりオフ・バランス効果がもたらされるという大きなメリットがある。また、プロジェクトには多数の関係者が存在するが、これら多くの関係者が、プロジェクトに伴う多くのリスクを分け合う(リスク・シェアする)ことにより、最終的にそれぞれの参加者にとり許容可能なリスクとするようファイナンスの構築(ストラクチャリング)が行われるのである。民間金融機関にとっては、

融資の実行に加え新たなビジネスチャンスの開拓、ファイナンスを取り纏めることによる手数料収入の獲得等のメリットがある。

a) ハブ・パワー・プロジェクト

まず、ハブ・パワー・プロジェクトにつき述べると、その概要は表4の通りである。融資契約は1994年9月に調印され、最も典型的なプロジェクト・ファイナンスの1つと言われる。日本企業、日本の金融機関が欧米の企業、金融機関と共に作り上げたプロジェクト・ファイナンスである。多くの関係者がリスク・シェアすると共に、商業銀行の融資部分につき、パキスタンの政治や国に関するリスクが世界銀行や日本輸出入銀行（当時）等に転嫁されている点がポイントである。

表4 ハブ・パワー・プロジェクト及びそのファイナンスの概要

<p>パキスタンで民営化方式により大型発電所の建設・運営を行うプロジェクト。三井物産、石川島播磨、National Power（英）等が出資。三井物産が中心となり建設。</p> <p>総額約18億ドルのプロジェクトへのファイナンス（1994年調印）には公的金融機関として、国際復興開発銀行（世界銀行）、日本輸出入銀行、SACE（伊）、COFACE（仏）が参加。基本的にこれら公的金融機関及び日本の通産省が、商業銀行の融資部分につきパキスタンの政治リスクを負うスキームになっている。</p> <p>日米欧の40を越す銀行がこのプロジェクト・ファイナンスに参加。</p> <p>さくら銀行、東京銀行、シティーバンク（米）、クレディリヨネ（仏）、NATWEST（英）の5行によりプロジェクト・ファイナンスがとりまとめられた。</p>

b) カタールLNGプロジェクト

次にカタールLNGプロジェクトにつき述べると、その概要は表5の通りである。このプロジェクトは主要関係者の多くが日本企業、日本の金融機関である。1995年、プロジェクト・ファイナンスとしてとりまとめられたが、ハブ・パワー・プロジェクトと同様、カタールの政治や国に関するリスクの多くの部分が、日本輸出入銀行や石油公団などに転嫁されたことにより民間商業銀行の融資が可能となっている。

表5 カタールLNGプロジェクト及びそのファイナンスの概要

<p>カタールで開発された天然ガスから液化天然ガス（LNG）を生産するプロジェクト。</p> <p>総額28.5億ドル。</p> <p>三井物産、丸紅、Mobil（米）、Total(仏)が出資者として参加。</p> <p>生産されたLNGはほぼ全量日本の中部電力が購入。</p> <p>生産設備建設、輸送船建造、運航等日本の企業がになう日系プロジェクト。</p> <p>ファイナンスは、東京銀行、さくら銀行、富士銀行、日本興業銀行の4行によりプロジェクト・ファイナンスとしてとりまとめられた（1995年調印）。</p> <p>公的機関として、日本輸出入銀行、通産省、石油公団が参加。民間商業銀行の融資部分につき、カタールの政治リスクをこれら公的機関が部分的に負う形となっている。</p>

2) 公的金融機関について

以上述べたことから明らかな様に、開発途上国或いは政治的安定を欠く国における大規模プロジェクトが実現するためには、先進国大企業による事業への参加と共に、各種の公的金融機関の参加が不可欠となる。公的金融機関の参加により日本、欧米主要銀行の融資への参加も可能となるのである。公的金融機関は、表6の通り、国際開発金融機関、地域開発金融機関、わが国を含む先進国の対外投融資・保険・援助機関等に分類される。表6はその中から代表的なものを挙げたものであり、その他にも、多くの機関が存在する。

表6 プロジェクト・ファイナンスへの参加が多い代表的な公的金融機関

1. 国際開発金融機関

(1) 国際復興開発銀行（世界銀行）(IBRD International Bank for Reconstruction and Development)

