

欧州復興開発銀行（EBRD）

第2回 金融機関としてのEBRD

EBRD 日本理事室 理事補 高橋 慶子／長谷川 雅英

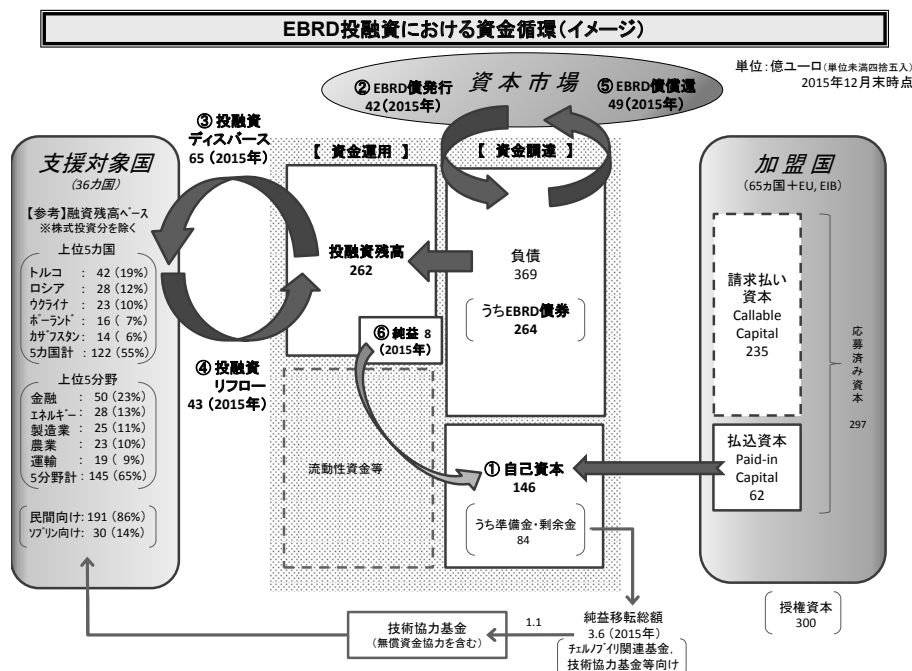
1. EBRD 投融資における資金循環

前回（第1回）はEBRD設立の歴史的背景や目的、業務の地理的範囲の拡大等を俯瞰しましたが、今回は金融機関としてのEBRDの組織の特徴について、投融資における資金循環、財務政策、他の国際開発金融機関（Multilateral Development Banks：MDBs）との財務諸表の比較等を通じてご紹介したいと思います。なお、文中、意見にわたる部分は、個人の見解であることを申し添えます。

国際開発資金供与に携わる国際機関は、大まか

に分類すると無償資金の一方給付を業務の中心とする国際機関（国連人道・開発諸機関等）と、投融資を通じた元手資金の循環を業務の中心とする世界銀行やアジア開発銀行等のMDBsに分類できるかと思います。MDBsにおいては、加盟国からの出資金や業務活動を通じて生み出した準備金・剰余金を背景とした高い信用力を基に、MDBs自らが債券を発行することで投融資に必要な資金の太宗を国際資本市場において調達しています。

MDBsは、民間商業銀行とは異なり、一般預金者からの預金がなく、最後の貸し手としての中央



銀行にも依存できないことから、業務の原資は自己資本及び高い格付けを背景とした低金利での債券発行による資金調達により手当てされます。

EBRD投融資における資金の基本的な流れは、①EBRD加盟国からの出資金（払込資本）や準備金・剰余金から成る自己資本、②加盟国による保証（請求払い資本）に裏打ちされたEBRD債券の発行*1により市場から調達される資金、③これらを元手とし、支援対象国内のプロジェクト実施主体（民間部門が中心）向けの投融資による資金の活用・運用、④同プロジェクト主体等からの資金還流（融資の場合は元利返済、株式投資の場合は株式売却）、⑤還流された資金によるEBRD債券の償還、⑥以上の資金循環で生み出される純益による自己資本の保全・拡充、となります。なお、EBRD純益の一部は、投融資プロジェクト付帯の技術協力資金等にも充当されています（前頁「EBRD投融資における資金循環（イメージ）」参照。）。

