

## 世界金融危機とイスラム金融

武藤 幸治 Koji Muto

立命館アジア太平洋大学アジア太平洋マネジメント学部 教授

(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

### 要約

世界金融危機はイスラム世界をも席卷している。所有しない財の売却（いわゆる空売り）や資産から切り離れた債務の売買を認めないイスラム金融システムでは、金融危機は起こりにくいと考えられてきた。しかし、現実には金融収縮が広がっており、実体経済への影響も深刻である。こうした現状を彼らは、自分たちは被害者であると嘆き、真のイスラム金融が構築されなかったし、機能もしてこなかったと反省している。一方で、今回の困難こそ本来の姿を取り戻す好機であるとする議論が高まっている。実体経済からの乖離、モラルの低下、貧富の格差拡大など今後の金融市場がもたらした諸問題解決の処方箋をイスラム金融は内在しているというのである。

### 金融危機はイスラム市場を襲う

米国発の金融恐慌の広がりにはイスラム金融市場をも例外としない。ダウジョーンズが発表している主要国のシャリーア株価指数は 2008 年に

入って急落、10 月末で年初来 41% 下落した<sup>1</sup>。主要イスラム国でも同様の現象である。同じ時点でマレーシアのイスラム株式平均指数<sup>2</sup>は年初来 45.5%（主要銘柄から構成されるマレーシア証券市場の平均株価指数<sup>3</sup>は同じ期間 40.2% 下落、以下同じ）、

クウェートではイスラム指数は 32.87% (KSE 指数 22.6%)、パキスタンイスラム指数は 42.6% (KSE100 は 34.8% 下落)、インドネシアは独自の指数を採用しているが 67.49% (JXSE 指数は 63% 下落)、それぞれ下落している。いずれの市場でも株価は通常<sup>4</sup>の株式市況(カッコ内の数値)と軌を一にしている。限られたデータではあるが、このことはイスラム資本市場も世界的な金融、資本市場から独立していないことを意味する。そもそも独立した「イスラム資本市場」がある訳ではなく、上場企業の中からシャリーア適格性を満たしている企業を 100 社或いは数 10 社抽出して、それらの株価を指数化したものであり、指数によっては単にベンチマークとして機能していないものもあるし、取引の対象になっている指数もある。従って対象企業の株式を投資家がどれだけ「イスラム」的要素を意識して売買しているかは見えてこない。対象企業にしてもイスラムを意識して経営している企業ばかりではない。

この地域、特に中東産油国における株価暴落がサブプライムローンに

端を發したとはいえ、その影響がニューヨークの原油先物取引市場に広がり、次いで産油国の石油収入に影響を及ぼし始めた。結果的に産油国は石油収入と投資収入の両方を失った。このため政府のみならず投資家の金融資産を減らし投資マインドを冷やし、株価の一時的な値下りを引き起している。中東産油諸国の株式指数は WTI 価格と連動するようにサブプライム問題が深刻化した後も今年 6 月までは上昇を続けていたが、反動は遅れてやってきた。

イスラム債<sup>5</sup>と呼ばれるスーク市場も大きな変動に見舞われている。今年に入ってスークの新規発行が激減している。専門紙によると<sup>6</sup>、2008 年 1～3 四半期のグローバルスークの発行額は 147.7 億ドルで前年同期 59% 減、特に第 3 四半期の発行高は 32.1 億ドルに過ぎず、前年同期比で 3.5 分の 1 になっている。スークはシャリーアで認められた資金調達的手段として開発されたもので、債権・債務の概念を用いずに財の購入(先払い、後払い)、リース、プロジェクト出資の形態で資金調達のために発行される証券である。ス

