

急速に広がるイスラム金融市場

武藤 幸治 Koji Muto

立命館大学太平洋学部 教授
(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

なぜ今イスラム金融か

イスラム諸国における証券金融市場が賑わいを見せている。中でもイスラムの教義に則ったイスラム金融の急伸が際立っている。スクーク（イスラム・ボンド）¹と呼ばれる馴染みのない債券発行が中東産油国のみならずマレーシア、ブルネイなどアジアの国においても相次いでいる。2005年は上半期で前年の年間発行高を上回る73億ドルに達している。²イスラム・ボンドは1980年代に発行されたことがあるが、その頃はまた、スクークという名称さえなかった。今世紀に入ると2001年にマレーシア中央銀行、バハレーン政府が発行したのが皮切りとなり、イスラム各国で発行が相次いでいる。2003年にはサウジアラビアに籍を置くイスラム開発銀行³が4億ドル、カタール政府が7億ドルを発行、04年にはドバイが空港拡張のため10億ドルにも及ぶ巨額のスクークを発行するに至ったが、いずれも数倍の倍率で応募があり過熱化の様相さえ帯びている。これに象徴されるイスラム金融の市場規模はここ数年2桁で伸び続けており、イスラム世界を超えて欧米にも浸透している。

拡大要因としては①石油価格上昇に伴いイスラム諸国の金融資産が拡大していること、②イスラム金融市場が整備され、域内において運用される比率が高まったこと、③2001年の同時多発テロ以来米国からの資産移動が起こったこと、④一般の金融商品よりも安定、安心との認識が高まり、域内外の非イスラム教徒の運用が増えていることがあげられる。

第一点についていえば、ニューヨーク商品取引所 (NYMEX) で暴騰する WTI という米国産原油の先物市場に引きずられる形で中東原油は上昇を続けている。2005 年 9 月はじめには 1 バレル 70 ドルに達したが、100 ドルに達するとする見方さえある。イスラムが忌み嫌う投機家達の行動が産油国を潤すという皮肉な結果をもたらしている。実際の原油取引価格にも反映される結果、石油輸出国機構 (OPEC) 諸国の収入は 2004 年には前年比 39%、05 年は 27% 増と見通される。⁴ 過去の原油高騰と異なり OPEC 諸国は表舞台に現れないので消費国の非難に晒されることもなく増収に潤っている。政府に入った石油収入は国内債務の返済、新規プロジェクト投資、新規雇用あるいは特別交付などを通じて国内に支出され、景気を刺激している。中東の投資可能な個人資産は 7500 億ドルとも推定される。⁵ 石油価格急騰で潤う湾岸産油国ではイスラム金融市場だけでなく株式市場も活況を呈しているし、不動産投資も活発で、久々のバブルに沸いている。⁶

第 1 表 中東 OPEC 諸国石油収入 (金額単位 10 億ドル)

2004E	2005F	増減率%	2006F	増減率%
22.7	29.8	31.3	30.4	2.0
32.2	41.0	27.3	43.3	5.6
18.2	19.3	6.0	19.4	0.5
27.4	36.9	34.7	40.3	9.2
18.2	23.9	31.3	24.8	3.8
13.5	17.0	25.9	17.2	1.2
115.6	150.1	29.8	154.3	2.8
30.2	39.0	29.1	42.7	9.5
338.3	429.8	27.0	447.2	4.0

出所：米エネルギー省 EIA, OPEC Revenues Fact Sheet

<http://www.eia.doe.gov/emeu/cabs/opecrev.html>

(last access 14, Oct 05)

中東産油国に余剰資金を生じさせている要因はそれだけでない。2001 年 9 月の同時多発テロ以来米国に投資していた産油国資本が一部はヨー

ロッパに、一部は本国に還流したと見られる。⁷ 米国とイスラム諸国の関係悪化、米国におけるイスラム教徒のイメージの悪化は、反動として中東だけでなく世界のイスラム教徒の米国離れを起こさせた。金融面でも米国依存を脱する動きが活発化、それを支えるようにイスラム諸国においては独自の金融市場の整備、拡大を推進した。

世界のイスラム教徒が持つ資産総額は1兆5000億ドルにのぼり、年率15%で増え続けているとも言われる。⁸ そうした資金をイスラムの協議に則って運用するイスラム金融機関は40カ国余りの国に265、総資本は130億ドル、預金高は2020億ドル、投資残高は1590億ドル、資産は2620億ドルと推定される。⁹ 40カ国の中には欧州も含まれるが、イスラム金融の中心はマレーシアとバハレーンである。中東ではイスラム銀行の預金が総預金額の20-30%、マレーシアでは12%に達しているが、特に若い人が利用するのが特徴である。¹⁰ それはイスラム金融商品が「金利」か「アッラーの教え」かの選択を迫るものでなく両方の魅力を備えるようになったからでもある。

以下では中東産油国のバハレーンとマレーシアのケースを示しながら、特にスクークに焦点を当てイスラム金融市場の近年の発展と実態とその課題について取り上げてみたい。

スクークとなにか

通常イスラムボンド (Islamic bond) と訳されるスクークは資金調達手段の一種でありボンドの性格を有する。通常のボンドとの基本的な相違は¹¹ イスラム法シャリーアが営利を目的とした「金貸し」を認めないことに求められる。¹² イスラム金