・開発途上国でのプロジェクトに関し、IBRD加盟国政府・政府関係機関のため融資、保証等を行う。

(2) 国際金融公社 (IFC International Finance Corporation)

・民間海外投資家と協調して開発途上国の民間企業に投融資資金供給等を行う。

2. 地域開発金融機関

(1) 欧州復興開発銀行 (EBRD European Bank for Reconstruction and Development)

・中東欧諸国の市場経済への移行を支援し、民間部門と企業家の自発的活動を促進する目的で1991年4月設立。民間企業に対する投融資等を行う。

(2) アジア開発銀行 (ADB Asian Development Bank)

・開発途上加盟国政府・政府機関、開発途上加盟国において事業を行う公私の機関、企業への出資、融資、保証などを行う。

3. 先進各国の主要対外投融資・保険・援助機関

(1) 日本

① 国際協力銀行 (JBIC Japan Bank for International Cooperation)

・わが国企業の海外での事業に必要な資金の貸付け（投資金融）等を行う。

② 日本貿易保険 (NEXI Nippon Export and Investment Insurance)

・わが国の貿易保険制度を運営する独立行政法人。従来は政府（通産省）により運営されていたが2001年4月業務を引継ぐ。

(2) 米国 海外民間投資会社 (OPIC Overseas Private Investment Corporation)

・開発途上国向けの米国民間企業による直接投資の促進。

(3) 英国 輸出信用保証局 (ECGD Export Credit Guarantee Department)

・英国からの資本財および関連サービスの輸出促進のための融資保証、輸出保険等を提供。

(4) 仏 仏貿易保険会社 (COFACE)

- ・ 仏輸出業者に対する外国貿易上のリスクおよび海外投資に対する保険の引き受け等を行う。

(5) 伊 輸出信用保険特別部 (SACE)

- ・ 輸出信用保険、海外投資保険等を行う。

3) プロジェクト・ファイナンスについて

プロジェクト・ファイナンスの起源は1930年代米国で発達したプロダクション・ペイメント⁵⁾といわれる。第2次大戦後の1972年、ブリティッシュ・ペトロレアム (BP) は北海油田開発のための資金調達を行ったが、これは国際金融市場における最初の大型プロジェクト・ファイナンス案件といわれている。プロジェクト・ファイナンスはその後主として資源開発プロジェクトの資金調達手法として用いられてきたが、電力、通信、道路、トンネル、石油化学、ホテル建設、パイプライン建設等の事業においても用いられるようになりその利用範囲は著しく広がっていった。

a) プロジェクト・ファイナンスの定義

プロジェクト・ファイナンスは一般に「対象となるプロジェクトの資産を担保に、専らそのプロジェクトから生み出されるキャッシュ・フローを返済原資とするファイナンス方式である」と定義付けられる。

新しく設立される特別目的会社 (SPC: Special Purpose Company) への融資であり、融資を行う金融機関にとっては、SPCにより行われる新しい事業の収益性、その事業のリスクの評価等が不可欠となる。これに対し、既に存在する企業や国・国の機関への融資はそれぞれコーポレート・ファイナンス、ソブリン・ファイナンスといわれ、新しい事業体としてのSPCへの融資と比較し審査やリスク評価もずっと容易である。

b) プロジェクト・ファイナンスのその他の特色

プロジェクト・ファイナンスは、この他以下のような特色を持つ融資手法である。

- ① 純粋な形のプロジェクト・ファイナンスでは、融資の返済に問題が生じた時、スポンサーに融資の返済を求めることが出来ない。こうした純粋な形のプロジェクト・ファイナンスは、ノン・リコース・ファイナンスと呼ばれる。
- ② しかし、プロジェクト・ファイナンスには様々なリスクが存在するため、前述したように多くの事業関係者がリスクを分け合う。そのため、融資の返済に問題が生じた時、スポンサーが部分的に保証等を行うケースも多い。この様に部分的にスポンサーに遡及できる場合をリミテッド・リコース・ファイナンスという。
- ③ スポンサーにとり、リミテッド・リコース・ファイナンスとなるケースが多いが、部分的な遡及であるため、SPCの借入れは、多くの場合スポンサーによる借入とはならず、

スポンサーのバランス・シートに計上されない。スポンサーにとってのこうした効果をオフ・バランス効果という。上述のBPによる資金調達で、プロジェクト・ファイナンス方式が用いられた理由としては、BPにとってのオフ・バランス効果があった。

