

ロシア企業の資金調達行動

——企業調査データに基づく分析[†]——

杉 浦 史 和

好況にわく現在のロシアで形成されつつある企業金融メカニズムを明らかにするため、マクロ、ミクロの両面から分析を行った。マクロ的に見ると投資源泉に占める銀行資金の役割が高まっており、企業の資産・負債構成を見ても、企業金融に占める銀行部門の役割は増大している。一方、我々が2005年にロシア国立大学高等経済院産業・市場研究所と合同で行った企業訪問調査結果に基づくミクロ分析によれば、中大規模の株式会社で外部からの借入を行っていないものが3分の一を占めており、銀行部門の発展余地は大きい。これらは、小規模で閉鎖的な企業で、パフォーマンスは優良だが投資には積極的でなく、今後金融機関の審査能力の向上によって中小企業振興の可能性がある。一方、大銀行のうち資産規模最大のズベルバンクは、金融危機以降、企業の旺盛な資金需要の一部を満たしてきた。同行の融資が最大となっている企業は、輸出実績のある有力企業で、政府との特別なコネクションを有しており、ロシアの企業金融メカニズムは政府と企業が一体となった形で形成されてきたと言えよう。同行が融資先企業に対して経営効率化を促すような審査能力を高めることが、今後の市場経済化の進展にとって、ますます重要になろう。

はじめに

企業金融メカニズムは資本主義経済における成長の核心である。本稿の目的は、移行経済国ロシアにおいて、如何なる企業金融メカニズムが形成されつつあるのかについて、マクロ・ミクロ両面から解明を試みることにある。同国は1999年以降、8年連続でプラス成長を記録しているが、1998年金融危機の際に大幅に切り下げられた為替レートの効果が一巡した現在、原油等主要輸出品の国際市況が悪化したとしても成長は持続可能か、言い換えれば、資本主義的な経済発展を可能にする自立的な経済システムが確立したのかが問われている。とりわけ企業金融という文脈で見れば、企業は集権的社会主義体制のもとでは、財政や国立銀行(ゴスバンク)からの資金供給に全面的に依存していたが、体制転換に伴いこれらの資金供給は激減しただけでなく、企業は自発的に資金調達に関する意思決定を下すことができるようになった。企業の資金調達行動は、企業側の需要のみならず、金融セクターやそれを取り巻く制度的環境といった様々な制約条件に左右される。金融セクターにしる制度的環境にしる、全ては体制転換の着手後に新たに整備されてきたから、同国企業の

資金調達行動を究明することは、体制転換の到達度を示すことにもつながる(Sugiura, 2007)。

ところで、ロシアの潜在的な資金需要は膨大である。そもそも社会主義下で工業化を成し遂げた製造業部門は、膨大な老朽化設備を抱えており、新技術・設備の導入により競争力を高める必要がある。しかし資金需要は過大であるのに金融セクターは未発達で、債権者保護を旨とする法的環境も十分でないから、それは速やかには充足されず、現在の経済成長は古い機械・設備の稼働率上昇に負うところ大である。金融セクター側から見れば、これまで経済危機と政治的混乱の下で、外貨や国債といった投機機会が十分にあったため、高いリスクを伴う実物投資へは慎重にならざるを得なかった。その結果、投資源泉に関わる統計データによれば、証券市場はもちろんのこと、銀行セクターもほとんど主要な資金の提供者ではなかった¹⁾。その証拠に、1998年の金融危機によって、当初懸念されたほどの経済危機は発生せず、むしろその後の経済成長へつながったのであった²⁾。このような市場経済のもとでの資金調達行動の解明には、各国の制度的環境、金融機関の発達度や行動様式と言った幅広い特徴を考慮する必要がある、それは突き詰めれば、一国の投資に関わる基礎

表 1. 総固定資本投資に占める資金源泉の推移

	1998	2000	2002	2003	2004	2005
総固定資本投資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
内部資金	53.2	47.5	45.0	45.2	45.4	45.1
借入資金	46.8	52.5	55.0	54.8	54.6	54.9
うち						
銀行借入	4.8	2.9	5.9	6.4	7.9	8.3
その他借入	4.3	7.2	6.5	6.8	7.3	7.4
連邦財政	6.5	6.0	6.1	6.7	5.3	7.1
地方財政	12.6	14.3	12.2	12.1	11.6	12.5
予算外基金	10.7	4.8	2.4	0.9	0.7	0.5
その他	7.8	15.6	20.3	21.1	20.8	18.0

出所) ROSSTAT, *Financy Rossii* 2006, p. 266.

注) 本表は公共投資も含む。

的な経済発展メカニズム, いわば「ロシア型経済システム」を明らかにすることを可能にするのである。

急速に展開するロシア経済の状況を解明するには, マクロ, ミクロ両面からアプローチする必要がある。この度, 我々はロシア国立大学高等経済院産業・市場研究所と共同で, 2005 年の春から夏にかけて, 800 社を越えるロシア企業の訪問調査を行った³⁾。この調査は, ロシア企業の内的組織の変化と外的環境への対応という二つの実態を明らかにすることを目的としている。前者は, いわゆるコーポレート・ガバナンスの問題に関わるもので, 所有構造や企業経営者の行動様式, 企業の集団化の問題などに着目した項目を調査し, また後者では, 企業活動を外的に規定する様々な主体との関係, たとえば地方行政府や金融機関との関係に注目した事項を質問した。我々はこれらの調査結果を総合することで, 現代ロシア企業の行動様式を多角的に明らかにしようとしているのである。本稿は, この調査結果を利用したミクロ的解明への第一歩である。

本稿の構成は以下の通りである。まず次節でロシア経済の現状を金融部門の役割を中心にして概観する。次に, 2 節ではロシア最大の銀行であるズベルバンクに着目し, その動向を詳述する。3 節では我々の訪問調査の概要を紹介した上で, ロシア企業の資金調達行動に関する実証分析を行う。最後に若干の政策的含意を述べる。