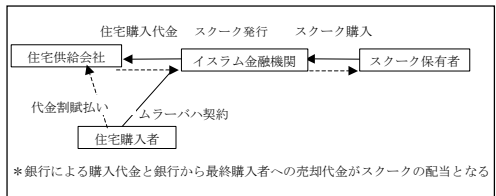
融機関は金貸しとしての金融を展開して利益を上げなければならない。代って考え出されたのが商品・サービスの売買、リース(レンタル)、取引仲介、そして出資などによる資金運用である。¹³ スクーク発行で調達した資金運用についても同じ原則が適用される。スクーク資金は売買契約に伴う支払手段か投資事業資金調達の手段として使用されるので、財

の取引（実取引）が伴わなければならない。さらにスクーク保有者は原契約に対して当事者としての権利を有する。単に担保資産の確保という意味合いではない。

例えば、住宅ローンに相当するケースを取り上げよう。イスラム金融機関が住宅購入者に融資するにはいくつかの方法がある。ひとつはムラーバハと呼ばれる仕組みで、銀行が購入希望者に代わって現金払いで住宅を購入、これにマークアップを上乗せした価格、分割払い等の決済の条件で購入者に転売する仕組みを指す。銀行は貸出金利ではなく売買代金の差益を得る。ここで不動産業者が販売もしくは賃貸に住宅ビルを購入するケースを取り上げてみよう。不動産業者が金融機関とムラーバハ契約を結ぶことで金融機関がスクークを発行して資金を調達する。あるいは金融機関と各戸の購入者の間でムラーバハ契約を結び、それらの総支払い残高をスクークとして発行する。発行者と不動産会社は支払い完了時まで代金徴収のマネージメント委託契約を結ぶ。対象物件を担保にする契約も可能である。新規住宅開

発など現存しない物件については後述するイスティスナー、また対象物件が賃貸に供される場合はイジャーラ契約をベースにしたスクークを発行できるが基本的なメカニズムは同じである。現実にはむしろこの種のスクーク発行が多い。また、イスラム金融機関は複数の住宅販売や車のローンの残存代金をまとめてスクークを仕組むことがある。

第1図 ムラーバハ・スクークの概念図



出所：著者作成

特に、近年新規不動産開発や産業プロジェクト資金の調達手段として、イスティスナー（Istisnaa'）と呼ばれる原契約に基づくスクークを発行するケースが増えている。イスラム法は現存しない財の取引を原則禁止しているが、特定の条件を満たす契約形態を特例として認めている。¹⁴ イスティスナーとは文字通り製造さ

せることを意味する。イスラム法では工業製品もしくは類似する商品の製造を発注する契約を指す。対象となる財が契約時点で現存しなくても、スペック、数量、価格と商品引渡しの期日が確定すれば契約は合法、前払いも可能になる。イスラム金融機関は商品の提供者として購買者との間でイスティスナー契約を結ぶ。これに基づき購買者として金融機関は製造者との間に別のイスティスナー契約を結ぶ。後者をパラレル・イスティスナーと呼ぶことがある。それぞれの契約は独立しており、最終購入者と製造業者の間には権利義務は生じない。しかし、イスラム金融機関に製造過程や製品管理に関する専門知識がないので、通常金融機関は最終購入者との間に管理、チェック等に関する委託契約を結ぶ。この取引形態ではスクークは金融機関が発行しする。売買価格の差が利益になることはムラーバハと変わらない。

対象商品（物件）がデベロパー等事業主によってリースに供されるケースも多い。この際発行されるスクークはイスティスナー・イジャラ・スクーク（以下「IIS」と略す）

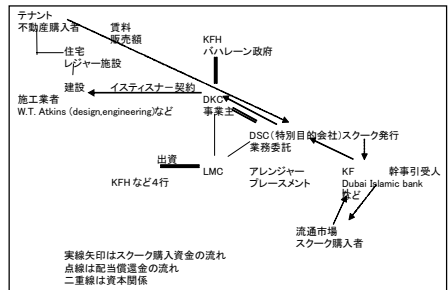
と呼ばれる。¹⁵ここでは事業主（デベロパー）が賃貸もしくは販売用住宅開発プロジェクトに必要な資金を前述のスクークを発行して調達するケースを説明する。下図はバハレーンが進めている住宅、レジャー施設とそのため的人工島建設プロジェクトに伴うスクーク発行を例示したものである。事業主は Durrat Khaleej Al-Bahrain (DKC) という会社でバハレーン政府とクウエートファイナンス・ハウス (KFH) のバハレーン子会社の合弁出資である。総工費約10億ドルのうち、一部は通常の融資、出資金で充当、スクーク発行では2億4000万ドルほど調達する計画と伝えられる。IISは開発事業にのみ充当され、住宅や土地の賃貸料収入が配当となって還元される。賃貸料収入を事前に予測してスクークは額面（1万ドル）利回りを3ヶ月LIBORプラス125ベイシス・ポイント（期間は2005年1月から5年間）と明示して売り出している。DKCは幹事（アレンジャー）になったリクイディティ・マネジメントセンター(LMC)にスクークの組成を依頼、LMCはスクーク発行、販売業務管理のため特別

