

第7章

トルコの金融自由化と金融市場の構造変化

はじめに

トルコは、1970年代末までに政府介入による経済政策運営の失敗から、深刻な累積債務およびインフレの問題を生ぜしめた。これに対して1980年代初頭から、政府はIMFおよび世界銀行が勧告した経済安定化そして構造調整策にしたがって、市場メカニズムに依存した経済政策を実行するようになった。民間部門価格の統制廃止、公共部門価格の引上げ、為替レート切下げおよびその後のフロート化、輸入の段階的自由化などである。

金融部門については1980年7月からの預金金利および非優遇金利に対する規制の廃止に始まり、金融自由化が段階的に実行された。一般に、先進国における金融の自由化が成熟した金融市場の圧力によって進められてきたのに対して、トルコの場合、金融市場が未発達なままで、短期的対内外マクロ調整、そして中期の経済構造調整のために実行された。金利の自由化に加えて、金融市場とりわけ証券市場の育成のため、多くの措置がとられるようになった。

しかし、1980年7月からの金利自由化政策は金融部門の資源配分の効率性を高めるどころか、1年後には金融システムそのものの危機をもたらしてしまった。その意味ではトルコでの最初の金利自由化政策の実行はネガティブな教訓を残した。途上国においては、その経済構造の性格によって、IMFおよび世界銀行が勧告する政策は「予期できなかった」(unexpected)、そして「望

ましからぬ」(undesirable) 効果をとまなう。

本章では、トルコにおける金融市場の発展およびその構造変化に対して、金融政策とりわけ金利自由化政策がどのような効果をもたらしたのかに焦点を当てながら、第1節では1970年代末までのトルコにおける金融政策とその結果を検討し、第2節で80年代初頭からの金利自由化と規制化の繰り返しの経緯を分析、第3節では金融制度改革と金融革新について概観し、第4節では高率のインフレ下での金融市場の構造変化とその問題点について分析を進める。

第1節 1970年代末までの金融政策

1970年代初頭までのトルコ経済は政府介入による公共部門主導(エタティズム)の経済発展政策、そしてそれを支えるための国内価格政策、貿易政策、財政金融政策などによって運営され、緩やかなインフレ(65年から73年で年平均10.5%)をとまなう高度成長(同6.5%, GDP)を実現してきた。1970年代にはいと、海外労働者送金が急増し、経常収支が大幅に改善され、外貨準備は20億ドルに達した。

しかし、その後は、第1次オイルショックとキプロス紛争が原因となって、その供給ショックと超過需要によって、高率のインフレが生じた。この1970年代の経済成長をみると、73年に5.4%であった以外は77年まで年平均7%を超える成長を記録している。しかし、これは対外借入による成長であったため、累積債務問題が深刻化した1978年には経済成長率はマイナスを記録するようになった⁽¹⁾(第1表)。

これに対してトルコ政府はIMF融資を受けるため、1978年と79年に、スタンドバイ融資協定を締結している。しかし、実際には、1978年初めに発足したエジェビト政府は、IMFの介入には反対の政治姿勢をもっていたため、勧告された政府パッケージを不十分にしか実行しなかった。そのため、1978年

第1表 1970年代の主要マクロ指数 (1970~80年)

	1980年 価格 (100万トルコリラ)	成長率 (%)	GNP デフレーター (%)	中央銀行 割引率(%)	輸出(fob) (100万ドル)	輸入(cif) (100万ドル)	原油輸入 (cif) (100万ドル)	経常収支 (100万ドル)	経常収支 /GNP (%)	外貨準備 (100万ドル)	財政赤字 /GNP (%)
1970	2,698.9	5.8	11.9	9.00	588.5	947.6	68.0	-44	-0.3	304	-2.34
1971	2,973.5	10.2	18.3	9.00	676.5	1,170.8	121.7	43	0.3	631	-3.22
1972	3,194.5	7.4	16.4	9.00	885.0	1,562.6	157.0	212	1.2	1,262	-2.02
1973	3,366.6	5.4	22.1	8.75	1,317.0	2,086.2	258.0	660	3.0	1,986	-1.67
1974	3,615.2	7.4	28.4	9.00	1,532.2	3,777.6	765.0	-561	-1.8	1,562	-1.68
1975	3,902.9	8.0	16.2	9.00	1,401.1	4,738.7	810.5	-1,648	-4.4	944	-1.25
1976	4,203.0	7.7	17.0	9.00	1,960.2	5,128.6	1,126.2	-2,029	-4.8	990	-1.87
1977	4,498.2	7.0	20.8	9.00	1,753.0	5,796.3	1,470.0	-3,138	-6.5	638	-5.61
1978	4,369.1	-2.9	52.2	10.00	2,288.2	4,599.0	1,439.3	-1,266	-2.4	801	-3.80
1979	4,483.0	2.6	66.1	10.75	2,261.2	5,069.4	1,762.1	-1,413	-2.0	658	-5.33
1980	4,435.2	-1.1	103.8	26.00	2,910.1	7,909.4	3,856.1	-3,409	-5.8	1,077	-3.66

(出所) IMF, *IFS, Supplement on Economic Indicators*, ワシントンD.C., 1985年。

および79年協定とも途中でキャンセルされた。本格的な実行は1979年末発足のデミレル政府まで待たなければならなかった⁽²⁾。

1970年代後半には、高率のインフレの進行にもかかわらず、第2表にみられるように、規制された金利の調整は遅れがちでしかも不十分であった。このような低金利政策が実行され続けたのは、高度成長の維持と、財政赤字累積にともなう国債の利払い負担の緩和のためであった。この間、商業銀行間の金利競争は規制されていたため、その間での競争はもっぱら宣伝と支店の増加によって行われた⁽³⁾。

また、預金の実質金利がマイナスになると、国民の資産は金融資産から金、不動産などへとシフトした。同時に、銀行預金は未組織金融市場や国外へ流出 (capital flight) した。商業銀行預金金利は規制によって低かったものの、中央銀行が課した高い流動性準備率、法定準備率はその実際の資金調達コストを高めた。さらに、銀行借入者には、金融取引税、銀行手数料が課せられ、その借入金利はいつそう高くなった。中央銀行から規制を受けない金融会社 (finance companyあるいはfinance house)、あるいはブローカー (トルコ語ではバンケル, banker) はより低い貸出金利そしてより高い「預金」金利を顧客

第2表 トルコにおける1970年代の金利体系

(%)

発効日(月・日)	1973		1974	1978		1979	1980	
	3.1	11.26	10.1	4.1	4.22	5.1	3.1	7.1
中銀再割引率								
短期(一般)	8.0	8.75	9.0		10.0	10.75	14.0	
(工業)	—	—	—		9.5	10.4	12.75	
(農業)	6.0	7.0	8.0		8.0	11.5	13.5	
(輸出)	6.0	7.0	8.0		9.5	10.4	14.0	
中期(一般)	9.0	9.0	10.5		11.5	14.0	15.0	
(農業)	6.0	7.0	8.0		8.0	12.75	14.0	
銀行貸付金利								
短期(一般)	10.5		11.5	16.0		19.0	21.0	*
(農業)	9.0		10.5	10.5		14.0	16.0	*
中期(一般)	12.0		14.0	16.0		20.0	22.0	*
(農業)	9.0		10.5	10.5		16.0	18.0	*
銀行預金金利								
当座預金	2.5		3.0	3.0		3.0	3.0	5.0
定期性預金								
3～6カ月	4.0		6.0	6.0		8.0	8.0	*
6カ月～1年	4.0		6.0	9.0		12.0	12.0	*+5
1～2年	7.0		9.0	12.0+4		20.0+10	20.0+10	*+5
2～3年	9.0		*	16.0+4		22.0+10	22.0+10	*+5
3～4年	9.0		*	20.0+5		24.0+15	24.0+15	*+5
4年以上	9.0		*	*+5		*+15	*+15	*+5

(注) (1) 銀行貸付金利および銀行預金金利は、それぞれ上限を示している。

(2) 農業部門信用についてはジラート銀行(T.C. Ziraat Bankasi)による協同組合向け信用の金利を掲載した。

(3) *は市場による決定、すなわち、自由金利を示している。

(4) なお、海外労働者による外貨交換による預金については、+の金利が金利差基金(Interest Rate Differencial Fund)から供与される。

(出所) *Quarterly Bulletin*, Central Bank of the Republic of Turkeyから作成。

に提示でき、未組織金融市場が拡大した。また、国外への資金流出のおもな要因は、国内の低金利に加え、過大評価されたトルコリラのレートにあった。

商業銀行の預貸金利と借り手の資金コストについてはヘイル(Hale)が便宜的に試算したものがあるので参考のため第3表に掲載しておく。そこでは、

第3表 銀行金利とインフレーション

(%)

