

日本の信託商品とイスラム金融の比較

東海大学総合社会科学研究所講師 タギザデ ヘサリ ファルハド

目次

1. 序章
2. イスラムの銀行と金融の要旨
3. イスラム金融と日本の信託銀行との比較
4. アジアにおけるイスラムの銀行と金融
5. 見通し

要旨

イスラム金融業界はこの20年間、アジアで大幅に成長してきた。アジア各国、特に東南アジアのイスラム教徒の人口は増加している。また、中東やアジアの投資家は宗教的信念に沿った製品への投資をますます求めている。いくつかのアジア諸国の政府や金融当局は、石油・商品生産国の巨大な流動性を利用して投資を促進するためにイスラム金融市場の発展促進において積極的な役割を果たしてきた。イスラムの銀行と金融の原則や商品は日本ではなじみがない。しかし、イスラムの銀行商品と日本の信託会社の間には類似点がある。本論文は、イスラムの銀行と金融を紹介し、信託会社との類似点を示すことを目的とする。また、アジアにおける近年の発展とこの市場の見通しを示すことを目的とする。

1. 序章

イスラムの銀行と金融の概念はイスラム社会から Riba（高利貸）をなくしたいという思いに由来する。コーランは Riba を禁止している。イスラム以前の時代と現在とで Riba の概念に対する見解が異なっているにも関わらず、イスラムの学者は1950年代初頭から Riba のない銀行の設計と実施を模索してきた。広範囲にわたるイスラム銀行のサービスを提供した最初のイスラムの機関は、イスラム銀行がイスラム教徒の多い国々に現れ

始めた1960年代に遡る。

イスラム教の思想家や銀行家は、最初のイスラムの金融機関の出現以来50年の間でイスラムのお金、銀行、保険の分野で理論的にも実用的にも大きな進歩を遂げた。彼らはイスラムの金融システムや他の金融システムとの違いを導く原理についての理論的な問題を議論してきた。そのような議論は、彼らの宇宙に対する見解や創造の目的、人類の使命に起因する経済システムの主な違いを中心に行われる。イスラムは人類の立場に高い意味を見出し、創造の軸として、そして地球上におけるアッラーの代理として見なす⁽¹⁾。イ

スラムの経済システムと非宗教的な経済学の違いは、前者は経済領域における社会的な正義に重点を置いていることである。イスラムの経済・銀行システムを支配する全ての価値はコーランから抜粋される (Komijani and Taghizadeh-Hesary, 2018)。

イスラム教の経済学者が半世紀で行った重要な試みは効率と安定の基準を維持しながらシャリーア⁽²⁾をもとにした金融・銀行システムを設計することを含む。

イスラムの銀行と金融の商品は主にリスク共有と不確実性の概念に基づく。この面から考えると信託制度との間に類似点が見られる。信託とは、財産譲渡者が信託の条件 (信託契約や遺書など) に従ってお金や不動産などの財産を管財人に譲渡し、財産譲渡者が確立する信託目標に基づいて受託者が受益者に代わって財産 (信託財産) を管理または処分する契約である。信託契約は Wakala (低リスク) と Musharakah (高リスク) という2つのイスラムの銀行と金融の商品に似ている。

Wakala 契約において、銀行または金融機関は一定の料金に対して預金者の代理人として機能する。基本的な代理の問題を避けるために、銀行の資本は預金者の貯蓄とともに共同出資される。Musharaka、つまり共有契約では、資本投資比率に応じて利益と損失が分配される。

本論文は次の節でイスラム金融システムの原理や特性、特徴を提示しながらイスラムの銀行と金融の概要を説明する。第3節は、現在の状況や資本市場における課題、規制環境、インフラ Sukuk の発行における近年の発展を強調することによって、アジアで成長するイスラムの銀行と金融のセクターについて述べる。第4節はイスラムの銀行と金融の見通しを提供する。

2. イスラムの銀行と金融の要旨

金利の支払いに対する抗議運動が勢いを増

した19世紀後半、イスラムの経済・金融システムの変革が始まった。1890年代、パークレー銀行はスエズ運河建設の資金を調達するためにカイロに支店を開いた (Kettell, 2010)。大多数がイスラム教徒である国での金利に基づく銀行の設立は反発を引き起こした。1903年には郵便局の預金者に支払われる金利がイスラムのルールと価値観に矛盾すると力説する法学者も現れた。

イスラムの学者は、シャリーアに準拠する契約を引用することで従来の銀行の代替案を策定した。シャリーアに準拠した銀行サービスに対する需要は高かったため、多くのイスラム銀行が、中東や、マレーシア (1963) やバングラデシュ (1983)、インドネシア (1991) などのアジアの一部に設立された。地域開発機関として1975年に設立されたイスラム開発銀行 (Islamic Development Bank, IDB) はイスラム諸国の経済発展の促進とシャリーアに準拠した金融の提供を目指した。

イスラム金融サービス委員会 (Islamic Finance Service Board, IFSB) は銀行や保険、資本市場の指針を含むイスラム金融サービス産業の健全性と安定性の向上を目指すシャリーアに準拠した基準を策定・発表する国際機関である。IFSB の活動は Basel 銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision) や国際証券委員会 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO)、保険監督者国際機構 (International Association of Insurance Supervisors) の措置や活動を補完する。クアラルンプールを拠点とする IFSB は2002年11月に正式に発足し、2003年3月に操業を開始した。

イスラムの資本市場は大きく成長している。イスラム資産に裏付けられた債券は Sukuk として知られている。これらの債権はマレーシアやインドネシア、イラン、その他のイスラム金融センターの様々な組織で見られる。民間企業や、IDB、世界銀行 (World Bank)、政府などの国際機関は Sukuk の発

行者であり、インドネシアやイラン、マレーシアの政府も含まれる。シンガポールや香港、中国などの多くの有名な非イスラムのアジアの管轄区域も現在、ソブリン Sukuk を発行している (ADB-IFSB, 2015)。シャリーアに準拠した株に基づくいくつかの資金は1990年代の好景気期に出現した (Iqbal and Mirakhor, 2007)。

2000年代初頭以降、世界のイスラム資本市場は管轄区域全体で広く深く成長しており、区域を超えて多くの事業体がイスラムの原則に準拠した方法で資本を調達している。今日、世界のイスラム資本市場は、不動産・投資信託 (real estate and investment trusts, REITs) や上場投資信託 (exchange traded funds, ETFs) のような Sukuk・イスラム株式 (Sukuk Islamic equities)、イスラム資金 (Islamic funds)、その他のイスラム構造製品などの総合的な金融証券を含む多部門的なものである。イスラム株式セクターは世界の重要な株式取引所・管轄区域として確立されており、ダウジョーンズ (Dow Jones) やスタンダード & プアーズ (Standard & Poor's)、FTSE などの世界の主要な金融指数の提供会社はすべてシャリーア準拠の株式上場を持っているため、シャリーア準拠の株式と資金市場が発展した。例えば、ダウジョーンズのイスラム市場指数は、40カ国以上で10兆ドル以上の時価総額を占めている。これらの発展は投資のための資産クラスとしてのイスラム金融市場の魅力を高めている (ADB-IFSB, 2015)。