- ④また、基本的にSPCの生み出すキャッシュ・フローが返済原資であることから、プロジェクト・ファイナンスをcash flow lendingという事もある。(これに対し、既存の企業に対するコーポレート・ファイナンスは、その企業のバランス・シートが重要視されることから、balance sheet lendingと呼ぶ事もある。)

c) プロジェクト・ファイナンスの当事者

プロジェクト・ファイナンスには極めて多くの当事者が存在し、それぞれがリスクを分け合うこととなるが、主要な当事者を挙げると以下となる。

- ①プロジェクト所在国政府：プロジェクトへの許認可等を行う
 - ②プロジェクト当事者：
 - a.スポンサー（事業実施会社への出資者） b.事業実施会社：（SPC：Special Purpose Companyである場合が多い）
 - ③プロジェクトの建設に関係する者：建設会社、エンジニアリング会社 等
 - ④プロジェクトの運営に関係する者：
 - a.事業運営会社（通常は事業実施会社） b.原材料の供給者 c.製品の購入者 等
 - ⑤融資金融機関等：民間商業銀行、国際開発金融機関、地域開発金融機関、先進各国の主要対外投融資・保険・援助機関 等
 - ⑥その他：
 - a.民間保険会社、b.事業実施会社が発行する債券（bond）の購入者 等
- d) プロジェクトを遂行していく上で発生する主なリスク

特に大規模なプロジェクトの場合さまざまなリスクが存在するが、主要なものだけを挙げても以下のようなリスクが存在する。プロジェクト・ファイナンスの構築過程で、これらのリスクを誰がどの程度負うか決められていくこととなる。

- ① 政治（カントリー）リスク：
 - ・戦争・革命・内乱、国有化、法制変更等が発生するリスク
 - ・外貨準備の枯渇、海外送金の禁止、為替相場の大規模な変動等が発生するリスク
- ② 自然災害（不可抗力）リスク：地震、火災、津波等が発生するリスク
- ③ プロジェクト建設リスク：建設が期限内、予算内で完成しないリスク
- ④ インフラストラクチャー・リスク：道路、鉄道、港湾、電力等が計画通り建設、供給されないリスク
- ⑤ 埋蔵量リスク：十分な埋蔵量が存在しないリスク（資源開発プロジェクトの場合）
- ⑥ プロジェクト運営リスク：
 - a.プロジェクトの事業遂行能力に関するもの：

- ・ スポンサーに十分な事業遂行意思・能力がないリスク
- ・ 事業運営会社にマネージメント・運営能力がないリスク

b. その他プロジェクト運営に関わるリスク：

- ・ 原材料購入リスク：原材料を十分な量及び適切な価格で購入出来なくなるリスク
- ・ 製品販売リスク：生産した製品を十分な量及び適切な価格で販売できなくなるリスク

⑦ プロジェクトの経済性、キャッシュ・フロー・リスク：

- ・ 借入金の返済を可能とする十分なキャッシュ・フローが生み出せなくなるリスク

以上は多くのプロジェクトに共通するリスクであるが、ロシアにおけるプロジェクトの場合、ロシア特有なリスクも存在する。IMF（2003）によれば、外国企業がロシアでビジネスを行うことを躊躇する理由として、法制や規制、税政策等が不安定であること、官僚、公的機関の事務面での効率性などに問題があること、犯罪や贈収賄が多いこと等が挙げられている⁶⁾。こうした問題点に関しては改善は見られるものの問題点として依然として残っている。

おわりに

サハリンと東シベリアの2つの地域で大規模な石油、天然ガス開発プロジェクトが進行中か計画中である。このうちサハリンの場合についてみると、サハリンⅠとサハリンⅡの2つのプロジェクトが存在し、例えばサハリンⅡのみについてみても、三井物産、三菱商事、シェル（英蘭系）のスポンサー3社は2003年5月、約100億ドルをかけプロジェクトを進めることで合意している。東シベリアについてみても、例えば兼清（2003）によれば、「シベリアでは原油パイプラインだけで50～80億ドル、初期の石油探索で数十億ドル、それに続く油田建設ではさらに数倍の投資が必要であり…」としている。こうした数字からも明らかな通り、今後東ロシアで石油、天然ガス開発プロジェクトが実現していくためには莫大な資金が必要とされる。