目的事業体 (SPV)¹⁶ Durrat Sukuk Company を設立した。LMC はイスラム金融市場を活性化しようというバハレーン政府肝いりで 2002 年設立された投資銀行で、イスラム開発銀行、ドバイ・イスラム銀行、KFH、バハレーン・イスラム銀行が均等出資している。後述の業務に加えスクークのアレンジとプレースメントを行なっている。イスラム金融のもうひとつの特質であるイスラム法上の合法性判断も LMC のシャリーア委員会が行う。このバハレーンのプロジェクトでは 2004 年末に 1 億 2000 万ドル相当の IIS を発行し LMC の出資銀行やその他イスラム金融機関が引き受けている。やがてバハレーン証券市場にも上場されるなど流通市場に出回る予定である。その時期についてはイスラム法解釈の視点から資産が 50% 形成されるのを待たねばならない。単なる債権の売買でなくなるからと解釈されるからである。一般的にイジャラ契約は事業主がイスティスナー契約に基づく金額を完済した時点で消滅し、スクークは償還される。また、日本の REIT と異なりスクーク保有者が不動産所有

権を有する。

これ以外にもイクイティ・ファイナンスとも呼ぶべきムダーラバ契約やムシャラカ契約をベースにしたスクークも発行されている。ムダーラバ・スクークになると投資信託に近くなり、ムシャラカ・スクークになると株式と殆ど変わらなくなるから発行されるケースも少ない。

第2図 スクーク・イスティスナーの一例



出所：著者作成

バハレーンに本部を置くイスラム金融機関会計・監査基準機構 (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- AAOIFI) は 14 のスクークの種類と発行の要件 (対象となる資産の種類) を定めている。¹⁷

1. スクークを発行して現存する実物資産を証券化すること。スク

- ーク保有者は資産を共有する権利と収益の配分を受けられる。
2. スークを発行して実物資産を取得すること。スークは *sukuk ijara mowsufa bithima* (担保付スーク) と呼ばれ、投資家は購入資産に対する共同所有権と収益の配分を受けられる。
 3. 借地権を所有する者は当該資産の運用を目的にスーク (*sukuk manfa' at al-ijarah*—リース収益配当型スーク) を発行できる。
 4. リース目的で借地権を得ようとする者は *sukuk manfa' at al-ijarah mowsufa bithima* (担保付リース収益配当型スーク) と呼ばれるスークを発行できる。
 5. サービス事業を始めようとする事業家はそのサービス収益を対象にしてスーク (*sukuk milkiyat al khadamat*—サービス財産権付) を発行して必要な資金を調達できる。
 6. 将来特定時に特定商品を提供しようとする者は、将来入る販売代金を対象に *sukuk al salam* を発行して資金調達できる。
 7. 建設業者、開発業者、製造業者はその製品、物件を完成後引き渡すことを前提に、スーク (*sukuk al istisna' a*) を発行して製造費用、建設費を調達できる。
 8. 将来販売のために物品を購入しようとする者は、*sukuk al murabaha* (転売収益型) を発行して購入資金調達できる。スーク購入者は物品に対する所有権を確保できるし、予め決められた価格で販売する権利を有する。
 9. *Sukuk musharaka* (共同事業出資型) を発行して企業の資本もしくは特定事業資金を調達できる。スーク所有者は企業全体あるいは特定事業から生ずる利益と損失を分担する。
 10. 特定事業を始めようとする者 (*mudarib*) は *sukuk al mudaraba* (投資信託型) を発行してその事業に必要な資金を調達できる。スーク所有者はその事業についての損益を共有する。
 11. 特定資産、財、サービスを取得

しその運用を代理人に委託して収益を挙げようとする者はそれらの取得に必要な資金を、スクーク (sukuk al wakala) を発行して調達できる。スクーク保有者は資産、サービスから生ずるリスクと利益を分担する。

12. 農地所有者(もしくは借地権者)は農産物生産のために sukuk al-muzra' a (農産物生産委託) を発行できる。スクーク所有者は農産物に対する所有権を共有する。
13. 果樹園の所有者は灌漑などメンテナンスに必要な資金を sukuk al-musaqa (果実生産委託) を発行して得ることができる。スクーク所有者は果実に対する所有権を共有する。
14. 生産可能で耕作した農地、果樹を所有する者は sukuk al-mqarasa を発行して果樹、農地、果樹園維持に必要な資金を調達できる。スクーク所有者は農作物・樹木に対する所有権を共有する。¹⁸

AAOIFI が認める標準スクークの

種類は 14 で、基本的性格は①資産担保型と②事業出資型に大別できる。上述の 1~8 は前者に、9~14 は後者に属する。

マレーシアなどではバイ・アル・インナ (bai' al-'inah) とバイ・アル・ダイン (bai' al-dayn) という 2 つの取引をベースにしたスクークが発行されているが AAOIFI は認めていないし、中東地域では発行されていない。バイ・アル・インナというのは例えば、銀行など融資者がある品物 (シンガポールではダイヤモンドなどが名目的に使われている) を被融資者に後払いで売り、同時にそれより安い価格で現金で買い戻す取引を指す。ウラマーの大勢は個々の取引は合法でも二つの取引の目的は金銭の貸借を目的にした架空取引に極めて近いとして認めていない。¹⁹ マレーシア等ではこれを認め、残存代金に対する債権をバイ・アル・ダインと呼び、証券化して市場に売り出している。ここでは売買の継続であり、金銭債務でないと解釈し、マレーシアのシャリーア諮問委員会 (Shariah Advisory Board) は bai' bithaman ajil (代金後払いの売買) スクークとして

