

第4章

エジプトの金融制度と自由化

はじめに

本章では1991年初頭からの包括的経済改革（Economic Reform and Structural Adjustment Program: ERSAP）の一環としての金融改革・自由化がどのように実行され、エジプト経済にどのような効果をもたらしたかを考察する。マクロ財政金融政策とマクロ経済パフォーマンスとの関係を考察しながら、金融自由化および規制緩和が金融仲介部門、とりわけ商業銀行にどのような影響を与えたのかを分析する。

エジプト経済は規制・政府介入の強いことが特徴であった。1960年代初頭から銀行および保険会社の国有化が行われ、外国金融資本のエジプト経済支配は終焉した。70年代半ばからの門戸開放政策では、金融仲介部門、とりわけ銀行部門での参入障壁は大幅に緩和され、公共部門商業銀行と外国銀行による合弁銀行が金融市場に多数参入した。しかし、部分的自由化は行われたものの、金融仲介に量的、質的な競争制限的な規制が存続してきた。また、高必要準備率のもとで、銀行部門は強く課税されてきた。それに、資本市場の発展は遅れたままで、銀行借入を主体とした金融仲介の役割は高く、資源配分は効率的ではなかった。銀行部門の効率性も低かった。

エジプト経済における公共部門の役割は大きく、銀行部門（とりわけ商業銀行部門）や保険部門は現在でも公共部門が支配している。とりわけ、非金融公共部門の赤字体質はエジプト経済のストック問題、とりわけ不良資産と

余剰労働、の元凶となっており、その改革・民営化は緊急の課題となっている。ただし、最近では民営化は急速に展開し、証券市場も急速に拡大していることを述べておきたい。

金融自由化は多くの途上国で成功しなかった。不適切なマクロ経済政策の実行により財政赤字削減や経済安定化が実現されなかった、急激な資本流入とその後の資本逃避などが生じた、銀行の健全性のための規制が十分でなかった、モラルハザードが生じた、などが原因でかえって金融システムが不安定になったなどのケースが少なくなかった。

これと比較すれば、包括的経済改革以降、エジプトでは通貨そして金融仲介部門への信認は飛躍的に増し、金融自由化は当初の目的は十分に達成している。商業銀行の為替差損や不良債権のための資金注入、健全性規制の強化など金融当局の迅速な対処などが実行されたことが成功の要因と考えられるが、対外債務削減や海外労働者送金の存在など、かなりの程度、有利な経済環境にあったことにも原因がある。

この経済改革の背景には、1980年代後半の累積債務問題の極度の悪化と87年IMFスタンバイ協定の決裂があった。それまでエジプト政府は、IMFと世界銀行が勧告する調整政策を不十分にしか実行してこなかった。この状況を一変させたのが、湾岸危機（90年8月のイラクのクウェート侵攻から）さなかの90年12月のムバーラク大統領演説で、人民・諮問議会に対し1000日以内にエジプト経済改革のプログラムを作成することを要請した。この1000日プログラムは経済を市場メカニズムに依存させるとともに、低所得者を考慮にいれなければならなかった。以後、あらゆる部門での自由化案が作成され、法的整備が進むようになったが、金融改革はそのなかでも最初に実行された。議論の多かった公共部門企業についてもシドキ首相はその改革・民営化を早々と打ち出した⁽¹⁾。

「他に道がない」というムバーラク大統領の発言は、これまでの中央計画、規制・政府介入に基づく経済システムがあらゆる部門での不均衡を累積させ、持続可能ではなくなったとの認識を明らかにしている。累積債務問

題、高インフレ率、人口成長率を下回る経済成長率などは、経済悪化の重大な現象であった。加えて、旧社会主義国の経済システムの崩壊とその市場化もあり、経済自由化を国際的な潮流と認識した。同大統領は「経済改革が先で、政治改革はその後」という発言もしている。これは旧ソ連邦諸国の経済社会の混乱を示唆している⁽²⁾。

1991年5月にIMFとスタンドバイ協定が結ばれ、パリクラブと200億ドルの公的債務削減（現在価値で50%）が協定された。ERSAPの実行はこのコンディショナリティーであった。同年11月には世界銀行との間で構造調整貸付（SAL）と「発展のための社会基金」（Social Fund for Development:SFD）の設立の協定が結ばれた。SFDは経済改革の実行から生じる短期的コストから低所得者を守るため設立された。社会の安定を損なわないようなセーフティーネットを伴いながら、経済安定化と構造調整を実行するというものであった。

IMFおよび世界銀行の勧告に対して、エジプト政府はエジプト経済の現状を考慮、グラデュアリズムを国内政治的理由で採用している。経済に急激なショックを与えることを避けるばかりでなく、国民の意識改革そして経済自由化のための法的整備・改正に時間が必要であることとも関係している。

本章は金融部門、とくに銀行部門に焦点を当てながら、第1節でエジプトの金融システムを1990年代初頭まで性格づけた規制の形成過程を概観する。とりわけ、社会主義体制下の金融システムが、部分的には自由化されたものの、温存され、その後に包括的な金融自由化が必要となった背景を述べる。金融抑圧、信用割当て、未組織金融機関、銀行の金融仲介などの側面に重点をおいて分析していく。第2節では91年からの包括的な経済改革の内容を説明する。マクロ調整と公共部門ビジネス法、銀行法、資本市場法など制度的変化とその意味を概観する。第3節ではエジプトの金融改革・自由化政策の短期的成果を分析し、証券市場の急速な発展などの変化を分析する。

第1節 金融制度改革の背景

1. 外国植民地下での金融システム

現在のエジプトの金融そして銀行システムは公共部門が支配しているが、それは外国植民地主義に対する政治的そして経済的な反発として生まれたものである。イギリスを中心とした外国資本支配下の金融システムは国有化を経て、社会主義的システムに変わった。

1974年から部分的に自由化されたものの、規制の強いシステムの性格は90年代初頭まで残っていたといつてよいだろう。

エジプト経済の近代的発展の萌芽は19世紀からのムハンマド・アリー王朝下での国家独占による経済発展政策にみられる。その後、サイド、イスマイルの時期にスエズ運河プロジェクトの承認（1854年、完成は1869年）や灌漑などの公共事業による大規模な経済開発のための支出が増大し、1875年には国家財政を破綻させた。そのためスエズ運河会社のエジプト政府持ち分のイギリス政府への売却が実行された。1876年にはフランスとイギリスによる財政の二元管理（dual control）が始まり、政府収入の60%は債務返済にあてられた。1882年に、イギリス支配からの解放を目的とした革命（オラービー革命）が起こったが結果的にイギリス支配（当時は一時的出兵といわれたが、その後70年も続く）を確定させてしまった。

この間、大規模公共事業の勧告とそのプロジェクト・コストの過大見積もり、そして高金利などイギリス、フランスなど西欧銀行家によるエジプト政府を弄んだような金融仲介が行われていた。他方この外国資本支配のもとで、綿花の先物取引や証券取引など、近代的な金融活動は比較的早く開始された⁽³⁾。

1920年までの金融部門の性格は、一般に、(1) エジプトで営業する銀行はすべて外国銀行であった、(2) これらの銀行はエジプト政府支配階級を支

配していた、(3) 外国貿易、とくに綿花、へ融資していた、(4) とくに1900年以降、不動産融資を行いエジプト人の手から不動産（農地）を収奪していた、とも要約できよう。また、外国銀行の活動はカイロおよびアレキサンドリアに限られていた、エジプト国民の金融・貯蓄に対する意識を高めることは考えていなかった、エジプトに再投資することはなかった、いずれもエジプト政府への融資から業務を開始した、綿花から不動産へ融資対象をシフトさせた、などの特徴も指摘される。

エジプト銀行発展史での重要な出来事は1920年に初めてエジプト民族資本による銀行、ミスル銀行（Banque Misr）が設立されたことである。エジプトの最初の銀行は1856年のエジプト銀行（Bank of Egypt）で、その後数行設立されたが、いずれもヨーロッパ資本によるものであった。イギリスからの独立を目的としたナショナリズムが第一次大戦後に高揚し、1919年革命が生じた。この政治運動でエジプトは22年に名目的に独立したが、23年憲法でも王制が維持されたままで、外国資本のエジプト支配は続いたままであった。このミスル銀行の設立はエジプトの経済ナショナリズムの高揚に貢献した。以降、同行は50年までに20を超える企業を設立し、また民族資本による銀行や国家資本による（特殊）銀行の設立が相次いだ。しかし、基本的には、外国資本がエジプト経済そして金融を支配していた。この間、エジプト政府は22年に政府資金の預金を行うなど、このミスル銀行を支援したが、外国銀行は多くの妨害を行い、39年には財務危機、取付けが生じ、その創始者タラアト・ハルブはミスル銀行の経営から除外された⁽⁴⁾。

中央銀行制度をみると、1898年にイギリス資本で設立されたナショナル・バンク・オブ・エジプト（National Bank of Egypt: NBE）がその役割を果たした。イングランド銀行条例（1844年）と同様に商業銀行の機能をもつが、独占的な貨幣の発行を認められ、政府の銀行の役割を果たしてきた。ただし、信用の統制そして「最後の貸し手」（lender of last resort）の機能をもったのは、1951年第57号法で与えられてからである。

2. 社会主義体制下の金融システム

1952年初めにイスマイリア事件（エジプト人とイギリス兵との衝突）が原因でカイロ大火事が発生するなど国内は混乱し、52年7月に軍事クーデタが起きた。やがて、ナセルが権力を掌握し、共和制による中央集権体制が確立した。56年のアスワン・ハイダム建設のためエジプト政府は西側諸国に融資を要請したが、アメリカ、イギリスそして世界銀行はこれを拒絶した。これに対しナセルは外国支配への報復そして国家収入の確保のためスエズ運河会社の国有化を宣言した。この直後のスエズ動乱のさなか、イギリスおよびフランスの資本はすべて接収され、57年第22号法で外国銀行はエジプト化（エジプト資本化）された。しかし、その株式などは民間へ売却されず、経済公団（Economic Organization）へ集められた。

1960年には第39号法でミスル銀行、第40号法でNBEなど銀行は国有化されていった。そして同年第250号法でNBEは中央銀行と商業銀行に分離され、前者が現在のエジプト中央銀行、後者が現在の公共部門商業銀行であるNBEとなった⁽⁵⁾。

この制度的な変更、そして経済の中央計画化は1960年からの5カ年計画、そして公共部門の拡大を通じて、資源配分の中央集権化そして金融部門の計画部門への従属化をもたらした。61年に商業銀行の国有化が完成した後、63年に銀行の合併が行われ、11あった銀行は5商業銀行に集約された。同時に、分野別特化が施行された⁽⁶⁾。目的は、(1) 地理的拡大を最大限完結させ、ある程度の望ましい競争を保証しながら、ムダを取り除き相互矛盾や重複を減じる、(2) 合併された銀行の業務を加えることによって、銀行の欠点をカバーする、(3) 各銀行の金融業務を完結させ、同時にすべての金融サービスの提供を容易にする、であった⁽⁷⁾。

エジプトはアラブ社会主義政策のスローガンのもとで、中央計画による経済発展を志向した。当然、金融・銀行部門もその枠組みのなかで改編され、

国家の目的のために資源が動員された。Al-Griety [1974] によると、新制度（社会主義制度）における中央銀行の伝統的役割は、以下のように変化した。第1に、通貨発行の権限は中央銀行から計画当局に移行した。経済活動に応じて取られるべき政策は、計画当局が決定し、中央銀行は勧告、ガイドラインを政府に提供するだけとなった。第2に、中央銀行は信用を創出し、同時に、リスクを負うものであったが、公共企業の破産は社会主義のもとで生じないこととなった。中央銀行による商業銀行の監督は残されたが、この間、銀行と公共企業の関係も変化し、伝統的な銀行貸出の規律は失われるようになった。中央計画の生産目標の達成を目指しているかぎり、各銀行は公共企業への貸出を拒絶できなくなり、中央銀行は資金を融通した。社会主義諸国にみられるモノバンキング制度下の特殊銀行としての役割を（公共部門）商業銀行が果たしていた⁽⁸⁾。

資本市場は1961年の国有化でも法的には影響は受けなかったが、取引額は、58年の6670万エジプトポンドが62年に1330万エジプトポンドにまで減少、65年には280万エジプトポンドにまで低下した。また、上場企業は国有化以前には261企業あったが、74年までに51企業にまで減少した。74年になって自由化政策がとられたが、その直後は民間資本家は政治の先行きの不透明さ、再度の国有化・財産没収を恐れ、目にみえるような規模の会社設立は行わなかった。