クーク保有者は取引資産に対して財産権を有する。このことがサブプライム問題などの影響を受け難い性質を有すると考えられてきたが、発展途上にあったこの市場も萎縮してしまっている。サブプライム問題で内外からの資金供給量そのものが減ったことに加え、イスラム金融会計監査機構（AAOIFI）シャリーア委員会の長であるウスマニ師（Sheikh Muhammad Taqi Usman）が「現在発行されているスクークの 85%がシャリーア適格性を欠く」とするコメント<sup>7</sup>を出したことが響いた。不動産など資産を裏づけに発行されるスクークは所有者に発行時の資産価格での償還を約束しているが、これは利益・損失分配を原則とするイスラムの原理に悖る、という趣旨の発言である。今年 2 月になって彼の発言を裏付けるかのように AAOIFI のシャリーア委員会が新たな通達を出した。通達は、「発行者がスクークの裏づけになっている資産を償還時もしくはスクーク償却時に簿価（nominal value）でスクーク保有者から買い戻すことを認めない。買い戻しは市場価格に基づくべきとする」と規定して

いる。<sup>8</sup>至極当然に思える通達内容だが、ウスマニ師による現状批判の発言があったことから、通達の持つ意味がより深刻に受け止められ、忽ち市場関係者の間に混乱が生じて新規発行が滞った。

外圧と内部改革圧力を契機にイスラム金融世界では、金融危機の影響評価と制度見直しの是非を巡る議論が百花繚乱の様相を呈している。これらの議論はイスラム金融の本質に触れるだけに今後の行方を占う意味でも重要である。以下では現在争点になっている議論を整理し、筆者のコメントを付してみたい。

### イスラム金融制度は金融危機に強いのか

金融機関内部からは肯定的な評価が伝わってくる。一つの極論は、バハレーンにある Unicorn Investment Bank 会長のコメント「実体経済に根ざしているイスラム金融市場の内部からこのような問題が生ずることはあり得ない。あくまでも外部世界が引き起こしたことであるからイスラム金融制度を変える必要がない」に

代表されよう。<sup>9</sup>

一方、基本原理に問題があるのではなく、基本から乖離した運用に問題があるとして、よりイスラムの教義に忠実な制度設計を行うべきとの主張がシャリーア学者からは聞こえてくる。ウスマニ師の発言もその一つであろう。ところがこの発言に対しては「彼らの仕事は会計基準と監査のスタンダード作りにある。金融専門家ではないシャリーア委員会メンバーが金融商品のシャリーア適格性に口を出す権限はない。各イスラム金融機関にはシャリーア委員会があり、そこが適格性を認めた上で市場に出されている」との厳しい反論がある。<sup>10</sup> このような主張はマレーシアの金融関係者の間に多い。マレーシアの金融システムは、イスラム諸国の中央銀行をメンバーとするイスラム金融サービスボード（IFSB）のガイドラインに基づいている。IFSBの規準作りには、国際決済銀行やIMFなど国際機関も協力しているのだから、これこそ国際スタンダードであると、「国際性」を強調する。そこにはイスラム金融商品が国際市場で認知され、且つ投資家を惹きつ

けるだけの競争力のある商品に育成しようとする思惑が働く。「イスラム金融商品の95%については通常の金融商品に共通すると考えられており、違いが残るのは5%に過ぎない」として国際金融市場との統合こそが課題であると主張する声もある。<sup>11</sup> しかし、なぜイスラム金融システムが金融危機の影響を避けなかったのかの説明はされていない。

シャリーア遵守の必要性について疑いを抱く者はいないのであるが、その解釈を巡ってはイスラム法学者の間でも議論が繰り返されてきた。問題が複雑になっているのは金融工学を駆使して日々変貌を遂げつつ巨大化していく国際金融市場の中でイスラム金融にいかなる存在意義を与えるかという、基本的命題に挑戦していかねばならないからである。しかも、足下で起きている問題への解決策を示さなければならない。イスラム世界では監督官庁、市場関係者、金融・会計の専門家、それにイスラム法学の専門家が加わって、それぞれの立場から制度、規準作りが進行中である。専門分野が多岐にわたる上、シャリーアと金融が分かる学者