の発行を承認している。しかし、上述のように AAOIFI のリストには載っていない。

先頭を切るバハレーンとマレーシア

かつて中東の金融センターを自認したバハレーンは、長く続いた石油価格低迷で戦略変更を迫られた。その一環として考え出されたのが、イスラム金融センターとしての新たな市場活性化である。多分にマレーシアを意識しながら、マレーシアと同様一般金融とイスラム金融を並存させる基本的な戦略に立ち、70年代後半からバハレーン通貨局（BMA）が中心となって制度、組織面の整備に着手した。そして79年に最初のイスラム銀行が設立された。²⁰ 80年代に入るとイスラム銀行のオフショア進出を認めて、外資系イスラム銀行を誘致を始めた。以降認可件数は増え続け、02年現在、投資ブローカーを含むイスラム金融機関は26、総資産は26.5億ドルに達している。しかし、当座・普通預金が多い現状に見るように短期性負債が多い状況に対応するような流動性の高い金融商品がな

く、流通市場も発達していないことから金融機関はムラーバハ運用に特化せざるを得なかった。これでは発展に限界があると判断した金融当局はシャリーア上合法的な資産の証券化手法と流通市場開拓に乗り出した。前者では、イスラム金融機関同士がシンジケートローンを組むことを認めた。ついでイスラム金融機関に資産をプールすることを認め、共有資産を運用する形の共同投資ファンドの組成を承認した。実物取引の性格を維持していると解釈されている。こうして、ファンドはイスラム信託投資証券を発行し、資金を調達することが可能になった。金融機関の会計基準に関してはバーゼル委員会の規定が必ずしもイスラム銀行の性格に馴染まないため、BMAは2002年、AAOIFIの基準を採用することにした。イスラム諸国の中で最初に採用する国となった。²¹ 同時に「イスラム金融規則と重要情報開示ガイドライン(PIRI)」を作成、情報開示と金融機関のモニターを開始した。同年2月、政府は将来拡大が予想されるイスラム金融市場に備え、金融機関の資産運用のミスマッチ回避、適正流

動性確保、通常金融機関との調整、優良資産のプール等の業務を行う LMC (Liquidity Management Center) を設立した。LMC の設立はイスラム・インターバンク市場の創設の第一歩となり、やがて流通市場の発展を促すことになる。もともと金融センターとしてのバハレーンには国際的運用するべく湾岸産油国の資金調達場として位置付けているので、当初から国際イスラム金融市場の創設を目論んでいた。バハレーンなどイスラム諸国 5 カ国は共同で、スクークなどの国際間取引を促進すべく国際商品として認可を下す機関として IIFM (国際イスラム金融市場) を 2002 年創設した。さらには後述するように、イスラム諸国で作る金融機関の経営指標開発と人材育成を目指す機関 IFSB (Islamic Financial Services Board) の設立にも加わっている。

組織整備と平行してイスラム商品開発でも政府が積極的役割を果たしている。政府の意向を受けてバハレーン通貨局 (BMA) 2001 年 6 月にイスラム的短期国債を組成した。このときはスクークという名を冠してい

なかったが、性格はサラーム・スクークに分類される。スクーク発行で調達した資金で政府はアルミを代金先払いで購入 (政府系アルミ企業に融資)、現物入手後マージンを上乗せして販売する仕組みである。バハレーンには政府出資のアルミ精錬所があり、実際輸出している。BMA が発注者となり、商品入手後は政府に販売を委託する。この取引に合わせ、債券の期間は 3 ヶ月としている。第 1 回以降毎月発行総額 7500 万ドルを調達した。引受人は BIB を主幹事とする中東のイスラム銀行で、主幹事はこの取引では買い手の役割を果たしている。この政府債はイスラム金融機関に短期資金運用機会を作ったことで好評を博し、同年 9 月には初めてスクークの名を冠した BMA によるイジャーラ・スクーク (1 億ドル) の発行に導いた。イジャーラ・スクークは期間 5 年、利回りも 5.25% と高くなっており、中期商品として位置づけられる。この種の債券もほぼ毎年発行を続け、05 年半ばまでに 11 回総額 12.1 億ドルのイジャーラ・スクークを出して前述の Durrat Khaleej Al-Bahrain プロジェクトにい

たる。²²そして、これらイジャール・ス
タークはバハレーン証券取引所に上
場され、一般の金融商品と平行して
取引されている。因みに、マレーシ
ア発行のマレーシアグローバル・ス
タークも IIFM で国際商品として適
格と判断され、同国証券市場に上場
されている。そのほかイスラム開発
銀行などが発行した投資ファンドも
幾つか取引されている。このケース
ではクウェート・ファイナンス・ハ
ウスのバハレーン子会社が資金提供
するほか Liquidity Management Cen
ter (LMC) がアレンジャーとなっ
ている。4 回に分けて発行を計画し
ており、総額 5 億ドル相当に上るとみ
られる。2004 年末の第 1 回売り出し
は好調で 1 億 2000 万ドルの起債に対
し 1 億 5250 万ドルの応募があった。
LIBOR3 ヶ月物プラス 125 ベイシス
ポイント、年 4 回配当、償還 5 年（早
期償還可能）が条件である。次回以
降バハレーン市場のみならず周辺産
油国、イスラム諸国で販売する計画
である。イスティスナー方式の資金
調達、融資は産油国全体に広がっ
ている。イスラム開発銀行の融資の
40%はこの方式による。²³ 資金源と