EBRD加盟国の応募済み資本は、払込資本と請求払い資本で構成されており、このうち払込資本は投融資に直接利用可能な自己資本部分を構成しています。一方、請求払い資本は、MDBs特有な資本構造として存在するものであり、投融資先の大規模な債務不履行といった不測の事態等が発生した場合に、主としてEBRD債券保有者を中心とするEBRDの債権者保護を目的として利用することが想定されているものです。こうした加盟国によるサポートがEBRDの円滑な資金調達を支えて

います。なお、1945年の世界銀行の発足以来、過去にEBRDを含むMDBsにおいて請求払い資本の払込請求がなされた例はありません。

2. EBRDの財務政策

（投融資残高）

EBRDでは、強固な資本基盤を維持するため、様々な保守的な財務政策を採用しています。例えば、投融資残高については、EBRD設立協定第12条第1項*2の下、投融資残高が応募済み資本及び準備金・剰余金の総額を超えないこととされています。すなわち、協定上、EBRDのギアリング・レシオは1:1を上限としており、更に具体的な管理指標として資本稼働率（Statutory capital utilisation ratio）の上限を92%*3に設定しています。2015年12月末時点のギアリング・レシオは71%であり、2016-18年を対象とした戦略実施計画においても70%台前半で推移する見通しです。

また、EBRDのAAA格付けを維持し、かつ、請求払い資本の支払請求を予防する観点から、資本適正政策（Capital Adequacy Policy）により、潜在的なリスクへの対処に要する必要資本額（required capital : RC）を投融資残高毎にリスク・ウェイトを乗じる等して算出し、RCが利用可能資本額（available capital : AC）に占める比率（available capital utilisation ratio）を90%以下*4に抑制する方針を適用しています。（投融資ポートフォリオ）

*1) EBRDは、市場からの資金調達者としての側面と安全な投資対象（AAA格付け）の提供者としての側面を有しており、2015年におけるEBRD資金調達は機関投資家（49.9%）、金融機関（27.1%）、個人投資家（12.3%）、中央銀行（10.8%）から行われている。このうち日本の投資家からの調達割合は、近年約2割で推移している（2015年：21%）。

*2) 第12条（通常業務に対する制限）

1 銀行が通常業務として行った貸付け、株式又は持分への投資及び保証の現在高総額が銀行の通常資本財源に含まれる毀損されていない応募済み資本、準備金及び剰余金の合計額を超えることとなる場合には、いかなる時にも当該現在高総額を増額してはならない。

*3) 投融資残高（operating assets）－特定減損引当金（specific impairment provisions on banking exposure）／応募済み資本（paid-in capital + callable capital）＋準備金（special reserve, loan loss reserve, other realised reserves）＋一般減損引当金（general portfolio provisions on banking exposure） $\geq 92\%$

*4) available capital utilisation ratio = (信用リスク（投融資残高×リスク・ウェイト）＋財務リスク＋業務リスク）／払込資本（paid-in capital）＋剰余金＋準備金 $\leq 90\%$

投融資資産のポートフォリオについては、EBRD設立協定第13条(v)*5において、全ての投融資について合理的な多様性を維持することとされています。ポートフォリオが何らかの面で過度に集中するのを避けてリスクを分散すべく、EBRDでは保有資産に様々な上限が設定されています。例えば、国のGDP規模(4分類)*6及びEBRDが独自に算出する国別リスク(3段階)に基づくマトリクスにより国別の上限比率を設定しており、また、セクター別のポートフォリオの上限は、金融セクターについては25%、その他のセクターは15%を適用しています。また、民間部門投融資を中心とするEBRDでは、借り手の信用リスク別(3段階)の投融資上限比率を設定し、業務が特定の借り手に集中しないようコントロールしています。グローバルに業務を展開する世界銀行グループの国際金融公社(IFC)等の機関に比して、特定の地域を対象とするEBRD等の地域MDBsにおいては、投融資ポートフォリオを適度に分散する政策が特に重要であると考えられます*7。

(流動性政策)

資産の中期流動性については、EBRDが預金者や中央銀行等へのアクセスを有していないことに鑑み、市場に不測の事態が発生した場合における業務の継続性を確保すべく、今後2年間に見込まれるネット現金需要相当額(next two years' net cash requirements)の最低75%を維持するとともに、100年に1度の確率で発生すると仮定した市場変動シナリオの下でも最低12ヶ月間業務を継続可能な流動性資産を保有する等の政策を採用しています。また、短期流動性については、ストレス下での資金流出に対応できるよう、向こう30日間及び90日間の最低100%の流動性カバレ