革命後の国営企業の経営については批判的な議論も多かった。Abdel-Khalek [1982] によれば、1960年から64年までの国有化による革命的な制度の変更は欠陥が多く、それは致命的でもあった。理由は開発努力を挫折させたと同時に、民間人による公共余剰の搾取を可能にするような環境を作ったからである。この制度の移行は公共機関の支配を資本家から技術・軍人官僚にシフトさせる結果となり、国民による投資も行われなくなった。ただし、官僚組織の非効率性の原因をすべて社会主義導入に帰すのは正確ではなく、新しい多くの非効率の症状は単に急激な経済発展の結果であり、一方で頻繁な法改正、省庁の改廃、昇進への誘惑、他方で、元来の反社会主義的な

傾向（職責を果たそうとしない）なども非効率の原因である、と主張する学者もいた（Amin [1968], p.48）。

Mabro & Radwan [1976] によれば、政府は資源配分、効率的パフォーマンスのためのインセンティブ、そして所得分配に対し、関心あるふりをすることも放棄してしまい、価格決定制度の理論的状況、「コスト・プラス方式」（cost-plus pricing）は理論的な中央計画枠組みに反して無秩序になってしまった。各関係機関での調整なしに価格の変更が行われたからであった。

また、Handoussa [1978] は、1970年代後半には、公共部門のポジティブな貢献を賞賛する文献が極めて稀で、新聞は公共部門への攻撃に溢れていたと述べ、以下の原因を述べている。(1) 流動性問題および財務損失をもたらした生産のミス・マネージメントとファイナンシャル・オペレーション、(2) 投入財を購入するため、そして代替・維持・修理を行うために必要な外貨が不足していることによる余剰能力（遊休能力の存在）、(3) インフレ、過大評価の為替レート、価格統制、そして補助金による価格の歪み、(4) 低品質の生産物をもたらす競争の欠如と過剰な保護、(5) 大小投資の評価、生産、商業的決定システムが官僚的で統制が強いシステム、(6) 強制的な雇用法、(7) 賃金・給与が標準化され、インセンティブ・システムがない、などが原因であると診断していた。

このように、1960年代における中央計画、公共部門に基づく経済開発は、短期的に高度成長をもたらした、所得分配を公平化した、教育など社会サービスが普及したなどと評価されることはあったが、資源配分、生産性などの面で多くの批判を受けるようになっていた。この間、大規模プロジェクトが実行されたものの、余剰人員を抱えさせる雇用政策は今日の労働問題の原因となっている。

1970年9月のナセルの死後、サダトが大統領になり、エジプトの政治・経済システムは180度転換する。商業銀行の分野別特化は、71年9月に業務（機能）別に再編された。同時に、ポートサイド銀行（Bank of Port Said）がミスル銀行、工業銀行がアレキサンドリア銀行（Bank of Alexandria）に吸収

され、現在の4公共部門商業銀行、NBE、ミスル銀行、カイロ銀行（Banque de Caire）、アレキサンドリア銀行に集約された。そしてNBEが外国貿易、ミスル銀行が国内貿易と農産物信用、カイロ銀行がサービスと建設（短期）、アレキサンドリア銀行が生産部門を担当することになった。この機能別規制が廃止されたのは、75年（大統領令第663号）になってからである。

しかし、エジプトの金融・銀行制度は国家の強い規制のもとで金融仲介機能を十分発揮できず、他方、民間部門は銀行融資へのアクセスが制限されるとともに、証券市場が事実上機能停止しており、自己資本に頼らざるをえなかった。

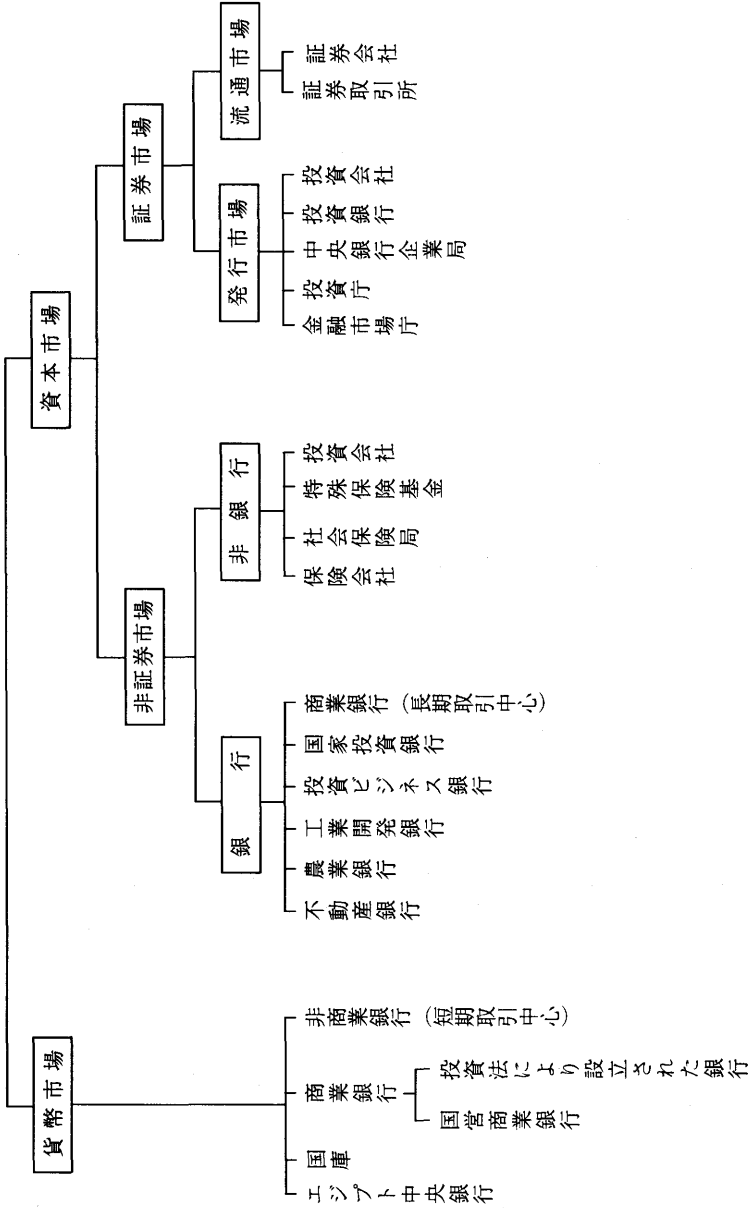
3. 門戸開放以後の金融システム

(1) 金融部門の部分的自由化

1973年の10月戦争（第4次中東戦争）を経て、エジプトの経済体制は74年の門戸開放政策により自由化へ方向転換した。74年の第43号法はアラブ・外国資本投資を認可し、またそうした資本の国有化・接収のないことを保証し、それまでの参入障壁を取り払った。エジプトの現在の金融市場の構造は図1のとおりである。銀行部門では、合弁の商業、投資・ビジネス銀行の設立、外国銀行支店の開設が相次いだ。しかし、内容は、4公共部門商業銀行と国際・アラブ系銀行との合弁が多く、4グループ化し、銀行資産の90%はこの4グループが保有している状況が現在まで続いている（IBRD [1993]）。

業態面ではエジプトではユニバーサルバンキング方式をとっている。しかし、証券市場は発展せず銀行部門の拡大のみが実現された。外国銀行は代表事務所と支店の開設は認められたが、過半数を占めない条件のもとでしか合弁銀行を設立できなかった。また、外国銀行支店はエジプト債券取引が禁止されていた（1975年銀行法）。このエジプト債券取扱いに関する規制は92年銀行法（第37号法）で初めて廃止された⁽⁹⁾。

図1 エジプトの金融市場



(出所) Fahmy [1995].

このような規制にもかかわらず、銀行の数は飛躍的に増えた。近年の銀行部門の組織は図2のとおりであるが、1980年代前半とあまり変化はなく、中央銀行が銀行設立（とりわけエジプト資本による）には消極的となっていたことがわかる。また、資金源の多様化やリテールバンキングの拡大のため、支店開設は重要であるが、中央銀行は公共部門銀行を優先していたといわれる。

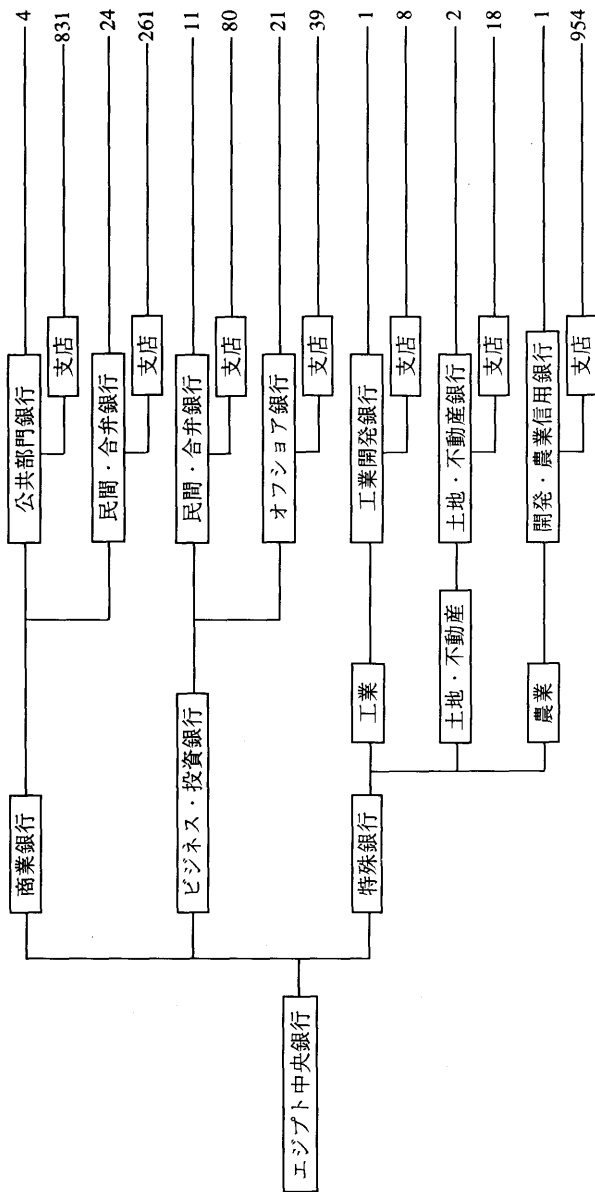
金融自由化前の1989年6月末では全銀行資産の73.2%を商業銀行、19%を投資・ビジネス銀行、そして7.8%を特殊銀行が占めていた。最近（95年6月）では、それぞれ80.1%、14.3%、そして5.6%となっており、金融改革・自由化後の商業銀行資産の増加が著しい。

門戸開放政策以降、エジプトは高度成長を遂げるのが可能となったが、それは石油収入、スエズ運河収入、観光収入、海外労働者送金、そして外国援助が増大し、経済復興が可能になったからである。しかし、石油収入とスエズ運河収入は政府・公共部門収入であり、観光収入も大半は公共部門に流れたと考えられる。このような流入資金は外貨割当てを通じ、公共部門へ配分されていた。銀行部門の対民間部門信用も拡大していったが、銀行部門の資産内容、とりわけ対政府信用は上記の外貨収入の変化の影響を強く受けていた。

財政は恒常的に赤字を続けていたが、1980年代半ばになると、石油価格の急落、外国援助の減少などで、財政赤字は、中央銀行信用あるいは貨幣印刷に依存するようになり、インフレ率は上昇した（図3参照）。

IBRD [1993] は1980年代末までの銀行部門の経営を分析しているが、それによると、競争は拡大したが、銀行経営の効率化という面では改善・発展はなかったと結論している。リテールが公共部門商業銀行に集中していることを基盤として、金融仲介の市場分割が行われていることによる。大部分の銀行貸出は主に公共・民間部門の大規模企業向けに行われている。小規模企業への貸出は、情報と担保が十分でなく、制限されている。民間・合弁銀行は短期運転資本および貿易金融に特化している。とくに、貿易金融では、最