続いて、従来の銀行や金融の違いを明確にするためにイスラムの銀行と金融の原理や特性、特徴について簡単に説明する。

イスラム金融システムの原則

イスラム経済は、イスラムの世界観やモラルの原則を反映している。イスラムの法学者や学者は、コーランあるいは聖預言者や指導者の行動からシャリーア法とイスラム経済シ

ステムの価値観を引用する。銀行と金融に関する主なシャリーアのルールには、次のものがある (Moosavian, 2007)。

- I. お金は如何なる本質的な価値を持たず、単に交換の媒体や、商品、サービス、および資産の価値を維持し、評価するための道具として使用される。
- II. 実体経済における活動や損失と利益の分配に重点を置く。
- III. アルコール飲料の取引や賭け、ギャンブルなどの反社会的活動は禁止する。
- IV. Riba は禁止する。
- V. Gharar (不明瞭で危険な取引) は禁止する。

イスラム金融システムの特徴

Riba の禁止は、イスラム経済システムにおける債券・債務市場の即時消失をもたらす。ほとんどの法学者は、発行者が額面価格を保証する債券などの債務商品は、金利がない可能性があるにもかかわらず、イスラム市場では取引可能ではないと考えている。イスラムにおける従来の債務・債券市場の禁止の主な理由は、従来の債券の ownership (所有権) の概念である。債券は債務という形での有価証券であるが、Sukuk は資産 (すなわちインフラ事業) の所有者を示す。資産の価値が上がった時に Sukuk の価値が上がるがあるが、価値が低下する可能性もある。Sukuk の売却は、それらを担保する資産の所有権の売却であるのに対し、債券の売却は債務の売却である。

参加契約 (詳細については巻末脚注と次の章を参照) を除いて、イスラム金融仲介業者の資産は他の資産と関連している⁽³⁾。この主要資産は面白い特徴を持つ。第一に、短期ビジネス金融から中期賃料契約まで、幅広い満期を含む。第二に、収益が所定のキャッシュフローに直接関連しているため、これらの資産はリスクが低い。最後に、所定のキャッシュフローと固定された満期は、これらの有価

証券を従来の定額債券に対する最適な代替手段とする。このような証券は、従来の金融システムにおいても魅力的である。従来の金融市場における住宅ローンに基づく証券 (mortgage-based securities, MBS) の近年の発展は、力強く効率的な市場が不動産に基づいて発展する可能性があることを示す。本質的に、資産に基づく証券市場はイスラム金融システムの債務市場に取って代わっている。この市場は、金融システムに流動性を提供することで重要な役割を担っている。

金融派生物は、第二の重要な市場を構築する。イスラム教徒の法学者は、これまで、従来の派生物は Gharar (不明瞭な取引) の要素を含むためシャリーアで禁止されているという意見を持っている。Gharar は、先渡取引や先物取引、売買選択権、スワップなどの派生物を裏付ける資産の価格や納期に関して優勢である不明瞭さと無知を意味する。しかし、下位の株式売却に対する先物取引や売買選択権などの一部の金融派生物、つまり価格低下に対して株式を保証するものは、イラン資本市場での取引に関して法学者から許可を与えられている (TSE 2010、2012)。

資産の価格決定では、プットコールパリティにおいて貸し手の利得の表明は資本主義構造に基づくオプション価格決定理論 (option pricing theory, OPT) の一般的なブラック・ショールズ・マートン (Black-Scholes-Merton, BSM) 構想において賃借対照表の一致により資産に基づくイスラム金融の全ての構成要素の識別と正確な評価を可能にする。Jobst (2007) は、基礎となる担保が対数資産プロセスに準拠している場合どのようにイスラム賃借取引の公正な市場価格が得られるか示した。特に、Jobst (2007) は、借り手がイスラム金融において保有する資産のコールポジションの見返りに貸し手が受け取る保険料支払い (定期賃貸料) の結果によるイスラムの貸付の暗黙の金利率を特徴づけた。

金融仲介の役割とイスラム金融システムの

イスラム銀行への依存は明白である。それらは発展途上の資本市場における金融仲介業者の役割を強調する経験的証拠とも一致する。一言で言えば、イスラム金融システムは、次の理由から銀行に基づくシステムに似ている。

- A. Riba や債務書類の禁止により債務に基づく資本市場が存在しない。したがって、金融仲介は Mudarabah や参加契約を通して直接資金調達を取る。
- B. 債務市場がない場合、銀行資産の流動性を高めるために、資産に基づく債権市場の発展が求められる。金融仲介は、資産の循環における信用の証券化と強化を通じて金融商品の導入と蓄積によってこの発展において重要な役割を果たすことがある。
- C. リスク移転はシャリーア法の基本原則に違反しているため、派生物はイスラム金融において議論の余地がある。特に、シャリーアの学者は、しばしば投機的で資金が十分ではないとして、派生的な取引を簡単には容認しない (Jobst and Solé, 2009)。派生市場の不便さや制限は、金融仲介業者にリスクの分担と軽減の圧力を高める。

イスラム銀行とその契約形態

イスラム銀行の特徴は次のとおりである。

- A. 銀行と顧客の関係は債務者と債権者の関係ではなく、むしろ、信託銀行に似たりリスクと報酬の共有を意味する。
- B. イスラム銀行は、自身の利益分配と預金者の利益分配が混合することを避けるために自身の資本と預金に対して別々の口座を保持し、損益分配契約に従って比例して分配する。
- C. 従来の銀行とは異なり、イスラム銀行は現金のローンを提供せず、むしろ、参加 (Musharakah) や Mudarabah、Muzaraah、Musaghatvi などの不

確定な見返りのイスラム契約、または Murabahahvii や分割払いの売却、Ijarahviii などの特定の見返りの契約に基づく融資枠を与える。銀行が顧客に代わって商品を購入し、合意された利益率で現金支払いまたは分割払いで顧客に商品を販売するため、実体経済における取引はイスラム銀行活動の最大の割合を形成する。