ッジ比率(Liquidity Coverage Ratio)を維持すること等としています。

EBRDでは、こうした堅実な財務管理政策の下、戦略資本枠組み(Strategic and Capital Framework: SCF 2016-2020)及び戦略実施計画(Strategy Implementation Plan: SIP)やストレス・テスト等を通じて各種指標をモニタリングし、市場に不測の事態が生じた場合における損失を吸収する能力を維持するとともに、払込資本の増額(増資)や請求払い資本の払込みといった加盟国の支援に頼らざるを得なくなる可能性を低減しています(関連記事として38頁のコラム①「MDBsの格付にかかる格付会社の見方の変遷」についてもご参照ください。)

3. 他機関との比較

EBRDは、資産規模ベースでは、欧州投資銀行(EIB)の約10分の1、世界銀行の約6分の1、IFCの約3分の2、アジア開発銀行の約半分であり、日本の民間金融機関と比較すると大規模地方銀行と同程度の水準です。

世界銀行やアジア開発銀行では、公的部門に対する譲許的融資を中心としているのに対し、EBRDでは支援対象国の民間部門向けの投融資が業務の太宗を占めています。途上国の公的部門に対する譲許的融資を中心とするMDBsと比較した場合、EBRDは、民間部門への投融資を業務の中心に据えるIFCや米州投資公社(IIC)と同様、相対的に高い払込資本比率、低い資本・貸付比率(自己資本(払込資本+準備金・剰余金)に比した投融資額)やレバレッジ・レシオ(自己資本(払込資本+準備金・剰余金)に比した借入額)等の特徴を有しています(次頁「EBRD及び主要機関の財務諸表の比較」参照。)

*5) 第13条(業務の原則)

(v) 銀行は、すべての投資につき合理的な多様性を保つように努めなければならない。

*6) GDP規模(過去3カ年平均)により、Very large(1兆ドル以上:ロシア)、Large(0.4~1兆ドル:ポーランド、トルコ)、Medium(0.1~0.4兆ドル:エジプト、ハンガリー、カザフスタン、ルーマニア、ウクライナ)、Other(0.1兆ドル未満:その他の28支援対象国)に分類。

*7) 投融資ポートフォリオに占める上位5カ国の割合は、IFCでは30.7%であるのに対して、EBRDでは54.9%、IICでは51.5%(IFC:2016年6月末時点、EBRD・IIC:2015年12月末時点)。

中・東欧諸国、旧ソ連諸国の市場経済化を支援する機関として設立されたEBRDは、2006年のモンゴルの支援対象国化、2008年のトルコの支援対象国化、アラブの春を受けた中東・北アフリカ地域（ヨルダン、チュニジア、モロッコ、エジプト）への業務拡大、キプロス・ギリシャ向けの時限的支援対象国化など、相対的に投融資リスクが高い地域での業務を拡大していることに加え、

世界経済や国際政治情勢の影響も受けた支援対象国経済の減速等を受け、EBRD融資残高に占める不良債権比率が2015年12月末時点で5.9%まで上昇しています（2011年12月末時点の不良債権比率：2.6%）。このような状況下にあっても、EBRDは、前述の保守的な財務政策により、強固な資本基盤を維持してきています。

EBRD及び主要機関の財務諸表の比較

(単位：億ドル)