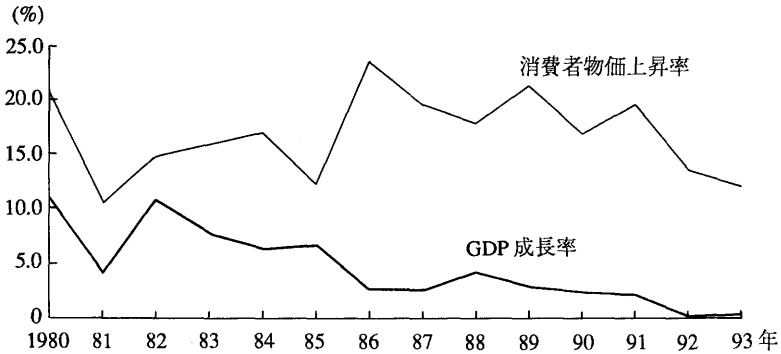
図2 エジプトにおける銀行組織 (1994年6月末)



うち 州農業銀行——17
 村落銀行——784

(出所) Central Bank of Egypt, Annual Report, 各年版より作成。

図3 GDP成長率および消費者物価上昇率



(出所) IMF, Year Book, 各年版より作成。

新の金融商品や国際金融ネットワークへのアクセスでの優位を誇っている。外国銀行支店は、貿易関連の手数料収入に依存している。民間部門の投資・ビジネス銀行は民間部門企業を対象に、プロジェクト融資や運転資金への融資を行っている。

このように、銀行間での業務分担ははっきりしており、経営内容も異なっている。公共部門商業銀行の対公共部門貸出は、政府介入によってそのスプレッドは狭く、これが利子収入比率（対総資産など）の低い原因であった。合弁商業銀行や民間投資・ビジネス銀行は優位な分野で相対的に高い利益をあげていた（クリーム・スキミング）。

世界銀行の分析によれば、一般にエジプトの商業銀行部門は他の国と比較して収益性は低かった。それには、低金利規制下でスプレッドが狭かったことと、高い必要準備率（25%）と流動性準備率（30%）で商業銀行の信用創造がかなり規制されていたことによる。ただし、自己資本が過少であったため、自己資本当たりの収益性は高くなっている。また、所得に占めるコストでは、行員数は多いが人件費が安い、サービスは不十分だがその分コストがかかっていないなどの特徴をもっている。

(2) 金融規制とインフォーマル投資会社

強い金融規制は1980年代にインフォーマルな投資会社（sharikat tawzif al amwal, 以下シャリカート）の出現をもたらした。中央銀行の規制を回避し、少額預金を大量に集めた。この投資会社はイスラームのPLS（Profit and Loss Sharing）に基づいていることを標榜、高配当を貯蓄者にアピールした。この投資会社は、中央銀行の規制を逃れ、資金の吸収に成功した。有力政治家の介入もあり、この規制・取締りは88年の第146号法の成立まで先延ばしされた。中央銀行の規制下になく、必要準備などのコストを逃れることができるばかりでなく、財務報告の必要もなかった。各投資会社は投資を行う子会社を設立し、観光、住宅、レストラン、製造業、酪農などのプロジェクトを実行した。「シャリカート」が集めた資金量は、80億エジプトポンドから120億エジプトポンドまでに達すると噂されていた⁽¹⁰⁾。

「シャリカート」問題についてエジプト政府は早くから危機感をもっていた。国民に対してそれらが、投資会社であって銀行法に基づく銀行ではないと繰り返し発表し、それらに「貯金」した資金は保護されないと警告してきた。さらに、それらの活動内容は中央銀行や資本市場庁（Capital Market Authority: CMA）にも報告されず、不透明であるとともに、エジプト経済の発展に対して悪い影響を及ぼしていることを指摘してきた。「シャリカート」がエジプト経済に有害であるということについて、(1) 経済発展との関係、(2) 金融機関との関係、(3) リスク問題、(4) 国民経済レベルでの問題、そして(5) 対応への可能性についての面から議論されていた。そこでは、「シャリカート」は発展のための生産的な投資をしないこと、買占めを行い値段をつり上げていることなどが指摘された⁽¹¹⁾。

通貨当局は、この投資会社の経営者の悪行や不正取引・投機などの業務内容を批判した。

やがて、資本市場庁による資産接収・売却を通じ、92年から一部払戻しが行われたが、少数の経営者のモラル・ハザードは認められるが、多くの投

資プロジェクトは健全であったとの意見が金融専門家や銀行家から出されている。金融抑圧下での未組織金融市場（unorganized financial marketあるいはcurb market）の効率性に関しては、エジプトのケースでは判定は分かれているようである⁽¹²⁾。

Issa [1990] は、公的金融機関には適切な金融商品がない、その効率性は低い、調整策が不足している、などの点を指摘し、銀行間の市場での競争強化、資源配分を中央計画から分離させる、金利体系に市場メカニズムを反映させる、金融・貯蓄に対する意識を深めるなどの措置が必要であると指摘していた。

いずれにせよ、規制下の金融組織から逸脱した金融機関の統制を政府は実行した。1990年代に入ってから、BCCI（Bank of Credit and Commerce International）のエジプト子会社、BCCM（Bank of Credit and Commerce Misr）が破産し⁽¹³⁾、エジプト金融システムにも打撃を与えたが、銀行部門の健全性維持のための措置は後述するように手際が良かった。

第2節 包括的経済改革と金融自由化

1. 包括的経済改革

1991年からの経済改革は80年代の累積債務問題を契機とした。この政策パッケージは世界銀行、IMFによる勧告にも従うものであった。エジプト政府はそれまで規制下で経済運営を行ってきたため、完全な自由化政策には国内の反発が強く、為替調整を除くとIMFが満足する政策は実行されず、87年のスタンプバイ協定はキャンセルされた。エジプト側の態度の変更は、ムバーラク大統領の1000日計画の要求という絶対的な「上からの改革」によるものであった。その後91年5月にスタンプバイ協定が、同年11月に構造調整貸付（SAL）の協定が結ばれた。なお、エジプト政府関係者はこの経済

改革は100%エジプト製であり、IMFおよび世界銀行の勧告にしたがったものではないと説明している。

1991年5月にIMFとの間でスタンドバイ協定が結ばれ、パリクラブと200億ドルの公的債務削減（現在価値で50%）が協定された。ERSAP（91年7月から開始）の実行はこのコンディショナリティーであったし、それを先取りしたものでもあった。同年11月には世界銀行との間でも構造調整貸付（SAL）と発展のための社会基金（Social Fund for Development: SFD）の設立が協定された。「はじめに」で述べたように、SFDは社会の安定を損なわないようなセーフティーネットを伴いながら、経済安定化と構造調整を実行するというものであった。これは近年、世界銀行が過去の反省をもとに創り出した新機軸である。

IMFおよび世界銀行の勧告に対して、エジプト政府はエジプト経済の現状を考慮し、グラデュアリズムを国内政治的理由で採用している。これも国民の意識改革そして経済自由化のための法的整備・改正に時間が必要であることも関係しており、IMFおよび世界銀行も段階的な自由化・制度改革を承認した。

それまでの政府の規制に基づく経済運営は変更され、国家目的実現のための公的介入による資源配分決定は否定された。これに伴い1992年からの5カ年計画も中央計画から指示的（indicative）なものへと基本理念が変更された。

しかし、市場により資源配分を分権化するといっても、資源の保有者が政府公共部門であっては、システムが働かない。この意味で、政府は経済改革のスローガンとして民間所有基盤（*qiyada al-milkiyya al-khassa*）の拡大を繰り返し強調した。この民間所有の拡大は中東欧、中央アジアで急激に実行されているが、エジプトの場合は1974年から自由化政策が実行され、部分的には民間部門がかなり発展してきており、その意味では、経済改革のインパクトは政治・経済的にも小さかったといえよう。

経済改革プログラム、ERSAPはエジプトの経済活動を完全に市場メカニ

ズムに依存させる政策で、価格、貿易、公共部門、金融などで包括的な自由化・規制緩和を志向するものであった。この経済改革は左派、右派など多くの方面から批判を受けたが、自由化を掲げる経済学者、高級官僚、実業家の意見が支配的になっていった。1950年代の革命とそれに続くアラブ社会主義の確立、国有化に固執する左派、70年代の門戸開放政策で既得利益を受けその喪失を恐れる実業家、そして、経済改革が遅すぎるという右派、雇用問題を抱えた労働組合、法律家・実務家などの意見が交錯した⁽¹⁴⁾。

しかしながら、「上からの改革」は覆されることなく、段階的に経済改革は進むことになった。貿易の自由化（輸入数量規制廃止・ネガティブリスト化、関税率削減）、価格自由化（とりわけエネルギー価格、農産物、肥料・農薬）、税制改革（消費税導入・統一税制）など広範な政策が1994年末までには実行された。

規制下で発展が阻害された経済は、貧困・失業、独占・寡占問題、硬直的な公共部門などを抱え、同時的な自由化が低所得者に与える悪影響が指摘されるのは当然であった。そして、「段階的」な自由化はこれら反対勢力や一般国民に対する重要な説得策となっている。とくに、自由化・安定化政策による失業の増大、あるいは構造調整の根幹である民営化による労働者解雇に危機感をもつ人々も多かった。1977年の食糧暴動のように経済改革、とくに食糧に対する補助金削減が政治的混乱を再び招く状況も懸念されたが、このような混乱は生じなかった。

2. マクロ調整政策

(1) 金利自由化の過程

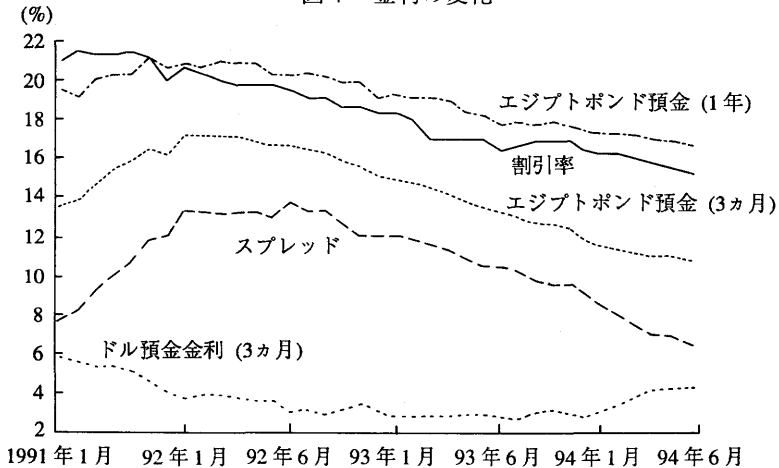
金融改革はIMFとのスタンバイ協定に先立ち、1991年初頭から実行に移された。先の1000日プログラム直後のルトゥフィ前首相の解説によれば、金融政策の目的は第1に、為替レートを自由化し、一本化する。健全な経済計算が可能になり、資源を最大限効率的に配分できるようにする。第2

に、外国での治療、外国旅行などのための外貨入手は、それまで銀行を通じて得られなかったが、外貨両替組織を制度化することによってそれを可能にする。第3に、金利を自由化する。下限はあるが上限は設けない。エジプトポンド吸収のため銀行の競争をはかり、エジプト人個人の保有するドルをエジプトポンドに交換するよう奨励し、エジプトポンドの為替レートを改善させる。最後に、国民の金融機関に対する信託を高める、であった⁽¹⁵⁾。

金融改革・自由化は1990年12月に中央銀行内で決定され、必要準備率、流動性比率の引下げが行われた。それまで必要準備25%、流動性準備30%がエジプトポンド預金と外貨預金に課せられていたが、必要準備がエジプトポンド、外貨とも15%、流動性準備はエジプトポンドが20%、外貨が25%へと引き下げられた。

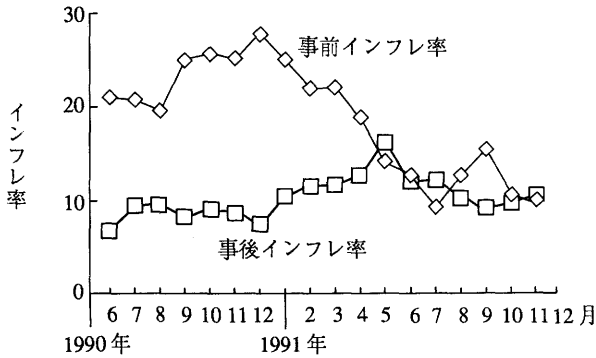
1991年1月3日から、各金融機関が独自に金利を決定できるようになった。この自由化で、89年5月からの金利体系は撤廃され、それまで8.5%であった3カ月定期預金金利は91年末には、図4のように16%にまで急上昇した。この時、中央銀行にはその準拠法に基づき金利規制の権限があり、同