- D. イスラム銀行は多目的機関である。商業銀行、投資銀行、開発銀行の役割を果たす。その資源に基づいて、イスラム銀行は商業銀行のように短期的な業務に関与したり、開発銀行や非銀行金融機関のように中長期的な投資に参加したりする。
- E. イスラム銀行は社会全体の発展に貢献しなければならない。利益を上げることは重要だが、それはイスラム銀行の金融の主な目的ではない。イスラム銀行は、シャリーア法に違反することなく社会経済的目標を実現することを強調している。
- F. イスラム銀行は株式に基づいている。資金を集めるためにイスラム銀行は不確定な金利で定期預金を受け取り、その後、確定または不確定な利益率の契約に基づいて申請者に融資枠と提供するために、預金者を代表してこれらの資金を独自の資源で統合する。最終的には、銀行と預金者の間の合意に従って実現利益を分配する。
- G. イスラム銀行システムは、高い道徳的価値観に準拠しなければならない。
- H. 従来の銀行で行われている既存の監査に加えて、イスラム監督委員会は、通常、資金を集め投資を行いながら、シャリーア法の遵守を確かめるためにイスラム銀行を監査するが、これは国によって異なる場合がある。

イスラム銀行は、預金を受け取り、当座預金口座の開設や信用状の発行、貴重品の保管、資金の送金、保証書の発行、預金箱やその他

の料金支払い業務などの金利のない業務を行う従来の銀行のように機能する金融仲介である (Khan 2000)。

イスラム銀行の契約は a) 負債重視の契約と b) 資産重視の契約の二つに分けられる。負債重視の契約はさらに i) Qarz (無利息ローン) と ii) Wakala (代理契約) に分けられる。シャリーア法の構想は Qarz を契約の条件に記載されている利息負担を負わない借り手への一時的な所有権の移動として定義する。しかし、規定されていない貸し手の補償は認められており、予測されている。Wakala 契約では、銀行はある料金に対する預金者の代理人として行動する。原則的な代理の問題を避けるために、銀行の資本は預金者の貯蓄とともに共同出資される。重要なのは、イスラム銀行の預金者は法的に口座から資金を引き出す権利を有する株主のようなものであるということである。

資産重視については、イスラムの契約は利益の概念を中心に不動産の融資に準拠して構成されている。イスラムの信用施設の法廷分類は損益分配に基づく参加型と固定料金に基づく負債返済型の二種類がある。イスラム銀行の収益は、一般的に「料金と委託 (fees and commission)」と「取引収益 (trade income)」で構成されている。イスラムの銀行活動は「利息収益 (interest income)」を認めていない。参加型の契約は次のとおりである。

- I. Musharaka (分配)
- II. 民間協力関係 (共同事業を含む)
- III. 法的協力関係 (株式の購入)
- IV. Mudaraba (銀行は資本を提供し、反対側は労働を提供する)
- V. Muzaria (銀行は土地を提供し、農家は耕作を提供する)
- VI. Musaqat (銀行は果樹園を提供し、農家は労働を提供する)

参加型の活動は「リスクの高い」投資であり、投資された資本の比率に応じて損失が分

割される。

負債返済型は「リスクの低い」分類に属し、イスラム銀行が申請すると債務が返済される。一度法的に許可された取引によって債務が返済されると債務額の増加は認められない。しかし、現金取引市場のレートで割引かれることはある。これらの契約には、次のものが含まれる。

- I. Murabaha (即金または延払いの原価加算の売却)
- II. 割賦販売 (分割払いの商品の Murabaha)
- III. Jo'a'la (延払いのサービスの Murabaha)
- IV. Salam (先物買受)
- V. Istisna'a (製造注文)
- VI. 分割払い購入 (借主への不動産の最終譲渡に伴う購入・賃貸)
- VII. Bay'al-Dayn (未払い債務の売買)
- VIII. Qarz al-Hasan (無利子ローン)

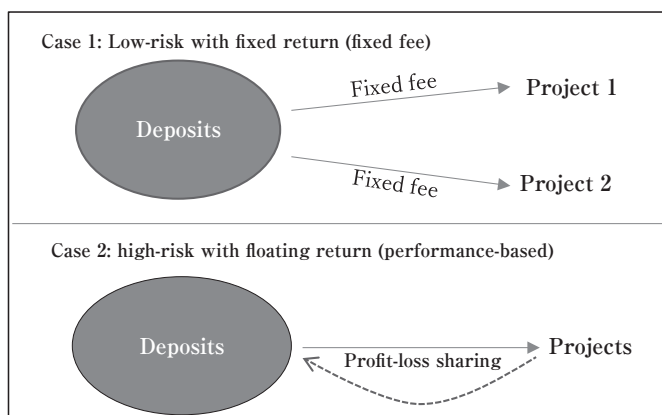
3. イスラム金融と日本の信託銀行との比較

イスラム金融には、前節で説明したように、二つのタイプがある。第一は、安全な運用ではあるが、収益率が低いタイプの運用 (Wakalah) で、金融機関であるイスラム銀

行は、固定の手数料を受け取る。第2のタイプは、株式などのハイリスク/ハイリターン分野に運用する商品 (Musharakah) で、イスラム銀行と投資家が、リスクとリターンを互いにシェアする形式の運用である。

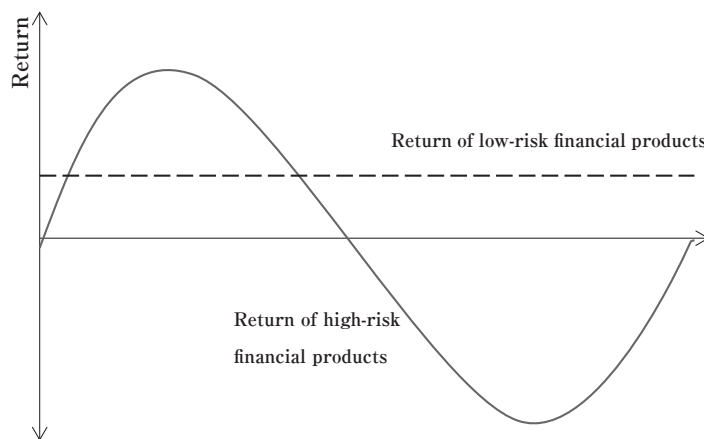
日本の投資信託は、第一のタイプの運用であり、ある程度、安全な対象に運用し、固定手数料を受け取る方式である。第2のタイプの商品は、日本の信託銀行では存在しない。イスラム銀行によって提供される、第2タイプは、Musharakah あるいは, Mudarabah と呼ばれるものであり、利益と損失が、イスラム銀行と投資家 (預金者) によって折半される商品である。折半比率は、最初に決められ、利益が出た場合に折半されると同時に、損失について、イスラム銀行と投資家の間で、折半がなされる。損失については、固定手数料からイスラム銀行に入る収入と過去に市場成果がプラスであった時期に蓄積された準備金から充てられる。図1は、上が固定手数料の場合、下が収益/損失の折半型の場合を表している。図1の上の場合、イスラム銀行の預金者は、運用のすべてのリスクとリターンを、すべて自己責任で被るという商品である。日本の預金のように、元本が預金保険によって保障されてる訳ではない。日本でいう信託商