1. 好調な経済成長と企業金融の変化

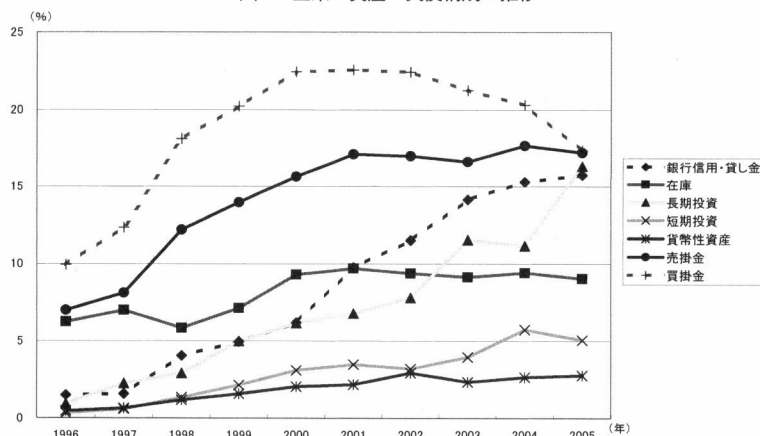
(1) 経済成長を支える投資とその源泉

ロシア経済は好調を維持している。1999 年からの GDP 成長率は継続してプラスであり, 2005 年は 6.4% を記録し, 2006 年の速報値も 6.7% と報告されている。鉱工業生産の伸びは, 特に燃料部門の成長減速もあって芳しくないが, 他方で, 投資ブームは継続している。2003 年から 10% を超える伸びを示していたが, 2006 年も速報値では 13.5% と引き続き好調であった⁴⁾。部門別に見ると, 資本集約的なインフラ部門や輸出資源部門が主たるものとなっており, 約 6 割を占めている。近年顕著になりつつある活発な消費動向と併せ, 投資が成長の牽引役となっているのが現状である。マクロ的な $I=S$ バランスの分析によれば, 粗貯蓄は高いので, 条件さえ整えば, 同国にはまだまだ投資余力はあると見られている (TsMA-KP, 2006)。

こうした投資ブームを資金面で支えているものは何か。マクロ・データにより企業の投資源泉 (小企業を除く) を検証すると, 全体に占める自己資金の割合が顕著に低下している (表 1)。1998 年には 53.2% を占めていた自己資金の割合は, 2005 年には 45.1% にまで低下した。一方, 外部資金の内訳を見てみると, 財政資金と予算外基金が 1998 年にはあわせて投資資金全体の 29.8% を占めていたのが, 2005 年には 20.1% に低下したのに対して, 銀行借入と他企業からの借入の割合がそれぞれ, 4.8 から 8.3%, および 4.3 から 7.4% へとほぼ倍増している。このように, 企業が投資を行うに当たって外部資金の重要性が高まっていることから, 銀行部門を中心とする金融セクターの動向を検証する必要がある。

実は, 2004 年初夏には, 中央銀行のマネーロンダリング対策強化の一環で, 一部の零細銀行が営業免許を剥奪され, 銀行間市場の流動性危機が発生したが, 銀行の対企業・組織貸出の積極的な傾向は変わらなかった。銀行部門の危機は, 国民にとっては, 国が預金保障を行っているズベルバンク (貯蓄銀行) と対外貿易銀行 (VTB) という二つの国有銀行, および信用力

図1. 企業の資産・負債構成の推移



出所) ROSSTAT, *Financy Rossii* 各号より筆者作成。

が高いと見なされている外国銀行の地位を押し上げることに繋がった。この傾向は、2005年以降も同様に継続した(Lepetikov, 2005)。

(2) 企業会計報告データにみる変化

以上の傾向を、今度は企業会計報告データから確認したい。マクロ的に集計されたデータでは、企業規模の相違が不明確になるため、企業会計報告データの解析には一定の制約が伴うが、マクロ的な企業の資産・負債構成を分析してみる(図1)。まず負債面だが、銀行借入が企業の全資産に占める割合は、1998年の4.1%から2005年の15.8%まで継続して増大した⁵⁾。鉱工業部門に限ってもこの傾向は確かめられ、1998年の7.0%が2003年には17.3%にまで拡大している。一般に、移行期特有の不確実性の高い状況の下では銀行借入は困難であり、負債構成の中では買掛債務(買掛金)が高い比率を示すが、2001年に22.6%を記録して以降その傾向が頭打ちになっており2005年には17.4%まで下がっている。鉱工業部門のみを見ても、2000年の30.6%をピークに2003年には23.6%にまで低下した。通常、買掛債務は短期のものであり経常的な資金不足を補うことしかできない。これに対して、資産の部を見てみると、長期投資が1998年の2.9%が2005年には16.3%にまで増加しており、銀行借入とほぼ対応した動きを示している。但し、先に述べたとおり、企業会計報告データは、全体としての傾向を示すものの、規模も部門も異なる企業を一括りに

しているため、規模による差を明確にすることができない。このためさらにミクロレベルでの分析が不可欠となる。

(3) 金融部門の新たな動向

周知の通り、大銀行の一部は、1998年の危機以降、実物セクターの力強い成長に後押しされて、同部門への貸出を強化しつつある。マクロ的に捉えると、ロシアに存在する銀行のうち、資産規模で上位1-5位を占める銀行が貸し出しを増やしており、その代表的な

存在が資産規模第一位のズベルバンクである。同行は、その巨大な規模と預金市場での独占構造、不透明な所有構造や旧態依然とした経営体質、国家が株式の過半数を所有するなどの諸要因から、金融部門の改革を妨げている存在としてしばしば非難的となってきた。だが同時に、1998年危機の壊滅的な衝撃を一定程度緩和したこともまた事実であった⁶⁾。ソ連時代に預金専門銀行として設立された経緯から⁷⁾、1990年代を通じて、ズベルバンクは「ユニバーサル・バンク」化の方針を掲げてきたが(Sberbank, 1996)、豊富な預金量を武器として経営危機に陥った巨大企業を下支えしてきたことは、その後の銀行・企業間関係を分析する上で重要な事実である(ズベルバンクの融資実績は表2)。また、資本規模の小さい多くの銀行の淘汰を進めたいロシア中央銀行の後盾もあって、ズベルバンクは1998年危機以降、破綻行の吸収など突出した形で存在感を強化している。

近年の金融部門で顕著な動向は、消費者向け融資の拡大と、社債市場の活発化である。前者はVTBが買収したグタ銀行を改組したVTB-24がリテールに特化した形で同部門に参入したことや、銀行クレジットカードの発行枚数が著しく増大していることなどから明らかである⁸⁾。後者については、まだ初期の形成段階ではあるが、社債発行に関わる税率の引き下げなどコスト面でも良好な環境が整いつつあり、銀行借入に比べて、割安に資金を調達できる可能