しては預金運用の場合とこれを債券
として市場に売り出し、調達する方
法がある。2005 年はじめの時点でス
ターク発行高は 25 億ドルに達して
いると推定される。²⁴その後 2005 年
に、ドバイ港湾拡張（5 億ドル）、ク
ウェートファイナンスハウス 9 億ド
ルなどが発行されておりその金額は
急増している。

マレーシア政府がイスラム金融の
育成に腰を上げたのは 80 年代に入
ってからといってよい。野党や学生
しの間を広まるイスラム運動に対抗
する意味合いもあり政府は 83 年イ
スラム銀行法を制定してマレーシア
イスラム銀行 (BIMB) を設立した。
当初はブミプトラ政策に一環として
イスラム教徒の生活水準引き上げが
目的であった。ところが BIMB の営
業は、特に大衆預金の導入において
予想以上に成功を収めたのを受けて、
93 年には一般銀行、ノンバンクにも
イスラム金融部門の開設を認めた。
イスラム金融は国内に急速に普及し
て預金高は著増した。しかし、預金
が集まる一方で運用には宗教上の規
制がかかるし、イスラム銀行には長
期投資の経験もノウハウの蓄積もな

かった。銀行に過剰流動性が生じたのである。シャリーアの規定に反しない新しい商品開発と金融市場拡大が大きな課題となった。94年にインターバンク市場（IIMM）に関する規則を発出してイスラム銀行によるインターバンク・ムダーラバ証券（MII）発行、銀行間でのイスラム金融商品売買、手形決済を認めた。MIIはムダーラバ預金と同様のメカニズムを銀行間の取引に導入したもので、発行銀行は資金の運用であげた利益の一定比率を購入銀行に配当する。イスラム銀行にイスラム債の発行と購入を認めたものでオーバーナイトから1年まで短期性証券である。そのほか引受手形、抵当証券、社債が取引されている。²⁵ 同時に金融機関に政府投資債（GII）を中銀との間で売買することで流動性を調整することも認めた。イスラム法学者の間で議論の多い“限りなく債務に近い商品の売買”に踏み出したのである。²⁶ 83年以降政府はカルド・アルハサン（無利子無配当）方式でGIIを発行していたが、額面以下入札できるようにもなった。）が発行され、金融機関同士の資金融通が可能にな

った。一連の政策は「イスラム資本市場はマレーシアの資本市場拡大の一要素として機能」²⁷ するというマレーシアの戦略の具体化と読み取れる。90年代が国内におけるイスラム金融システムの構築であるとすれば2000年以降は国際イスラム金融センターとしての対外発展に向けられた。ラブアンオフショア金融市場へのイスラム金融機関の進出、IFSB（イスラム金融サービス協会）設立、そしてグローバル・スクークの発行がそうした事例である。1990年にボルネオの北西部ラブアン島をオフショア金融市場（以下「ラブアン」と略す）に指定し、外銀の誘致を図ってきたが、2000年以降は監督官庁であるラブアン・オフショア・金融サービス庁（LOFSA）内にシャリーアボードを設けてイスラム商品の取引が出来る環境を整えた。2002年にはプランテーション大手のクンプラン・ガスリーが発行した1億5,000万ドルのドル建てスクークが上場されている。ラブアンには5つのイスラム金融機関が内外から進出しており、バハレーン政府、カタール政府、サラワク州政府発行のイジ

ヤーラ方式のスクークを含み 2005 年 4 月現在国際金融市場で取引されるグローバル・スクーク 5 本が上場されている。イスラム金融商品の発行総額(時価)は同時点で 20 億ドル(前年末比 18%増)に上る。²⁸ なお、2000 年 Labuan International Financial Exchange (LFX)が Bursa Malaysia 会社(旧クアラルンプール証券取引所)の子会社として設立され、オンラインによる上場手続き、取引が可能になっている。

クアラルンプールに本部を置く IFSB は 2002 年にイスラム諸国の中央銀行間の合意を受けて設立された機関だが、その目的は設立協定に「シャリーアに合致する範囲において国際的な金融サービス基準を取り入れて、イスラム金融を一層発展させる」²⁹ と規定しているように、イスラム世界内外におけるイスラム機関の拡大と競争力の強化においている。そのことは同機関設立に当たって IMF が支援し続けた経緯からも推測できる。専門家チーム³⁰が中心になって銀行、資本市場、保険分野におけるリスク評価等の共通ガイドライン設定と監督機関の設立作業を進めてい