図4 金利の変化



(出所) 図2に同じ。

図5 事前・事後のインフレ率



(出所) IMF, *International Financial Statistics* から作成。

預金金利の下限を12%としていた。なお、銀行法改正により93年7月26日からこの下限12%は廃止されている。

ちなみに、事前・事後のインフレ率は図5（都市部の消費者物価指数から作成）のとおりであり、事後のインフレ率は1991年に入り低下していく。

他方で、既存の融資に対する貸出金利の引上げは契約上可能であっても、デフォルトを増やすだけで、公共部門銀行はそのような金利調節には消極的であったといわれる。また、商業銀行部門は金利自由化の当初からインフォーマルな銀行間の合意による金利調節を実行していた。

金利自由化後の各金利の動向をみると、事前のインフレ率は高く、政府のインフレ抑制の意向に反して高インフレ期待が残っていたといえよう。

金利自由化と同時に、1991年1月から公開市場操作が開始された。短期(3カ月)の財務省証券(TB)が公開で市中に入札で売却されるようになり、この入札の週間平均金利に2%を加えたものが中央銀行割引率となった。このシステムでは、それまでの人為的低金利のもとでの政府赤字融資と異なり、政府の資金需要に応じて市中金利が決定されることになった。これは政府・通貨当局による直接的流動性コントロールから間接的コントロールへの

変更を意味した。

当初は政府資金需要は高く、またエジプトポンドのリスクプレミアムは高く、その金利は高騰した。高利で、免税措置が受けられ、リスクの低いTBは銀行を中心に購入され、市中の余剰資金はかなり回収されていった。

他方、中央銀行はそれまでの信用制限の60%ルールをしばらく維持したが、1991年5月になって銀行別信用制限 (bank specific credit ceiling) へと切り替えた。この措置は金利規制を解除しながらも、信用創造の規制を図るものであったが、実際には信用創造は金利上昇によって抑制された。商業銀行のバランスシートは膨らみ、資産では政府証券 (主にTB) が急増したが、それは、金利上昇局面で民間投資需要が減退したためである。やがて信用規制は必要でなくなり、92年10月に対民間部門、93年7月に対公共部門への信用制限は、それぞれ、撤廃されることになった。

(2) 為替レートの自由化と安定化

エジプトでは1979年に為替レート一本化が試みられたが、外貨の割当てでの公共部門優遇、主要物資の価格維持のため、すぐに多数為替レート制が復活してしまった (表1)。84/85年度では六つの為替レートが存在していた。85年1月に、公定の承認銀行為替レート (ABER) は1ドル=0.83エジプトポンドから変動プレミアムレートへシフトされ、同1.33エジプトポンドへと62.4%も切り下げられた。これによって85/86年度には外貨預金のポンド表示額も約68億エジプトポンドが110億エジプトポンドへと膨張した (約64.4%)。この措置にはブラックマーケット撲滅という政治的目的もあった。

ブラックマーケットは中央銀行による為替レートの調整が遅れたこと、恒常的にエジプトは外貨不足であったこと、海外労働者送金の割合が高かったことを原因として1970年代から拡大していた。他方、銀行には30%の準備率 (LIBOR適用) に加え、為替レートが公的に決定されるなど不利な条件が課せられていた。

1987年にIMFとのスタンバイ協定に先立ち、承認銀行プール (Authorized

表1 為替レート

(単位：100ドル当たりエジプトポンド)

	中央銀行	承認銀行			自由銀行市場	プライマリー／フリーマーケット	ブラックマーケット
		公定	プレミアム	変動			
1979/1/1	70	70					74.6
1981/1/1	70	83.2					n.a.
1981/82	70	83.2					101.0
1982/83	70	83.2					109.9
1983/84	70	83.2					117.6
1984/85	70	83.2	128.8				135.1
1985/86	70	83.2	132.9				178.6
1986/87	70			136.2			188.9
1987/88	70			176.4	229.9		218.2
1988/89	70				238.7		253.3
1989/90	105.2				260.7		263.7
1990/91	200.0				281.2	319.9/329.6	
1991/92						328.6/332.2	

(出所) Abdel-Khalek [1994].

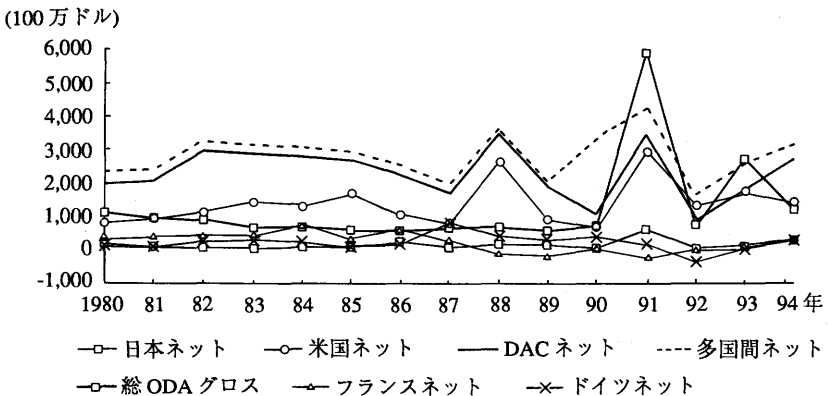
Banks' Pool) を自由銀行市場 (Free Banking Market) へ拡大, 移行させた。当時の外貨取引の50%を扱っていた承認銀行為替レートは, 約60%切り下げられた。中央銀行プールでは89年8月, 90年7月にそれぞれ64%, 55%の切下げがあったが, これは為替取引の15%しか占めていなかったが, 扱いが政府・公共部門取引であり, 輸入主要食料などへの暗黙的補助金が明示的になるなどの効果をもっていた。

本格的な為替調整は1991年2月から開始された。87年からの3本制(中央銀行レート, 承認銀行レート, 自由銀行レート)はプライマリーマーケット

とフリーマーケットに再編された。そして91年10月にプライマリーマーケットの廃止により、目標の92年2月よりも早く、為替レートの本格化・フロート化が実現された。

この為替レート自由化後は、湾岸危機による海外労働者の帰還による資金フローばかりでなく、アメリカ、湾岸諸国から債権放棄や資金援助もあって、外貨事情は好転した。さらに、1991年のパリクラブでの債務減免協定の締結で、債務返済義務も軽減され、外貨危機は一転して消滅した(図6)。このような国際的な経済環境の改善あるいは外性ショックに恵まれ、エジプトポンドは一転して増価した。また、湾岸危機は海外労働者に、その貯蓄のエジプト国内での投資の重要性、そして、エジプトがこの地域で最も安全だということを再認識させた。当初は海外労働者送金がインフォーマル、あるいは未組織(unorganized)な金融組織、両替商へ流入しないよう警告されたが、92年の銀行法で中銀の管理下での両替商の外貨取引は認められるようになった。この湾岸危機に際し、外貨規制は緩められ、90年末に秘密口座に関する制度が設けられ外貨流入が容易になったことにも注意する必要がある。

図6 資金流入額



(出所) OECD, *Geographical Distribution of Financial Flows to Developing Countries*, 各年版から作成。

資金の洗浄（ロンダリング）の問題があったからである⁽¹⁶⁾。

中央銀行はこの外貨流入を所用準備金や流動性で吸収した。一方、金利自由化と為替レート調整により銀行部門に多量の資金が流入したが、貸出は増大しなかった。そのため、商業銀行などはTBやネット・インターバンク・バランスを超える過剰の外貨を海外預金や中央銀行への外貨預入にせざるをえなかった⁽¹⁷⁾。

為替調整は、やがてエジプトポンドとドルとの通貨代替性を反映し、それまでのドル化（dollarization）現象の逆転を生み出すことになる。ドルとエジプトポンドのスプレッドを先の図4で見ると、当初は5%ポイント程度であった。その後はエジプトポンド預金金利上昇とドル預金金利低下で、その差が13%ポイントにも拡大した。ドル預金からエジプトポンド預金へのシフトが生じ、1992年半ばには3.6%ポイントにまで縮小した。預金者はエジプトポンド預金を選好したが、借り手は外貨借入を需要したため、商業銀行はエジプトポンド貸出レートを引き下げざるをえなかったからである。やがて、そのスプレッドは次第に狭くなりつつある。

このポンド化（poundization）の期間には外貨準備の積み増しは急で、エジプトポンドへの信認はいっそう高まり、市中金利は低下しはじめた。

結局、金利自由化は短期的には金利上昇をもたらしたが、その後は低下しはじめた。

(3) 銀行の健全性規制

中央銀行は金利自由化そして公開市場操作と同時に銀行の健全性規制に乗り出した。それはエジプトの商業銀行部門が1980年代後半には過少資本、為替差損・不良債権の問題に直面していたからである。過少資本は高レバレッジと見誤りやすいが、為替差損・不良債権に照らして明らかに資本は過少であった。IBRD [1993]の説明では、為替差損は確認されず、商業銀行資産のその他資産に含まれている。87年6月末から90年6月末までにその資産は、公共部門商業銀行で57億ポンド増えているが、これは当時のその

資本金と準備金の合計の7倍に達していた。中央銀行は、91年初頭に20億9000万ドル（60億9000万エジプトポンド相当）の外貨建て債券をこれら商業銀行に注入した。このうち、30億1500万エジプトポンドが資本金、30億7500万エジプトポンドが為替差損カバーとして注入された。

中央銀行はこのような措置をとりながら、猶予期間をもって、BISの自己資本規制である8%ルール（1991年1月発令）、外貨エクスポージャー規制（91年3月）、大口貸出規制（91年5月）などを行い、銀行の健全化のための指導をしていった⁽¹⁸⁾。

その後、とりわけ公共部門商業銀行の再資本化が進み、増資や準備金の積み増しが行われるようになり、各資本構成は改善されつつある。不良債権のリスク度による区分（loan classification）は1991年7月から指導されているが、その詳細な情報は開示されていない⁽¹⁹⁾。

IBRD [1993] が不良債権問題で指摘したのは、不良債権への引当て金に対する税制上の処理の問題である。エジプトでは不良債権からの未受け利子収入も課税所得として計上され、実際に納税しなければならない。このため課税所得は過大に評価される。また、貸倒れ引当て金を免税経費として認めておらず、また他の国のような無税償却がないので、タイムリーに不良債権に対処するインセンティブがないことを指摘していた。

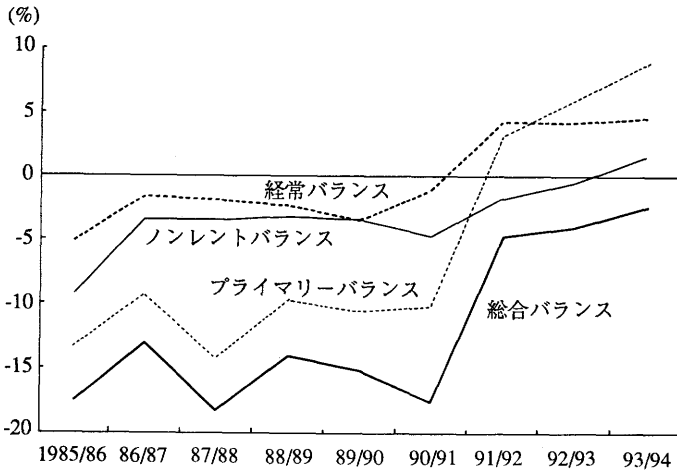
（4）財政健全化

懸念された財政赤字は削減され、緊縮的通貨・信用政策は成果を上げてインフレ率は急速に低下した。

財政プログラムはERSAPの核であり、これは、税収の増加と補助金支出削減、政府資本支出削減によって図られた。財政再建をより詳細に説明するためIMFの1995年の内部資料から説明する。

図7のように対GDP比総合収支赤字は1990年の17.2%から93/94年（推定）の2.5%に削減された。他方、経常収支は同期間に1.1%の赤字から4.5%の黒字へと改善されている。この差は資本支出であり、同じく同16.0%が

図7 財政バランス (対 GDP 比)