	銀行預金金利		銀行中期貸出金利		GNPデフレーター 変化率(該当年)
	当座預金	定期預金	金利	フルコスト ¹⁾	
1970年11月	3.0	9.0	12.0	16.8	11.4
1973年4月	3.0	6.0	12.0	16.8	22.0
1974年10月	3.0	9.0	12.5	17.5	28.3
1978年3月	3.0	6.0—22.0	16.0	22.4	48.0
1980年3月	3.0	8.0—24.0	22.0	30.8	67.7 ²⁾
1980年6月	5.0	15.0—36.0	24.0—33.0	33.6—46.2	—

(注) 1) 銀行中期貸出金利のフルコストは、金利にその40%を加えたもの。

2) 1979年のGNPデフレーター変化(上昇率)。

(出所) Hale, W., *The Political and Economic Development of Modern Turkey*, ロンドン, Croom Helm, 1981年, 157ページ。

利子率の25%の取引税 (financial transaction tax) および、同じく15%の銀行のコミッションが借り手のコスト貸出金利に加えられたものとして計算されている。とくに1974年以降、各時点のGNPデフレーターよりも、借り手のコストは下回っている。また、いうまでもなく預金金利は実質で大幅なマイナスとなっている⁴⁾。

銀行貸出の面では、商業銀行にはリスクはあるが有望な新規投資に貸出を行うインセンティブがはたらかず、すでに確立された企業や商人への貸出を偏好した。また、これらの銀行貸出も市場よりも官僚によって決定されたのである。

他方、証券市場は、第4表にみられるように、1970年代後半には政府債券 (government bond) が証券発行の高い割合を占めていた。またトルコでは大規模経営体はほとんど公共部門であり、国営投資銀行であるSIB (State Investment Bank) は債券を発行し、そこから調達された資金は国営経済企業体 (state economic enterprises: SEE) に融資された。

一方、民間大企業はいわゆる財閥グループを形成し、その持株会社は中核に銀行を保有している場合が多い。そしてこの民間大企業はディスクロージャーを嫌がり、株式の公募には消極的で銀行借入に依存していた(間接金融

第4表 1970年代後半の証券発行

(単位：100万トルコリラ)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981
公共部門	20,700	40,100	35,500	35,808	75,800	135,000
政府債券	12,000	19,500	20,000	35,458	50,000	70,000
財務証券	—	—	—	—	10,000	65,000
SIB債券	8,500	20,200	15,000	—	—	—
債券	200	400	500	350	800	—
民間部門	3,329	4,468	5,972	11,982	39,926	41,288
債券	1,726	1,582	2,199	4,866	18,011	15,981
株式	1,603	2,886	3,773	7,116	21,915	25,307
総計	24,029	44,568	41,472	47,790	115,726	176,288
GNP(10億トルコリラ)	670	873	1,291	2,200	4,435	6,555
証券発行の対GNP比 (%)						
公共部門	3.1	4.6	2.8	1.6	1.7	2.1
民間部門	0.5	0.5	0.5	0.6	0.9	0.6
総計	3.6	5.1	3.2	2.2	2.6	2.7
公共部門シェア (%)	86.1	90.0	85.5	74.9	65.5	76.6
民間部門シェア (%)	13.9	10.0	14.5	25.1	34.5	23.4

(注) 1) SIBのトルコ語名称は、“Devlet Yatirim Bankasi”であり、1964年に設立されたSEE形態の公共部門開発銀行である。業務内容は対SEE融資。

2) トルコ不動産信用銀行のトルコ語名称は、“T. Emlak Kredi Bankasi”であり、1927年に設立されたSEE形態の公共部門預金銀行である。業務内容はおもに不動産融資。

(出所) Central Bank of the Republic of Turkey, *Annual Report*, イスタンブール, 1981, 82, 83年版から作成。

優位)。また、中小企業は自己資金や親類縁者からの資金に依存していた。

それでは流通市場はどうかというと、株式配当率は低く、その流通市場は発展しなかった。また、企業が社債を発行する場合、買戻し条件付きで、金利水準も先決され、その流通も活発ではなかった。このような理由から、トルコでは1970年代には証券市場は政府証券および上記のSIB証券が主体で、流通市場も発展しなかった。

このようにして、1970年代のトルコの金融市場は、寡占的銀行部門の存在(第4節参照)、高い金融仲介コスト、信用割当(credit rationing)、資本市場の未発達など、多くの発展途上国に共通の特徴をもち、いわゆる金融抑圧

(financial repression) の状況にあったといえよう。そして高い預貸金利差に加えて、銀行は高いコミッションを資金の借り手に請求したため、銀行業の収益率はきわめて高かった。

次に、1970年代の公共部門と民間部門との間の投資配分についてみよう。第1次オイルショック直前の1973年における公共部門および民間部門の投資率(対GNP比)は、それぞれ7.0%および18.1%であったが、その後は公共部門投資のブームが生じ、77年にはそれぞれ13.1%および11.9%となり、両者の投資率は逆転するまでになった。そして、外国貯蓄(トルコの経常収支赤字)は、対GNP比で1973年の-2.3%が74年に2.4%となり、77年には6.9%にまで拡大した⁽⁵⁾。

また貨幣の流通速度を第5表でみると、M1およびM2の流通速度は、1970年にはそれぞれ3.69および2.95であったが、次第に上昇し、M1については81年の6.20、M2については80年の4.65にまで達した⁽⁶⁾。

とくに、このM2の流通速度の逆数、 $M2/GDP$ 、の上昇を金融深化のメルクマールとすると、トルコの $M2/GDP$ は低下しており、まさに金融深化に逆行しており、この現象はトルコ経済の「非貨幣化」と称することができる。

第2節 金利自由化政策の効果

1970年代までの上記の経済問題に対処するため、80年の1月プログラムによりトルコの経済政策は、内向き指向から外向き指向への経済政策の転換、あるいは政府介入を廃し価格メカニズムにもとづく経済運営が目指された。この政策変更の背景にはトルコの対外債務リスクスケジュールおよび新規融資に関係したIMFおよび世界銀行による安定化政策および構造調整政策の勧告があったものの、デミレル内閣による自発的な政策変更の意思がはたらいたと考えられる。

1980年代初頭のトルコ政府とIMFミッションとの会談では、安定化政策の

第5表 貨幣の流通速度

(単位：100万トルコリラ)

	M1	M2	GDP	H	GDP/M1	GDP/M2
1970	35,256	44,150	130,262	22,311	3.69	2.95
1971	43,622	56,642	167,499	30,314	3.84	2.96
1972	52,891	70,899	203,470	40,374	3.85	2.87
1973	69,803	90,345	262,846	48,653	3.77	2.91
1974	88,699	113,276	371,942	60,590	4.19	3.28
1975	117,639	146,641	468,382	80,915	3.98	3.19
1976	150,382	181,158	594,691	102,563	3.95	3.28
1977	209,119	243,522	796,100	151,576	3.81	3.27
1978	283,595	328,009	1,190,000	216,085	4.20	3.63
1979	444,488	527,796	2,015,000	323,621	4.53	3.82
1980	704,010	881,949	4,098,000	478,497	5.82	4.65
1981	972,043	1,637,191	6,024,000	814,845	6.20	3.68
1982	1,341,911	2,554,140	8,080,000	1,189,151	6.02	3.16
1983	1,940,982	3,288,447	10,817,000	1,570,186	5.57	3.29
1984	2,252,668	5,178,997	17,347,000	2,718,917	7.70	3.35
1985	3,208,700	8,145,484	25,526,000	4,279,711	7.96	3.13
1986	5,016,620	11,643,964	35,627,000	5,243,049	7.10	3.06
1987	8,262,628	16,490,130	52,928,000	9,024,169	6.41	3.21

(出所) Yamada, T., "Reevaluation of Monetary and Fiscal Policies: Undesirable Effects of Structural Characteristics the Turkish Economy," F. Senses; T. Yamada, *Stabilization and Structural Adjustment Program in Turkey*, 東京, IDE, 1990年, 86ページ。

最重要項目は、中央銀行信用の増加率の引下げと金利の自由化であった。IMFや世界銀行は金利の自由化によって国内貯蓄の動員と投資の促進が実現されるとして、金利の自由化を勧告した。これに対してトルコ政府は、強い貨幣錯覚とイスラームの原則(金利の禁止)の存在などを理由に金融政策の効果を疑問視していたが、1984年6月のIMFとのスタンプバイ協定ではこの金利の自由化(預金金利の上限廃止および非優遇貸出金利規制の廃止)に合意した⁽⁷⁾。