図1 : Fixed and performance-based returns in Islamic financial system



Source: Author' depiction

図 2 : Return of Islamic banks from two groups of financial products (Low-risk and high-risk)



Source: Author' depiction

品であり、運用がプラスのリターンをもたらす場合に、イスラム銀行の預金者は、プラスの利益が得られる。反対に、運用がマイナスのリターンとなった場合には、イスラム銀行の預金者が、すべてのリスクを被るという商品であり、イスラム銀行には、固定手数料だけを支払う商品である。イスラム銀行により提供される図2の下の商品は、運用成果がプラスであれば、それを、イスラム銀行と投資家の間で、分け合うという商品である。運用成果がマイナスの場合でも、イスラム銀行と投資家の間で、損失を分け合う商品である。図2の下の場合である、利益/損失の銀行と投資家(預金者)の間での折半という方法は、イスラム金融に独特の商品であると考えられる。日本の金融商品には、図2の下タイプは存在しない。しかし、第二のタイプは、運用主体にも緊張感を与え、万一、金融市場の下振れが発生し、収益率がマイナスで推移したとすれば、イスラム銀行は、自分が損失を大きくさないことを考え、早めに売却して、大きな損を回避する行動をとるであろう。そうすれば、投資家も、市場の成果がマイナス基調の際に、大きな損を出す前に、その商品の売却がなされ、損失を最小限に抑えること

が可能となる。日本の信託銀行においても、図1の下タイプの金融商品が提供されたとすれば、信託銀行にとっても、投資家にとっても、大きなマイナス損失を回避できる可能性のある商品である。長期で見て、投資信託運用者の大きなマイナスのリターンを発生させない運用が進められると考える。

4. アジアにおけるイスラムの銀行と金融

アジアは世界経済においてもイスラムの金融システムにおいても重要である。アジアは世界のイスラム教徒の最大の割合を占めている。パキスタン(96.4%)、バングラデシュ(86.3%)、インドネシア(87.2%)、マレーシア(61.4%)のように、多くのアジア諸国の人口の大半はイスラム教徒である。イスラム教徒が少数派であるアジアの国もあるが、それでも相当に多い。インドでは人口の14.2%、つまり1億7,200万人がイスラム教徒である。

現在、アジアのイスラム金融市場はイスラムの銀行と Sukuk が支配している。IFSB(2019)によると、2018年、イスラム金融

サービス産業（Islamic Financial Services Industry, IFSI）は、総額において3年連続の継続的な向上を記録した。IFSIの3つの広範なセクターの合計額は、2017年末に記録された2.05兆米ドルと比較して、2018年第2四半期時点で2.19兆米ドルと推定される。しかしIFSIは、初めてIFSIの総額が1.89兆米ドルから2兆米ドル以上になった2016年から2017年間で記録された8.5%の成長率に比べて6.9%の低成長率を記録した。IFSIの成長率の低下は、特に2017年から2018年第3四半期の間のイスラム金融の存在が強い一部の管轄区域における米ドル換算での現地通貨の長期減価償却によって説明される。

アジアでイスラムの銀行と金融が急速に成長・発展している。表1は地域別のイスラム金融セクターの内訳を示し、アジアのイスラム銀行資産の規模と世界の他の地域の資産を比較している。

アジアのイスラム銀行資産と金融商品の規模はヨーロッパや北米よりもはるかに大きく、主にマレーシアのイスラム金融市場が主導している。マレーシアはイスラム金融サービスの世界的主導者の一つであり、2018年には世界のイスラム銀行資産の推定10.8%のシェアを占めた。比較的インドネシア、パキス

タン、ブルネイの株式は小さいが、近年の成長と規制の進展によりシャリーア準拠の銀行資産の量を拡大している。マレーシアでは、2018年第2四半期までの1年間、イスラム銀行業界は前向きな所得・労働市場状態のおかげで一貫した安定した成長指標を報告し、現在マレーシアの商業銀行システムの26.5%（2017年第2四半期：24.9%）を占めている。バングラデシュとインドネシアもイスラム銀行サービスのシェアを向上させており、それぞれ2018年第2四半期時点で20.1%（SR2018：19.8%）と2.7%（SR2018：5.4%）を記録している。一方、ブルネイはSR2018（-9.4%）で報告された資金調達数値の減少を回復させ、持ち家を奨励し国内不動産市場を活性化することを目的としたAutoriti Monetari Brunei Darussalam（AMBD）による2017年第3四半期の政策変更を受けて、2018年第2四半期で6.9%の改善を記録した。これらの変更により、銀行は債務サービスの総比率（純当期純利益に占める毎月の債務総額）を10%から70%に引き上げ、資金調達量を増やし、イスラム銀行資産の63.6%（2017年第2四半期：61.8%）のシェアの向上をもたらした。ブルネイは依然イランとスーダンに次いでイスラム銀行資産の国内シェアが最も

表1：イスラム金融部門の地域別の内訳（10億米ドル、2018*）

Region	Banking Assets	Sukuk Outstanding	Islamic funds AuM	Takaful Contributions	Total	Share
Asia	266.1	323.2	24.2	4.1	617.6	28.2%
GCC	704.8	187.9	22.7	11.7	927.1	42.3%
MENA (exc. GCC)	540.2	0.3	0.1	10.3	550.9	25.1%
Africa (ex-North)	13.2	2.5	1.5	0.01	17.2	0.8%
Others	47.1	16.5	13.1	-	76.7	3.5%
Total	1,571.3	530.4	61.5	27.7	2,190	100.00%

* Sukuk Outstanding と Islamic funds のデータは2018年の1年間、Islamic banking は2018年6月時点（2018年前期）、Takaful は2017年末。