る。バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構、保険監督者国際機構の基準を参照にしており、2003 年までにリスクマネジメント、資本の適格性、監督審査の手続き、透明性と市場性確保に関する基準を作成した。2004 年にはコーポレート・ガバナンスに関するガイドラインを作成している。これらは総会において正式な統一基準として認定される。ただし、各金融機関・証券企業による採用は任意とされる。中東との交流に関していえばスクーク発行等についてラブアンとバハレーン市場は協力協定を結んでいるし、AAOIFI における規準の統一化作業にも人材を派遣して共同作業に取り組んでいる。マレーシアには中東のイスラム銀行 5 行が営業ライセンス得ている。

以上 2 カ国のイスラム金融、証券市場の実態と取り組みをサーベイして、マレーシアとバハレーン(あるいはバハレーンに代表される中東、南アジア諸国)には政策面でも実態面でも相違があることがわかった。マレーシアが一般金融界との接点として調整、共存への役割を担い、バハレーンが、イスラム域内の調整(例

えばバンカーとイスラム法学者間)の役割を果たすべく意図的に分業体制をとっているのか、それぞれの国のスタンスの相違が反映された結果なのか。この点は今後の研究に委ねたい。

クロスボーダー取引

次にイスラム金融の非イスラム世界への広がりを見ていこう。中東産油諸国はかつて自国内で金融業制が大きかったことや税対策上から、スイス、リヒテンシュタイン、ケイマン島にイスラム銀行を登記していた。しかし、現在はのイスラム金融の広がりには規模においても内容においても当時とは様変わりしている。第一点はスクーク等の非イスラム教徒への販売拡大である。現在発行されているスクークの48%は非イスラム教徒(機関投資家を含む)が購入しているという。³¹ バハレーン、ラブアンの国際市場を通じた販売に加え、ルクセンブルグ市場に上場されるグローバル・スクークも増えている。マレーシアが発行するグローバル・スクークは2002年から同市場に上

場されているし、イスラム開発銀行スクークの17%はヨーロッパで販売されている。そしてこれらを扱うべく欧米系銀行がイスラム金融部門を設けてバハレーン、ラブアンに進出してきている。シティ・グループ、HSBC、UBSの子会社Noribaなどが一例である。総じてグローバル・スクークの約20%は欧米銀行が取り扱って引き受けている。³² 預金でも欧米系のイスラム銀行が地元銀行のシェアを侵食しつつある。第二点は、欧米市場でイスラム金融商品が認知されるにつれ新たなイスラム銀行のヨーロッパ進出を指摘できる。³³ 前述の欧米銀行は世界的なネットワークを利用して欧米各地でイスラム商品を販売している。中東系銀行の近年の進出としては2004年8月、ロンドンにカタール・インターナショナル・イスラミック銀行はじめ湾岸のイスラム銀行が主たる出資者となって英イスラム銀行(Islam Bank of Britain)を新設した。設立許可までに長い時間がかかったが、営業は順調であるといわれる。次いで2005年1月には同じロンドンにヨーロッパ・イスラム投資銀行(The European

Islamic Investment Bank)が設立され、営業認可申請が出されている。出資者の中東、イスラム諸国の機関投資家、個人投資家である。

しかし、世界の金融商品流通市場は国際的大手銀行、証券会社が圧倒的なシェアを占めており、イスラム商品を扱い始めた彼らにシェアを奪われてしまうとする見方もある。³⁴ また、新たな動向では2004年9月ドイツのザクセン＝アンハルト州政府による1億ユーロのスクーク発行が目される。州政府保有のいくつかの建物をオランダに設立したSPV、Stichting Sachsen-Anhalt Trustとの間に100年間の使用契約を結び、事実上の所有権を移管する。ついで両者間で別途5年間のリース契約を結ぶ。州政府財務省は不動産運用事業で挙げた利益よりリース料をSPVに支払う。こうした図式に基づいて、SPVはロンドンにあるシティグループのイスラム事業部に期間5年のイジャーラ・スクークの組成を依頼、販売をシティ、KFHなどに委託した。この債券はLIBOR 6ヶ月物プラス1ペイシスポイントをベンチマークにしている。ルクセンブルグ証券市場

に上場され取引されている。ヨーロッパの自治体による初のスクーク発行である。

第3にクロスボーダーとはやや性格が異なるが、欧米在住のイスラム教徒を中心としたイスラム投資ファンド設立の活発化を忘れてはならない。800万人のイスラム教徒が住むといわれる米国ではムラーバハ、イジャーラ方式の住宅購入融資を行う金融機関が増えているし、それを証券化して売り出している機関も出ている。同じような傾向は英国でも見られ、大手、中小金融機関がイスラム商品を扱うようになってきている。

将来の課題

イスラム金融がイスラム世界の内外で注目されている事実を見てきた。石油価格高騰が背景にあることは紛れもないが、それゆえに一過性の現象に終わってしまう十分恐れもある。なぜなら投資のリスクとリターンとの関係が資金の行き先を規定するという立場に立てば、一般金融に太刀打ちできない。金融機関の規模、経験、ノウハウといった問題ではない。繰

り返しになるがイスラム金融は投融資行動に自己規制を課しているからである。アッラーの教えを理解して理想的な社会の建設に貢献することがイスラム教徒の義務であり、経済活動もその一環であるとされる。異なるルールのもとで競争しているのである。その上、すべてのイスラム諸国は近代になって欧米の金融システムを受け入れてきた。イスラム金融が再認識された近年進められているイスラム金融制度の構築、市場・商品開発は既存の（欧米型）金融インフラストラクチャーを基盤とする。その限りにおいてできることは、一般金融市場の諸制度と金融商品の‘イスラム化’³⁵アプローチである。金融グローバル化という外圧が強まる環境下ではそれ自体極めて困難な作業といわざるを得ない。