表 2. ズベルバンクの最近の融資先

年月日	融資先	形態	期間	金額	主要目的・備考
2005/7/21	ルスアグロ・グループ	社債引き受け	3 年	10 億ルーブル	クーポン年 11.66%
2005/7/8	ZAO ツェントテル(中央テレグラフ)	クレジットライン	5 年(更新なし)	21.3 百万ドル限度	
2005/6/27	宇宙通信社			500 百万ユーロ	ロケット購入
2005/6/7	イリュージョン・ファイナンス(リース会社)				TU-204-300 を引き渡し
2005/3/25	スホイ	長期協力プログラム			
2004/11/3	OAO ロシア電気通信網	クレジットライン	5 年	20.9 十億ドル	
2004/10/12	OAO TAIF, OAO カザンオルグシニテズ	協力協定			
2004/7/12	OAO ロシア鉄道				
2004/6/9	OOOテルナ・ボリメル	クレジットライン	5 年	455 百万ルーブル	建設資材工場設置
2004/6/4	AFK システム				
2004/6/3	ZAOデルタ・テレコム	クレジットライン	5 年(更新なし)	60 百万ドル	スカイリンク網
2004/5/21	ヴィンベルコム	クレジットライン	5 年	130 百万ドル	4 度目の提供
2004/2/4	ヴスコボ空港		7 年	24 百万ユーロ	旅客ターミナル建設
2004/1/22	OAO FSK UES		3 年	6 百万ドル	
2004/1/21	FGUP フルニチェフ 名称国家宇宙科学生産 センター				
2003/11/28	OAO サヤンスク・ヒム プラスト		8 年	40 百万ユーロ	エコプロジェクト
2003/11/3	OAO セザシユスキー TsBK		7 年	40.4 百万ユーロ	製紙業
2003/10/16	OAO AK トランスネフチ	クレジットライン	3 年	10 十億ルーブル	バルトパイプライン計画
2003/9/26	林産複合体企業 OOO コミ・ベルミ林産企業			15 百万ドル	コンビナート建設
2003/9/5	OAO RTK リース経 由スヴァジインベスト	クレジットライン 7 本	5 年	228.1 百万ユーロ	
2003/8/27	OAO ロス・アグロリ ース	クレジットライン	3 年	100 百万ルーブル	
2003/8/26	OAO シベリア石炭エ ネルギー会社	クレジットライン	3 年	3.05 十億ルーブル	
2003/8/8	OAO モスクワ携帯通 信 MSS	クレジットライン	5 年	48.2 百万ドル	スカイリンク網
2003/8/1	メガフォン OAO 同上	クレジットライン 信用協定	5 年	300 百万ドル 185 百万ドル相当	
2003/7/30	科学生産企業イルクト		2005 年 9 月 まで	193 百万ドル	
2003/7/25	北方フロート				
2003/6/23	ルスアグロ				
2003/6/19	バルト工場 OAO			410 百万ドル	フリーゲル艦造船
2003/6/3	OAO AK トランスネフチ			10 十億ルーブル	
2003/4/28	MNK トランス	リースプロジェクト	4.5 年	11 百万ドル	
2003/2/28	OOO ドック・ゲンニ ーテクノロジ	クレジットライン	5 年	66 百万ルーブル	種苗保管庫建設
2003/2/19	OAO エネルゴマシ ュ・コーポレーション			ガスタービン発電所	
2003/2/17	トランステレコム ZAO				
2003/1/14	OAO ヴィンベルコ ム・レギオン	クレジットライン	5 年	70 百万ドル	
2003/1/13	ルスアル		5 年	70 百万ドル	
2002/12/10	アエロフロート	クレジットライン	1.5 年	27 百万ドル	
2002/12/3	サヤンスク・アルミ工場		5 年	27.3 百万ドル	
2002/11/22	FGUP モスクワ・エ ンドクリニイ工場		3 年	143.2 百万ドル	投資プロジェクト
2002/9/16	メガフォン OAO	クレジットライン	4 年(更新なし)	30.3 百万ドル	北西地方でのネットワ ーク構築
2002/8/8	ルスアル	長期投資信用	5 年	49 百万ドル	プラーツク, クラスノ ヤルスク工場の更新
2002/7/19	マグニトゴルスク冶金 コンビナート	長期信用			
2002/6/18	ロスネフチ			700 百万ドル以上	コムソモール石油化学 工場リストラクト
2002/6/17	FGUP 宇宙通信 同上	長期信用 クレジットライン		125 百万ドル以上 239 百万ドル	2001 年より開設
2002/5/27	スヴァジインベスト			40 億ルーブル	

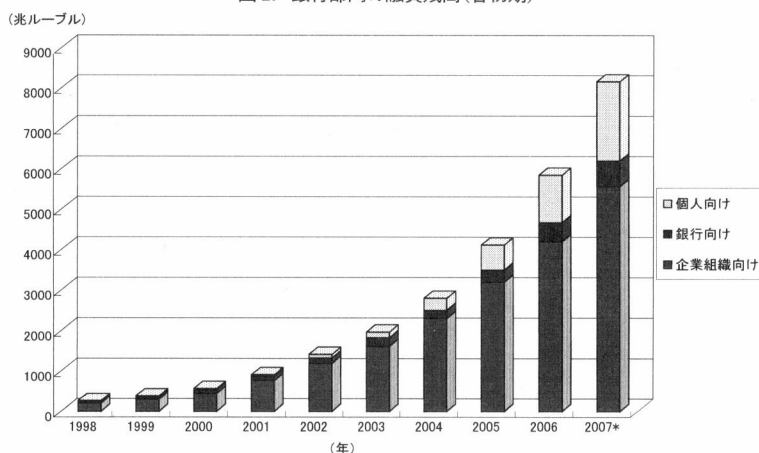
出所) ズベルバンクのプレスリリースより筆者作成。

表 3. ズベルバンクの資産ポートフォリオ(%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
現金・中央銀行預金	10.7	9.8	10.1	14.1	9.9	6.8	5.6	6.9
国債	53.7	54.6	38.9	31.7	27.4	na	na	na
有価証券投資	0.8	0.5	0.3	0.5	0.3	14.0	19.0	14.4
融資残高	20.6	20.0	40.0	47.6	52.1	52.2	55.9	69.6
物的資産	8.8	7.4	5.3	3.9	7.7	6.1	5.1	4.5
その他資産	4.2	2.0	1.7	0.8	1.5	0.5	1.4	0.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所) ROSSTAT, *Financy Rossii* 各号より筆者作成。

図 2. 銀行部門の融資残高(各初期)



注) ルーブル建ておよび外貨建ての合計, *は2006年12月のデータ。

出所) ロシア中央銀行 銀行統計ビュレチン各号より筆者作成。

性が出てきているという⁹⁾(Lepetikov, 2005)。一般にロシア企業は企業業績の開示を好まないため、銀行借入に比べて、社債発行を選好する傾向もあるといわれている。

同時に、一部の巨大企業、特に燃料部門や通信部門の企業は、国内での資金調達よりも外国での資金調達に意欲的である。銀行は、国内で最も信用力が高く優良貸出先と見られるこうした巨大企業に対して、外国市場および外国金融機関との競争にさらされているのが現状である。このことが、銀行の個人向け貸出へのシフトを後押ししている(図2)。活況を呈するモスクワでの住宅市場を支えているのは住宅担保信用であり、耐久消費財の購入に際しても、銀行からの融資が大きな役割を果たしている。特に高価な輸入品の消費を促す傾向があり、昨今の消費ブームが国内産業の活性化につながらない点も懸念材料となっている。しかしいずれにしても、銀行が、外貨投機、国債投機の機会を失って、対企業融資に積極的になっていることは事実で