出典：IFSB（2019）

注：Islamic funds assets の内訳は資金の本拠地によるもので、Sukuk Outstanding は債務者の本拠地による。

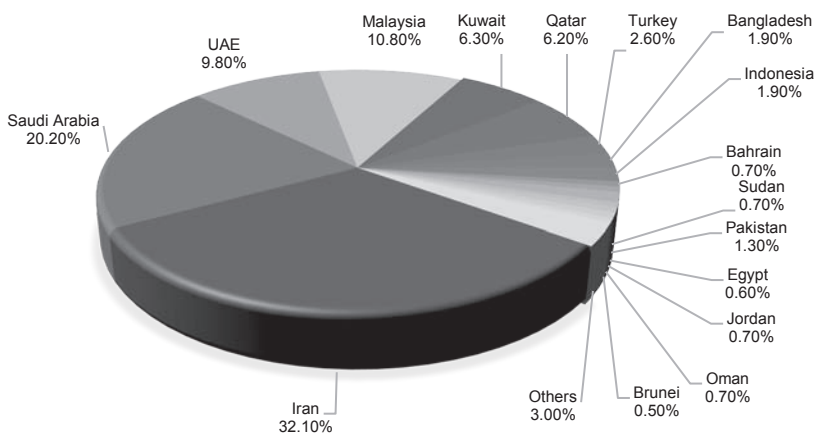
高い (IFSB、2018)。

図3はアジア諸国を含む国別の世界のイスラム銀行資産のシェアを示す。

政府に資金を供給し、製造業に必要な資本を提供し、中央銀行が導入した金融政策を実施するために、イスラム教徒が多数派の国々の間で過去20年間銀行は数多くの証券を策定してきた。通常シャリーア評議会から資格を与えられるシャリーアに準拠した証券は

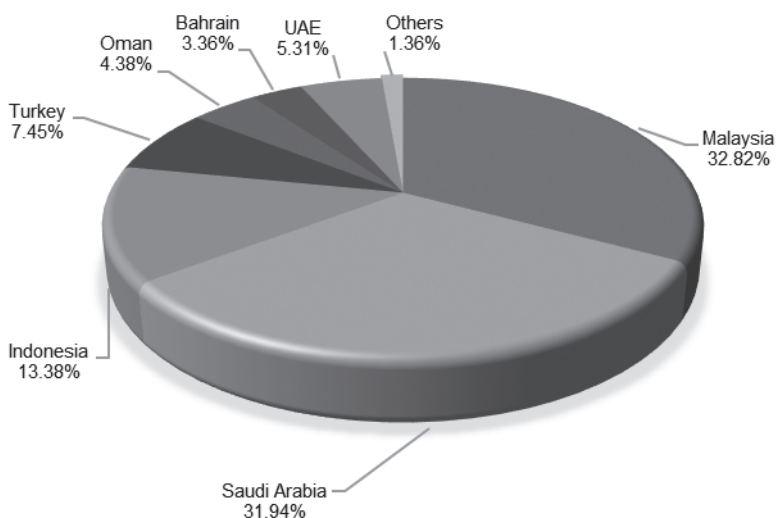
Sukukとして認められる。マレーシア政府投資債権 (government Investment Issue, GII) や、ブルネイ・ダルサラーム、インドネシア、パキスタンで発行された Ijarah 文書は、この分類に該当する証券の一つである (Ghazavi and Bazmohammadi, 2011)。ブルネイ・ダルサラーム政府は2006年に最初の Sukuk、つまり Ijarah を発行した。2008年にはインドネシア政府がシャリーアに準拠した Sukuk

図3：世界のイスラム銀行資産のシェア (2018)



出典：IFSB (2019)

図4：管轄区域別のソブリン Sukuk 発行



出典：IFSB (2019)

である Ijarah、いわゆる Sukuk Negara を利用して資金を調達し始めた。2002年、マレーシア政府が最初の世界的なソブリン Sukuk を発行して6億ドルを調達したとき、マレーシアはさらに重要性を増した。この発行により、マレーシアは世界の Sukuk 発行の国際的な指標銘柄となった。ルクセンブルク証券取引所とマレーシアのラブアン国際金融証券取引所は、Sukuk 証券を上場させた。それ以来、世界の資本市場でさらなるソブリン証券が発行されている (Azis, 2007)。

マレーシアと同様、バングラデシュやブルネイ、インドネシア、パキスタンなど他のいくつかのアジア諸国にもイスラム銀行と従来の銀行システムの両方がある。どちらも、公共セクターと企業セクターの両方に資源を集める新しい方法を提供する革新的な金融商品を使用することにより、金融セクターの深化と拡大に大きく貢献している。

2018年現在、流通している Sukuk の80%は、イスラム金融がシステム上重要となっている管轄区域に集中している。2018年現在、マレーシアは Sukuk 発行の世界的主導者であった。マレーシアの新しいソブリン Sukuk 発行は、2018年末時点で世界の主要ソブリン Sukuk 市場シェアの32.82%を占め、サウジアラビア(31.94%)、インドネシア(13.28%)、トルコ(7.45%)、アラブ首長国連邦(5.31%)、オマーン(4.38%)が次いでいる。国際市場における流動性制約下の資金調達の選択肢の多様化を目指すシンガポールやカザフスタン、香港は、アジアで Sukuk を発行している他の経済の一員である。

例えば、2015年5月28日、中国香港政府は1.894%のレートで価格設定された10億ドルの5年 Sukuk を発行した。これは政府が発行した2つ目の Sukuk で、1つ目は2014年9月に行われた。政府によると、資産の3分の1が香港の建物の単位、残りがシャリーア準拠の商品の単位に基づく Wakal 構造に Sukuk は従うという (ADB, 2015)。2012

年、カザフスタン開発銀行はマレーシアで15億リングット相当のマレーシアリングット (Malaysian ringgit, MYR) 建ての Sukuk 計画を発行した。この取引は、独立国家共同体 (Commonwealth Independent States, CIS) から発行された初めての Sukuk を意味する。また、この取引はマレーシア市場を活用しようとする CIS 地域からの最初の発行者を意味する。カザフスタン議会は、2011年、財務省が道路建設の資金調達のための5億ドルにのぼる最初のソブリン Sukuk を発行することを認める変更を承認した。カザフスタンは二番目に主要な石油生産国であり、探査活動とインフラ建設計画のための多額の投資を必要とする (KFHR, 2013)。

2018年の企業 Sukuk 発行は大幅な増加を遂げ、2018年には244億米ドルに達し、前年比55%増加した。企業発行の増加は、アラブ首長国連邦ならびに他の3つの管轄区域、マレーシア、サウジアラビア、トルコからの大量発行によって引き起こされた。2018年には、合計10の管轄区域が企業 Sukuk 市場で資金を調達した (2017: 9つの管轄区域)。これにはヨーロッパの 아일랜드、オランダ、イギリスという3つの非イスラム協力機構 (Organization of Islamic Cooperation, OIC) 加盟国の企業が含まれていた (IFSB, 2019)。