(出所) IMFの1995年の内部資料。

6.9%にまで縮小している。このような資本支出の削減に加え、消費税導入(1991年)や徴税努力で歳入が増えた(28.9%から35.8%へ)一方で、補助金・所得移転は削減されている(8.4%から4.9%)。にもかかわらず經常赤字が続いているのは、国債・TBに対する金利支払いが急増しているためである(表2)。ちなみに、85/86年度から89/90年度に平均で対GDPで4.3%であった經常赤字は90/91年度に7.1%、以降、8.0%、10.2%、そして11.3%と上昇している。他方、金利支払いを差し引いたプライマリーバランスをみると、同じく12.1%の赤字であったものが、93/94年度に8.8%の黒字となっており、これは、この間の財政緊縮と同時に、金利自由化後の金利支払い負担の急増を明らかにしている。

なお、エジプト石油公社(EGPC)とスエズ運河庁による所得税(それぞれ1992/93年度で2.5%と1.6%)と資本移転(同3.5%と2.3%)がエジプト財政に貢献しており、これらを差し引いたノンレントバランスも改善している。

1992年末にはインフレ低下、財政赤字削減、国際収支改善のパフォーマンスが国民、世界銀行、IMFに向けてエジプト政府によって発表された。そ

表2 主要財政指標 (対GDP比)

(%)

	1985/86~89/90 (平均)	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94 (推定)
総収入	27.2	28.9	34.9	35.6	35.8
総支出	43.6	46.1	39.8	39.8	38.3
經常支出	30.3	30.1	30.6	31.5	31.4
賃金	8.3	7.2	6.8	7.5	7.5
金利支払い	4.3	7.1	8.0	10.2	11.3
補助金・移転	8.5	8.4	8.8	6.0	4.9
資本支出	13.3	16.0	9.2	8.3	6.9
総合収支	-16.4	-17.2	-5.0	-4.2	-2.5
プライマリーバランス	-12.1	-10.0	3.1	5.9	8.8
經常バランス	-3.1	-1.1	4.2	4.1	4.5
ノンレントバランス	-8.6	-4.8	-1.9	-0.6	1.5

(出所) IMFの1995年の内部資料。

れにもかかわらず、パリクラブによる第2次債務削減のためのIMFとのEEF協定は93年9月まで延ばされた。なお、ERSAPはこの協定に先立ち、7月から第2フェーズ(ERSAP II)に移行し、成長を志向するようになった。そして、先の200億ドルの公的債務の、第2次削減(15%)は94年初頭のパリクラブで進捗するようになった。エジプト政府はこのような遅延の原因を「テクニカル」な理由と発表していたが、実際は民営化の遅れに世界銀行が満足していなかったことが理由である⁽²⁰⁾。

そして、この協定時点では、エジプトはIMFからの融資は必要ないほどに外貨準備を積み上げており(1994年に約130億ドル)、コンディショナリティ履行のインセンティブは先の最後の債務削減20%だけとなった。

3. 法的整備

(1) 公共部門ビジネス法

マクロ調整政策が実行される一方、金融部門に関する法的整備も進んだ。

エジプト経済はこれまで政府・公共部門の比率がかなり高く、各種規制が経済の隅々まで浸透してきた(表3)。この公共部門改革・民営化はエジプト経済のストック問題の解決を意味する。それはまた公共部門の対銀行債務(ほとんどが無担保といわれる)が不良資産化していることと、公共部門の過剰人員という側面からも重視されている。

表3 エジプトの国営企業(SOE)の比重

(%)

	1978	1982	1987	1991
GDP シェア	-	38.9	27.2	32.8
アジア	8.8	10.0	11.6	10.7
非農業 GDP シェア	-	51.1	35.3	42.6
アジア	12.6	13.7	15.2	13.3
国内投資シェア	47.8	55.9	79.6	51.9*
アジア	26.7	35.3	24.6	22.8
雇用シェア	-	13.6	13.7	13.5
アジア	4.6	5.0	5.2	3.9
国内信用シェア	-	18.8	21.1	21.9
アジア	9.3	10.7	8.4	12.4

(注) アジアはアセアン諸国にトルコ、インド、パキスタンなどからなる13カ国の加重平均。

* 1990年。

(出所) IBRD [1995].

公共部門改革・民営化の枠組みは上述の1000日プログラムにおいて以下のように決定された。(1) 小規模プロジェクトは民間部門に売却する, (2) 合併プロジェクトの公共部門シェアを民間部門に売却する, (3) 国内プロジェクトの民間部門への売却, (4) 公共部門合併への民間出資, (5) 公共部門に関する新法を急いで出す, などである⁽²¹⁾。

民営化は県単位での小規模農業プロジェクトなどの売却が先行したが, 世界銀行などは進行の遅れを指摘していた。

公共部門の組織改編と経営の独立化を主に目的とした公共ビジネス部門法 (Public Business Sector Law, 第 230 号法) は 1991 年 6 月に成立, 実行法も 10 月に発令された。根幹の改正点を要約すると, それまで 345 の公共企業は公団 (public authority) の下に組織され, 資産・政府保有株式の売却が禁止されるなど自由な独立の経営をできなかった。改正によって上部組織を商法上の独立法人, 持ち株会社 (holding company) とその下部組織, 子会社 (affiliate company) へと再編成し, それぞれの役員会・総会を通じて子会社の資産や政府・公共部門保有株式の売却, 持ち株会社による社債・株式の発行が認められた。これは経営と所有の分離 (民営化) への道を開いたが, 一方でそれまでの商業銀行からの庁の保証による銀行融資 (無担保) を受けることはできなくなった。公共的サービスや戦略的部門, 石油, 軍需生産, スエズ運河, を除くと, 各公共ビジネス部門は自己の責任で資金を調達しなければならなくなった。92 年には 27 の持ち株会社が設立され, 314 の子会社がその下に再編された。83 年には持ち株会社は 17 に再編成された。

1992 年末に民営化プロジェクトが発表され, 93 年 2 月に公共企業局 (Public Enterprise Office: PEO) は包括的ガイドラインと民営化リストを発表した⁽²²⁾。

(2) 銀行法改正

1992 年第 37 号法は, 金融仲介の拡大のため自由化を促進する一方で, 銀行部門の経営の健全化を図るため, 銀行・信用法と中央銀行法とを大幅に変更したものであり, 銀行部門への中央銀行による管理を強化するという内容

をもっていた。また、この金融自由化は公共部門と民間部門とを平等に扱うことも重要な柱とした。他方で、公共部門もそれまで銀行を指定されていたが、どの銀行とも取引が可能になった。

以上の目的のための変更内容は、(1) 国内通貨の取扱いを外国銀行支店にも許可する、(2) 外貨ディーラーの外貨取扱い認可、(3) 銀行の投資活動の奨励と健全化のための規制、(4) 中央銀行は金利を統制しない（金利上限の廃止も含む）、(5) 投資基金の設立認可、(6) 労働者持ち株連合の設立などである。

この金融部門の改革は、マクロ調整、そして金融市場の長期的発展のための重要性を否定できないものの、無視できない問題点も多い。

第37号法は銀行に預貸金利の決定権を与えた一方で、銀行の経営に対する中央銀行の監督権を強化させた。この監督の強化は、問題が生じれば各銀行の役員を罷免・更迭ができるし、その経営、財務内容の監査が不適切であると判断されれば監査会社を変更できることになった。この監査権の強化は銀行経営の健全性を促す目的のためである一方で、中銀の支配力を強め、すべての銀行が中銀の支店と化すことを意味するものだという批判が生じている。この議論は、頭取を含めた役員を選任に関する株主の権利が無視されるという点を指摘している。

いずれにせよ金融政策はこれまで経済貿易省の直轄で、中央銀行はこの管轄下で金利を決定してきたが、中央銀行は独立し、金利規制は放棄され、金利は公開市場操作を通じ、市場で決定されるようになった。

(3) 資本市場法

エジプトの金融構造の特徴は、大別すると以下の4点に集約できよう。これらは相互に密接に関連しており、部分的、そして段階的自由化・規制緩和がこの図式を根幹から変化させることが経済改革の政策であった。(1) 公共部門が借り手と金融仲介を支配していた。(2) 規制金利は「人為的低金利」であった。(3) 金融は諸規制のため間接金融優位であった。(4) 民間企業はクローズド（株式非公開）であって資本市場を通じない資本調達为主体で

あった。

公的部門にせよ民間部門にせよ、その投資拡大は、資本市場とりわけ証券市場の発展なしには考えられない。この観点から1992年に、発行および流通市場拡大のための法的改正が、資本市場法（Capital Market Law, 第95号法）およびその実行法の制定で実行された。目的は多岐にわたるが、(1) 証券業務にかかわる企業の株式会社化、(2) 株式、社債などの発行企業の財務内容の情報開示、(3) 株式発行の公募の促進と税控除、(4) 小投資家の保護などに加え、証券取引における透明性の確保と金融市場庁の監督権限の強化などである。

第3節 金融自由化後のマクロパフォーマンス

1. 国際収支黒字化の影響

エジプトの経常収支は1990年に黒字化した（表4）。それまで経常収支は恒常的に赤字であり、89年には約13億ドルの赤字であったが、90年に約2億ドルの黒字となった。この約15億ドルの経常収支改善額のうち、約12億ドルは海外労働者送金の増加額であった。海外労働者送金の急増は湾岸危機により、クウェートなどからの労働者の帰還があったためとされる。この後も貿易収支赤字の削減や海外労働者送金の増加が続き、外貨準備は89年末の約15億ドルが92年末には約108億ドルに達するようになった。

この間、1990年には約130億ドルの債務削減などがあり、累積債務残高（EDT）は89年末の約440億ドルが90年末には約330億ドルになった。また、短期債務残高（多くは債務返済遅延と思われる）が、89年末の約80億ドルから90年末には約45億ドルに減少している（表5）。

このような国際収支の改善は対GDP比での国内投資および、輸入の減少によっている（図8, 図9）。

表4 国際収支

(単位：100万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
総経常収支	-1,309	185	1,903	2,812	2,299	31	-254
貿易収支	-5,722	-6,379	-5,667	-5,231	-6,378	-5,953	-7,597
輸出	3,119	3,924	4,164	3,670	3,545	4,044	4,670
輸入	-8,841	-10,303	-9,831	-8,901	-9,923	-9,997	-12,267
海外労働者	4,183	5,417	5,434	7,076	7,006	4,622	4,284
総合収支	-533	-10,224	-2,073	3,360	18	-1,164	-1,827
準備資産	435	-2,508	-2,775	-6,330	-2,809	-1,193	-409
例外融資	122	12,781	4,849	2,889	2,791	2,379	2,331

(出所) IMF, *International Financial Statistics*, October 1996.

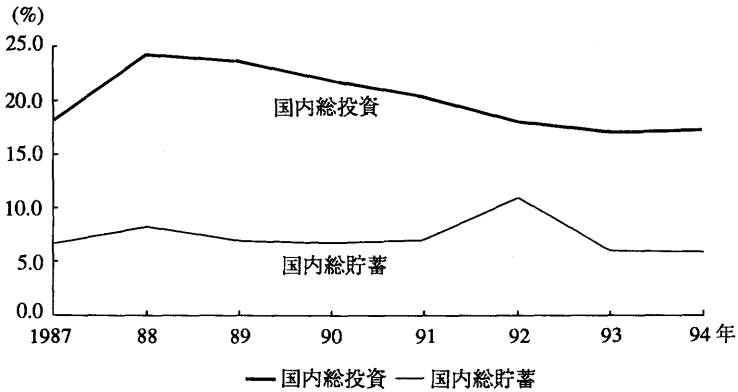
表5 累積債務指標

(単位：100万ドル)

	1980	1989	1990	1991	1992	1993	1994
総債務残高 (EDT)							
長期債務	19,131	43,681	32,551	33,026	31,573	31,109	33,358
短期債務	4,027	7,844	4,450	3,099	2,516	2,033	2,252
総債務返済 (TDS)	1,235	2,788	3,072	2,616	2,717	2,200	2,279
GNP	21,453	33,469	34,330	32,309	35,316	39,160	42,298
財サービス輸出 (XGS)	9,212	12,482	13,670	15,323	17,740	16,167	15,585
労働者送金	2,696	3,352	3,743	3,751	5,478	4,960	5,073
EDT-GNP (%)	89.2	130.5	94.8	102.2	89.4	79.4	78.9
TDS-XGS (%)	13.4	22.3	22.5	17.1	15.3	13.6	14.6

(出所) IBRD, *World Debt Tables 1995*.