の養成から始めなければならない。即効力のある手段が見つかるとは考えにくい。AAOIFI と IFSB の機能分担と関係調整、さらには情報開示の制度、格付け機関の設立といった制度インフラストラクチャー整備も求められる。ところが、原油価格高騰にも支えられてイスラム金融市場への資金流入ペースは予想を上回り、新たな商品作りが先行してしまった。こうした環境下で生み出されたのがスクークを初めとする各種金融商品である。<sup>12</sup> 実際のところスクーク以外についてもシャリーア適格性を巡る議論は起こっていた。マレーシアなどで一般的になっているコモディティ・ムラーバハ<sup>13</sup>と呼ばれる金融商品もその一つで、商品の売買価格差を取引利益に見立てているが、実際に投資家に商品が渡ることはなく、多くの場合取引対象商品そのものも実在しないといわれる。商品売買を装った金銭貸借で、期限と利益が事前に確定しているからイスラムで禁止されている‘リバー’<sup>14</sup>取引であると多くの法学者に指摘されている。<sup>15</sup>

国際金融市場への接近を図ろうと

すればするほどシャリーア適格性を失うジレンマに立たされている。背景にはマレーシアと中東湾岸諸国の戦略の相違があげられる。マレーシアはイスラム教徒以外にも多くの人に門戸を開きイスラム国際金融市場のハブに育て上げることを国家目標に掲げている。現状でもイスラム金融を利用する個人、法人（所有者）の40%以上がイスラム教徒でないと推定される。

国際市場と一体化すれば、相互に影響し合うのは当然であると受け止められている。新たな規制には消極的である。中東諸国の場合、イスラム世界の中心であるという自負もあり、シャリーア解釈にはより慎重になっているし、外部資金に依存する比率はマレーシアに比べはるかに低い。それが原則論を重んじるシャリーア解釈<sup>16</sup>に結びついている。金融資産が上昇傾向を続けるうちは深刻に受け止められなかった不調和も、ここに来て深刻さを増している。

### イスラム金融の原点に

これを機にイスラム法学者の間に

は金融に対して新たな‘役割り’を見付け出そうとする試みが活発になっている。彼らはサブプライムローン破綻がイスラム金融に大きな教訓と機会を提供したとの認識で一致する。イスラムの教義として貧困救済が教徒の義務の一つになっている故に、米国の低所得者向け住宅融資が金融危機の発端であったことに高い関心が集まっている。イスラム経済・金融研究の第一人者である Umer Chapra 氏はこの問題を大略次のように分析し、新たな枠組みを提案している。<sup>17</sup>

住宅抵当融資と債務の証券化は功罪両方の効果をもたらした。融資者が資本市場にアクセスできることにより、トランザクションコストを減らし、リスクを分散させることが出来た。それで多くの住宅融資が行われ米国における住宅保有率を 94 年の 64% から 2007 年には 68% に引き上げた。しかし、市場は規律 (discipline) を失い誤った方向に走った。証券発行者はデフォルト (債務不履行) リスクを証券購入者に移すので、引き受けに慎重さを欠く様になった。さ

らに、デフォルトリスクを扱う CDS (credit default swaps) といったデリバティブを購入してリスクを軽減しようとした。ところがヘッジファンドは CDS を多数の金融機関に売却していたため、他人の融資不履行まで負担する恐れが出てくると判断し、金融機関は第三者に転売した。責任の所在が曖昧になったが、規準が甘いデリバティブ市場では、証券の質より取扱量増加に走った。新たに開発された金融システムも一端規律を失うと本来の目的からを外れた方向に走ってしまったことに、問題の本質が内在する。

そこにこそイスラム金融の出番がある。何故なら、規律と倫理に基づく経済行動を要求しているばかりでなく、リスクの共有と貧困削減がイスラム経済の原理だからである。前者については金融機関に対する預金者の積極的な介入を可能にする投資預金<sup>18</sup>がある。預金者はより株主と近い立場にあり、金融機関の行動を監視できる。預金者の組織化なども手助けになろう。負債金融 (debt financing) か

ら資本出資 (equity financing) に移行すべきとする流れは国際市場にも起こっている。ただし、消費者金融については負債金融によらざるを得まい。イスラム方式では金融機関が売買を仲介するシステム (Murabah、Salama など)、金銭を貸すのではなく財を貸し出すリースシステム (Ijarah) を利用できる。