金融面については、Sukuk のようなイスラム金融商品は社会的・物理的なインフラや企業投資に幅広く資金を供給しており、地域の成長を促進するためにますます重要になっている。アジアにおけるイスラム金融の成長市場は、(i)インフラの資金調達、(ii)政府の財政・収支調整、(iii)企業・小売業の資金調達、(iv)企業投資家・個人投資家向けの倫理的投資策、(v)国際貿易のための貿易金融、(vi)イスラム保険サービスなどのさまざまなセクターで適切な供給源となりうる。

イスラム資本市場の課題

第二の金融市場の発展は第一の市場の拡大

に不可欠である。貯蓄者は有価証券の流動性とリスクに関して異なる好みを持つ。貯蓄者がよりしっかりと資産を清算・移動させ、より関与するリスクが少ないほど、長期の有価証券を保有する可能性が高くなる。イスラム銀行が実際の経済活動の資金調達のために確実または不確実な利益で様々な証券を発行することができる、安全保障市場が健全で十分に発展しているなら投資家はイスラム金融商品により大きな関心を示す。

株式や売買選択権などの従来の印刷物と一緒に取引されるイスラム債は金融市場においてイスラム銀行がリスクを多様化し、分配し、有価証券の流動性を管理するのを助ける。さらに、イスラム銀行は必ず実体経済への資金調達と投資に関与しているため、商品市場の存在は、イスラム銀行の透明性と費用削減に役立ち、イスラム金融システムの効率を向上させるかもしれない (Mirakhor, 1992)。

差し迫った課題は、投資家の Sukuk 商品の取引を制限している主要なイスラム金融の本拠地における流動的で活発な第二の Sukuk 市場の欠如である。現在までに、アジアではマレーシアとイランだけが、完全に機能するイスラム金融市場と国内のイスラム金融市場の流動性の管理問題に対処する上で非常に効果的である活発な第二市場を持つ (IFSB, 2015)。

アジアにおけるイスラムの銀行と金融の規制環境

イスラムの銀行と金融の法定、規制、監査の枠組みに関する IMF の調査によると、カザフスタンのような一部のアジア諸国は、一つに統合された規制の枠組みをイスラム銀行へのみ振り入れる規定を示す保証があるすべての銀行に適用している。インドネシアやマレーシアのような他のアジア諸国は混合した方法、つまり、イスラム銀行や従来の銀行に振り入れ可能な地域にも同様の規制の枠組みを採用しているが、イスラム銀行に特有の地

域に対して別々の指針と規制を発行している (Kammer, 2015)。

アジア各国の専門基準設定団体は具体的なシャリーアに基づく基準を策定している。ここではアジア経済の規制の枠組みをいくつか紹介する。

イスラム金融サービス法2013 (Islamic Finance Services Act 2013, IFSA) は、2014年6月30日から施行されているマレーシアの法律である。IFSA は、イスラム金融機関や決済制度、その他の関連団体の規制と監査、そしてイスラム金融市場やイスラム外国為替市場の監督を計画し、金融の安定やシャリーアの遵守、さらに関連し結果的に生じうる偶発的な問題の整合性を向上させることを目指す。現在、マレーシアの中央銀行・ネガラマレーシア銀行は、この法の目的を支持する上で、シャリーアと特定の契約の運用要件を定めた主要なイスラムの契約に関するいくつかの基準を策定している。とりわけ、この法は、投資口座とイスラム預金を区別し、投資口座の原則と利益保証を禁止している (IFSB, 2015)。

IFSA はイスラム金融取引におけるシャリーア契約の注目度を高めているため、イスラム金融の規制の枠組みに新たな次元を提供している。IFSA の契約に基づく規制枠組みの法定基盤は、イスラム金融機関が採用した基本的なシャリーアの基準を定義し、イスラムの金融商品や金融サービスを提供するシャリーア契約の効果的な適用を支援する、シャリーア基準の発行を可能にした。これは、法律や規制の原則とシャリーアの戒律を一致させる上で重要な前進を表し、イスラム金融においてより大きな法律上・運用上の確実性を促進する、より包括的な規制の枠組みを世界的に進化させるための有用な基準として役立つ可能性がある。さらに重要なことに、イスラム銀行ビジネスを次の段階に進めるやり方で、実態経済セクターの参加を盛り込むために金融仲介を超えて、契約に基づく規制の枠

組みを発展させている。このような独特な規制のやり方は、業界が新たな成熟と洗練の段階に進むにつれて、イスラム金融の価値提案をさらに実現することを目指す（IFSB, 2015）。

世界で2番目に人口の多いインドでは、中央銀行であるインド準備銀行がイスラム銀行に関する規制の見直しを始めた。インド準備銀行は、同国のイスラム銀行の規制への再評価が求められる中、中央銀行高官からなる内部委員会を設置した（ADB-IFSB, 2015）。

中国・香港の立法評議会は、2014年3月に融資（修正）法案2014を可決し、政府がSukukなどの代替債券を通じて資金を調達することを可能にした（ADB-IFSB, 2015）。フィリピン保険委員会は、国内のTakafulのサービスを可能にするTakafulの規制を策定しているため、近い将来、世界のTakaful産業に参入すると予想されている（IFSB, 2015）。

2014年1月、パキスタン国家銀行（State Bank of Pakistan, SBP）は、パキスタンのイスラム銀行産業戦略計画2014-2018を策定した。この計画は、イスラム銀行に対する国民の認識を向上させるために必要な、そしてそれを人々の、特に経済界の金融サービスへの需要に対処するために明確かつ実行可能な制度として促進するために必要な戦略に焦点を当てている。この計画に基づいて、SBPは利害関係者と協力してパキスタンにおけるイスラム銀行の安定的かつ明確な成長を利用し促進させるために、以下の主要な分野/目標、i) 権能を与える政策環境、ii) シャリーアの統治と遵守、iii) 意識と能力の構築、iv) 市場の発展に焦点を当て続ける。各分野の目的を達成するための機能戦略と行動計画は、イスラム銀行機関とそのシャリーア顧問、つまりSBPのシャリーア理事や学者、内部のSBPの部署、パキスタン証券取引委員会、パキスタン公認会計士協会と協議して進んでいる。この戦略計画の実施に伴い、パキスタンのイスラム銀行産業は、国の経済発展をも