1980年7月から貯蓄当座預金金利が5%に固定され、その他定期性預金金利の自由化が実行されたが、預金金利の急上昇を懸念した主要26預金銀行は「紳士協定」によって臨んだ。その後、経済そして貿易が回復するにつれて

貨幣需要が増大するとともに、定期性預金金利が上昇したため当座預金から定期性預金へのシフトが生じ、経済の貨幣化および金融深化が生じたかみえた。

第6表にみられるように、対GNP比での預金残高(年末値)は、1978年以降の低落傾向が終わり81年から上昇し始めた。また、家計の当座預金の割合も1978年の73%強が81年には30%強にまで低下した⁽⁸⁾。

やがて、紳士協定外の中小銀行や未組織金融市場での競争で、紳士協定銀行は預金金利を第7表のように1981年には3度引き上げた。これとともに、1981年1月には定期預金の満期は4年から1年に短縮され、年利35%の月払い1年定期預金も創出された。

このような状況において、未組織金融市場の金融会社あるいはブローカー

第6表 預金銀行の預金残高(1976~82年)
(単位:10億トルコリラ)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
預金銀行預金残高	160	206	270	434	767	1,545	2,385
民間企業	40	57	78	134	239	390	535
家計	85	107	132	211	328	689	1,100
(当座預金割合,%)	69.5	72.9	73.6	65.2	56.9	31.1	34.0
GNP(10億トルコリラ)	670	873	1,291	2,200	4,435	6,555	8,722
対GNP比(%)							
預金銀行預金残高	23.9	23.6	20.9	19.7	17.3	23.6	27.3
民間企業	6.0	6.5	6.0	6.1	5.4	5.6	6.1
家計	12.7	12.3	10.2	9.6	7.4	10.5	12.6

(出所) Central Bank of the Republic of Turkey, *Annual Report*, 各年版から作成。

第7表 1981年の預金金利改訂

	1981年1月初め	同年2月初め	同年7月初め
貯蓄定期預金(6ヵ月)	15%を32%へ	42%へ	45%へ
(1年)	33%を40%へ	50%へ	—

(出所) Central Bank of Republic of Turkey, *Annual Report 1981*, 1982年。

はきわめて高い金利を支払い、投資家から資金を集めた。また、政府は社債 (company bond) の金利規制を廃止しなかったため、企業はその債券を市場に流通させるためこのブローカーを利用するようになった。やがて、預金金利の上昇と緊縮的財政金融政策によるインフレ率の低下によって、実質で正の高金利がもたらされた。銀行は、この実質預金金利の上昇を、高利の対企業貸出に転嫁させた。他方、この高利の貸出金利にもかかわらず、そして借入よりも債券発行のほうを有利にするような制度を確立していなかったため、企業は借入を継続した⁽⁹⁾。

ブローカーはまた、金利の自由化と併せて導入された銀行からのCDおよび社債を市場に供給した。ブローカーはその約束手形や事後日付け小切手も発行した。やがて、ブローカーは集めた資金の貸付先を見つけることができず、約束した利子の支払いや買戻し義務の履行ができなくなり、1981年末には多くの小規模のブローカーが倒産した。この間、政府は1981年5月に資本市場のコントロールのため資本市場法 (Capital Market Law) を立法化し、そのための機関、資本市場庁 (Capital Market Authority) が82年初めに設立された。また、銀行法の改正 (Decree No. 70) も行われ、銀行部門の統一会計原則の導入や貯蓄預金保険基金の設立も行われた。このような制度改革によって、政府は金融市場の信用の回復のため、市場の規制に乗り出したが、より大規模のブローカーも倒産し、1982年半ばには最大規模のブローカー、カステリ金融 (Banker Kasteli) が倒産した⁽¹⁰⁾。

この間、政府はIMFの勧告に従い、緊縮的財政金融政策を実行していたのであるが、この金融危機時にはトルコ経済は貨幣不足状態にあった。そこで、この金融危機に直面した政府は、国民から信用を失った銀行システムを救済するため、貨幣を注入することになった。この金融危機救済のため発行された通貨は当時のGNPの2.5%にのぼったといわれる。そして、1983年12月から預金金利の上限が設置された預金金利競争が規制されるとともにCDの普及も抑制された。

一般に、金融自由化が成功するためには、経済安定と適正な銀行監査が前

提条件として必要であるが、この前提条件とは反対にトルコにおける金融自由化は、高率のインフレ下で進められてきたために、トルコの1980年初頭からの金利自由化は成功しなかったと指摘できよう。

適正な銀行監査がなされなければならないという点については、預金準備に対する監査をはじめとして不十分であった。銀行部門の強化のため、銀行の資産構成の強化、預金保護、不良債権の処理、銀行監査およびその会計基準の標準化などを主たる目的とした銀行法の改正は1985年5月であり、銀行経営の外部監査の導入は87年12月からであった。

次に、金利体系のその後の変化について要約しよう(第8表)。1983年12月に軍政から民政移管のための総選挙があり、自由化をスローガンとした祖国党が勝利し、オザル内閣が誕生した。その頃は第1図、第2図にみられるように、比較的物価水準は低く、実質預金金利は正で、高かった。しかし、1984年半ばになるとインフレ率が上昇し、83年末から開始した規制下の預金金利の調整は遅れた。とくに、この頃はインフレの減速期待があり、1年物定期預金がそれより短期のものより低かったが(長短金利の逆転)、85年半ばにそれは調整された。

実質金利と預金銀行における預金残高(年末値)の関係をみると、第6表に示されるように、1982年の預金残高は対GNP比で27.3%にまで上昇したが、第9表をみるとその後は83年の26.9%、84年の27.3%とあまり変化はみられない。しかし、1985年半ばの預金金利調整とインフレ率低下後の85年末には28.9%、86年末には29.9%へと、再び上昇した。しかし、その後は、以下に述べるインフレ再燃のもとで、預金残高の対GNP比は下降する。

その後、実質で正の金利は続き、1987年7月から1年物定期預金金利の自由化という、部分的自由化が実行された。1987年末からのインフレの急進によって、88年2月には緊縮的政策が実行された。その直前には、インフレに対してトルコリラの調整が不十分であったため、ドルへの需要が急増していた。そこで、トルコリラでの保有のインセンティブを高める預金金利の引上げを行った。

第8表 金利調整の経緯

発効日(月・日)	当座預金	1カ月	3カ月	6カ月	1年
1980					
7. 1 金利自由化	5	—	*	*+5	*+5
1983					
1. 1	20	—	—	*+4	*+4
12. 19 金利規制化	5	—	—	47+3	45+3
1984					
3. 1	5	—	—	47+3	45+3
5. 14	5	—	—	48+3	45+3
8. 11 預金金利引上げ	5	—	—	52+3	45+3
1985					
7. 1 預金金利引上げ	5	35	48	52	56
8. 1 預金金利引下げ	5	35	45	50	55
1986					
5. 1	11.67	35	42	45	52
6. 7	10	30	40	45	52
10. 30	10	29	36	41	48
12. 31	10	28	35	39	45
1987					
7. 1 1年定期預金金利自由化	10	28	35	38	*
1988					
2. 4 2月4日緊縮政策	36	40	45	52	65
10. 12 公共預金金利を除くすべての 金利自由化(14日発効)					

(注) (1) *は自由金利。

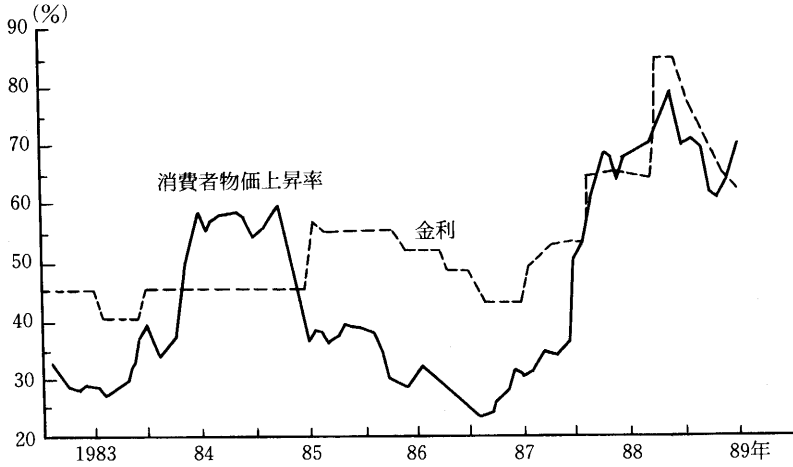
(2) +は海外労働者が外貨交換によって預金した場合の、金利差基金(Interest Rate Differential Fund, 仮訳)からの補助金利を示す。