あり、その中で、特に大手銀行、中でもズベルバンクとVTBという二つの政府系の銀行が、こうした傾向を牽引している点は抑えておく必要がある。

以上見てきたように、1998年以降のロシア経済には、貨幣経済化の波が着実に広がっていることが明らかにになった。従って、次に分析すべきは、よりミクロなレベルで企業と銀行をはじめとする金融機関の関係を明らかにすることであ

る。これによって、ロシア企業の資金調達行動の一端を明らかにすることとしたい。

2. ロシア経済をファイナンスする Ministry of Cash—ズベルバンク

Tompson(1998)は、ズベルバンクを Ministry of Cash と名付けて、同行がロシア経済をファイナンスしている存在であると主張した。当時、同行は、豊富な住民預金を元手に大量の国債購入を行っていたから、明らかに連邦政府財政赤字をファイナンスする機能を果たしていた。同時に、既に述べたとおり、同行は「ユニバーサル・バンク」化を目指して企業向けの貸し付けにも積極的で、その結果、債権総額に占める期限超過債権の割合も非常に高かった¹⁰⁾(杉浦2005)。しかしながら、企業向け融資が現在のように突出して大きくなったのは、1998年の金融危機以降である(Renaissance capital, 2003, p. 26)。危機直後の同行は、ガスプロム、トランスアエロ、ロシア統一電力システム、

MPS などの大手企業への貸出を積極化し、ロステレコム、バルティカ、ルクオイル、ヴィンペルコム、ロスヴォオルジェニエ等との取引も開始した。こうした貸出先のリストは 20 社を越え、その分野も石油、ガスといった燃料エネルギー部門に留まらず、冶金、通信、運輸など非常に広範に亘っている。同行のプレスリリースに基づいて最近の主たる融資先リストを示した(表 2)。

こうした動きの背景には、金融危機によって大手行が軒並み経営危機に陥り、銀行部門の再編過程に入ったことと密接に関連している。ズベルバンクと同様にソ連時代の専門銀行に起源を持ち重工業部門への融資を担っていたプロムストロイバンクは 1999 年 7 月に免許取消となり、農業部門や食品加工部門に強みを持ったアグロプロムバンクを継承した SBS アグロも閉鎖された。金融産業グループを形成してきた大手行も同様に危機に陥り、ブリッジバンクなどを通じて復活したものもあったが、有力行の顔ぶれは大きく変化した。こうしたなかで、同行にとって活躍の場が一気に拡大した。まさに破綻した大手行の間隙を埋めるかのように、大手企業への貸出を一気に拡大させたのである。こうした動きと並行して同行は組織改編を行い、経営効率を高める努力を行った。たとえば、従来地方行政単位であった組織を 17 の地域支店に集約し、資金の動員可能性を高めた¹¹⁾。また銀行間市場への融資を縮小し、資産ポートフォリオの長期化を図り、プロジェクトファイナンスにも積極的に関与するようになった¹²⁾。但し同行には、それまで融資実績が乏しく、与信案件の審査能力も高くなかったため、大手企業であることや政府とのつながりがあることなどを主な理由として量的な拡大を進めていった側面もあったと考えられる。同行の資産ポートフォリオ構成の推移は(表 3)に示した。

ズベルバンクのこうした積極的な融資姿勢は、国民預金の大半を吸収しているという強みに支えられてきた。そしてその背景には、国による暗黙裏の預金保証の制度があった。2005 年から新しい預金保険制度が導入され、国家による預金保証を独占的に受けていた同行のステータスは失われた。その結果、融資実績の好調さに比べて、預金市場におけるシェアは確実に落ち

ており、2005 年初の 59.1% から 2006 年初には 53.8% へと低下している¹³⁾。さらに、近年顕著になっている非金融部門の企業による外国からの活発な資金調達についても指摘しておく必要がある。同行が貸出を行っている大手企業 26 社のうち 9 社はユーロ債の発行を成功させている。ロシアの大手有力企業は、昨今の BRICs プームに便乗して西側銀行・金融機関とも積極的に取引しており、こうした状況は、同行の貸出先を単に大手企業に絞ればいいという状況ではなくしている。そこで、同行は個人向け与信を増大させるとともに、中小企業融資にも積極的に取り組みつつある(Korzhov, 2005)。このように同行は、確かに国有銀行であり政府や中央銀行の強い影響下にあるものの、民間経済主体としての側面も有しており、そうした独特の利害関係のなかで、競争環境を生きぬいているのである。繰り返しになるがその存在は、企業金融にとって計り知れない重要性を有している。

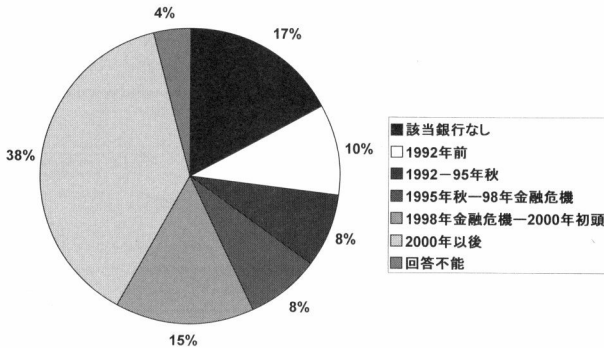
3. 企業訪問調査結果の実証分析

(1) 企業訪問調査の概要

冒頭述べたとおり、我々はロシアの株式会社の現実を調べるため、800 社を越える企業の経営者からの聞き取り調査を行った。この調査の対象は、鉱工業と通信業(郵便を除く)の企業であった。両部門は、全産業の中で販売高も多く、資本市場における株式や社債の発行という点でももっとも積極的であるからである。詳細はあくが、これほどの規模で、またサンプルのレプレゼンタティヴネスを維持した調査は存在しない。従って、我々はこの調査の実証分析によって、ロシア経済の現実に肉薄できると信ずるものである。

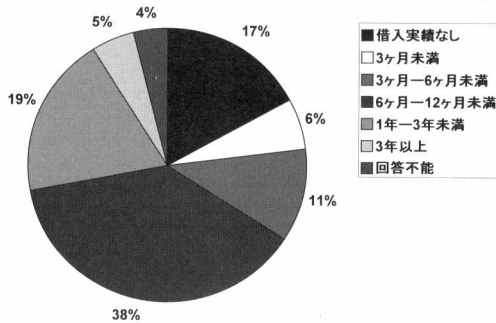
さて、我々の問題関心に即して言えば、企業と金融機関との関係は、依然まだ成熟しているとはいえない状況であるが、銀行が一定程度、役割を果たしつつある。そこで第一に、我々は対象企業がメインバンクを有しているか、有しているとすれば、そうした関係はいつ頃形成されたかについて問うた(Q. 44, 図 3)。この回答結果は、今まで述べてきた動向を裏付けるものであった。すなわち過半数を超える 53% の企業が 1998 年の金融危機以降にメインバンクとの関係を築き始めたと言っている。ソ連崩壊前