ところが現実にはこれらのシステムを十分活用できていないとして中小企業融資を例にして同氏は次のような枠組みを提案している。

零細企業融資ではバングラデシュのグラミー銀行が知られている。数名のグループを借主として連帯保証を求めていることが返済率を高めているが、実質金利は70%とも言われる高利である。信用度が低い故に高利を課す。これを証券化して売却すればサブプライムローンと同じ穴に陥る。イスラム世界では貧困救済に使う税、ザカート<sup>19</sup>があり、この資金を融資に充当することが出来よう。ザカートを基金に信用保証機構を立ち上げることも提案できよう。

Chapra氏は詳しく触れていないが、住宅融資もイスラム金融システムが本領発揮できる分野であると述べている。事実、サブプライム問題が大きくなり出した2007年に入ると、米国ではイスラム住宅融資が活発になり出した。ワシントンポスト2008年5月13日付<sup>20</sup>は抵当証券市場が壊滅する中でイスラム住宅融資は順調な成長を遂げていると興味あるニュースを伝えている。「リースと所有 (lease-to-own) 方式の融資を望む住民が増えだし、あるイスラム住宅融資企業は2002年事業始めてから(昨年まで)5000件の融資を行ったが、今年第1・四半期も前年同期比で7%増加している。またある企業は昨年3月と今年3月では融資の申し込みは4倍増になっており、事業所を各地に広げている」。同紙は利子を取らない方式がイスラム教徒を惹きつけたことに加え、住宅価格の下落とサブプライム融資に携わった企業の行動が購入希望者の反発を買いイスラム融資に向かわせたと伝えている。米国におけるイスラム住宅融資の歴史は古いが、1997年に正式な認可がクウェート系銀行に付与されるまでは特

別な法規制もないまま、半ばインフォーマルなビジネスとして細々と続けられてきた。97年クウェート系銀行認可に際して出された通達は<sup>21</sup>、同行に対し住宅融資を目的にする不動産の購入と保有を認めた。99年一般規則が出されて、銀行の持つ不動産所有権 (title) を証券化することを認めた。‘リースと所有’方式では住宅購入希望者に代わって銀行が購入、購入希望者には、賃貸料に割賦購入金額を含めた金額で貸与する方式である。購入金額支払い完了時点で住宅所有権は購入希望者に移転する。金融機関が不動産売買を行えるのか、所有権移転に伴う不動産取得税は取引の都度支払うのか、銀行のリスク管理要素にこの事業を付け加える必要性など幾つかの問題をクリアしなければならなかった。金融当局と税務当局はイスラム方式を受け入れる方向で制度整備を進めてきた。<sup>22</sup> 英国においても金融庁 (FSA) と国税庁 (HM Treasury) が2000年以降イスラム金融受け入れを前提にした法整備を進めている。なお、英国では印紙税 (不動産取引税) の支払いは最終購入者が支払うように決められ

た。ここでも住宅融資は順調に伸びている。

肝心の中東では不動産投資という高層ビルか贅を尽くしたホテル、別荘やレジャー施設の投資に目を奪われがちである。金額的にはスクークの大半がこういったプロジェクトに向けられているのも事実である。ドバイに拠点を置く2つの不動産融資会社<sup>23</sup>が資産価格の低下から手元流動性不足に陥り統合の話が出ている。両社ともイスラム方式の住宅融資では今年上半期に入っても営業利益を伸ばしていたのである。ところが、新規大型案件が成約しても入金がない事態が発生、やがて成約件数も急減した。流動性不足のため一般住宅融資も中断することになった。海を越えてきた信用収縮が湾岸の建設ラッシュを脅かしている例である。2社とも中東各地で一般住宅融資を展開して業績を上げているのであり、中東においても米国同様、リバレッジに振り回された金融市場クラッシュのツケが回りまわって住宅購入希望者に来ているということだろうか。また米国ではイスラム方式の住宅金融が盛況というのにドバイでは逆



の現象が起きているのは皮肉である。

規模が小さく発展途上にあるこの金融メカニズムは国際市場がカバーできない地域社会に或いはマイノリティ社会に根を下ろした庶民金融として、量よりも質を重んじる金融に特化していく方向に共存の存在価値を見出すことが出来るのではないだろうか。