(3) -は対応する金融商品がないことを示している。また、6カ月物は、6カ月以上で1年未満、1年物は1年以上を示している。

(出所) 第2表に同じ。

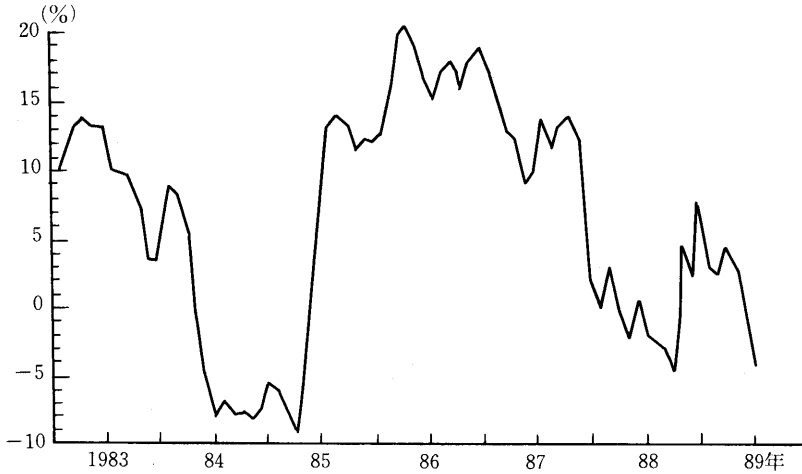
そして、さらに1988年10月には、オザル政府は念願の金利自由化を、時期早尚論があったにもかかわらず強行した。その結果、銀行間の預金金利に大きな差が生じた。たとえば、1年物定期預金金利は75%から85%、当座預金金利は5%から36%というように銀行間で差があった。そこで、預金者はよ

第1図 消費者物価上昇率と1年物定期性預金金利



(出所) トルコ中央銀行。

第2図 実質税引後1年物定期性預金金利



(出所) トルコ中央銀行。

第9表 預金銀行の預金残高 (1983~89年)

(単位:10億トルコリラ)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
預金銀行預金残高	3,109	5,007	8,038	11,750	17,109	26,209	43,271
民間企業	655	907	1,423	2,277	3,794	4,634	6,636
家計	1,650	2,757	4,176	5,726	6,892	12,654	24,622
(当座預金割合,%)	32.3	14.7	12.3	15.3	21.6	14.7	13.8
GNP(10億トルコリラ)	11,552	18,375	27,789	39,310	58,390	100,154	172,545
対GNP比(%)							
預金銀行預金残高	26.9	27.3	28.9	29.9	29.3	26.2	25.1
民間企業	5.7	4.9	5.1	5.8	6.5	4.6	3.9
家計	14.3	15.0	15.0	14.6	11.8	12.6	14.3

(注) 1989年のGNPは計画値。

(出所) Central Bank of the Republic of Turkey, *Annual Report*, 各年版から作成。

り高い金利を提示した銀行へ預金をシフトしようとして、このため、引出しパニックが生じ、結局、中央銀行が介入し、1年物の上限を85%にした。このような状況下、銀行貸出金利が瞬間的に120%にも達した。このときの中央銀行の見解は、各銀行が合理的な預金金利設定の計算をしなかったために、このようなことが生じたのだというものである。その後は、しかし、わずかな銀行間預金金利差に落ち着き、現在までの自由金利のシステムは継続されている。このようにして、1980年代においては、決してスムーズに金利自由化政策が実行されたのではなかった。

最後に、個人の定期性預金ビヘイビアをみると(第10表)、金利体系に敏感に反応し、預金構成は変化している。個人の定期性預金に占める、1カ月、3カ月、6カ月、1年超のシェアのうち1年超の定期性預金のシェアは、1979年には96%であったが、負の実質金利や長短金利逆転が生じた84年および85年には、それぞれ、5.4%および6.8%までに激減した。その後は、金利体系の調整を経て、1988年には47%にまで回復している⁽¹¹⁾。

このように、インフレ率と名目金利の関係(実質金利)、そして金融商品間の金利差に対するトルコ国民の反応は、1980年代にはいって急速に高まった

第10表 個人の定期性預金の構成

(%)

	1カ月物	3カ月物	6カ月物	1年超物	計
1979	0.0	0.8	2.9	96.2	100.0
1980	0.3	0.3	3.3	96.4	100.0
1981	0.0	15.7	35.1	49.2	100.0
1982	2.1	19.0	59.6	19.3	100.0
1983	0.0	9.3	50.5	40.2	100.0
1984	3.8	82.8	8.0	5.4	100.0
1985	4.2	49.4	39.7	6.8	100.0
1986	5.8	44.1	32.8	17.3	100.0
1987	5.8	31.5	17.7	45.0	100.0
1988	12.2	25.5	14.6	47.6	100.0

(出所) 第5表に同じ(77ページ)。

と思われる。反面、高率のインフレが大幅な変動をともなって進行すると、国民の貯蓄ビヘイビアーは近視眼的となり、金融仲介部門の長期貸出を困難にすることが考えられる。実際に、近年では実質民間投資は増加してはいるものの、民間部門の製造業部門実質投資は低迷し、インフレヘッジ目的の住宅投資がそれを凌駕し、さらに増大しつつある⁽¹²⁾。

ここで、1980年代のトルコ経済のパフォーマンスを要約すると(第11表、第12表)、インフレ問題を除き、経済成長の回復、輸出の拡大、国際収支の改善など、調整に成功したと考えられる。とくに1980年代半ばには国際資金市場で信用を回復するまでになったことは、IMFおよび世界銀行そして主要援助国から賞賛された。しかし、その要因を分析すると、海外労働者送金、中東市場の拡大、石油価格の低下、観光収入の増加など、多分に外生的要因が大きな役割を果たしていることが分かる。この間、国内では依然として失業率が高いこともあって、国内需要の拡大も政治的に必要で、緊縮政策よりも構造調整のほうが重視されるようになった。この時期の為替調整、価格調整などのような側面のトルコの経済調整における成功の分析に関しては多くの研究があり、本章では詳細には言及しない⁽¹³⁾。

第11表 トルコ主要指標 (1980~88年)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
年変化率 (%)									
G D P (1968年=100, SIS)	-0.5	3.6	4.6	3.9	6.0	4.2	7.3	6.5	4.5
卸売物価指数 (1963年=100, SIS)	107.2	36.7	25.2	30.6	52.0	40.0	26.7	32.1	68.3
消費者物価指数 (イスタンブール) (1963年=100, SIS)	94.2	37.6	32.7	28.8	45.6	45.0	34.6	38.9	75.4
トルコリラ/ドル	154.9	48.2	39.8	51.4	58.0	29.7	31.3	34.7	78.1
マネタリーベース	47.9	70.3	45.9	32.0	73.1	57.4	22.5	72.1	—
中央銀行信用	71.5	41.3	-1.6	35.5	-28.7	47.7	40.6	88.1	42.0
預金銀行信用	76.9	67.0	36.9	33.9	30.2	76.8	80.5	59.5	40.3
水準 (%)									
中央銀行再割引率	26	31.5	31.5	48.5	52	52	48	45	54
預金金利 (6カ月定期預金)	15	50	50	47	52	50	41	38	71
財政赤字 (対GNP比)		2.8	1.8	3.5	5.6	3.1	3.9	4.4	3.4
資本支出 (対GNP比)		5.1	4.2	4.3	4.2	4.4	5.7	4.5	3.5
石油輸入価格 (ドル/バレル)	32.9	37.9	34.4	30.7	29.4	28.9	14.7	19.5	—
失業率	14.8	15.2	15.6	16.1	16.1	16.3	15.8	15.2	15.3
非農業部門	10.7	11.2	11.8	12.4	12.4	12.6	12.3	12.0	12.5
農業部門	4.1	4.0	3.8	3.7	3.7	3.7	3.5	3.2	2.8
人口(年央) (100万人)	44.44	45.37	46.31	47.28	48.27	49.27	50.30	51.35	52.42
G N P (100万ドル)	55,801	56,240	51,543	49,683	48,228	51,445	56,503	66,017	68,570

(出所) トルコ中央銀行, 世界銀行。

第12表 国際収支主要項目 (1980～89年)