図3. 信用提携銀行の有無と関係樹立の時期(Q44)



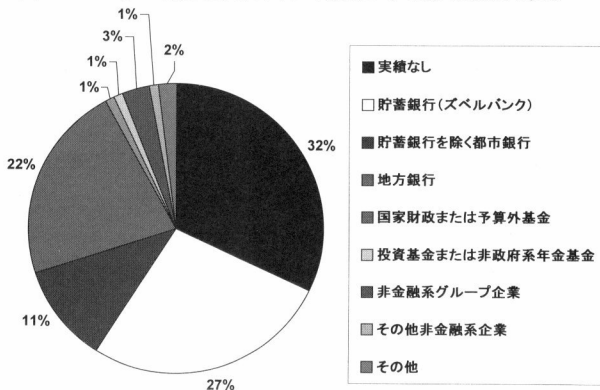
出所) 日ロ共同訪問調査結果。

図4. 2001-2004年の銀行信用借入実績とその最大借入期間(Q45)



出所) 日ロ共同訪問調査結果。

図5. 2004年の外部資金取り入れの有無とその最大提供者(Q48)



出所) 日ロ共同訪問調査結果。

からメインバンクを有しているものが10%、メインバンクが全くないものが17%という点にも、注意を払っておきたい。前者は(旧)国営企業と(旧)専門銀行との関係が未だ継続していることを示しており、後者は好況が伝えられる現在に至っても金融機関と確たる関係を築いてい

ない企業が少なくないことを示している。

次に、2001年から2004年の間の銀行融資の実績とその融資期間について見ると(Q. 45, 図4), 融資を受けたもののうち、融資期間が半年から1年のものが38%と最も多く、ついで1年から3年の融資が19%となっていた。通常、投資に関連する融資は1年超が主体とみなされるので、現状はまさに過渡期的状況にあると言えよう。ついで2004年の融資実績を尋ね、最大の貸し手はどの機関かを問うた(Q. 48, 図5)。有効回答のほぼ3分の1の企業では外部からの資金調達を全く行っていなかったが、ズベルバンクが最大の貸し手となっている企業は27%、地方の銀行から最も多くの資金を調達しているものは22%、モスクワ並びにサンクトペテルブルクを拠点とする大都市銀行(ズベルバンクを除く)から借り入れているものは11%を占めた。まとめれば、ロシア企業の3分の1は全く外部から借入を行わず、3分の1はズベルバンクから、残り3分の1弱は地方ないし大都市の銀行から借入を行っている。この結果は、これまで述べてきたことと一致している。

従って、次に明らかにすべきは、どのような企業が銀行から資金調達を行い、どのような企業が資金調達を行っていないかというそれぞれの企業の特性である。ここではQ. 48の回答に基づき金融機関との関係別に企業属性を特定していく。資金需要が旺盛で潜在的な成長可能性を有する企業が銀行からの資金供給を適切に受けているのか否か。さらなる発展余地があるかどうか。この点について次に見ていこう。

(2) 実証分析

(イ) 外部からの資金調達を受けていない企業
我々がアンケート調査を行った企業の3分の1は外部から全く資金を借り入れていなかった。ここでの分析の目的は、これらの企業が成長可能性が低いために外部から資金調達を受け入れ

表 4. 外部資金を受け取っていない企業
(NEXFIN)の回帰分析結果

	I	II	III
推計方法	Probit	Probit	Probit
被説明変数	Nexfin	Nexfin	Nexfin
CORFOR	0.172 (1.39)	0.165 (1.31)	0.207 (1.63)
OWNOUT	-0.084*** (-2.91)	-0.066** (-2.26)	-0.082*** (-2.78)
COMSIZ	-0.270*** (-4.77)	-0.245*** (-4.23)	-0.268*** (-4.53)
COMD	0.280 (1.29)	0.349 (1.58)	0.272 (1.20)
CORPER	0.055 (1.43)	0.104** (2.52)	0.090** (2.22)
LCREFI	-0.279*** (-2.61)	-2.664** (-2.45)	-3.196*** (-2.91)
INVACT		-0.288*** (-3.63)	
EQPINV			-0.342*** (-2.72)
Const.	4.925*** (3.44)	4.890*** (3.36)	5.654*** (3.83)
N	602	597	590
LR chi ²	66.68***	79.92***	76.54***
Pseudo R ²	0.09	0.11	0.10

注) カッコ内はt値。***: 1%水準で有意, **: 5%水準で有意。
出所) 企業訪問調査。各変量の定義、出典および記述統計量は
付表を参照。

られないのか、それとも金融部門が未発達であるために、外部から資金調達を受けることができないのかについて明らかにすることである。ロシアにおいては一般に企業規模は信用力を高める傾向にある。なぜなら、企業規模が大きく雇用数も多いと、業績不振に陥った際に、社会秩序の安定のために政府機関等へ圧力をかけて非効率な企業でも救済されやすい傾向があるからだ。それ故、ロシアの金融機関は資金需要の具体的な内容やその弁済可能性よりも、企業が有する政治力に融資の際の判断基準をおきやすい。またこれと並んで重要なことは、企業の経営態度である。外部資金を取り入れるためには相応の情報開示が必要になる。企業が情報開示に積極的でなければ、当然外部資金の調達にも積極的ではないと考えられる。「ロシアでは、大衆資本の近代的・民主的動員機構という株式会社本来の有り方から大幅に逸脱した企業形態である閉鎖会社を選択する企業が圧倒的に多」(岩崎 2006, 19 頁)く、そのことが、企業が外部

資金を受け入れない一つの大きな要因であると考えられる。こうした企業は、インサイダー所有が優勢で、従業員数も少なく、仮に優良企業であっても金融部門の未発達ゆえに外部から資金供給を受けていない可能性が高い。従って、我々の検証すべき仮説は、以下のようになる。

仮説 1: 外部から資金調達を行っていない企業は、規模が小さく、優良企業であっても投資需要が満たされていない。株式会社形態は閉鎖型を採用しておりインサイダー所有が優勢で、経営陣は支配権を喪失することを恐れ、情報開示に消極的である。

そこでこれらの仮説を検証するために、我々の調査結果を実証的に分析した。外部資金を調達していない会社を 1、何らかの手段で調達している会社を 0 とする離散量を被説明変数(NEXFIN)とし、説明変数には企業規模(COMSIZ)、経営パフォーマンス(CORPER)、株式会社形態(CORFOR)、アウトサイダー所有比率(OWNOUT)、さらに資金供給の制約条件の代理変数として当該企業の所在地域の金融機関当たりの法人融資額の自然対数(LCREFI)を説明変数とする質的選択モデルのprobit推計を行った。優良企業であることを示す代理変数としては従業員あたりの 2004 年売上高の自然対数、2000 年と 2004 年の売上高の増加率、同期間の平均賃金上昇率、2001 年と 2005 年の従業員増加率、および財政・経済状態の主成分分析を行い経営パフォーマンス(CORPER)として採用した。なお、部門別ダミーとして、通信業ダミー(COMD)を取り入れた。推計結果は(表 4 I)の通りである。

