欧州復興開発銀行（EBRD）

第5回　現地通貨建て融資・資本市場育成の取組

EBRD日本理事室 理事補　高橋　慶子／長谷川　雅英

1. 金融危機から生じた支援ニーズ

EBRDは、受益国への融資プロジェクトにかかる借り手の為替リスク軽減や、受益国における企業の資金調達チャンネルの多様化のため、国際開発金融機関の中でも、特に、多彩な支援ツールにより、現地通貨建て融資の促進や資本市場の育成に力を入れて長く取り組んできています。

遡ると、1998年のロシア経済危機におけるロシア・ルーブル下落に直面した際、現地通貨建ての収入を得る顧客企業向けの外貨建て融資の脆弱性が問題となり、現地通貨建て融資を促進することの重要性が認識されました*1。そして、2008年からのグローバル金融危機により、銀行の急激なデレバレッジや不良債権の増加等に見られたように、多くのEBRD受益国における民間セクターの外貨建て借入依存（over-dollarisation）やクロスボーダーの資本流入依存というシステミック・リスクが顕在化しました。EBRDは、2009年初めにIMFや世界銀行グループ及び欧州投資銀行と協調して「ウィーン・イニシアティブ」に合意した後、こうした構造的な課題に包括的に取り組み、現地通貨建ての金融仲介機能の向上や資本市場の育成にかかる支援を強化するため、2010年5月、「現地通貨・資本市場育成イニシアティブ（Local currency and capital markets development initiative）」を立ち上げました。本イニシアティブは、EBRDの中でも重要な戦略的イニシアティブのひとつとして位置づけられており*2、質の高い市場経済化に必要な、経済危機に対する耐性が強い（“resilient”）、持続的な金融・経済構造に資するものとされています。

本連載記事第3回において、本イニシアティブについてご紹介しましたが、今回は、その取組をより詳しく、EBRDによる現地通貨建て融資、それを支えるEBRDの資金調達、技術協力や政策対話の具体的な事例も織り交ぜながら、EBRDの様々な機能・政策ツールを多面的に組み合わせて政策効果を出す狙いをご紹介したいと思います。

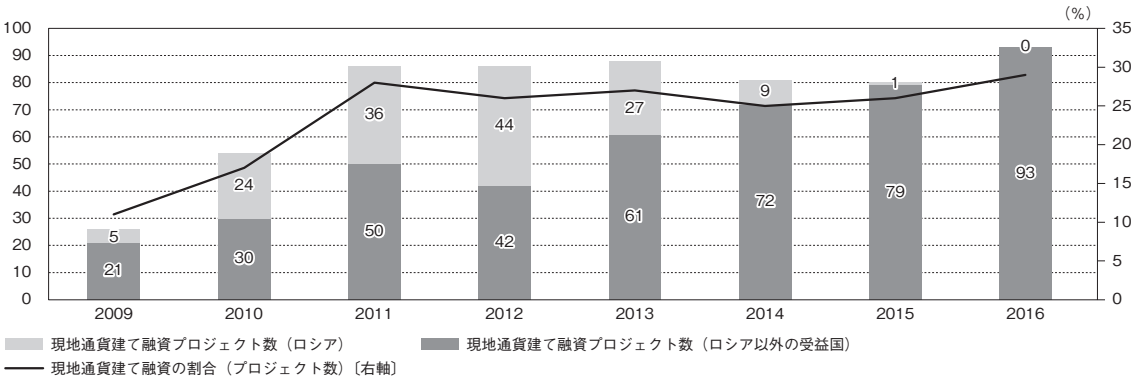
2. 現地通貨建て融資と資本市場育成

現地通貨建て融資の促進と資本市場の育成は、密接に関連しており、両方の取組を車の両輪として進めていくことが重要です。この考えから、EBRDの「SME現地通貨プログラム」*3においては、（非ユーロ圏の）受益国において、①企業レ

＊1）EBRDは、ロシア向けにロシア・ルーブル建て融資を行うため、ルーブル建て債の発行に必要な関連法令等の整備、ロシアに進出する主要行によるオファーレートを基に算出した短期金融市場における銀行間取引金利のベンチマークとなるMosPrime インデックスの導入（2005年4月）に必要な技術的・法律的な支援を行った。これにより、ルーブル建て債券の発行や、MosPrimeと連動した金利によるルーブル建て融資が可能となり、EBRD単独あるいは協調融資により、ロシア向けルーブル建て融資を数多く実施した。

＊2）「戦略・資本枠組み（Strategic and Capital Framework 2016-2020）」（2015年5月EBRD総務会承認）、「戦略実施計画（Strategy Implementation Plan 2017-2019）」（2016年12月EBRD理事会承認）において、戦略的イニシアティブとして明記されている。