#### 注

- 1 イスラム法とも呼ばれるシャリアの解釈上適格とされる企業を抜き出して、対象企業にウエイトをつけた株価指数ダウジョーンズ・イスラミック・タイタン100。インデクスはロイター、フィナンシャルタイムズなどのほかイスラム国の機関が独自に作成しているところもある。この指数が取引可能 (tradable) な市場と単にベンチマークとして発表されている市場がある。
- 2 DJ Islamic Market Malaysia Titan 25
- 3 Bursa Malaysia composite
- 4 イスラム金融と区別するために conventional finance
- 5 スークは日本語ではイスラム債、英語では Islamic Bond と訳されているが、スークには元本と利回りを保証しない

ものも多く、イスラム証券 (securities) と訳したほうが適切

- 6 The Edge Financial Daily reported on October 20, 2008
- 7 例えば Arabia business com 2007年11月22日にロイター電として報道
- 8 2007年6月から数回にわたって加盟機関の専門家からなるワーキンググループが纏めた同機関シャリア委員会宛の提言を認知の上 AAOIFI のアドバイス文書 (2008年2月) に関係機関宛てに送られた。(AAOIFI ホームページより) なお、AAOIFI の基準はバハレーン、ヨルダン、シリア、カタール、スーダン、ドバイ国際金融センター (オフショア、Dubai International Financial Centre) では強制力を持つ
- 9 Islamic Finance News vol.5, Issue 38, 26th September 2008 や IFIS November 2, 2008 などで報道されている発言。
- 10 世界で最もスーク発行額が大きい CIMB Islamic の CEO Badliysa AbdulGhani の発言として Islamic Finance news (2008. 5月23日号) が伝えている。
- 11 Nor Mohamed Yacop マレーシア財務副大臣の発言として2008年10月21日ロイター通信の配信としてアジア各紙が伝える

- ( [http://www.bt.com.bn/en/international\\_business/2008/10/22/malaysia\\_wants\\_global\\_islamic\\_bank\\_code](http://www.bt.com.bn/en/international_business/2008/10/22/malaysia_wants_global_islamic_bank_code) など)
- 12 かつてスクークは小切手のような役割を果たしていたので、まったく新しい名称ではない。
- 13 Commodity Murabah、発行体が特定の商品もしくは商品群を投資家に対し一定期限内に、決められた金額で買い戻すことを条件にして販売する債券。この取引に第 3 者を介在させれば固定価格での買い戻し契約に当たらないから、合法的であると判断する法学者もいる。マレーシアの Commodity Murabah はこの形態をとる。なお、Bai al-Inah, Bai al-Dayn はこの取引メカニズムを使った資金融資のメカニズム。これも中東諸国ではシャリア適格性を欠くと判断されている
- 14 リバー (riba) は固定利子と訳されるが、高利を指すと解釈する学者もいる。シャリアで禁止されている
- 15 例えば Arabian Business Com. 2008 年 11 月 8 日付け  
( <http://www.arabianbusiness.com/509187-misused-murabaha-hurts-industry>)
- 16 シャリアの解釈はイスラム法学者(複数の学者による合議のこともある)によって行われ。例えば、イスラム金融制度、商品合法性の判断はファトワとして出される。
- 17 M.Umer, Chapra, The Global Financial Crisis: Can Islamic Finance help minimize the Severity and Frequency of such a Crisis in the Future? (Oct.21, 2008) . 10 月 25 日にイスラム開発銀行開かれた Forum on Global Financial Crisis の講演テキスト
- 18 イスラム銀行には無利子の当座預金と銀行の業績を反映して配当を決める(事前には利益の配分比率のみ決める)投資性預金がある。
- 19 Zakat (もしくは Zaka と表記)、貧者の救済など用途を限定した目的税。イスラム教徒が果たす義務の一つである。国家機関が徴収する国と地域のモスクが徴収と配分している国がある。
- 20 インターネット版  
(<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/05/12/AR2008051202740.html>)
- 21 Office of the Controller of the Currency (OCC)
- 22 この部分は Abdulkader Thomas, Methods of Islamic Home Finance in the United States-beneficial breakthroughs ( The American Journal of Islamic Finance) を参照
- 23 Tamweel と Amlak 社