(単位:10億トルコリラ)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
経常収支	-3,408	-1,936	-952	-1,923	-1,407	-1,013	-1,465	-806	-1,596	966
貿易収支	-4,603	-3,864	-2,628	-2,990	-2,942	-2,975	-3,081	-3,229	-1,777	-4,201
外貨準備増減	-91	4	-169	-152	724	105	-588	-663	-1,052	-2,670
海外労働者送金	2,153	2,599	2,189	1,549	1,822	1,762	1,703	2,066	1,827	3,135
観光収入	210	277	373	420	548	1,094	950	1,476	2,355	2,557
金利支払い	-668	-1,193	-1,465	-1,441	-1,586	-1,753	-2,134	-2,387	-2,799	-2,907
exceptional financing			902	622	1,022	676	-	-	-	-

(注) 海外労働者送金, 観光収入, 金利支出はグロスの数字。

(出所) トルコ中央銀行の年報の各年版から作成。

第3節 金融制度改革と金融革新

トルコにおける金融制度改革は, おもに世界銀行と構造調整融資(SAL)の締結の際に勧告されている⁽¹⁴⁾が, その実行は, ケースバイケースで, 早かったり, あるいは, 遅れたりしている。

1983年末に誕生したオザル政府はトルコ経済の自由化を一貫して実行した。とくにSEEの民営化および民間部門の資金調達源としての資本市場の育成には熱心であった。1984年3月には貯蓄奨励・公共投資促進法(Law No. 2983)が, 国会を通過, これにもとづきHDPPA (Housing Development and Public Participation Administration) が設立され, 公共部門投資の所得分与証券(income sharing certificates) が発行され市場で売却されることになった。

金融制度改革は, とくに1986年から急速に実行された。イスタンブール証券取引所(ISE)の再開, インターバンク市場の設立, 外国投資家の証券市場参入許可, などである。

1. インターバンク市場

インターバンク市場は中央銀行の資金市場・流動性管理局の内部で1986年

4月2日からスタートした。当初はオーバーナイト物、2、3、4週間物で活動が始められたが、87年7月から2および3カ月物も利用されるようになった。当初から（1987年では59行が参加）1988年2月29日までは、中央銀行はブラインドブローカーとして活動し、相対での金利の規制はなかった。しかし、短期市場が混乱したため、中央銀行は暫定的に金利の上下限を設定し、不透明な市場に対処した。その後、システムは変更され、1988年3月21日から上下限が設定されるようになった（24行と）。

1989年には、銀行と中央銀行との取引限度の増加、銀行の担保の多様化、レートのコアレーションの取止めなどの変化があった。このレートのコアレーションをやめて、資金に超過需要があるときは中央銀行は上限で資金を供給、超過供給があるときは下限で資金を吸収する。そして、1989年11月からこの上下限の差（バンド）は10%ポイントに低められた。この上限をみると、1990年4月初めまでは50%であったが、4月末には55%、5月に60%、6月に64%へと引き上げられた。その後、7月から11月までは50%と55%の間で変動していたが、その後市場はタイトになり、11月には60%、12月には65%にまで引き上げられている。この間、7月に上下限の差は5%ポイント、12月には3%ポイントにまで引き下げられている。インターバンク市場の取引をみると、1987年では、オーバーナイト物が84.5%、7日物が11%を占めていたが、近年ではほとんどがオーバーナイト物である（90年では96%）。

2. 資本市場

資本市場の育成に対しては、政府は1986年から積極的に実行してきた。所得分与証券、コマーシャルペーパーの発行に加え、銀行および投資銀行の金融債（bank billsまたはbank guaranteed bills）、投資信託（mutual fund）の発行認可が行われるとともに、イスタンブール証券取引所再開（1986年1月）の後には、その流通の拡大のために1987年には株式公開企業に対する優遇税制措置を決め、企業の株式発行を促進した。

公共部門投資の資金源調達のため、ダム、橋などの受益者がはっきりしているインフラ部門については所得分与証券の発行を1986年から行った。1986年にケバン・ダムとボスポラス橋の合同の1600億トルコリラ、オイマピナル・ダムとボスポラス橋の合同の600億トルコリラの発行が行われ、87年にも、260億トルコリラの所得分与証券と4000億トルコリラの外貨連動の所得分与証券が発行された（第13表）。

企業のコマーシャルペーパーについては1986年に、CMB（Capital Market Board）の認可によって、3カ月から1年の発行ができるようになった。しかし、これが拡大したのは、投資家がそれを信用し始め、また、興味をもつようになった1987年になってからである。また、1986年には銀行および投資銀行は金融債を売却して、短期資金を入手できるようになった。

投資信託も1987年に450億トルコリラでスタートした。これは1987年の株価高騰をもたらしたといわれている。このようにして、資本市場は1986年から

第13表 証券発行額

（単位：10億トルコリラ）

	1986	1987	1988	1989	1990
公共部門	3,521	6,990	8,931	17,279	19,479
政府債	1,243	2,518	3,816	9,061	10,819
財務証券 ¹⁾	1,788	3,812	5,115	7,634	8,255
利益分与証券	220	660	—	400	404
住宅証書	—	—	—	184	—
民間部門 ²⁾	274	682	1,138	2,303	6,308
債券	111	317	211	605	762
株式	102	187	365	972	4,142
利益・損失分与証券	1	1	—	2	4
銀行証券	60	76	238	98	330
コマーシャルペーパー	—	56	271	465	215
投資信託	—	45	53	161	855
総計	3,526	7,672	10,069	19,582	25,786

(注) 1) 発行日価格。

2) 資本市場委員会による発行認可額。

(出所) Central Bank of the Republic of Turkey, *Annual Report 1990*, 1991年。

多様化していった。そして、1988年には外国人投資家のイスタンブール証券取引所での参入も認可された。

3. 銀行組織の拡大

1989年末でのトルコの銀行組織は、トルコ中央銀行、32の全国銀行、21のその他商業銀行、そして9の開発および投資銀行があり、中央銀行を含めた銀行数は63行である。全国商業銀行は8の国有銀行と24の民間銀行からなり、その他商業銀行は5のトルコで設立された銀行と16のトルコに支店をもつ外国銀行からなる（第14表）。

最古の銀行はオスマンリュ銀行と、ジラーアト銀行で、設立はオスマントルコ時代の1863年である。ただし前者は全国商業銀行で株式会社組織であるが、後者は農業信用を主体とした国営経済企業体（SEE）である。

第14表 銀行部門の組織構成（1989年末現在）

(1) トルコ中央銀行（1931年設立）	1行
(2) 全国商業銀行	32行
A 政府保有 8行 Denizcilik Bankası Etibank Sumerbank Turkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankasıなど	
B 民間保有 24行	
(3) その他商業銀行	21行
A トルコ内で設立された銀行 5行	
B トルコ内に支店をもつ銀行 16行	
(4) 開発および投資銀行	9行
A 政府保有 3行	
B 民間銀行 6行	
a) トルコ資本銀行 2行	
b) 外国資本銀行 4行	
	総計 63行

（出所） Banks Association of Turkey, *Annual Report*, イスタンブール, 1989年版より作成。

銀行数は1982年半ばの54行（中央銀行は含まない）であったが、前記のように8行増加しているが、この間、銀行経営の悪化により合併などが行われている。公共部門の預金銀行については1982年半ばには11行あったが、89年には上記のように9行に減少している。行数の減少は民間銀行も同様であった。ちなみに前記のジラーアト銀行は、金融危機に瀕した3商業銀行を1983年に合併している。

次に、銀行部門への参入をみると、1981年に1行であったが、82年に3行、83年に1行、84年に4行、85年に4行、86年に5行、87年に1行のように順次、新規参入がある。これらの銀行は、外国銀行との合併形態をとり、ほとんどが店舗がひとつで、おもに貿易金融などに従事し、預金は受け取っていない。当初はこれらの銀行はそのノウハウを発揮し高い利益率を得ていたが、トルコ民族資本もそのノウハウの修得に努め、これらの貿易金融を拡大しているといわれる。

なお、本支店数でみると、1982年半ばには全銀行（中央銀行は含まない）で6329店舗であり、88年半ばでは6415店舗で86店舗しか増えていないように、70年代までの支店増加による過当競争時代はすでに終わり、その合理化が課題になっている。

第15表は現在の民間商業銀行部門におけるトルコ工業銀行（T. Is Bankası）を頂点とした寡占状態を示している。

最後に、銀行部門の効率化に関しては、とくに公共部門商業銀行の改革が著しい。その非効率な子会社の売却、貿易および消費者金融への参入、投資信託や金商品の売却などである。そして、コンピュータ化、クレジットカードの導入など近代的なバンキングが出現している。しかし、銀行部門は預貸金利差を勘案すると、国際水準からみると非効率なままである。

以上、要約すると、1980年からの金利自由化政策は、金利競争の激化をへて、82年半ばには深刻な金融危機を生ぜしめ、金融市場を混乱させ、83年末には再び金利規制化が行われるようになった。その後、自由化一規制化をへ