【図】EBRDによる現地通貨建て融資（2009～2016年）



ベルでSMEが抱える為替リスクを軽減するため、EBRDによるSME向けの現地通貨建て融資を拡充するためのリスクシェア（一時損失補填）の仕組み（特別基金）を設けるとともに、②国レベルで現地通貨建て資本市場の発展を促進するため、現地通貨建て資本市場育成のための改革支援（技術協力・政策対話）を行っています。そして、当該国の改革努力を促すため、本プログラムを通じてEBRDから現地通貨建て融資を受けるための条件として、当局が、自国の資本市場育成に必要な改革を実施するコミットメントにかかる覚書（MOU）あるいはアクションプランに合意することを求めています。

EBRDでは、EBRD受益国に対する現地通貨建て融資を持続的に促進するための主要な手段として、資金需要に応じた当該現地通貨建て債券の発行を通じた資金調達を行っています。また、受益国の債券市場が未成熟で債券発行による資金調達ができない場合には、EBRDは、スワップや通貨及び金利リスク・ヘッジを通じ、現地通貨建て融資を行っています。EBRDによる現地通貨建て債券発行が可能となるまでの過程では、数年から10年以上にもわたり受益国における証券関連法令や規制の整備等を促し、国内債券市場自体の育成を支援してきた経緯があり（ロシア、ウクライナ、セルビア等）、多くの受益国では新たな債券発行自体が国内債券市場の活性化への直接的な貢献となっています。EBRDによる最近の現地通貨建て債券発行の画期的な例としては、2014年にはアルメニア・ドラム建て変動利付債、ジョージア・ラリ建て変動利付債、2015年にはカザフスタン・テンゲ建てCPI連動ユーロ債、2016年にはセルビア・ディナール建て変動利付債等による資金調達が挙げられます。これらは、それまで発行が難しかった、あるいは、制度等の不備により実現しなかったタイプの債券発行が可能となったという意味で、それぞれの国における資本市場の発展過程においても重要な意味があります。加えて、債券市場の発達は、間接金融中心の経済において銀行からの融資に代替する、実物経済に必要な資金調達の拡大につながります。このような取組に支えられ、EBRDは、これまでに25受益国の現地通貨で、600超の融資プロジェクト（総額約100億ユーロ相当）を実施してきました（2016年11月時点）。

3. 支援のアプローチ（国際的な議論とEBRDの戦略）

資本市場の育成には、それぞれの受益国における金融資本市場の発展段階や法制度・規制の態様が様々である中、それぞれの国の事情に応じたテ

＊3）「SME現地通貨プログラム」は、2011年2月に、市場経済化への移行が遅れている国々（Early Transition Countries：ETC）を対象に現地通貨建て融資プログラムを開始し、2016年1月に支援対象国を拡大するなどして、現在のプログラムとなった。中長期的には、受益国において、民間ベースの現地通貨建て資金調達が広がることを目指している。

ーラーメードな取組が適切な段取りで行われるよう、中長期的かつ包括的なアプローチが求められます。グローバル金融危機後、金融安定化と経済成長の重要性が認識され、2011年11月のG20サミット（仏・カンヌ）において、現地通貨建て債券市場の発展を支援するためのG20行動計画が了承されました。これを踏まえ、2013年7月、IMF、世界銀行、EBRD、OECDが共同で、現地通貨建て債券市場にかかる“Diagnostic Framework”を公表し、望ましい債券市場育成のための分析枠組みや必要な取組に関する提言を示しました*4。具体的には、短期金融市場、国債市場、社債市場、デリバティブ市場に関する現状評価・分析のガイダンス、債券市場の発展段階に応じて中長期的に必要な取組を適切な順序で実施する計画策定の重要性等を示しています。EBRDにおいても、2013年11月、現地通貨建て融資・資本市場育成にかかる戦略イニシアティブ（Strategic Initiative）を策定し、資本市場の発展に必要な相互に関連する5つのテーマとして、①マクロ経済政策フレームワーク、②資本市場の活動を支える法制度整備、③清算・決済システムを含む市場インフラ、④機関投資家の裾野拡大、⑤カバード・ボンドやデリバティブ等の商品拡充等を掲げ、幅広い分野にわたる技術協力や政策対話等を組み合わせ、“one size fits all”の解決策ではなく、国それぞれのニーズや市場の特徴に応じたアプローチを採ることとしています。