また、東南アジアと中東・南アジアでは依拠するところは同じでも、向かうところが異なることが次第に明らかになった。マレーシアなど東南アジア諸国で、少なくとも政府レベルで経済・金融拡大を補完する制度として導入された。多数を占めるイスラム教徒の経済的地位を高める

ことで政治的な支持を得ることに成功した。対外的にはヘッジファンドに翻弄された苦い経験から、より安定的な資金調達システムの構築が必要になった。あくまでも経済発展の一政策手段としてイスラム金融が位置づけられた。結果的には、国内外の一般金融市場において競争力があるイスラム商品の開発が優先される。³⁶ その典型例が前述のバイ・アル・インナとバイ・アル・ダインという二つの取引をベースにしたスクーク発行にみられる。シャリーアが違反と規定するヒーラに限りなく近い取引であり、イスラム法学者の立場からは認めがたい。これを認知するとデリバティブ商品も次々に認めざるを得なくなろう。それこそがマレーシア政府等の立場であり、解釈を広げて流動性高い金融商品を開発しないとイスラム金融・資本市場の発展には限界があると主張する。だが、一般金融に近づけば近づくほどイスラム金融の立脚基盤が揺らぎかねないジレンマがある。極論すれば一般金融の一商品、一市場として国際市場に組み込まれるのか、国際市場から切り離されたシステムとして

イスラム社会内に留まるのか二者択一しかないかにもみえる。果たしてそうだろうか。第三の道はないだろうか。今一度、なぜ現代社会にイスラム金融が登場し、拡大しているのかを問うてみたい。60年代に誕生したエジプト Mit el Gamr のイスラム銀行にしる、マレーシアの巡礼基金にしる、地方のイスラム教徒たちの貧困解消が動機になった。70年代に生まれたドバイ・イスラム銀行、イスラム開発銀行は石油価格高騰がもたらす国と国の間、個人の間における貧富格差解消を目的に掲げている。そして今また貧富格差拡大の時代を迎えている。小さな政府は貧困救済から手を引いている。ソーシャルセイフティネットは十分機能しているとはいえない。そこにこそイスラム金融の存在意義を見い出せるのではないか。実際イスラム銀行に預金する人の動機はシャリーアに則り、イスラム社会建設に預金を運用するからと答える人が多いし、³⁷ リテイルバンクとして地方展開で業績を拡大してきたところが少なくない。その立場からすればイスラム金融が拡大するかどうかはイスラムの価値観を

共有する人が今後どれだけ増えるかどうかにかかってくる。ここでいうイスラムの価値観とは信仰だけを指すものでなく、不労所得の忌避、富の平等分配、貧者救済にプライオリティを置いた金融に対する共感である。そうした支持が広がれば巨額の資金を扱うメガバンクに対応するリテイルバンクとしてデマーケーションされた形で発展する可能性は十分ある。³⁸

¹ スクーク (صكوك) は check の原語になったアラビア語 Sakk (صك) の複数形。

² The Financial Times 2005年7月22日付け。

³ 73年の第1次石油危機時に非産油イスラム諸国の経済支援を目的に設立された銀行。出資国はイスラム諸国55カ国。

⁴ 米エネルギー省、Energy Information Administration, Revenues Fact Sheet.
(<http://www.eia.doe.gov/emeu/cabs/opecrev.html>)

⁵ The Financial Times、2005年7月4日付け。

- ⁶ UAE 中銀総裁は金融機関の過剰な貸し出しが不動産投資をもたらし、将来供給オーバーになって価格急落をもたらす恐れがあるとして金融機関に警告している。(AME Inf. Sept. 19. 5.)
<http://www.ameinfo.com/67846.html>
- ⁷ サウジアラビア民間資金だけで1000-2000億ドルの資産が米国から引き揚げられたと報道されている(The Financial Times, Aug. 20, 2002)。産油国資本が再び米国に向かっているとも伝えられる(日経金融新聞2005年5月11日付け)。
- ⁸ BusinessWeek online, Aug 8, 2005.
- ⁹ BusinessWeek Online Aug 8, 2005 及び International Islamic Finance Forum.
- ¹⁰ MEED March 4, 2005.
- ¹¹ イスラム経済を分析する際に非イスラム世界の経済システムを conventional とか secular と対比して呼ぶことが多いが、ここでは「一般」とか「通常」という用語を使用する。
- ¹² ただし、カルド・ハサンと呼ぶ無利子の融資は善行として認められる。融資者への報酬はアッラーから下される。
- ¹³ イスラム金融の基本的なメカニズムについては季刊国際貿易と投資 45号(2001年8月)「アジアに広がるイスラム金融」(筆者)参照。
- ¹⁴ 後段に列挙するスクークの種類はイスラム法が容認した原契約の種類に準拠している。
- ¹⁵ イジャラ (ijara) はアラビア語でリースの意味する。なお、以下ではイスティスナー・イジャラ・スクークを IIS と表記する。
- ¹⁶ 日本で言う SPC (特別目的会社) に相当。
- ¹⁷ AAOIFI は国際会計基準が必ずしもイスラム金融とは馴染まない分野があることから、各イスラム金融機関に共通する独自の会計、監査、ガバナンス、倫理、シャリーア解釈基準を作ろうと1991年設立された機関。29カ国・地域の123の金融機関、会計事務所が加入、20名からなる専門家チーム(シャリーアの専門家も加わる)がこれまで56のスタンダードを作成、承認されている。加盟機関がこの基準を採用するか、参考に

するかは任意である。将来的には
イスラム公認会計士の養成を計
画している。本部はバハレーンに
置く。

(<http://www.aaofii.com/index.html>)
last access 31 Oct.2005.