先に、カタル LNG プロジェクトにつき説明したが、その他にも資源開発としては、インドネシア、オマーン、豪州等で LNG プロジェクトを中心に大規模な資源開発プロジェクトが行われてきており、殆どすべての場合、公的金融機関が参加の上民間商業銀行が参加するプロジェクト・ファイナンス方式で資金調達が行われてきている。

東ロシアの資源開発プロジェクトが進展していくためには、今後資金調達が行われて行く必要があるが、これまでに述べてきたことから以下のことが言えるのではなからうか。

まず計画されるプロジェクトを実現させるため必要な資金が調達されるためには、プロジェクト・ファイナンス方式により世界の主要な商業銀行も融資に参加する必要がある。

また、主要な商業銀行の参加を可能とするためには、ロシアのビジネス環境の改善が進むとともに、公的金融機関も参加の上、リスク・シェアにつき関係者の同意が得られるようなプロジェクト・ファイナンスが構築されることが必要であり、こうしたスキームが不可能と

判断されれば、商業銀行の参加は困難となる。

主要な商業銀行の融資が実現しない場合には、国や公的金融機関、スポンサーのみで資金を賄わねばならず、プロジェクト規模を縮小するかプロジェクトを断念せざるを得ない可能性も生じてくる。

謝辞

本論文は、平成15-17年度(財)北東アジア地域学術交流財団研究助成金による研究成果の一部である

注

- 1) 田尻 (1991) p 246
- 2) 同上 p 247
- 3) IMF (2002) p 39
- 4) IMF (2004) によれば、銀行間の競争激化等の理由により、ズベルバンクの銀行部門で占めるシェアは低下しつつある。
- 5) 当時の米国で、銀行が石油開発に融資を行う場合、中小の石油会社は信用力が不十分であったため直接の借入人となることは困難であった。そのため銀行は、それら中小の石油会社が生産する石油を担保として融資を行った。この場合、融資の返済は石油の販売代金で行われる。こうした融資手法がプロダクション・ペイメントである。
- 6) 2005.2.12付日本経済新聞によれば、ロシアは外国資本が過半数の出資比率を持つ企業を今後の主要な天然資源開発から排除する方針である。天然資源開発に対する国家管理を強めようとの目的であるが、これが実現すれば法制の大きな変更であり、今後の外国資本によるロシア資源開発が制限されるものとして懸念が生じている。

参考文献

- 小原克馬 (1997) 『プロジェクト・ファイナンス』財団法人金融財政事情研究会
兼清賢介 (2003) 「シベリア・サハリンの石油開発と北東アジア」(財)日本エネルギー経済研究所第383回定例研究会報告要旨 (<http://eneken.ieej.or.jp>)
国際協力銀行 (2003) 『国際協力便覧2003』国際協力銀行開発金融研究所
本間勝 (1996) 「ロシアの金融と証券(1)」『国際金融』1996年9月15日号外国為替貿易研究会
田尻嗣夫 (1991) 『世界の中央銀行』日本経済新聞社
田中壽雄 (1997) 「ロシア中央銀行の歴史と現状」『国際金融』1997年3月15日号外国為替貿易研究会
西川永幹、大内勝樹 (1997) 『プロジェクト・ファイナンス入門』近代セールス社
糠谷英輝 (2004) 「ロシア金融部門改革の必要性」『国際金融』2004年9月1日号外国為替貿易研究会
International Monetary Fund (2002) *Russian Federation : Selected Issues* February (<http://www.imf.org>)

International Monetary Fund (2003 a) *Russian Federation : Financial System Stability Assessment* May (<http://www.imf.org>)

International Monetary Fund (2003 b) *FDI and the Investment Climate in the CIS Countries* IMF Policy Discussion Paper November (<http://www.imf.org>)

International Monetary Fund (2004) *Russian Federation : Selected Issues* September (<http://www.imf.org>)

キーワード 東ロシア資源開発 サハリンIIプロジェクト ロシアの銀行部門 プロジェクト・ファイナンス 国際開発金融機関 リミテッド・リコース ハブ・パワー・プロジェクト カタールLNGプロジェクト

(Hiroshi KOBAYASHI)