たらず強化された大衆の支持と信頼によって慎重かつ明確に成長すると予想されている（SBP, 2014）。

イスラム銀行と金融規制の枠組みは一部のアジアの国々で十分に発展しているが、多くの管轄区域の規制と監督の枠組みはまだ業界の特殊な危険性に対応していない。イスラム銀行は十分に資本化されているように見えるが、Basel III協定の実施には課題が伴う。例えば、追加のTier 1やTier 2資本として扱える証券に関する国家規制当局からのさらなる明確化が必要である。さらに、シャリーアに準拠した質の高い流動資産（high-quality liquid assets, HQLA）の不足はイスラム銀行がBasel IIIの流動性カバレッジ比率（liquidity coverage ratio, LCR）要件を満たすことを困難にする。したがって、国家当局は、評価の高い取引可能なSukuk HQLAの地位を与えて地元のSukukと金融市場を深める対策を講じるためにBasel基準が与えた余裕を使うことが大切である。安全策と解決策は開発されていない。イスラム銀行を持つ国の中にシャリーア準拠の資産に投資された保険料を持つ本格的なイスラム預金保険システムを持っている国はほとんどない。

インフラ Sukuk の発行における近年の発展

アジアにおけるイスラム金融の重要かつ成長するセクターは、インフラ Sukuk の市場である。近年のADB（2017）の推計によると、2016年から2030年までの25年間のアジア経済のインフラ金融の需要は26兆ドルで、年間1.7兆ドルに相当する。アジアの多くの発展途上国では、適切なインフラの不足が発展の大きな障害の一つである。イスラム金融（Infra-Sukuk）を通して国境を越えた資金調達と投資の使用は、投資家の基盤を拡大し、アジアのインフラ開発の資金調達費用を下げるのに役立つ。

Sukukは、公共及び民間事業のインフラ金融において重要な役割を果たしてきた。

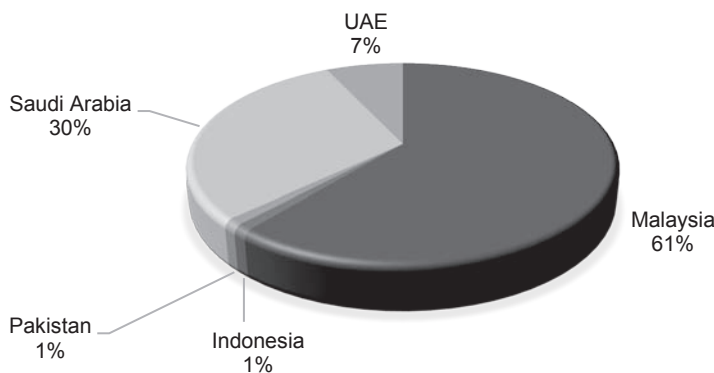
2002年から2015年第3四半期の間に、10カ国以上の異なる国が合計731億ドルのインフラ Sukuk を発行した。発行数はマレーシア (61%)、サウジアラビア (30%)、アラブ首長国連邦 (7%) で、世界のインフラ Sukuk 市場を支配している (図5)。マレーシア経済変革計画 (Economic Transformation Program, ETP) は、2020年までに経済的・社会経済的目標を達成するためにインフラ Sukuk の発行によって支出計画を加速させるだろう (Nik-Musa 2015)。

続いて、金融インフラ計画のためにマレーシアで発行された Sukuk の2つの例を簡単に紹介する。1つ目の例は、最多のリングギット建ての Sukuk 発行であり、世界中のどの

通貨より最多の Sukuk 発行であった PLUS 高速道路計画 (表2) の資金調達である (Nik-Musa, 2015)。

2つ目の例は、個人投資家向けにマレーシア証券取引所に上場している固定所得資産を持つ最初の Sukuk を通じたマレーシアの大量高速輸送機関 (MRT) 計画の資金調達に関するものである。ETBS (為替取引債券と Sukuk) の最初の発行は1.61倍の申し込みがあった (4億8,400万マレーシアリングギットに値する1,424の申請)。一般の人々は、申請書または参加銀行の現金自動預払機 (ATM) を介してこの Sukuk を購入することができた。重要な取引は、債権と Sukuk 市場へのより多くの個人参加を促し、個人が入手でき

図5：発行地別のインフラ Sukuk (2012第1四半期～2015年第3四半期)



出典：Nik-Musa (2015)

表2：例1：インフラ Sukuk によって資金調達されたマレーシアの PLUS 高速道路

Issuer	Projek Lebuhraya Utara-Selatan Berhad (PLUS)
Issue Size	MYR 30.4 billion
Sector	Transportation
Profit rate	3.9%-5.75%
Tenure	5-25 years
Structure	Musharaka
Governing Law	Laws of Malaysia
Purpose of Issuance	The Proceeds of the issuance are to finance the construction of highways.

注：PLUS：Projek Lebuhraya Utara-Selatan Berhad；MYR: Malaysian ringgit.

出典：Zawya, IFIS, KFH Research.

表3：例2：ETBS（為替取引債権と Sukuk）によって資金調達されたマレーシアの大量高速輸送機関（MRT）計画

Issuer	DanaInfra Nasional Berhad
Program Size	MYR 8,000 million
Program Tenure	50 Years
Issuance	Exchange-Traded Bonds and Sukuk
Issue Size	MYR 300 million
Issue tenure	10 years
Purpose of Issuance	To finance the capital expenditure and operating expenses for the MRT project

注：MYR：Malaysian ringgit；ETBS：Exchange Traded Bond and Sukuk

出典：Nik-Musa, 2015

る投資商品の種類を増やす資本市場基本計画2の戦略の一部だった（Nik-Musa 2015）。

5. 見通し

イスラム金融業界はこの20年間、アジアで大幅に成長してきた。イスラムの銀行と金融の成長は以下の要因から今後も続くと予想される。

- (i) アジア各国、特に東南アジアのイスラム教徒の人口が増加している。イスラム教徒の急速な人口増加と生活水準の向上は、従来の金融構造に代わる重要な代替手段としてイスラム金融の人気を高める可能性がある。さらに、中東やアジアの投資家はますます宗教的信念に沿った製品への投資を求めている。調査は、世界のイスラム教徒の半数が、従来のサービスに代わる信頼できる代替手段を与えられればイスラム金融を選ぶだろうと示唆している（KFHR, 2013）。
- (ii) いくつかのアジア各国の政府や金融当局は、石油生産国や物資生産国の巨大な流動性を活用して経済成長を促進するために、投資を増やし持続可能な資金調達を果たすための取り組みに沿ってイスラム金融市場の発展を促進する上で積極的な

役割を果たしている。

- (iii) イスラム金融商品の倫理的特徴と金融の安定性は、その魅力を高める可能性がある。イスラムの金融商品は、倫理的意識の高い投資家の拡大を働き掛けるリスク特性を持つ倫理的焦点（特にアルコールとギャンブルへの投資の除外）を持っている。イスラム金融は実行可能な代替金融システムとして提唱されている（KFHR, 2013）。
- (iv) 投資におけるイスラム銀行の報酬は取引当事者間の契約上の関係を構成する基礎的な経済活動及び資産に基づくということを考えると、実体経済とより統合し、実体と金融セクターの総合的な経済均衡を改善するためにイスラム金融の資産に基づく性質とリスク共有の面を利用することは可能である。