¹⁸ AAOIFI 2001 年版。

¹⁹ イスラム法学では個々の取引が
合法でも全体の目的がシャリー
アに反する取引をヒッラ (hila)
と呼び、合法と看做さない。

²⁰ 最初の銀行 Bahrain Islamic Bank
は首長令で設立されたが、出資は
民間で、バハレーン株式市場に上
場されている。

²¹ バハレーンのイスラム金融制度
組織については BMA 発行の
Islamic
Banking & Finance in the Kingdom
of Bahrain を参考にした。

²² Bahrain Tribune 25 Aug. 2005.

²³ イスラム暦 1425 年の融資承認額。
イスラム開発銀行 1425H 年次
報告。

²⁴ Euromoney Feb. 2005、p.SS3(1)。
ただし、MEED によれば 04 年 11
月までの GCC 諸国における発行
済みスクークは 24.6 億ドル。

²⁵ いずれもイスラム商品として認
定されたもの。Malaysia toward an
Islamic State.

([http://islamic-world.net/islamic-stat
e/malaysia.htm](http://islamic-world.net/islamic-stat
e/malaysia.htm)) last access 1 Nov.
2005.

²⁶ マレーシアでは Bai' al-Dayn (債務
の販売)と呼んでいる。

²⁷ 'Capital Market Mater Plan Malay-
sia' (Securities Commission, 2001)
p.173.

²⁸ Bursa Malaysia 発行 'The Islamic
Capital Market'

²⁹ Articles of Agreement of the Islamic
Financial Sevices Board (March
2004) 第 4 条。

³⁰ メンバーは参加国の中央銀行ス
タッフが中心で、英国金融庁専門
家が入っている部会もある。(Risk
Management working group など)
[http://www.ifs.org/index.php?ch=4
&pg=140&ac=2](http://www.ifs.org/index.php?ch=4
&pg=140&ac=2) last access 2, Nov.
2005.

³¹ Tamara Box and Mohammed Asaria,
'Islamic finance market turns to se-
curitization, International Financial
Law Review, Sept.2005.

³² 同上。

- 33 敢えて「欧米」市場と「ヨーロッパ」と区別したのは米国への新たなイスラム銀行進出はないからである。サウジ系 Dallah Al Baraka の子会社がシカゴにあるが、9.11 事件以降の営業状況は不明。
- 34 *Keeping the Faith* (by Dan Keeler), *Global Finance* Jan. 2005. (インターネット版、<http://global.vwh.net/content>)
- 35 ここでは‘イスラム化’とは一般金融制度・組織、商品をシャリーア解釈上合法性を得るように変更を加えることを意味する。
- 36 マレーシアでは4大イスラム法学派のうち解釈がフレキシブルなシャフィー派がシャリーア委員会で影響力を持っているとも言えるが、地域的な違いが大きいという説もある。(ref. Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas, ‘Islamic Bonds’, Euromoney Books, London, 2004)
- 37 筆者の国内外におけるヒアリング。
- 38 世界各地に見られるイスラム教徒人口の広がりとは彼らの活動は実態面でこうした方向を裏付ける。

【参考】

「アジアに広がるイスラム金融」(本誌 45 号 <http://www.iti.or.jp/kiho45/mutou.pdf>)
 97 年のアジアの通貨危機を契機にイスラム金融はアジアを中心にじわじわと市民の間に浸透している。第二次石油危機の直後、東南アジアではマレーシアに最初のイスラム銀行が誕生した。その後、マレーシア以外にもフィリピン、タイ、ブルネイ、インドネシアにも設立された。

世界 50 カ国に 150 に上るイスラム金融機関が存在している。課題は資金調達ではなく、いかにイスラムの教義に違反しない運用で安定した経営を続け、かつ有利子銀行等と競争できる利益を確保できるかにある。

「イスラムと保険」(本誌 47 号 <http://www.iti.or.jp/kiho47/47muto.pdf>)

マレーシアでは、84 年に最初のタカフル事業体「マレーシアタカフル」が設立された。タカフルとはアラビア語で相互扶助を意味する。93 年にはマレーシア国民保険会社がタカフル業を申請、営業を始めた。ここでの保険事業は生命保険に相当する「家族タカフル」と損害保険に相当する「一般タカフル」からなる。前者は貯蓄性が高い反面、保険金を事前に合意することができないし、高額な保険料は期待できない。後者は財産を対象にした損害保険で、通常 1 年の短期契約である。

運用は自己資金と保険料を合わせ、シャリーアに違反しないイスラム投融資メカニズムに従う。また、一部商品を除いて、非イスラム教徒でも加入できる。