第15表 主要民間商業銀行（1989年末）

(単位：10億トルコリラ)

	設立年	授權資本金	支店数	預金残高	利子収入
T. Is Bankası	1924	250.0	947(8)	8,776.4	2,284.1
Akbank	1948	500.0	617	4,939.3	1,622.8
Yapi ve Kredi Bankası	1944	300.0	598(1)	4,918.5	1,071.1
T. Garanti Bankası	1954	200.0	297(1)	3,019.0	754.0
Pamukbank	1955	200.0	190	2,596.7	696.1
Turk Ticaret Bankası	1913	50.0	410	2,193.0	812.4
Sekerbank	1954	40.0	169	558.6	275.3
24全国民間商業銀行計		2,205.6	3,501(10)	31,149.7	8,975.3
預金残高上位1行シェア(%)		11.3	27.1	28.2	25.5
預金残高上位3行シェア(%)		47.6	61.8	59.8	55.5
預金残高上位7行シェア(%)		68.8	92.2	86.7	83.7

(注) 支店数のカッコ内は海外支店。

(出所) 第14表に同じ。

て、現在では金利は自由化されているが、その過程も決してスムーズなものではなかった。そして、その過程で生じた不良債権の処理や銀行監督強化、銀行の経営体質改善の自助努力は現在でも依然重大な課題となっている。

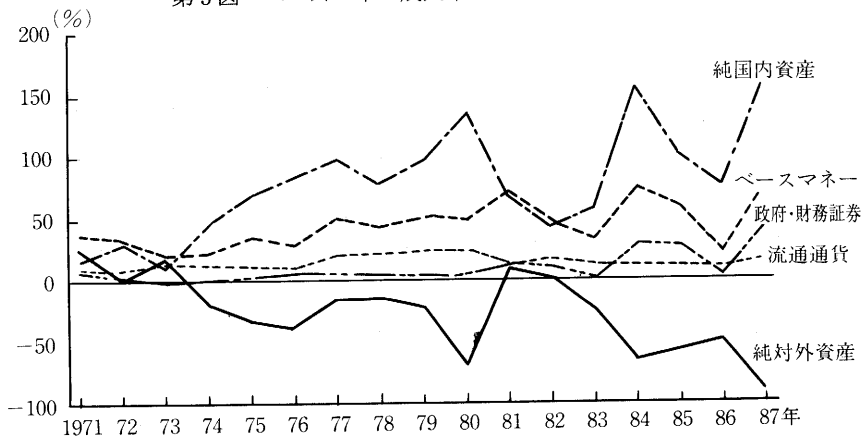
第4節 金融市場の構造変化

一般に、金融自由化が成功するためには、経済安定と適正な銀行監督が必要であるとされているが、トルコの場合には1980年代を通じて、大幅な財政赤字を原因として高率のインフレが進行するとともに、銀行部門の監査が不十分であった。また公共部門赤字による民間部門投資のクラウディングアウト、民間部門投資における製造業部門投資の低迷などの現象がみられた。金融部門の効率化は、外国資本銀行の参入による競争の激化、インターバンク市場の創設、急速な金融革新などによって進行してはいるが、金融仲介コストの低下は生じていない。

第3節で述べたように、金融自由化や金融革新が進んではいるものの、その成果は十分に達成されてはいない。IMFおよびトルコ政策当局が、とくに重視したインフレの抑制には成功していないからである。高率のインフレの進行は、そもそも、政策決定者が国内選挙を意識し政府公共部門の借入需要を増大させていることにある。これは、政府証券の利子率を引き上げ、消化を容易にして、その分民間投資をクラウディングアウトしているのである。また、高い流動性準備率と支払い準備率は銀行の貸出利子率を引き上げており、民間製造業部門の長期投資を阻害している。

一方、中央銀行は、とくに1986年からのファイナンシャル・プログラムで、量的な規制によるマネーサプライのコントロールからリザーブマネーあるいは中央銀行マネーのコントロールによるマネーサプライの増加の抑制に政策を転換してはいるものの、結局は財政当局の圧力に屈服している。近年では中央銀行は政府・公共部門への信用創造の量的な上限設定、限度枠を超えた信用創造に対する金利の賦課など、放漫な財政赤字の受容を拒否する政策をとり始めているが、政府・公共部門への信用創造の抑制は事実上できておらず、ハイパワードマネー（H、あるいはベースマネー）は急増している（第3

第3図 ベースマネー成長率とその要因（寄与率）



(出所) トルコ中央銀行資料から作成。

図) ⁽¹⁵⁾。

このようにして、結果的には財政赤字、あるいは公共部門借入必要額の上昇を主たる原因としてマネーサプライはコントロールされておらず、その結果としてのインフレは抑制されていない。このインフレはスパイラル現象としても分析されている。トルコリラの継続的な減価による輸入価格の上昇、賃金引上げ、物価水準の上昇、トルコリラの減価が生じているのである。そして、財政赤字ファイナンスのための政府証券の大量発行は、国民のインフレマインドをいっそう高め、その習慣を断ち切ることが難しくなっている⁽¹⁶⁾。

他方、政府証券の市中消化のための実質金利は高くなりがちで、政府証券は金融市場において民間部門の発行する証券をクラウドイングアウトしており、金融資産に占める政府証券の割合はきわめて高い水準にある。また、高インフレを反映して、銀行預金金利そして銀行貸出金利も高くなる。この銀行貸出金利は、マークアップを通じ、借入企業の生産物価格を押し上げる。このことは、付加価値における賃金支払い割合を低め、所得分配を悪化させているのである⁽¹⁷⁾。

政府証券の大量発行を消化するため、通貨当局は、とくに銀行部門の政府証券保有を促すインセンティブ政策を実行している。銀行に課せられた流動性準備と支払い準備に占める政府証券の割合は近年上昇の一途にあるが、これは得られる実質利子率の高さ、デフォルトの危険がないことに加え、1986年からスタートしたインターバンク取引の担保や、政府関係事業の入札の保証金として用いることができるからでもある。

次に民間企業部門の資金調達の側面を第16表でみると、トルコでは民間企業の銀行依存が高いこと、あるいは資本市場からの資金調達割合が低いことが分かる。公共部門の資金調達が急増し、イクイティファイナンスによる民間資金調達がクラウドイングアウトされていることに加えて、(1)家族経営企業が支配的でディスクロージャーをとまなう株式公開に消極的であること、(2)銀行のオーバーレンディング、(3)大企業と銀行の密接な関係(財閥グループ

第16表 民間部門の外部資金調達
(単位：10億トルコリラ)

	銀行部門	資本市場	計	資本市場の割合 (%)
1972	50.9	2.8	53.7	5.2
1973	67.2	4.8	72.0	6.7
1974	86.5	7.0	93.5	7.5
1975	123.8	9.1	132.9	6.9
1976	164.4	12.0	176.4	6.8
1977	209.8	15.8	225.6	5.5
1978	267.5	21.1	288.6	7.3
1979	369.2	32.2	428.4	7.5
1980	689.2	71.0	760.2	9.3
1981	1,230.6	110.9	1,341.5	8.3
1982	1,738.4	227.7	1,966.1	11.6
1983	2,338.4	292.3	2,630.7	11.1
1984	3,163.7	404.1	3,567.8	11.3
1985	5,175.5	587.4	5,762.9	10.2
1986	8,992.4	802.2	9,794.6	8.2
1987	13,936.2	1,420.5	15,366.7	9.3
1988	15,296.6*	2,390.1	17,686.7	13.5*

(注) (1) 商業銀行および開発銀行からの融資。

(2) 株式、社債およびコマーシャルペーパーの総計。

* 1988年時。

(出所) Central Bank of the Republic of Turkey, *Annual Report 1988*, イスタンブール, 1989年。

の存在), (4)銀行借入に有利な税制, などの要因が指摘されている⁽¹⁸⁾。

データは若干古いだが, 500大工業企業の資金調達をみても(第17表), 公共部門, 民間部門とも, 債務性資金調達が全体の60%を占めている。なお, この500社はイスタンブール商業会議所 (Istanbul Chamber of Commerce) が選んだもので, 90社が公共部門, 410社が民間部門で, これらはトルコの工業部門における付加価値の48%, 雇用者の29%, 輸出の45%を占めている。内部資金調達は自己資金と純所得からなり, 前者は払込み資本, 再評価資金および内部留保からなる。外部資金調達は銀行借入および, 新株発行, サプライアーズクレジット, 債券, コマーシャルペーパーなど債務証券発行からなる。な

第17表 500大企業の資金調達源

(%)