機関名 発足年月 加盟国数 日本の加盟時期	欧州復興開発銀行 EBRD 1991年4月 65及びEU・EIB 原加盟	国際金融公社 IFC 1956年7月 184 原加盟	米州投資公社 IIC 1986年3月 45 原加盟	国際復興開発銀行 IBRD 1945年12月 189 1952年8月	アジア開発銀行 ADB 1966年8月 67 原加盟	欧州投資銀行 EIB 1958年1月 28 原加盟	国際協力銀行 JBIC 2012年4月 n/a n/a
投融資残高	285.2	348.4	9.5	1,550.4	628.0	4,999.5	1,353.4
年間投融資額	102.2	111.2	3.5	297.3	129.4	-	199.0
借入額	401.9	559.6	6.0	1,645.6	660.5	5,114.9	1,004.7
流動資産	259.6	465.6	5.3	503.4	241.9	833.7	120.9
総資産	599.8	875.5	15.1	3,432.3	1,177.0	6,219.7	1,459.0
流動性資産割合	43.3%	53.2%	35.1%	14.7%	20.6%	13.4%	8.3%
応募済み資本	323.4	25.7	12.5	2,528.2	1,469.7	2,651.8	115.4
請求払い資本	255.8	-	5.5	2,376.3	1,396.8	2,415.3	-
払込資本	67.6	25.7	7.0	151.9	72.9	236.5	115.4
払込資本比率	20.9%	100.0%	56.1%	6.0%	5.0%	8.9%	100.0%
剰余金・準備金	91.4	218.4	1.5	242.9	101.5	-	80.7
自己資本	159.0	244.0	8.6	394.8	174.5	236.5	196.1
ギアリング・レシオ (投融資残高/総資本)	70.9%	142.8%	67.8%	55.9%	40.0%	188.5%	690.1%
レバレッジ・レシオ (借入額/自己資本)	252.8%	229.3%	69.8%	416.8%	378.6%	2162.6%	512.3%
資本・貸付比率 (投融資残高/自己資本)	179.4%	142.8%	111.3%	392.7%	360.0%	2113.8%	690.1%
資産カバレッジ比率 (自己資本/投融資残高)	55.7%	70.0%	89.9%	25.5%	27.8%	4.7%	14.5%
不良債権比率	5.9%	5.7%	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%	1.6%

(出典) EBRD, IFC, IIC, IBRD, ADB, EIB, JBIC 年次報告書並びに Moody's, S&P 及び Fitch による各機関向けの格付レポート。

(注1) EBRD, IIC, ADB, EIB は2015年12月末、IFC 及び IBRD は2015年6月末、JBIC は2016年3月末時点の計数。EBRD、EIB については1米ドル=1.09ユーロ、JBIC については1米ドル=120.50円にて米ドル換算。

(注2) 網掛けの機関は、民間部門向け投融資を主要業務とする機関 (EBRD、IFC、IIC) を示す。

(注3) ギアリング・レシオ、レバレッジ・レシオ等は、各機関の財務諸表の計数から単純算出しており、各機関の財務政策における具体的な処理 (引当金の取扱い等) を反映したものではない。

MDBsの格付にかかる格付会社の見方の変遷

EBRDでは高い格付けを背景に投融資の原資の太宗を国際資本市場における債券発行によりLIBORよりも低い水準で調達しており、EBRD業務の円滑な遂行においてAAA格付が重要な役割を担っています。

2000年代後半の世界金融危機以前は、格付会社によるMDBsの格付け手法は必ずしも確立されておらず、他の金融機関とのベンチマーク比較や投融資毎の信用リスクを反映した適正資本比率が適用されていなかったほか、流動性に対する重要性も相対的に低いものでした。また、危機時に請求払い資本（callable-capital）がコールされた場合には、加盟国から速やかな金融支援が実施されるとの期待のもと、加盟国によるMDBsへの支援にも重点が置かれていたものと考えられます。

世界金融危機以降、MDBs及び格付会社のそれぞれが変化を遂げてきており、各MDBsではリスク管理のための適正資本政策等^{*8}を導入する一方、格付会社においては、具体的な格付け

手法の確立を進めてきました^{*9}。例えば、S&Pでは（a）加盟国による特別な支援がない場合のMDBs単独の信用力をスタンド・アローン評価（Stand-Alone Credit Profile：SACP）^{*10}として算出し、当該評価に（b）MDBsの債務履行を支援するために加盟国による特別な介入が十分かつタイムリーに実施されるかにかかる評価^{*11}を加味して、総合的な機関の格付を決定することを明示しています（SACP＋Extraordinary Shareholder Support＝Issuer Credit Rating）。加盟国によるMDBsへの支援は引き続き重要とされているものの、世界金融危機以前と比較して、請求払い資本の重要性は相対的に低下する一方、MDBsは預金者や最後の貸し手たる中央銀行に依存できないことから、流動性がより重視されるようになっているほか、自己資本比率、地理的・分野別の業務集中リスクや優先債権者としての地位（Preferred Creditor Status）^{*12}、機関内部のリスク管理枠組等の重要性が高まっているといえます。