この結果から、外部資金を調達していない企業は、外部所有比率が小さく、従業員数も少なく、金融部門が未発達の地域に位置していることが判明した。一方、企業パフォーマンスおよび株式会社形態については、係数の符号は仮説通りだが、有意水準が低く確たることはいえない。そこで、優良企業で投資活動が活発だが金融機関からの借入ができないという意味で、投資活動の活発さを示す指標(INVACT)および(EQPINV)を変数として加えてさらに検討してみた(表 4 II, III)。この結果により、外部資

表 5a. 外部から融資を受けている企業の定性分析：部門別分布(%)

部門	総数	Exfin	Sber	Mbnk	Lobnk	Other	Exfin
燃料・エネルギー	8.0	6.9	4.1	10.3	6.7		13.1
冶金	4.4	5.1	4.1	4.6	6.1		6.6
機械製作・金属加工	31.0	31.1	32.4	32.2	31.1		24.6
化学・製薬	4.0	4.2	3.6	2.3	4.4		8.2
木材・製紙・木材加工	7.7	6.9	11.3	5.7	3.3		3.3
軽工業	6.2	5.5	6.8	4.6	4.4		4.9
食品工業	20.6	24.5	21.6	26.4	28.9		19.7
建築資材	9.5	7.3	6.3	4.6	10.0		6.6
通信	8.6	8.5	9.9	9.2	5.0		13.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0

表 5b. 外部から融資を受けている企業の定性分析：地域別分布(%)

所在地域	総数	Exfin	Sber	Mbnk	Lobnk	Other	Exfin
モスクワ市	4.0	4.5	1.4	14.9	0.6		13.1
モスクワ州	2.8	2.5	3.2	6.9	0.6		0.0
サンクトペテルブルグ市	4.5	4.7	5.0	4.6	3.9		6.6
レニングラード州	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0
その他	88.6	88.2	90.5	73.6	95.0		80.3
中央連邦管区	32.2	34.2	26.6	44.8	40.0		29.5
北西連邦管区	11.8	11.3	14.4	11.5	7.8		9.8
南部連邦管区	8.6	7.8	8.6	10.3	6.1		6.6
沿ヴォルガ連邦管区	24.0	24.0	29.3	13.8	21.7		26.2
ウラル連邦管区	10.1	10.5	9.5	4.6	14.4		11.5
シベリア連邦管区	10.3	9.6	9.5	11.5	8.9		9.8
極東連邦管区	2.9	2.5	2.3	3.4	1.1		6.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0

表 5c. 外部から融資を受けている企業の定性分析：従業員数別分布(%)

従業員数	総数	Exfin	Sber	Mbnk	Lobnk	Other	Exfin
100-299 人	30.2	24.2	22.1	25.3	26.7		23.0
300-499 人	21.9	20.2	23.4	12.6	21.7		14.8
500-999 人	19.0	20.7	15.8	20.7	23.3		13.1
1000 人以上	29.0	34.9	38.7	41.4	28.3		13.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0

表 5d. 外部から融資を受けている企業の定性分析：メインバンクとの関係の有無(%)

融資関係の有無	総数	Exfin	Sber	Mbnk	Lobnk	Other	Exfin
該当銀行なし	17.8	11.1	11.6	9.6	7.4		22.8
1992 年前	10.6	11.1	15.3	4.8	9.1		10.5
1992-95 年秋	8.3	8.3	8.3	13.3	5.1		10.5
1995 年秋-98 年金融危機	8.5	8.9	9.3	12.0	6.9		8.8
1998 年金融危機-2000 年初頭	15.3	17.9	18.5	24.1	16.6		10.5
2000 年以後	39.5	42.7	37.0	36.1	54.9		36.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0

出所) 企業訪問調査。

金を調達していない企業は、上述の点に加え、企業パフォーマンスは良好だが、投資には積極的ではないと言う姿が示された。以上の結果から、規模の小さな企業では、金融機関の未発達が理由となって、資金調達が十分に行われてい

ない可能性があることが明らかになった。

(ロ)外部から資金調達している企業

次に、外部から資金調達をしている企業の分析を行う。調査対象のおよそ3分の二の企業がズベルバンク、都市銀行、ないし地方銀行のいずれかの銀行から資金調達を受けている。従って、最大資金調達先の相違に基づいて、その特性を見ていくことにする(表5)。

まず部門別の偏りを見た。ズベルバンクが最大融資先となっている企業は、木材・製紙・木材加工業および通信業の比重が高い。一方都市銀行は、燃料・エネルギー部門と通信業の比重が高い。地方銀行は食品工業と建築資材業の割合が高い。次に、地域別分布を見ると、当然のことながら都市銀行は都市部への融資が多く地方銀行は地方へのそれが多く、ズベルバンクは両者の中間的な存在となっている。一方、従業員数の分布では1000人以上の大企業への貸付は都市銀行の比重が高く、ズベルバンクもそれに続く。ただし同行は従業員数300から499人の企業向け融資も比較的比重が高い。地方銀行はさらに小規模企業への貸付が多い。メインバンクの有無とその形成時期について見れば、ズベルバンクがソ連崩壊前から関係を有していた比率が最も高く、1998年金融危機-2000年初頭の時期には都市銀行が、そして2000年以降は地方銀行が最も活発に融資を行っていた。またメインバンクのない企業に対してズベルバ

ンクがソ連崩壊前から関係を有していた比率が最も高く、1998年金融危機-2000年初頭の時期には都市銀行が、そして2000年以降は地方銀行が最も活発に融資を行っていた。またメインバンクのない企業に対してズベルバ

表 6. ズベルバンクが最大の資金提供者である企業(SBER)の回帰分析結果

	I	II
推計方法	Heckman	Heckman
被説明変数	Sber	Sber
CORFOR	-0.304*** (-2.70)	-0.352*** (-3.12)
COMD	0.232 (1.18)	0.318 (1.62)
CMPDOC	0.186** (2.39)	0.195*** (2.43)
ADVCOM	0.251** (2.25)	0.259** (2.30)
EXPORT	0.278*** (2.61)	0.275** (2.34)
INVACT	0.179** (2.54)	
EQPINV		0.279** (2.33)
Const.	-1.273*** (-7.69)	-1.259*** (-7.32)
N	745	746
Wald chi2	39.76***	39.91***