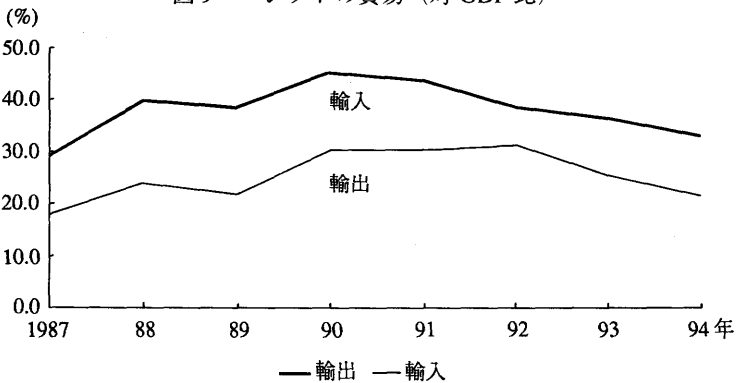
図8 エジプトのISバランス (対GDP比)



		1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
国内総投資	対GDP比	18.0	24.2	23.6	21.9	20.4	18.0	17.0	17.2
国内総貯蓄	対GDP比	6.6	8.2	6.9	6.8	7.0	10.9	6.0	5.9

(出所) World Bank, *World Tables*, various years, より作成。

図9 エジプトの貿易 (対GDP比)



		1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
輸出	対GDP比	17.7	23.7	21.7	30.2	30.4	31.4	25.3	21.4
	前年比	6.4	10.8	0.0	5.3	8.0	5.7	-11.4	-7.6
輸入	対GDP比	29.1	39.7	38.4	45.3	43.8	38.6	36.3	32.7
	前年比	-15.5	4.7	-4.1	1.3	4.2	-2.8	2.7	-2.0

(出所) 図8に同じ。

次に、このような国際収支の改善がマネーサプライなどにどのような影響を与えたかをみよう(表6)。まず、マネタリーベース(リザーブマネー)をみると、1989年6月末では通貨(通貨発行額から中銀保有現金を差し引いたもの)が約3分の2を占め、中央銀行による信用は貨幣増発が主であったことがわかる。しかし、91年以降は貨幣発行が抑えられ、逆に銀行の対中央銀行預金(国内通貨)が急増しはじめ、そのマネタリーベースに対するシェアは89年6月末の約33%が95年末には約45%に達するようになった。

1991年6月末のマネタリーベースは214億エジプトポンドで、これが92年6月259億エジプトポンド、93年6月334億エジプトポンドへと急増した。インフレ率が10%程度に低下した92/93年度でもマネタリーベースの増加率は約30%で、実質でも急増している。同時にその構造はかなり変化している。

マネタリーベースの資産サイドをみると、その構造変化は著しく、ネット対外資産(NFA)は1991年6月末のマイナス154億エジプトポンドが翌年にマイナス67億エジプトポンドに改善され、93年6月末にはプラス89億エジプトポンドになった。

他方、国内信用創造は、368億エジプトポンド、326億エジプトポンド、245億エジプトポンドと減少している。

表6 マネタリーベース

(単位: 100万エジプトポンド)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
マネタリーベース	17,257	18,000	21,417	25,906	33,440	36,695	42,894
通貨	11,572	12,672	14,286	15,625	17,782	20,861	23,465
銀行預金	5,685	5,538	7,131	10,281	15,658	15,834	19,429

(注) 各年とも6月末値。

(出所) Central Bank of Egypt, *Annual Report, 1994/95*.

次に、マネタリーベースのカウンターパートをみると劇的な変化がわかる⁽²³⁾ (表7)。

ここでは、1992/93年度の変化をみる。マネタリーベースは約75億エジプトポンド (29.1%) 増加したが、顕著であったのは156億エジプトポンドもの対外資産増加 (NFA) で、これは国際収支黒字そして外貨の吸収 (為替介入) の結果であった。一方、政府はTBの導入により市中の流動性を吸収し、対中銀預金を積み増しすることによって、政府のネット対中銀借入は減少した (約125億エジプトポンド)。それでも国際収支黒字による貨幣面での拡張効果は抑制できなかった。

従来は国際経常収支赤字によりNFAが減少していたが、それを上回る国内信用増加がインフレ圧力を生んだのと対照的に、1991年以降からは、保守的、健全な貨幣管理が行われていることがわかる。

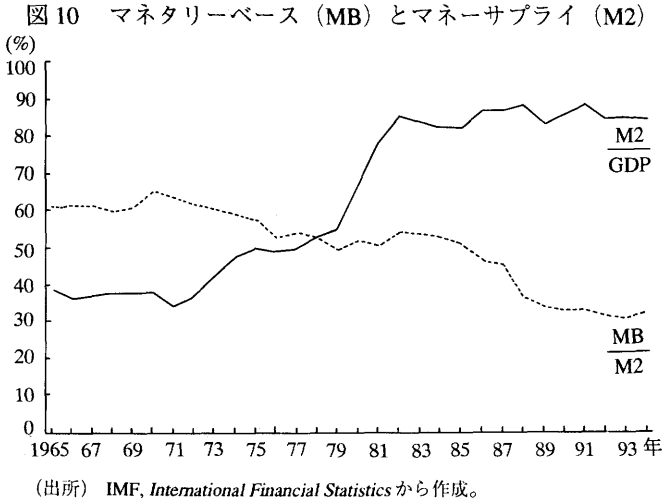
次に、マネタリーベース (MB) とマネーサプライ (M2) の関係をみると図10のように1965年から85年まで60%から50%台 (この逆数が乗数) で推移し、中央銀行は信用創造をかなり抑制してきたことがわかる。

表7 マネタリーベースのカウンターパート (6月末)

(単位: 100万エジプトポンド)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
マネタリーベース	18,130	21,417	25,906	33,440	36,695	42,894
ネット対外資産 (NFA)	-16,177	-15,386	-6,667	8,904	15,602	14,748
ネット国内資産	34,307	36,803	32,573	24,501	21,093	28,146
政府	34,165	36,998	29,121	16,629	12,458	14,446
商業銀行	-923	-4,424	-2,715	1,427	1,839	2,839
投資・ビジネス銀行	2,129	3,664	3,645	6,408	5,956	4,737
特殊銀行	1,550	1,816	1,921	2,104	2,019	2,086
その他	-2,614	-1,241	600	-2,067	-1,179	4,038

(出所) Central Bank of Egypt, *Annual Report*, 各年版から。そのため、1990年6月については表6と数字が異なる。



ここで、金融深化の側面について述べておく。Kazarian [1993] などが指摘するように、エジプトでは GDP に対する M2 の比率 (M2/GDP) は高く、1985 年で 82.4%、90 年での 85.9% と、ほぼ中所得あるいは高所得国に匹敵する。それには、二つの要因に留意しなければならない。第1に、エジプトでは物価は政府統制で決定していたため、貨幣面からのインフレ圧力は物価に反映されず、M2/GDP は高くなりがちであった⁽²⁴⁾。

第2に、主に海外労働者送金からなる外貨流入は外貨預金 (一般にドル預金) され、これらは、ドル表示では低い成長を示しても、為替切下げによってエジプトポンド表示の M2 は増大する。このことは、とくに 1980 年代後半のドル化現象と同時期の為替切下げの推移に注意しなければならない。

中央銀行年報から 1990 年前後の M2 の変化と為替切下げとの関係を見ると、89 年 6 月末から 90 年 6 月末までで 125 億エジプトポンド、20.1% 増加しているが、為替調整を差し引くと 16.5% の増加であった。また、91 年 6 月までの 1 年間に M2 は 180 億エジプトポンド、24.2% 増加したが、為替調整を差し引くと 12% の増加であった。このように、金融自由化後は国内流動性、預金などは大幅に増えているが為替切下げを考慮する必要がある。その

後は為替レートはフラットに推移しており（92年末の1ドル3.28エジプトポンドが95年末でも3.34エジプトポンド）、M2の増加は為替変動には影響を受けていない。それ以降は国内流動性の増加は比較的緩やかである。

マネーサプライ（M2）に占める準貨幣（定期性預金）の割合は、1988年の約62%が91年に71%、92年に74%と上昇している。これも、上記のように為替切下げが影響している。

3. 商業銀行の信用創造

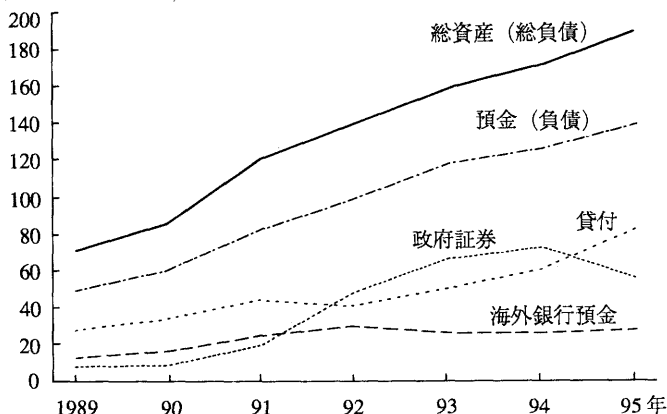
上記のように1991年からは金利自由化、必要準備率・流動性比率の引下げは実行されたが、信用創造はかなり抑制された。このような政策がとられたのは資源配分を市場に任せるとしても、インフレ抑制が急務であったためである。変更後の準備率（エジプトポンド、外貨とも15%）と流動性比率（エジプトポンド20%、外貨は25%）は、他の国と比較して、依然として高い。IBRD [1993] はこのような高準備率および高流動性比率を過渡的措置と考え、金融システムが安定化すれば、直ちに引き下げを提案している。また、原則的には、これらの比率は、個々の銀行の財務内容に従い、個々の銀行が決定すべきとしている。

信用創造に関しては、それまでの60%ルール（貸出/預金）にかわり、1991年5月から実績に基づく貸出上限（bank-specific credit ceiling）が設けられた。しかし、実際には、この信用上限をはるかに下回る額での貸出しが可能ではなく、銀行、とりわけ商業銀行は、海外預金あるいは中央銀行預入を行っていた（図11）。

このような状況を反映して、1993年7月から、公共企業、公共ビジネス部門はすべての銀行と、規制なしに取引が可能となった。そして、外貨の対中央銀行預金も15%から10%に引き下げられた。市中の過剰流動性が問題になったのもこの頃であり、財政赤字幅が縮小されてTB発行の必要性が減った。TB発行残高は92年から近年まで約330億エジプトポンドで推移

図11 商業銀行の資産内容

(10億エジプトポンド)



(出所) 図2に同じ。

してきた。

財政赤字の減少は金利低下を期待させ、現実にそのとおりになった。これは、他方で、政府の資金調達コストを下げることを意味し、この結果に政府当局は満足している。

金利低下による民間国内投資増大の兆候が最近現れている。近年増加した貸出を分野別にみれば、貿易関連で大きく増加している。工業部門の借入増加は1993/94年に入り、若干みられるだけであったが、94/95年では同部門への貸出は増えている。健全化規制やインサイダー取引規制の強化、そして、中央銀行が銀行の経営陣の罷免権をもったことなど（92年銀行法の改正による）によって、銀行でのモラルハザードが生じる可能性は低くなったとみてもよいだろう。他方で、これは銀行部門の対民間部門、とくに中小規模企業への貸出が萎縮してしまう可能性を秘めているが、預金増加に対処するための民間中小規模への貸出、家計部門への貸出（自動車や家電に対するローンは93年に開始された）が重要な戦略となっている。

公共部門商業銀行の過少資本の問題は、1990年代初頭まで問題視はされ

表8 不良債権引当金
(%)

	1994	1995
優良債権	1.963	2.75
水準以下	21.65	20
疑わしいもの	50	50
回収困難	100	100

(出所) Banque Misr, *Annual Report*, 1994, 1995より。

ていたが、放置されていた。例えば、90年で総預金512億エジプトポンドに対し、資本金は8億2100万エジプトポンドであった。また、不良資産に対する準備金(引当金)も不十分であった⁽²⁵⁾。なお、エジプトの銀行部門を支配している公共部門4商業銀行の経営内容については、詳細に公表されず、年報に記載されている以上の情報の開示は関係者には許されていない。そして、公共部門商業銀行の年報の財務諸表、損益計算書はきわめて簡単なもので、外部からは詳細はわからない。

先の銀行法の改正に先立ち、自己資本比率(capital adequacy ratio)は1993年末には達成されたとあるが、各行の資本比率はそれぞれの年報では明示されていない。また、各行のリスク資産は開示(disclosure)されていない。それぞれの年報にしたがえば、この四つの銀行は、不良資産に関しても中央銀行のサーキュラーにしたがって、準備金を積み増している。例えばミスル銀行の最近の年報では、中央銀行のサーキュラーにしたがって、準備金を積んでいと記載されている(表8)。その実額は明記されていないが、中央銀行の指示にしたがって、リスク資産に対する対応はとられているものと読める⁽²⁶⁾。