4. EBRDの具体的な取組（例）

以下では、このような幅広い分野にわたる技術協力や政策対話、さらに金融機関としての投融資に至るまで、EBRDの具体的な取組の例をご紹介します。

〈インフレーション・ターゲット〉

マクロ経済の安定と金融政策への信認は、自国通貨の信用や、短期金融市場及び債券市場が適切に機能するための前提条件となるものです。こうした条件が整わず、資本市場の発展が初期段階にある国に対しては、適切な金融政策・マクロ経済フレームワークの運営のため、中央銀行に対する技術協力やキャパシティビルディングを行っています。EBRDは、アルメニア、ジョージア、モンゴル、キルギス等の中央銀行に対し、インフレーション・ターゲット政策の運営改善のため、経済予測モデルの向上や市場とのコミュニケーションに関する助言を行いました。こうしたマクロ経済や金融政策に関する技術協力は、IMF等とも協調しながら実施されています。

〈国債イールドカーブ〉

社債等の価格形成には、ベンチマークとなる、国債のイールドカーブが重要な役割を果たします。したがって、政府あるいは中央銀行が、国債流通市場の実勢価格に基づいて、適切な算出モデルにより導き出されたイールドカーブを公表することは、債券市場の発展に役立ちます。EBRDは、ジョージア等の中央銀行に対し、国債の発行及び流通市場における金利データ分析やイールドカーブ算出モデルの構築に関する技術協力を行い、2015年11月から、ジョージアの中央銀行のウェブサイトで国債イールドカーブが公表されるようになりました*5。

〈デリバティブ関連法制度整備〉

債券や株式の価格変動リスクをヘッジする手段として、スワップ等のデリバティブ市場を整備することは、資本市場の取引活性化のために重要です。EBRDは、アルメニアにおけるデリバティブ関連の法制度整備にかかる技術協力を行い、2016年10月、関連する複数の法律・規制からなる金融市場法が成立しました。類似の技術協力は、ジョージア、ウクライナ、モロッコ等に対しても行っています。

＊4）“Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework”（2013年7月）。
＊5）ジョージアにおける国債市場は取引がまだ活発ではないことから、イールドカーブの更新・公表は、週1回のペースとなっている。

〈多国間証券取引リンクーSEE（南東欧）リンク〉

南東欧諸国の証券取引所は、それぞれの規模が小さく、取引量や流動性が十分ではありません。そこで、各国の証券取引所が独立したまま、電子ネットワークにより証券取引所間でブローカーが注文を回送する取引リンクである、SEEリンク（Southern and Eastern Europe Link：SEE Link）が、ブルガリア、マケドニア、ザグレブ（クロアチア）の各証券取引所により、2014年に設立され、2016年3月からシステムが稼働しています。これにより、本リンクに接続するブローカーにとって、それぞれの証券取引所に上場されている銘柄の取引が、ひとつのITプラットフォームにおいて可能となりました。EBRDは、SEEリンクの注文回送（order routing）システム導入に必要な支援をしました。SEEリンクは、域内の証券取引の流動性向上を目指したイニシアティブであり、資本市場の域内統合の一例と言えます。設立当初の3取引所に加え、現在は、スロベニア、セルビアにおける証券取引所との接続が進められており、更に、ボスニア・ヘルツェゴビナ、ギリシャ、モンテネグロ、ルーマニアの証券取引所も、参加への関心を示しています。

〈清算・決済機関の地域統合〉

中東欧の資本市場は、他の欧州市場と比べて市場規模や取引量が小さく、域内で証券取引の清算を行う中央清算機構（Central Counter Party：CCP）の設置が提言されています。グローバル金融危機後、証券取引にかかるカウンターパーティー・リスクの軽減のため、CCPの役割が強く認識されてきました。また、証券決済を行う証券集中保管機関（Central Securities Depository：CSD）の設置等に関し、エジプト等に技術協力を実施しています。

〈カバード・ボンド〉

カバード・ボンドは、2008年のグローバル金融危機以降も、金融機関の資金調達手段の多様化や、投資家にとって安全性の高い投資対象として、特に欧州における資本市場において重要な役割を果たしてきました。また、住宅ローン等を行う金融機関の資産・負債における期間ミスマッチの解消にも有効な手段とされています。EBRDは、カバード・ボンド発行の根拠となる法制度整備や既存の法制度改正のための政府・中央銀行等に対する技術協力に加え、投資家として受益国の金融機関が発行するカバード・ボンドへの投資を通じ、カバード・ボンド市場の育成を支援しています。例えば、スロバキアでは、債権者保護の観点からの最低超過担保にかかる規定が、欧州銀行監督機構（European Banking Authority：EBA）が示すベスト・プラクティスに沿っていないことなどから、現行の法制度の見直しが検討されており、EBRDは、法改正にかかる技術協力を行うとともに、カバード・ボンド市場の規模拡大のため、スロバキアの複数の銀行により発行されるカバード・ボンドへの投資向けに総額最大2億ユーロの支援枠組みを決定しました。また、ポーランドのカバード・ボンド法制について、発行銀行が破綻した場合の担保資産の倒産隔離など、ベスト・プラクティスに沿った助言を行い、2016年1月に改正法が導入されました。EBRDは、改正法に基づいて発行されたカバード・ボンドへの投資も行い、例えば、同年10月に、ポーランド最大の銀行であるPKO Bank Polskiの子会社のモーゲージ・バンク、PKO Bank Hipotecznyが発行したカバード・ボンド（総額5億ユーロ）のうち2,000万ユーロ分を引き受けました。このほか、クロアチアやルーマニア等におけるカバード・ボンド法制度整備等を支援しています。