注) かっこ内は t 値。***: 1% 水準で有意、

**: 5% 水準で有意。

出所) 企業訪問調査。各変数の定義、出典および記述統計量は付表を参照。

ンクが融資している比重が高い。

こうした定性的特徴に基づき、次にズベルバンクが最大の融資先となっている企業の定量的分析に着手しよう。既述のとおり、ズベルバンクは、ソ連崩壊後、「ユニバーサル・バンク」を志向して企業融資に乗り出した。同行のこうした傾向は、国債市場の崩壊した 1998 年危機以降、一層顕著なものになった。それまで国債購入に充てていた資金を企業融資に回すことができるようになったからである。その主な融資先は国民経済全体にとって重要な部門であり、その際、融資先の選定には政府の意向も関係していると考えられるから、融資先企業は国家との何らかの有力なコネクションを有している。一方ズベルバンク自身は与信審査能力が乏しいため、国内企業との競争に直面している。従って、我々の検証すべき仮説は、以下ようになる。

仮説 2: ズベルバンクが最大の貸し手となっている企業は、国家機関との特別な関係を有している。有力企業で輸出も行い、投資にも積極的

であるが、必ずしも経営状況は良好でない。

そこでこれらの仮説を検証するために、前項同様の実証分析を行った。ズベルバンクが最大の貸し手となっている企業を 1、それ以外の会社を 0 とする離散量を被説明変数(SBER)とし、説明変数には、国家機関との関係を示す代理変数として政府諮問委員会への委員派遣の有無(ADVCOM)、および競争力指標として国内企業との競争に晒されているかどうか(CMPDOM)、輸出を行っているか(EXPORT)、および投資実績(EQPINV)を説明変数として、質的選択モデルの二段階 Heckman probit 推計を行った。なお、部門別ダミーとして通信業ダミー(COMD)と、閉鎖型株式会社ダミー(CORFOR)を取り入れた。外部から借入を行うか否かと、借入を行うとして、ズベルバンクから借り入れるか、その他の機関から借り入れるかという意志決定の段階を踏まえ、Heckman による二段階推計を取り入れた。結果は(表 6)の通りである。

この結果から、ズベルバンクが最大の貸し手となっている企業では、開放型株式会社が多く、輸出実績があり、設備投資を行う活発な企業で、国内企業からの競争圧力に直面している。国家機関との関係でいえば、政府諮問委員会への委員派遣を行っており、特別なコネクションを有している可能性が高い。

結論

以上の分析から、現在のロシアで形成されつつある企業金融メカニズムの一端が明らかになった。2000 年以降、マクロ的に見てもミクロ的に見ても企業金融に占める金融機関、とりわけ銀行部門の役割は増大している。この意味でロシアの市場経済化プロセスは正常化へと動いているようだ。但し、依然として中大規模の株式会社で外部からの借入を行っていないものが 3 分の一を占めており、まだ銀行部門の発展余地は大きい。特に、小規模でも優良な企業で外部からの資金調達が行われれば、現政権が追求している経済の多角化、および中小企業の育成に大いに資することが考えられる。一方、大銀行の中でも益々重要性を増しているズベルバンクは、98 年金融危機以降、国債への投資ポートフ

付表 実証分析に利用した変数の定義、記述統計量、及び出所

変数名	定義	記述統計量			
		平均	標準偏差	最小値	最大値
NEXFIN	外部資金を取り入れていない企業ダミー	0.33	0.47	0	1
EXFIN	外部資金を受け取った企業ダミー	0.67	0.47	0	1
SBER	ズベルバンク資金を受けている企業ダミー	0.27	0.44	0	1
MBNK	都市銀行から融資を受けた企業ダミー	0.11	0.31	0	1
LOBNK	地方銀行から融資を受けた企業ダミー	0.22	0.41	0	1
CORFOR	閉鎖型株式会社ダミー	0.33	0.47	0	1
OWNOUT	外部株主持ち株比率 ^{a)}	1.87	2.14	0	5
LCREFI	所在地域の金融機関あたりの法人融資額の自然対数	13.16	0.51	11.12	14.38
COMD	通信部門ダミー(部門ダミー)	0.09	0.28	0	1
CORPER	企業パフォーマンス指標 ^{b)}	0.00	1.43	-4.56	3.81
INVACT	投資活動ダミー ^{c)}	1.15	0.79	0	2
EQPINV	2001-2004年に装備を導入した企業ダミー	0.67	0.47	0	1
CMPTOM	対国内企業競争度 ^{d)}	1.50	0.69	0	2
EXPORT	輸出実績ダミー	0.51	0.50	0	1
COMSIZ	総雇用者数自然対数	6.43	1.22	4.66	11.21

注 a) 6段階評価の内容は以下の通り、0:所有比率が0%, 1:10.0%以下, 2:10.1~25.0%, 3:25.1~50.0%, 4:50.1~75.0%, 5:75.1~100.0%.

注 b) 従業員当りの2004年売上高(ルーブル)の自然対数, 2000/04年売上高増加率(低下=-1, 変化なし=0, 1.5倍未満=1, 1.5-2.0倍=2, 2倍以上=3), 2001/05年従業員増加率(20%以上減=-2, 1-19%減=-1, 変化なし=0, 1-19%増=1, 20%以上増=2), 2000/04年平均賃金上昇率(低下=-1, 変化なし=0, 1.5倍未満=1, 1.5-2.0倍未満=2, 2倍以上=3), 財務・経済状態(悪い=-2, やや悪い=-1, 普通=0, おおむね良好=1, 良好=2)の第1主成分, 寄与率:40.76%.

注 c) 3段階評価内容は次の通り, 0:投資を行っていない, 1:小規模投資を行った, 2:大規模投資を行った.

注 d) 国内企業との競争の激しさ(競争無し=0, 競争はあるが激しくない=1, 激しく競争している=2).

出典) 日ロ共同訪問調査結果.

オリオを企業融資に転換して、企業の旺盛な資金需要の一部を満たすことに成功した。ズベルバンクからの借入が最大となっている企業は、輸出実績のある有力企業で、政府との特別なコネクションを有している。この意味で、これまでの企業金融メカニズムは政府と企業が一体となった形で形成されてきたと言えよう。しかしながら、ズベルバンクは従来の住民預金の政府による暗黙の保証という特権を失い住民預金の独占率も低下しつつあるので、融資体制にはより一層の経済合理性の追求が欠かせないであろう。近年、同行はリテール部門への貸出と並んで、中小企業融資にも積極的に取り組み始めているところであるが、今後のロシア経済全体の発展可能性を占う上でも、特に後者の分野での融資増が欠かせない。同行が融資先企業に対して経営効率化を促すような審査能力を高めることが、今後の市場経済化の進展にとって、ますます重要になってくると考えられる。

(帝京大学経済学部)

注

† 本稿は、文部科学省科学研究補助金 16530149,

17203019, および 17730157 による研究成果である。本稿作成にあたっては経済研究所定例研究会報告、および北海道大学スラブ研究センターでの報告の際の参加者のコメントが大いに参考になった。西村可明、田畑伸一郎、都留康、清水学、岩崎一郎、雲和広、阿部修人の各氏のコメントには特に記して謝意を表したい。資料作成にあたっては野口富子氏の支援を受けた。原稿編集作業では学術出版室の羽生朋子氏に大変お世話になった。併せ謝意を表すものである。