4. 証券市場の発展

金融自由化の目的は、基本的にはすべてを市場に任せ、資源配分の最適化

を図ることにある。エジプトの場合、証券市場（プライマリーマーケット）を政府証券が支配しており、証券発行に関する各種規制、政府赤字ファイナンスの必要性が民間の資金調達を締め出していたことなどから、自由化が求められた。民間企業は銀行からの融資か自己資金による資金調達を行うしかなかった。また民間部門は労働集約型であり、中小規模が多かった。

民間企業が証券発行を嫌う理由は、多くが家族企業であること、発行の条件である財務報告義務によって金融・財務当局の介入をまねくことを回避したいというビヘイビアによるものと思われる。民間企業が財務内容を公開したくない理由は、複雑（二重）な税制と結果的な高税率であった。

企業は源泉別所得（工業、農業、サービスなど）と一般所得とで二重に課税され、納税額は税務当局の所得推定による裁量で行われるため産業界からも苦情が多かった。世界銀行やIMFもこの税制改革を勧告、1993年末、パリクラブ開催直前になって統一税法が議会を通過した。他方、税制上の優遇措置（とくに、タックス・ホリデー）も図られているが、高インフレ下ではスタンプ税優遇にも限度があり、株式を発行するとしても、公募よりも閉鎖企業形態を選好する。また、社債に関しては、上記の措置以外に、金利上限が民法（Civil Law）で7%と決められていたため、高インフレ下では実態に合っていなかった。

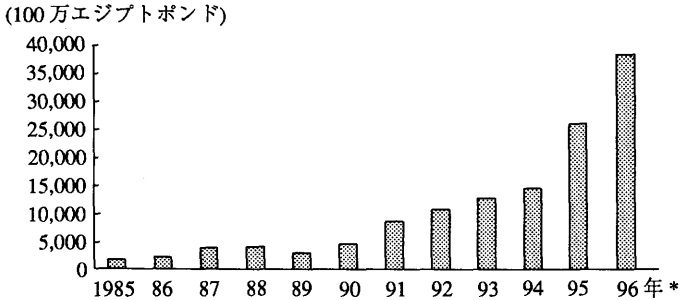
このようなマクロ的原因に加え、証券取引自体の業務的非効率性や透明性の欠如も一般にみられるとおりである。さらに、上場しても株式を公開しない非公開企業（closed company）が相変わらず多いこと、また公開していても創業者が株式を支配しているという制度的要因も重要であろう⁽²⁷⁾。

上記のように、資本市場庁の改革のための法整備が進み、証券市場（とりわけ株式）に対するエジプト国民の関心が高まりはじめたが、その一つのきっかけは、CIBやセメント会社の増資や政府保有株式の売却（部分的民営化）であった。これらは、公募数をかなり上回る応募があり、株価も急上昇した。配当よりもキャピタル・ゲインを期待する株式ブームが過熱することになり、年間で100%以上株価が上昇するものが多かった。1992年に導入さ

れた株価指数は94年には300を超えた⁽²⁸⁾。

なお、近年の証券市場は図12、図13、図14のように拡大が急である（山田 [1996]）。

図12 株式市場価値



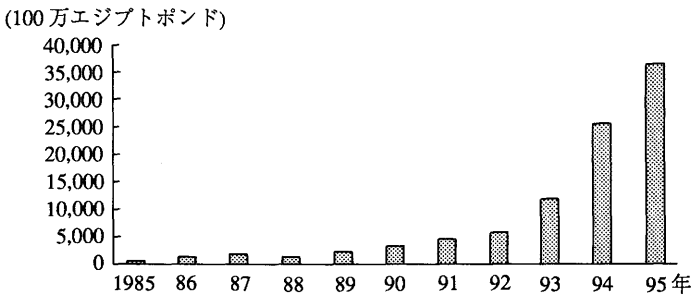
* 推定。

(注) 民営化されていない公共部門企業は上場されていない。

株式が取引されていない上場企業(クローズド)の株価は額面で計算されている。そのため、これらの企業の株式の取引が始まると市場価値は急増する。

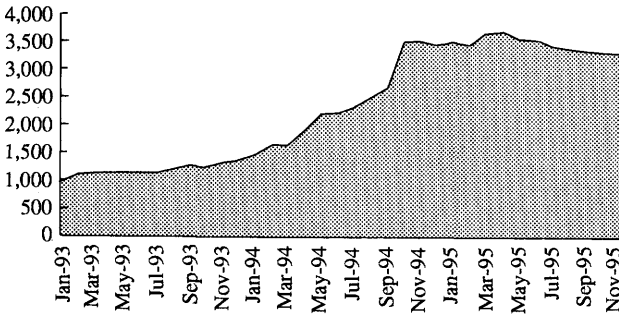
(出所) Egyptian Financial Group (EFG) [1996].

図13 証券市場取引額



(出所) 図12に同じ。

図14 株価指数 (EFG Index)



(注) EFG Index は最も取引が活発な 38 企業を資本により加重している。この中には、近年民営化され株価が急騰したケースが多く、全体の株価指数を押し上げている。これらを除外すると指数は 25% 程度低くなる。

(出所) 図 12 に同じ。

また、小口の証券需要を喚起させるための投資基金 (investment fund) が上記法改正で認められ、1994 年から次々と設立され、95 年 6 月末日で 11 の投資基金が設立されている。いずれも募集を上回る応募があった。結果的には、株価指数は安定していたため、この配当率は年率で 15% 程度であり、インフレ率よりも高かったが投機目的を満足させるには不十分であったともいえる。しかし、このような、金融商品の開発は証券市場の取引を飛躍的に拡大させていることは注目に値する⁽²⁹⁾。

公共財産のエジプト民間人や外国・アラブ人への売却は、感情的な反発、経済合理性、売却プロセスへの疑問など多くの懸念があった。とくに、民営化の実績を残すため、優良プロジェクトがリストアップされたが、長いプロセスを経て 1995 年半ばまでに売却 (民営化) されたのは、ナスル・ボイラー、コカコーラ、ペプシコーラ、カイロシエラトンだけであった。これらは、協定で労働者は減らさない、投資を増やすなどに加え、労働者への株式譲渡、株式公開などの条件を満たしていた。コカコーラやペプシコーラに関

する実際の公表記事によると、当局は資金フローからの現在価値および資産の市場価値について外国コンサルタントや現地専門家に評価を依頼、予定より高く売却した。これに対して、証券市場の拡大という視点から、投資家への直接売却を通じた株式公開よりも、株式会社化を先行させ証券市場における発行、流通の拡大という代替策もあったが、96年に入り、新内閣（アル・ガンズーリー内閣）のもとで、株式の放出が急となっている。なお、民営化されたケースの一つであるペプシコーラのケースでは、経営のシフトによってパフォーマンスが急速に改善されたと報道されている⁽³⁰⁾。

おわりに

エジプトの経済改革そして金融改革・自由化の過程とその効果について述べてきたが、現時点では成功しているといつてよいだろう。エジプトの経済パフォーマンスは1991年からの包括的な経済改革によって急速に改善された。とりわけ重要な指標であるインフレ率そして財政赤字幅（対GDP比）は急激に低下した。繰り返しになるが、債務削減や労働者送金などについては、多分に、国際的な経済環境が有利に作用したといえるのであるが、それは経済安定化と構造調整が整合的に実施されたからである。そして、一連のマクロ財政金融政策と自由化政策によって、資源配分はかなり分権化され、価格調整（とりわけエネルギー価格）、金利調整などはシグナルとしての価格の機能を高めていることは重要な変化であろう。

金融自由化の成功の主な要因は以下の点に要約できるだろう。

第1に、財政赤字削減のための一般消費税の導入、補助金削減そして政府・公共部門の資本投資削減など、他の国々で実行が困難な政策を、スムーズに実行した（実行できた）。

第2に、金利自由化は為替自由化と連動し、銀行預金と外貨流入を増加させた。これは、為替リスクと為替代替の観点で、それまでのドル化

(dollarization) そして資本逃避 (capital flight) という現象を逆転させた。

第3に、金融自由化と同時に、公共銀行部門の為替差損・不良債権問題に対して資本を注入したり、銀行部門の健全化規制の強化など迅速に対処した。

金融部門と国民通貨であるエジプトポンドへの信任が高まり、通貨・金融当局の当初の目的は達成されているとあって過言ではないだろう。このような成果は、まさに、世界銀行や国際通貨基金が主張する議論、あるいは新古典派の主張を正当化しているように思われる。

このようなエジプトのケースは、これまでの多くの国での金融自由化の失敗ケースと対照的である。多くの経済における経済安定化や金融自由化の失敗から得られた教訓がエジプトで十分に活かされたと考えられるであろう。

なお、エジプトポンドの増価の問題は、世界銀行やIMFとの抗争点ではなくなったことを述べておきたい。国民通貨の増価は輸出部門には不利であるが、エジプト側は、これは市場で決定されているとして、世界銀行やIMFの大幅な切下げ要求を拒絶してきた。

為替切下げ期待の形成の危険性は、メキシコ危機によって明らかになり、やがて世界銀行とIMFはこの要求を取り下げたが、国際的経済環境の変化が小国、エジプトの危機を招かないか危惧されていることも確かである。しかし、通貨の過大評価は、Abdel-Khalek [1994] で推定されたように (1991年から93年にかけて25%)、輸出促進、長期的経済発展の阻害要因であることは確かであろう。

これまでの自由化政策は資源配分の適正化や金融仲介部門 (とりわけ銀行部門) の効率化をめざし一定の成果は得たが、今後の民間の新規投資をどれだけ促進できるのか明らかではない。銀行部門の過剰流動性の問題は現在に至るまで続いている。金融部門での規制緩和は、商業銀行債務の増大と、貸出可能資金の急増をもたらした。しかし、この資金は実際には他の金融資産、とりわけTBや海外預金、あるいは対中央銀行預金 (過剰準備) に振り向けられ、投資への転換は進んでいない。

現時点では、証券（資本）市場の整備や公共部門改革・民営化が進んでいるが、効率的な資本市場の育成にはまだまだ時間がかかると思われる。間接金融から直接金融へ重点を移しつつあるが、情報開示や透明性を高めるような規制はまだ実効的ではないからである⁽³¹⁾。公共部門商業銀行の経営内容については情報は定かではないが、民間・合弁銀行についてはCIBなど国際的な基準で情報を開示している。このような問題については稿を改めたいと考えている。

最後に、銀行法では預金保険基金の設立が承認されたが、公共部門商業銀行はその健全性を主張し、モラルハザードを起こす可能性のある他の銀行の救済を意図した一律の料率に反対しており、未だ設立されていない。

[注] _____

- (1) *Al-Ahram*, Jan. 16, 17, 1991. なお、民営化については、Yamada et al. [1996] および山田 [1996] などを参照されたい。
- (2) 他方で政治の面での自由化も実行すべきという主張があることも留意されたい。
- (3) Rifaat [1935]; O'Brien [1966]; Al-Grietry [1974] など。
- (4) その後、整理（1941年）されたが、かなりの特権、独立性を与えられ、中央計画への参加を拒否したことが1960年2月13日の国有化の原因である。O'Brien [1966] を参照されたい。なお、鈴木 [1967, 1970] からは多くの示唆を得た。
- (5) 銀行部門の発展段階についてはOmar [1995] を参照されたい。
- (6) ミスル銀行（紡織・紡績）、NBE（農地開拓・通信・軍事・スエズ運河関係）、アレキサンドリア銀行（紡織・紡績を除いた工業省関係企業）、カイロ銀行（建設・観光など）、ポートサイド銀行（保険・薬品・国内通商など）の5行。
- (7) Abdel-Mouly [1988] など。
- (8) Al-Grietry [1974]. 経済的計算が金融仲介から除外されたことを強く批判していた。1966年には発行準備はできていたが、74年まで出版が遅れた。
- (9) 銀行、保険部門などについては、IBRD [1993] が包括的分析を行っているので、本章では詳細な説明は省いた。詳しくは同報告書を参照されたい。なお、同報告書をコメントした中井 [1994] はきわめて有益であった。
- (10) 詳しくは山田 [1989] を参照されたい。当時、商業銀行の総預金量は1986年6月末で約250万エジプトポンド、家計の預金は約150億エジプトポンドであった。