〈現地通貨建て社債市場〉

EBRDは、現地通貨建て社債市場の発展も積極的に支援しています。例えば、トルコの現地通貨（リラ）建て債券市場は、経済規模に比して小さい市場規模、特に非金融部門民間企業の乏しい社債発行実績、短い平均期間（満期）*6等、中長期の投資に必要な資金調達には依然として未成熟で

す。EBRDは、トルコの非金融部門民間企業により発行される満期２年超の社債への投資向けに、総額最大7億リラ（約2億ユーロ相当）の支援枠組みを設け、これまでに、トルコの大手建設企業、電力企業、PPPによる病院インフラプロジェクトに資本投資するコングロマリット企業が発行する社債に投資しました。投資対象の社債は、従来は使われていなかったトルコ・リラ建て銀行間取引金利（TRLibor）をベンチマークとすることで金利ヘッジを可能とし、また発行企業に情報開示を求めるなど、投資家の裾野拡大や、コーポレートガバナンスの強化が期待されます。

〈証券取引所等への資本参加〉

有価証券の取引が活発化するためには、証券取引所や清算・決済機関等のインフラ機能強化が欠かせません。EBRDは、証券取引所の発展を持続的に支援するため、いくつかの証券取引所の株式を取得しており、具体的には、モスクワ証券取引所（資本シェア6%）、ブカレスト証券取引所（同6.06%）、ザグレブ証券取引所（同5.2%）、イスタンブール証券取引所（同10%）において、資本参加しています。例えば、2015年末にザグレブ証券取引所（クロアチア）がリュブリャナ証券取引所（スロベニア）の全株式を取得した後、EBRDは、2016年1月にザグレブ証券取引所の株式を取得し、同証券取引所及び間接的にリュブリャナ証券取引所のコーポレートガバナンス向上等に貢献しています。更に、EBRDは、こうした株式取得による支援を補完するように、同年、ザグレブ証券取引所に上場するザグレブ市営企業（Zagreb Holding）が起債した7年満期のクロアチア・クーナ建て債券に投資することで、同企業における収入と負債における通貨のミスマッチの改善とともに、他の機関投資家による債券投資を呼び込む効果、他の企業による債券発行を促す効果等、現地通貨建て資本市場の流動性向上にも貢献しています。この他、EBRDは、年金基金や保険会社等の機関投資家等の株式取得を通じて、投資家の裾野を拡大し、資本市場の取引活性化を促しています。

5. 改革努力の後押し

資本市場の育成は、中長期的に取り組むべき課題であり、各国当局の改革努力が何よりも重要となりますが、このように、EBRDでは、各国当局の改革努力に向けた側面支援として、民間セクター向けに投融資を行うというビジネスモデルを活かしつつ、技術支援や政策対話等、様々なツールを多面的に用い、受益国の資本市場育成や現地通貨建て融資促進による健全な経済・金融システム構築において、パイオニア的な取組を行っています。日本政府は、こうしたEBRDの現地通貨建て融資・資本市場育成の取組を高く評価しており、昨年（2016年）、総額500万ユーロの支援*7を決定するなど、強力にサポートしています。

6. 連載の終わりに

これまで5回にわたり、EBRDについて、役割と活動、地理的拡大、財務、受益国における経済の課題、日本との関係、戦略的イニシアティブや具体的な支援ツール等を、ご紹介させていただきました。本稿が読者の皆様にとって、EBRD、更には国際開発金融機関全般に対する理解の促進や関心の向上に少しでも貢献できれば何よりです。本稿執筆の契機となった理事室内勉強会（通称「寺子屋」）や本稿執筆においては、河上洋右理事、本田誠理事代理から、様々な示唆・助言、有益なインプットをいただきました。この場をお借りして御礼申し上げます。

＊6）2015年に発行されたトルコ・リラ建て社債の平均期間（満期）は2年弱。
＊7）日本政府は、2016年に、「現地通貨建て資本市場育成のための政策対話と技術協力（235万ユーロ）」及び「EBRDによる中小企業向け現地通貨建て融資の一次損失補填を行う特別基金への資金拠出（265万ユーロ）」への支援を決定した。
注）EBRD連載第3回（平成28年12月号）の掲載記事に一部誤記がありましたので、慎んで訂正いたします。
平成28年12月号27ページ（注）（誤）リトアニア：15% →（正）リトアニア▲15%