	1983	1984	1985	1986	1987
自己資本	25.3	35.3	33.2	30.6	28.5
公共部門	22.1	38.6	36.4	34.3	31.7
民間部門	30.0	31.2	27.0	24.8	24.0
純所得	6.1	8.7	9.5	8.5	9.5
公共部門	4.0	7.9	9.8	7.4	6.6
民間部門	9.3	9.6	9.1	10.2	13.7
債務	68.6	56.0	57.3	60.6	62.0
公共部門	73.9	53.5	53.8	57.7	61.7
民間部門	60.7	59.2	63.9	65.2	62.3

(出所) Banks Association of Turkey, *The Turkish Financial System from the Investors Perspective*, Working Reports Series No. 1, イスタンブール, 1989年。

お、1984年に固定資産算定プロセスが変わり、株式の割合が増大したが、その後は全体としては、銀行借入の割合が上昇している(84年の56%が87年には62%)。そしてこの銀行借入は全体としては62%が短期(民間部門75%、公共部門53%)である。

このように、実質借入金利が高く、企業の銀行ローンへの依存度が高いために、主要企業の生み出す付加価値に占める金利負担は上昇している。そして、金利の急騰に対して企業は弱く、このことはトルコの銀行システムを不安定化させている。また、不良債権が増大すると金融仲介コストの上昇は健全な企業に課せられるという問題もある。

第5節 金融自由化の問題点

——結びにかえて——

1980年初頭からのトルコにおける金融自由化とくに金利自由化は、緊縮的財政金融政策下で、金利競争の激化およびブローカー危機を経て、金融市場

を混乱させただけで当初の目的を達成することはできなかった。

その後の規制下での金利の調整をみると、負の実質金利や長短金利の逆転が生じたり、一方、1985年から正の実質金利が実現され、長期の預金のシェアが高まった。その後、1987年からの金利の自由化は、直後の金利競争に対する中央銀行の介入はあったが、現在まで維持されている。この間の金利の調整は、変動幅が大きく、そして高いインフレ下では、不十分かつ遅れがちで金融市場を混乱させた。

この高率のインフレは政府公共部門の借入必要額の増大によるものであり、その融資のための政府証券は民間企業の資本調達をクラウドディングアウトしているのである。

他方、政府証券の保有を促すとともに、インフレ抑制的な高い流動性比率と支払い準備率は銀行の調達資金コストを高めている。これに金融仲介コストを加えた貸出金利はきわめて高くなっており、借入企業の金利負担を高め、その付加価値に占める比率を高める一方、賃金分配率を低下させている。他方で、民間製造業部門での投資は停滞している。

最後に、このような、トルコでの金融自由化を考察したうえで、いくつか重要と思われる点を指摘したい。第1に、1980年代前半には、軍政下での緊縮的な安定化政策はインフレの抑制の面では成功したかのようにみえた。しかし、この現象の背景には、強権による物価・賃金の凍結があった。それゆえ、この短期間でのインフレ抑制の成果はヘテロドックスな調整政策が生み出したともいえよう。

第2に、金利の自由化は銀行間での金利競争による金利の急騰を経て、商業銀行そして金融ブローカーの経営を圧迫し、金融システムへの信頼性を損ねてしまった。市場メカニズムに依存するための自由化は、その当初の資源配分の合理化そして銀行部門の経営の合理化という目標を達成することができなかった。この金融自由化を成功させるためには、中央銀行の適切な監査という、いわば規制強化が同時に必要であるとの反省を促すこととなった。

第3に、資本市場、とくに証券市場の育成政策の結果は、今のところ政策

当局者の期待を裏切ったものとなっている。これは、株式公開などの証券の供給および投資需要のビヘイビアが変化していないことを示している。一方で、銀行借入に有利な税制があり、他方で株価が急騰してから一転して低迷するなど株価の著しい不安定が証券市場の発達を阻害しているのが現状である。

最後に、1980年代後半からの金利の上昇は、インフレを抑制するのではなく、インフレを継続させるのであるというストラクチャリストの議論があてはまる。すなわち金利の上げは、投資の低下による有効需要の低下、そして物価下落をもたらすよりも、供給価格を引き上げ、スタグフレーションを招きやすいのである。

〔注〕 _____

- (1) 1970年代後半の調整の不十分さについては世界銀行、バラッサ (Balassa)、クルーガー (Kruger) などによる研究などきわめて多くの研究があり、それらの研究にも言及した Senses, F., "Turkey's Stabilization and Structural Adjustment Program in Retrospect and Prospect," *Developing Economies*, 第29巻第3号, 1991年9月, 210~234ページ, および山田俊一「外生ショックと途上国の政策反応」(堀内昭義編『国際経済環境と経済調整』アジア経済研究所, 1990年, 67~90ページ) / 同「トルコの累積債務問題と調整政策」(堀内昭義編『累積債務と財政金融』アジア経済研究所, 1991年, 111~150ページ)などを参照されたい。
- (2) IMFとトルコ政府との交渉のプロセスや国内の政治経済論議については Okyar, O., "Turkey and the IMF: A Review of Relations, 1978-82," J. Williamson編, *IMF Conditionality*, ワシントンD.C., Institute for International Economics, 1985年 / Ramazanoglu, H., "The Politics of Industrialization in a Closed Economy and IMF Intervention of 1979," 同編, *Turkey in the World Capitalist System*, オルダージュット, Gower, 1985年 / Senses, F., "Short-term Stabilization Policies in a Developing Economy: The Turkish Experiences in 1980 in Long-term Perspectives," Ramazanoglu編, 同上書所収, 130~160ページなどを参照されたい。
- (3) このような1970年代後半の金融市場の特徴を分析したものに, Hale, W., *The Political and Economic Development of Modern Turkey*, ロンドン, Croom Helm, 1981年, 141~160ページ / Inselbag, I.; B. Guletekin,

- “Financial Markets in Turkey,” T.F. Nas; M. Odekon, *Liberalization and the Turkish Economy*, ニューヨーク, Greenwood Press, 1988年, 129～140ページや*Euromoney*のトルコ特集がある。
- (4) Hale, 前掲書, 157ページ。
- (5) Celasun, M.; D. Rodrik, “Turkish Experience with Debt: Macroeconomic Policy and Performance,” J. Sachs編, *Developing Country Debt and the World Economy*, シカゴ, University of Chicago Press, 1988年, 197ページ。
- (6) マネタリーベースとマネーサプライの関係についてはKeyder, N., “The Money Stock Determination in Turkey, 1970-1984,” *Studies in Development*, METU, 第12巻第1・2号, 1985年, 1～26ページ, マネーサプライのコントロールについてはFry M.J., “Money Supply Responses to Exogenous Shocks in Turkey,” T.F. Nas; M. Odekon編, 前掲書所収, 85～114ページなどがある。なおフライはきわめて多くの実証分析をトルコについて行っており, これらについてはFry, M.J., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, パルティモア; ロンドン, John Hopkins University Press, 1988年を参照されたい。
- (7) 1980年代初頭からのIMF, 世界銀行とトルコ政府との交渉内容については, Okyar, 前掲論文/Kopits, G., *Structural Reform, Stabilization and Growth in Turkey*, IMF Occasional Paper No. 52, ワシントンD.C., 1987年/Kirkpatrick, C.; Z. Onis, “Turkey,” P. Mosley; J. Harrigan; J. Toyne編, *Aid and Power*, Vol. 2, ロンドン, Routledge, 1991年, 9～38ページを参照されたい。
- (8) IMFの専門家たちは, ネガティブな金利体系がトルコの1970年代後半の経済成長の停滞の原因と捉え, 実質で正の金利政策導入を強く勧告した。このIMFの当時の研究には, IMF, *Interest Rate Policies in Developing Countries*, Occasional Paper No. 22, ワシントンD.C., 1983年があり, これには現中央銀行サラジョール総裁が当時執筆している。
- (9) Inselbag; Culetekin, 前掲論文。
- (10) Dias-Alejandro, C., “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash,” *Journal of Development Economics*, 第19巻第112号, 1985年9・10月など, 途上国での金融自由化のもたらす金融市場の混乱に関する分析も多く, トルコのケースも金融危機をもたらしたケースに含められている。そして, IMFや世界銀行が政策勧告の背景としているマッキノン=ショウ仮説に対しても多くの反論, そして経験からの反省もあり, 詳細についてはFry, *Money Interest, ……*やMaKinnon, R.I., “Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs,” G. Ranis; T. Paul Schultz編, *The State of*