- その後、Kazarian [1992] が新聞報道から推定したのは約40億エジプトポンドであった。
- (11) Ghanim [1988] など。
 - (12) McKinnon [1973,1990]; Shaw [1973]; van Wijnbergen [1985]; Taylor [1983]; Porter & Ranney [1982] など。
 - (13) 1992年12月にミスル銀行との合併が決定され(実施は93年1月)、ミスル銀行は中央銀行から無利子の10億エジプトポンドの融資(期限10年)を受けた。
Banque Misr, *Annual Report*, 1995.
 - (14) Lofgren [1993a, 1993b]; Atlam [1996] など。
 - (15) *Al-Ahram al-Iktisadi*, Jan. 21, 1991.
 - (16) *Al-ahram al-Iktisadi*, Jan. 7, 1991.
 - (17) El-Antary [1994]; Montasser [1995] など。
 - (18) エキスポート規制は1992年末まで。8%ルールについては、90年末で7%以下の銀行は93年末まで、同じく7から8%の間の銀行は92年末までそれぞれ猶予が与えられた。
 - (19) 一般に、金利自由化には、預金と貸出金利が先、預金金利は後という順序の問題があるが、自由化当初から、貸出レートは交渉で決まり、預金金利は、紳士協定によって決定されていたようである。
 - (20) 1994年1月のCG (Consultative Group) 会議でも、非公開資料によれば、民営化の遅れを指摘していた。
 - (21) *Al-Ahram al-Iktisadi*, Jan. 21, 1991.
 - (22) なお、第203号法に関する法的なメリット、デメリットに関してはFahmy [1993] を参照されたい。
 - (23) なお、マネタリーベースのカウンターパートについてはタイムシリーズのものはないので、中央銀行の年報あるいは *Economic Review* から作成した。このため、若干の数値の変更がある。
 - (24) M2とGDPとの関係は、IFSの35*l*と99*b*をそのまま計算したものである。ここでは財政年度は1970年から79年までが暦年であるが、それ以外は6月末終了であるため、他の国と比較する場合、M2が高くなりやすい。
 - (25) 例えばミスル銀行は、住宅および繊維プロジェクトで失敗、2年間で1億2500万エジプトポンドを積み立てたが不十分だとしている。しかし、このような不良資産内容は公開されない。*Al-Ahram Al-Iqtisadi*, August 26, 1991.
 - (26) Banque Misrの年報から。なお、NBEでも優良債権について準備を行っており、1992/93年度で1.79%、93/94年度で2.1%、そして中央銀行の指示に従い不良債権への準備を行っているとだけ年報に記載されている。他方、NBEとチェース・マンハッタン (Chase Manhattan Overseas Banking Corporation) との合併で設立され

た CIB (Commercial International Bank) では収益性、自己資本比率など 52 項目が公開されている。ちなみに、その年報 (*Bank Report, July 1994*) では BIS リスク資産比率は 91 年末で 12.24%, 92 年末で 10.76% で BIS 基準を上回り、93 年末でも 16% を超えていた。

- (27) IBRD [1992] などによる。公開企業への優遇措置は実行され、かなりの効果は期待されたが、現実には、あいかわらず閉鎖企業が多数を占めている。
- (28) CIB は 99% NBE が保有する合弁企業であったが、1991、93 年の NBE 保有株式の従業員への売却、さらに 93 年 9 月に増資 (2 億 5000 万エジプトポンドから 4 億エジプトポンドへ) を行い、NBE のシェアは 43.82% にまで下がった。額面 100 エジプトポンドの株は応募超過 (150%) により、発行株価は 1 株が 260 エジプトポンドに高騰した。そして、売却額は以下のとおりに配分し、その資本構造改善計画を完遂した。CIB, *Annual Report, 1993*.

払込資本金	150,000,000 エジプトポンド
法定準備	178,302,708 エジプトポンド
特別準備	61,697,000 エジプトポンド
計	390,000,000 エジプトポンド

- (29) 詳しくは、Central Bank of Egypt, *Annual Report, 1994/95*, を参照されたい。
- (30) 売却に際しては、労働者の解雇はなく、中間管理職の削減・異動に関してもさしたる抵抗はなかったようである。Al-Ahram, May 5, 1995. 詳しくは Yamada [1996] を参照されたい。
- (31) Korayem [1993, 1994, 1996] を参照されたい。

〔参考文献〕

- 鈴木弘明 [1967], 『エジプト銀行史 (その 1)』アジア経済研究所所内資料。
 — [1970], 『エジプト銀行史 (その 2)』アジア経済研究所所内資料。
- 中井徳太郎 [1994] 「エジプトの金融市場」 nimeo.
- 山田俊一 [1989], 「エジプト—イスラム投資会社問題」(宮治一雄編『中東—国境を越える経済』アジアを見る眼 No.79, アジア経済研究所)。
 — [1996], 「エジプトにおける民営化の政治経済論争」(『現代の中東』第 21 号, 9 月)。
- Abdel-Fadil, M. [1980], *The Political Economy of Nasserism*, Cambridge University Press.
- Abdel-Khalek, G. [1982], “The Open Door Economic Policy in Egypt: Its Contribution to Investment and Its Equity Implications,” in Kerr, M. and S. Yassin eds., *Rich and Poor States in*

- the Middle East*, Cairo: American University in Cairo Press, pp.259-283.
- [1992], “Egypt’s ERSAP: The Orthodox Recipe and the Alternative,” Paper Written for Conference on Economic Reform and its Distributive Impacts, Faculty of Economics, Cairo University, 21-23 Nov. 1992, Revised Final Draft, July 1993.
- [1994], “Structural Reform or Dutch Disease? on the Macroeconomic Effects of Egypt’s ERSAP,” Revised Draft.
- Abdel-Khalek and K. Korayem [1995], “Conditionality, Structural Adjustment and Development: The Case of Egypt,” in Olav, S.ed., *Aid and Political Conditionality*, EADI Book Series 16, London: Frank Cass, pp.272-294.
- Abdel-Mouly, S.[1988], *Nuzm al-naqdiyya al-masarfiyya; Monetary and Financial System*, Cairo: Cairo University Press.
- Amin,G.[1968], “The Egyptian Economy and the Revolution,” in Vatikiotis, P. J. ed., *Egypt since the Revolution*, London: George Allen and Unwin,pp.40-49.
- [1987], “Adjustment and Development : The Case of Egypt,” in El-Naggar, S.ed., *Adjustment Policies and Development Strategies in the Arab World*, IMF, pp.92-112.
- El-Antary, S. [1994], “*Al-Nashāt al-masarfi wa i’āda haikal al-iqtisād al-Misri*,” (*The Financial Activity and Re-structuring Egyptian Economy*), a paper presented at the 18th Conference of Egyptian Economists in April, 1994, in Cairo.
- Atlam, B.[1996], “Privatization and Political and Economic Powers in Egypt,” in Yamada et al. [1996].
- Egyptian Financial Group, (EFG) [1996], *Egypt:A New Age*, Cairo.
- Fahmy, M. [1993], “Implication of Law No.203 of 1991 Governing Public Business Sector Companies,” in Yamada et al.[1993].
- [1995], “Legislative Development Aspects in the Financial Sector in Egypt,” in Yamada et al.[1995].
- [1996], “Privatization and Employee Stock Ownership Plans (ESA) in Egypt,” in Yamada et al.[1996].
- Fry, M.[1988], *Money, Interest and Banking in Economic Development*, London: John Hopkins University Press.
- Ghanim,A.[1988] “Sharikāt tawzif al- amwāl: qunbila muwaqqata fi al-iqtisād,” (Investment Company: Time Bomb in the Economy), *Al-Ahram al-Iktisadi*, February 8, 1988, pp.20-24.
- Giugale, M. [1993], “The Rational for Structural Adjustment: A Layman’s guide,” in *Economics and Politics of Structural Adjustment in Egypt*, Vol.16, Monograph 3, American University in Cairo Press.
- Al-Grietly [1974], *Al-Tarikh al-iktisadi lil-thawra 1952-1966*, (*Economic History for the Revolution*), Al-Qahira: Dar al-Ma’arif bi Misr.

- Handoussa, H. [1978], "The Public Sector in Egyptian Industry 1952-1977," in *Al-Iqtisad al-Misri fi rub' qarun*, (The Egyptian Economy in the 25 years 1952-77), Al-Qahira: Al-Ha' a Al-Micriya Al-'mmalil-Kitab.
- [1991], "Crisis and Challenge: Prospects for the 1990s," in Handoussa, H. and G. Pottereds., *Employment and Structural Adjustment: Egypt in the 1990*, Cairo: American University in Cairo Press.
- Hansen, B. and K. Nashasibi. [1975], *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Egypt*, New York: NBER.
- Hinnebushe, R. [1985], *Egyptian Politics under Sadat*, London: Cambridge University Press.
- IBRD [1992], *Arab Republic of Egypt, Reform and Development of the Security Market*, Report No. 10337-EGT.
- [1993], *Egypt: Financial Policy for Adjustment and Growth*, Report No. 10790-EGT.
- Issa, S. [1990], "Idāra al-suyūla al-naqdiyya fi Miṣr khilāla al-tisāinat," (Monetary Liquidity Management in Egypt in 1990s), in Abu Ali, S. ed., *al-Siyasat al-iqtisādiya al-Miṣriyya fi al-tisāinat*, (Egyptian Economic Policy in 1990s), 15th Conference of Egyptian Economists.
- Kazarian, E. G. [1993], *Islamic Versus Traditional Banking: Financial Innovation in Egypt*, Oxford: Westview Press.
- Korayem, K. [1993], *Structural Adjustment and Reform Policies in Egypt: Economic and Social Implications*, Economic and Social Commission for Western Asia, United Nations.
- [1994], *Poverty and Income Distribution in Egypt*, Third World Forum Middle East Office.
- Lofgren [1993a], "Economic Policy in Egypt: A Breakdown in Reform Resistance?" *International Journal of Middle East Studies*, Vol. 25, No. 3, August, pp. 407-421.
- [1993b], "Egypt's Program for Stabilization and Structural Adjustment: An Assessment," in *Economics and Policies of Structural Adjustment in Egypt*, Vol. 16, Monograph 3, Cairo: American University in Cairo Press.
- Mabro, R. and S. Radwan [1976], *The Industrialization of Egypt: 1939-1973*, Oxford: Clarendon Press.
- McKinnon, R. [1993], *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- [1988], "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs," in Ranis, G. and P. Schultz eds., *The States of Developing Economics*, Cambridge: Basil Blackwell, pp. 386-410.
- Porter, R. C. and S. I. Ranney [1982], "An Eclectic Model of Recent LDC Macroeconomic Policy Analyses," *World Development*, Vol. 10, No. 9.

- Montasser, E. [1995], "Macroeconomic Policies and Financial Development in Egypt," in Yamada et al. [1995].
- O'Brien, P.[1966], *The Revolution in Egypt's Economic System*, London: Oxford University Press.
- Omar, M.[1995], "Development of Banking System," in Yamada et al. [1995].
- Rifaat, M.A.[1935], *The Monetary System of Egypt*, London: George Allen & Unwin.
- Al Sayyid, M.[1990], *Privatization: The Egyptian Debate*, Vol.13, Monograph 4, Cairo: American University in Cairo Press.
- Shaw, E.S. [1973], *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, June.
- Taylor, L.[1983], *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, New York: Basic Books.
- Van Wijnbergen, S.[1985], "Macro-economic Effects of Change in Bank Interest Rates: Simulation Results for South Korea," *Journal of Development Economics*, Vol.18, No.2-3, August, pp.541-554.
- Waterbury, J. [1983], *The Egypt of Nasser and Sadat: Political Economy of Two Regimes*, New Jersey: Princeton University Press.
- Yamada, T. et al. [1993], *Economic Reform and Structural Changes in Egypt*, MES Series No.34, Tokyo: Institute of Developing Economies (IDE).
- [1995], *Financial Development in Egypt*, MES Series No.37, Tokyo: IDE.
- [1996], *Political Economy of Privatization in Egypt*, MES Series No.39, Tokyo: IDE.
- Zain el-Din, S. [1994], "Sūq al-awlāq al-mālliyya al-Miṣriyya wa daurha al-tannamuwi al-manshūd, (Egyptian Financial Market and Its desired developmental Role), a paper presented at the 18th Conference of Egyptian Economists in April, 1994.