全体として、アジアにおけるイスラムの銀行と金融の見通しは、世界のイスラム教徒人口の60%以上がいることやアジアの中産階級が成長していること、経済・金融の基礎が強いことを考えると明るい。さらに、強力な政治的支援や大規模な投資家基盤、寛大な税制優遇措置の組み合わせはアジアのさらなるイスラム金融の誘惑となる。

【注】

(*) この記事は英語版から翻訳されました。

- (1) 聖書コーラン、Albagharah、29-30節。
- (2) シャリーア、あるいはイスラムシャリーア、イスラム法は、イスラム教を信仰する人々を統治する宗教的な法制度である。イスラム教の宗教的教訓、特にコーランとハディースに由来する。
- (3) イスラム銀行の資産重視の契約は、損益分配に基づく参加型契約と固定料金に基づく債務返済型の二種類に分けられる。
- (4) 資本提供者 (Rabb-Al-Mal) と起業家 (Mudharib) との組合契約で、資本提供者は起業家が管理する企業や活動に資本を拠出する。契約に指定された割合に従って企業や活動が生み出す利益を共有するが、損害が起業家の不正行為、過失、または契約条件違反によるものでない限り、資本提供者だけが損失を負担する。
- (5) 一方の当事者 (Muzare) が他方の当事者 (Zare、代理者) に土地を委任して耕作させ、その後合意された割合で作物を共有するという別のシャリーア準拠の契約。Muzaraah は農業の融資手段であり、銀行は常に Muzaraah の役割を担う。したがって、銀行は、土地や生産因子、またはその両者を所有している場合のみ Muzaraah の契約を締結することができる。Muzaraah の契約は、当事者たちが作物を分け、銀行がその分け前を取った時に解除される。
- (6) 果樹園の所有者と特定の分け前の製品を栽培し収穫する代理者との間の契約。銀行は常に所有者であり、果樹園で代理者として働くために法人や実際の事業体と契約を結ぶことができる。代理者は、銀行と代理者が後に Musaghat 契約に基づいて分け合う生産物を育て、世話をし、収穫する責任を負う。
- (7) 分割払契約の販売に似ているが、適用範

囲が広い。Murabahah に基づいて、銀行は不動産とサービスの全額を申請者に通知し、利益として一定の割合を追加する。申請者は満期までに起源一括返済またはバルーン方式融資の最終残額一括払いを行う必要がある。銀行は申請に従って原材料や予備品、道具、機械、設備、土地、事務所や本社が要求するその他の商品や事業、耐久財、家計向けの事業を購入することができる。これらの品目は Murabahah 契約を介して申請者に譲渡できる。返済を確実にするために銀行は十分な担保を取る必要がある。

- (8) 顧客が指定する資産を合意された期間既定の賃貸料で貸すイスラム金融サービスを提供する機関によって行われた合意。Ijarah 契約は、Ijarah 契約に入る前に賃借予定者の一部に拘束力のある賃貸を約束して開始される。

References

- ADB (2015). Asia Bond Monitor-September 2015. Manila: Asian Development Bank.
- ADB (2017). Meeting Asia's Infrastructure Needs, Manila: Asian Development Bank.
- ADB-IFSB (2015). Islamic Finance for Asia: Development, Prospects, and Inclusive Growth. Manila: Asian Development Bank.
- Aziz, Zeti Akhtar (2007). The Challenge for a Global Islamic Capital Market: Strategic Developments in Malaysia, Keynote Address at the Sukuk Summit 2007, London, 20 June.
- Black, F. and M. Scholes (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, vol. 81, issue 3, 637-54.
- Ghazavi H. and Bazmohammadi, H. (2011), Open market operation in the framework of Riba-free banking, Case study of Islamic treasury bonds (in Farsi). Tehran:

- Central Bank of Iran.
- IFSA (2013). Islamic Financial Services Act 2013. Laws of Malaysia Act 759. Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- IFSB (2015). Islamic Financial Services Industry Stability Report 2015. Kuala Lumpur. Islamic Financial Services Board.
- IFSB (2019). Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018. Kuala Lumpur. Islamic Financial Services Board.
- Jobst, A. A. (2007). The Economics of Islamic Finance and Securitization. IMF Working paper WP/07/117. Washington D.C. International Monetary Fund.
- Jobst, A.A., and Solé, J (2009). The Governance of Derivatives in Islamic Finance. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 24, No. 1, pp. 556-564.
- Kammer, A., Norat, M., Piñón, M., Prasad, A., Towe, C., Zeidane, Z., and an IMF Staff Team. Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options. IMF Staff Discussion Note SDN/15/0. Washington D.C. International Monetary Fund.
- Komijani, A. and F. Taghizadeh-Hesary. 2018. An Overview of Islamic Banking and Finance in Asia. ADBI Working Paper 853. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Khan Z.A. (2000), "Islamic Banking and its Operations". London: Institute of Islamic Banking and Insurance.
- Kettell, B. (2010). Frequently asked questions in Islamic finance. West Sussex: John Wiley & Sons.
- KFHR (2013). Islamic Finance in Asia: Development, growth and opportunities. Kuala Lumpur: Kuwait Finance House Research Ltd.
- Merton, Robert, 1973, "Theory of Rational Option Pricing," *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, pp. 141-83.
- Merton, Robert, 1974, "On the Pricing of Corporate Debt; the Risk Structure of Interest Rates," *Journal of Finance*, Vol. 29, pp. 449-70.
- Mirakhor, A. (1992). The theory of Islamic finance, in *Articles about Islamic economics by Mirakhor and Bagheralhasani*, Translated by Golriz, H. Tehran: Iran banking institute.
- Moosavian, S. A. (2007). Islamic banking (in Farsi). Tehran: Monetary and Banking Research Institute.
- Nik-Musa, N.M.D. (2015). Role of Islamic Finance in Infrastructure Financing: Financing Sources for Public-Private Partnerships (PPP) Sub-Regional Expert Group Meeting (EGM) for South-East Asian Countries. Bank Negara Malaysia: Kuala Lumpur.
- SBP (2014). Strategic Plan Islamic Banking Industry of Pakistan 2014-2018. Karachi: State bank of Pakistan.
- TSE (2010), Guideline for future trading in the stock market (in farsi). Tehran Stock Exchange organization: Tehran.
- TSE (2012), Guideline for options for subordinate sale of shares of listed companies in the stock market (in farsi). Tehran Stock Exchange organization: Tehran.
- Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, (2007), *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*, Pub. John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.