【参考】EBRD及び主要国際機関の信用格付（S&P）

機関名	スタンド・アローン 評価（SACP）	長期発行体 格付	格付の 見通し	Business Profile	Financial Profile	Financial Profile with extraordinary shareholder support
EBRD	aaa	AAA	Stable	Very Strong	Extremely Strong	Extremely Strong
IFC	aaa	AAA	Stable	Very Strong	Extremely Strong	Extremely Strong
IIC	aa	AA	Stable	Adequate	Extremely Strong	Extremely Strong
IBRD	aaa	AAA	Stable	Extremely Strong	Very Strong	Extremely Strong
ADB	aaa	AAA	Stable	Extremely Strong	Very Strong	Extremely Strong
EIB	aa+	AAA	Stable	Extremely Strong	Very Strong	Extremely Strong

（出典）S&P Global Ratings - Supranationals Special Edition（2016年10月）

* 8）本稿「2.EBRDの財務政策」参照。

* 9）G-24：Are Credit Rating Agencies Limiting the Operational Capacity of Multilateral Development Banks?

* 10）SACPは（1）MDBsの加盟国にとっての（i）政策的重要性及び（ii）組織のガバナンスに関するスコアをベースとする「Business Profile」及び（2）（iii）自己資本・収益性・リスクポテンシャル等及び（iv）資金調達・流動性をベースとする「Financial Profile」により総合的に評価。

* 11）SACP評価完了後、主に請求払い資本の注入による加盟国支援の蓋然性を踏まえて上記「（iii）自己資本・収益性・リスクポテンシャル等」を再評価した「Financial Profile with callable capital」を決定。

* 12）プロジェクト・ファイナンス案件におけるシニアレンダー間の地位は同順位（Pari Passu）であり、返済については同順位のレンダーに対して当初債権額が比例配分（Pro Rata）にてなされることが原則であるが、Preferred Creditors Statusは、投融資実施国で国際収支危機が発生した際、他の国外債権者に優先して返済外貨の割当て・支払いを受ける地位として、国際機関に事実上認められてきたもの。

コラム②

市民の内面に映し出された旧ソ連崩壊

2015年のノーベル文学賞は、ベラルーシのジャーナリスト、スベトラナ・アレクシェーヴィッチ (Svetlana Alexievich) が受賞しました。彼女の母国、旧ソ連の構成国であったベラルーシは、地理的には、東西にロシアとポーランド、南北にウクライナとリトアニア及びラトビアと国境を接し、森林に恵まれた人口1,000万人程度の国家です。旧ソ連における共産主義体制及びその崩壊は、世界史において不可逆的な変化を刻みましたが、同国で言論の自由が制限される中、アレクシェーヴィッチは、著書“Second-Hand Time” (2013年出版) において、こうした旧ソ連の政治経済体制やその変化が、人々の日常生活、さらに、人々の思考や感情にどのような影響をもたらしたのかを、旧ソ連崩壊後の約20年間にわたる市民へのインタビューに基づき浮かび上がらせています。70年以上続いたソビエト共産主義体制は、ソビエト的な価値や態度を崇拝する、いわゆる“Sovok”と揶揄される人達を多く生み出しました。共産主義体制が人々の考え方や内面にも深く浸透していたことがわかります。アレクシェーヴィッチによる市民へのインタビューからは、旧ソ連崩壊という急激な変化に追いつかない人々の思考、ペレストロイカ以降に商品の選択肢や行動の自由が急速に広がる中で人々が感じた戸惑いや葛藤などが垣間見えます。政治経済体制とその変化によって人々の思考が影響され、同時に、人々の思考が集団の行動に反映されることで新たな歴史が紡ぎ出されているのを感じることができます。

アレクシェーヴィッチによる別の著書

“Chernobyl Prayer” (1997年出版) では、1986年4月に起こったチェルノブイリ原発事故により被害を受けた住民の目線で、事故の悲惨さはもとより、放射能に関する情報が国に操作され (広島・長崎の原爆投下に関する本が図書館からなくなったというエピソードも紹介されています。)、原発事故に関する認識が乏しい中での人々の苦悩を通じて、事故にかかる真実が描かれているように思います。



ベラルーシの首都ミンスクの聖シモン・聖エレーナ教会に、浦上天主堂から贈られた鐘。広島、長崎、福島の水が入ったカプセルが埋められている。



ベラルーシの首都ミンスクにある国会議事堂とレーニン像