1) 金融部門の発展は、ロシアでは大きな優先課題となっている(The World bank, 2002)。国民の信頼を高め、国民の貯蓄を産業投資に回すような資金循環のメカニズムを作る必要があるとの認識に立ち、政府は2009年までに銀行部門の総資産を対GDP比56-60%、非金融部門向けの融資残高を26-28%にまで高めることを目標としている(Zaiavlenie, 2005)。

2) 金融連関比率の水準が低いことも金融部門の発達が遅れていることを示している。

3) 本調査の詳細については、Dolgopyatova=Iwasaki, 2006を参照願いたい。

4) しかし投資水準を、ソ連崩壊時との比較で見ると、1991年の半分に漸く迫る水準であることには注意が必要である。

5) ちなみに、銀行借入の期限超過比率も1998年の15.2%から2005年の1.3%へと改善している。

6) 破綻した他の商業銀行6行から合計44万人分の住民預金を引き受けたり、流動性不足に陥った企業への貸出を積極化させた。

7) ズベルバンク自身の報告では、創立は帝政ロシア時代の1842年である。

8) なお、VTBの最近の拡張傾向は、ズベルバン

クの動向と並んで非常に興味深い。2005年12月にザグラ・バンク(旧ソ連時代から続くロシア外の商業銀行)を5行のうち在ルクセンブルクのEast-West United Bankを除きすべて管理下に収めたほか、これまで資本関係のあったプロムストロイバンク(サンクトペテルブルク)(PSBS)も買収した。総資産に占めるズベルバンクの割合は2004年の30%から2005年に29%へと微減したが、VTBグループ(VTB-24, ザグラ・バンク, PSBSを合計したもの)の比率は6.6%から8.2%へと増大した(Ivanter, 2006)。

9) レペティコフによれば、2004年末時点で、社債発行時の利回りは年率で10-12%、大手優良企業では7-9%であった。銀行のルーブル建て信用の金利が10-14%であり、債券発行税率が発行総額の0.8%から0.2%へと引き下げられたことを考え合わせると、社債発行の有利性は首肯できるところである。

10) Interfax-100の指標によれば、1998年10月1日時点で総与信高における期限超過信用の占める比率は18%であった。

11) この点は、地方行政からの融資圧力をかわす上で有効であったとの指摘がある(スモロフ氏との面談)。

12) これらの方針は、2001年の同行株主総会で採択された2005年までの発展戦略プログラムに基づく措置である。

13) 預金保険の取扱は2008年からズベルバンクも他行と同等となるため、本格的な預金シェアの喪失はそれ以降となる可能性が高い。

参 考 文 献

- 岩崎一郎(2006)「企業形態と組織行動：ロシア株式会社制度の実証分析」IER Discussion Paper Series (A) No. 482.
- 杉浦史和(2005)「ロシアの未払問題と銀行システム——企業から銀行への期限超過信用を中心に——」『比較経済体制学会年報』第42巻、第2号、27-41頁。
- Berglof, E., A. Kunov, J. Shvets, and K. Yudaeva (2003) *The New Political Economy of Russia*, The MIT Press.
- Bonin, John and Paul Wachtel (2003) "Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade," *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 12, No. 1, pp. 15-16.
- Central Bank of Russian Federation (2004/2005) "Financial Stability Review," *Godvoi vypusk* 2004 god, 2005.
- , *Bulletin of Banking Statistics*, various issues.
- Dolgopyatova, T. and I. Iwasaki (eds.) (2006) *Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy*, Institute of Economic Research Discussion Paper Series B No. 35, 2006.
- Egorova, Natalia and Aleksei Smulov (2002) *Predpriiatia i banki: vzaimodeistvie, ekonomicheskii analiz, modelirovanie*, Moscow: Delo, 2002.
- Ivanter, Aleksandr (2006) "My _ tam, Oni _ zdes'," *Ekspert*, No. 1.
- Kapeliushnikov, Rustislav (2000) "Krupneishie i Dominiruiushchie Sobstvenniki v Rossiiskoi Promyshlennosti," *Voprosy Ekonomiki*, No. 1.
- Korzhov, Vitalii (2005) "Sberbank pomozhet," *AiF na Donu*, 24 August.
- Kumo, K. and F. Sugiura (eds.) (2006) *The New generation of Russian Economy*, Institute of Economic Research Discussion Paper Series B No. 34.
- Lepetikov, D. (2005) "Bankovskaia sistema v 2004 g.: rost kreditovaniia na fone krizisa," *Tsentr razvitiia*.
- Matovnikov, Mikhail (2000) *Funktsionirovanie bankovskoi sistemy Rossii v usloviakh makroekonomicheskoi nestabil'nosti*, Nauchnye trudy No. 23R, Moscow: Institut ekonomiki perekhodnogo perioda.
- Perotti, Enrico and Stanislav Gelfer (2001) "Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial? Industrial Groups," *European Economic Review*, Vol. 45, No. 9, pp. 1601-1617.
- Rabotsii Tsentr Ekonomicheskikh Reform pri Pravitel'stve Rossiiskoi Federatsii *Finansy Otrazlei Promyshlennosti Rossii do i posle Krizisa 1998 goda*, Moscow, 2002.
- Renaissance Capital (2002) "Sberbank: Saving the Best for the Future," *Renaissance Sector Update*.
- (2003) "Sberbank: Banking on the Economy," *Renaissance Sector Update*.
- (2005) "Sberbank: Retail Rewards," *Renaissance Sector Update*.
- Sberbank (1996) *Kontseptsia razvitiia Sberbanka Rossii do 2000 goda*.
- Sugiura, Fumikazu (2007) "Economic Transformation and Corporate Finance in Post-Communist World," in B. Dallago and I. Iwasaki eds, *Corporate Restructuring and Governance in Transition Economies*, Palgrave Macmillan (Forthcoming).
- The World Bank (2002) *Building Trust: Developing the Russian Financial Sector*, The World Bank, Washington, D. C..
- Tsentr Makroekonomicheskogo Analiza i Kratkosrochnogo Prognozirovaniia (TsMAKP) (2006) "Ekonomicheskie Itogi 2005 goda," *Obzor Makroekonomicheskikh Tendentsii*, No. 63.
- Tompson, William (1998) "Russia's 'Ministry of Cash': Sberbank in Transition," *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 10, No. 2, pp. 133-155.
- Rybin, Ivan (2001) "Novye Rubedgi," *Izvestiia*, 27 June.
- Zaiavlenie Pravitel'stva Rossiiskoi Federatsii i Tsentral'nogo Banka Rossiiskoi Federatsii o Strategii Razvitiia Bankovskogo Sektora Rossiiskoi Federatsii na Period do 2008 goda, 2005.