Development Economics, オックスフォード, B. Blackwell, 1988年, 386~410ページなどを参照されない。また, 現トルコ政府中央銀行総裁も, Saracoglu, R., "Economic Stabilization and Structural Adjustment: The Case of Turkey," V.M. Goldstein Corbo; M. Kahn編, *Growth-Oriented Adjustment Programs*, ワシントンD.C., IMF; World Bank, 1987年で, トルコでの金融自由化のネガティブな教訓に言及している。

- (11) Yamada, T., "Reevaluation of Monetary and Fiscal Policies: Undesirable Effects of Structural Characteristics the Turkish Economy," F. Sensves; T. Yamada, *Stabilization and Structural Adjustment Program in Turkey*, Joint Research Programme Series No. 85, 東京, IDE, 1990年。
- (12) 山田「外生ショックと……」を参照されたい。
- (13) これらの評価については, Saracoglu, 前掲論文/Celasun; Rodrik, 前掲論文/Senses, "Turkey's Stabilization……,"/Kirkpatrick; Onis, 前掲論文を参照されたい。
- (14) この世界銀行の勧告については章末の資料1, 金融制度の沿革については資料2を参照されたい。また, 本節は中央銀行, トルコ銀行協会 (Banks Association of Turkey) の文献によっている。
- (15) このような, トルコの貨幣需給の変動を政治的循環に求める議論は, 一般によく知られている。オザル政府の自由化などの構造調整の側面と, 国内の政治基盤確保のための拡張的財政・金融政策の両面をもっているという議論については, とくに, Rodrik, D., "Premature Liberalization, Incomplete Stabilization: The Ozal Decade in Turkey," M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan; L. Meridor編, *Lessons of Economic Stabilization and Aftermath*, ケンブリッジ (マサチューセッツ), MIT Press, 1991年, 323~358ページを参照されたい。中央銀行マネーの抑制策については, Central Bank of the Republic of Turkey, *Central Bank Money*, イスタンブール, 1990年/Ersel, H., "Monetary Policy in a Changing Financial Environment: The Recent Turkish Experience in Monetary Programming," イスタンブール, Central Bank of the Republic of Turkey, 1990年を参照されたい。
- (16) Onis, Z.; S. Ozumucur, "Exchange Rates, Inflation and Money Supply in Turkey," *Journal of Development Economics*, 第32巻第1号, 1990年は物価水準, 為替減価, 内生的マネタリーベースなどの間の因果関係を分析し, トルコのインフレの貨幣的な側面よりもサプライサイドの重要性を主張している。
- (17) マネーサプライの抑制などの金融政策は, 金融部門に寡占的構造などがある途上国では金利引下げは実質所得の低下と物価水準の上昇を引き起こすというストラクチャリストの議論については, Porter, R.C.; S.I. Ranney, "An

Eclectic Model of Recent LDC Macroeconomic Policy Analysis,” *World Development*, 第10巻第9号, 1992年, 751~765ページ, およびKirkpatric, C.; Z. Onis, “Industrialization as a Structural Determinant of Inflation Performance in IMF Stabilization Programs in Less Developed Countries,” *Journal of Development Studies*, 第21巻第3号, 1985年などを参照されたい。なお, マネタリーベースの需給の変動(増加)要因の分析については, Keyder, 前掲書/Yamada, 前掲論文を参照されたい。

- (18) このような要因は多くの場で議論されているが, ここではBanks Association of Turkey, *The Turkish Financial System from the Investors Perspective*, Working Reports Series No. 1, イスタンブール, 1989年を引用した。

〔資料1〕 金融市場の改革における世界銀行との関係

SAL I (2億5000万ドル, 1980年3月承認)

- 1 輸出促進
- 2 公共投資
- 3 国内資源動員
 - ① 財政赤字削減
 - ② 銀行預金金利引上げ
 - ③ 金融市場改革の研究
- 4 債務管理

SAL II (3億ドル, 1981年5月承認)

- 1 輸出促進
- 2 輸入自由化
- 3 財政金融政策
 - ① 税制度の再編, VATの1982年度導入, 税行政の強化(金融取引税率は25%から15%に引き下げられた。税務署, 税務署員の増加)
 - ② 正の実質金利による貯蓄奨励(正の実質預金金利は維持され, 貸出金利は自由化された)

- ③ 金融市場委員会設立による金融市場の発展（税行政への予算割当の増加、
CMB〔Capital Market Board〕の1982年2月の設立）

- 4 公共投資の合理化
- 5 SEE改革
- 6 エネルギー価格政策

SAL III（3億450万ドル，1982年7月承認）

- 1 SEE改革
- 2 公共投資
- 3 輸入自由化

SAL IV（3億80万ドル，1983年5月承認）

- 1 1984年プログラムの発展
- 2 公共投資および高位優先プロジェクトのいっそうの合理化
- 3 輸入自由化のいっそうの進展
- 4 金融取引税水準の引下げ

1983年1月から84年6月の間に段階的に引下げ。このことによる歳入不足を補償する他の税源をみつける（金融取引税は1983年に15%へ、84年には3%へ、86年には1%へ引き下げられた）

SAL V（3億7600万ドル，1984年6月承認）

- 1 第5次5カ年計画の完成
- 2 公共投資プログラムの実施
- 3 輸入数量規制の除去の進展および関税体系の合理化
- 4 エネルギー・プログラムの準備
- 5 債務管理コンピュータ設備の設置
- 6 金融部門改革（ほとんどの手段はSAL V開始時では実施中）
 - ① インターバンク取引税の廃止
 - ② 銀行の標準化会計報告の再検討の準備
 - ③ 財務省ボンドの流通方法の多様化と発行
 - ④ 株式・ボンドを公募する会社標準システムを導入するプログラムの準備

- ⑤ 外部監査に関する法の実施
- ⑥ 証券取引の開始 (ISE [Istanbul Stock Exchange] は1986年初めには取引開始)
- ⑦ 銀行営業経費の削減をもたらす税制インセンティブの研究

(注) カッコ内は世界銀行の評価。

(出所) Kirkpatrick, C.; Z. Onis, "Turkey," P. Mosley; J. Harrigan; J. Toye編, *Aid and Power*, 第2巻, ロンドン, Routledge, 1991年, 20~25ページ。

[資料2] 金融制度の沿革

- 1980年 1月 1月プログラム
 - 7月 定期性預金金利および貸出金利規制廃止
 - CDの発行開始
- 1981年 7月 資本市場法 (Capital Market Law) 立法化
- 1982年 1月 資本市場委員会 (Capital Market Board: CMB) 設立
 - 6月 銀行法を第70号令に改正
 - 貯蓄預金保険基金設立
 - 銀行は統一会計基準原則を課せられる
- 1983年 1月 準備率を一律25%引下げ (それまで当座預金35%, 定期性預金30%)
 - 7月 銀行法 (第70号令, 第2810号法, 83/4/5にもとづく)
 - 12月 オザル内閣成立, UTFT創設
 - 中央銀行は3ヵ月期間内で預金金利の上限設定
 - 貨幣信用委員会 (Money and Credit Board) 復活 (1980年設立, 82年廃止)
- 1984年 2月 利子収入の源泉課税率引下げ (20%から10%へ)
 - 商業銀行為替レート自由化 (中銀レートの上下8%内)
- 11月 ボスポラス橋の所得分与証券の発行 (100億トルコリラ)

- 12月 銀行は外部監査による会計が課せられる
- 1985年 1月 優遇輸出金利の廃止
 - 5月 新銀行法 (UTFTの監査権限拡大, 3182号法)
政府証券の週競売 (weekly auction) の開始 (3182号法)
- 1986年 1月 イスタンブール証券取引所再開 (OG. 18 Dec. 1985)
 - 4月 インターバンク資金市場開始
- 1987年 2月 公開市場操作開始
 - 6月 投資信託 (mutual fund) 開始
 - 7月 1年物の定期性預金金利の自由化 (1年未満については固定金利のまま) (Decree No. 87/11921, 30 June 1987)
 - 12月 上場企業の外部監査導入
- 1988年 2月 2月4日プログラム (安定化政策), 預金金利規制化
 - 5月 不良債権令 (仮訳. 1999年5月23日)
 - 7月 外国人投資家のトルコ資本市場への参加
 - 8月 外貨取引の部分的自由化
消費者金融開始, クレジットカード発行開始
 - 10月 預金金利規制廃止
- 1989年 4月 公的金市場の開始
 - 5月 長期変動金利型貯蓄預金の許可 (CBT, Com. 12 May 1989)
 - 8月 閣僚会議, Decree No. 32発表 (OG. 11 Aug. 1989), トルコリラ交換性回復
 - 10月 UTFT, BIS規制の遵守決定 (OG. 25 Oct. 1989)