

【第136回 定期講演会 講演録】

日時：平成20年4月15日

場所：東海大学校友会館

イスラム金融の基本と不動産取引

国際協力銀行
調査役 吉田 悦章

本日は「イスラム金融の基本と不動産取引」と題しまして、お話しさせていただきたいと思います。

普段、いろいろな機会でイスラム金融に関するお話をしております。銀行や証券会社、投資会社向けにすることが多いですが、不動産業界向けは初めてです。私自身は金融も実務という意味では詳しくはないですが、不動産となると全くお手上げです。ただ、不動産関連、例えばその資金調達の話、あるいは不動産投資ファンドといった類を含め、金融という観点から、今日はイスラム金融についてお話をしたいと思います。

イスラム金融そのものについては、日経新聞などでも大分記事も増えておりますし、多くの方々のご関心の的になっていると思います。

昨年私はイスラム金融に関する本を出しましたが、出版社の人曰く、普通こういう金融関連の専門書、専門書に近いビジネス書というのは、大手町近辺のみで売れる、あるいは、大型の書店のみで売れるというような傾向があるらしいんですけども、この私の本については、郊外や地方でも売れており、例えば北海道の書店でもかなりの売り上げだったというご連絡をいただいています。その意味で、イスラム金融が一部の金融のプロフェッショナルの人々の関心のみならず、いろいろなバックグラウンドを持つ方の関心の対象になっているということを感じております。

ところで、本日から日経新聞の「経済教室」の紙面レイアウトが変わっていましたが、そこにあるゼミナールという欄で12月からほぼ1カ月間、イスラム金融について執筆いたしました。こういうことも、イスラム金融への関心が高まる1つの背景になっているのかと思っています。

先週日経新聞の夕刊に私が電話で話したことが

記事になっていましたが、その記事にもあるとおり、この4月から日本橋にある早稲田大学ファイナンス研究科がイスラム金融の講座を設置したということで、私がこの教鞭を取るようになっております。

同研究科は、1学年150名、大学院の修士相当なので2学年あるとして全体で300人ぐらいですけれども、そのうち第一次登録者で80人来たとのこと。もう一つ別の人気コースに匹敵する規模ということで、新設の講座にしては珍しいと研究科長さんや事務局の方がおっしゃっていました。

私自身は、別にイスラムの社会とか宗教、中東地域等に詳しいというわけではないのですが、金融という切り口でイスラム金融を調べていった、そういう経緯で、現在いろいろなところでお話をさせていただいております。

それでは、中身を見ていきます。下の図のほうでアウトラインをご覧ください。Iの基本のところ、イントロダクションとしてイスラム金融の概要を何となくイメージ

Introduction to Islamic Finance	
アウトライン	
I イスラム金融の基本	
1	イントロダクション
2	取引の基本概念と金融取引
II アセット別動向	
3	デット関連
4	エクイティ関連
5	不動産関連
III 世界の中の日本	
6	世界の動き
7	日本のイスラム金融

をつかむためという感じでお話しします。2番目はよく知られている利子を取らないという点につき、利子を取らずにどう金融取引がなされるのかを述べていきます。IIのアセット別動向では、債券・株式につきご説明した後、不動産に関することを簡単にまとめて、皆様のご興味の対象になることを心がけてみました。IIIとして、日本の動きと、非イスラム圏を中心とした世界の動きについて述べていきたいと思ひます。

■イスラム金融とは何か

下の図でイスラム金融とは何かについて簡単にお話しいたします。端的に、こう理解すればいいという大まかな特徴を述べると、特徴の1番目として、金利の概念を用いないということが挙げられます。特徴の2番目として、イスラムのルールのことをシャリアと言ひますが、そのシャリアに反するような事業等の取引は行わないということ、これが大きな特徴です。

特徴1については、皆さんお聞き及びのことも多いと思ひます。イスラム金融の取引が、後に述べますようにかなり高度に発達してきている中で、どんな取引においても金利という概念を用いてはいけないということがポイントになります。取引が複雑化する中で、ある部分が金利に当たるか否かということも論点となりますが、そういう意味で、金利の回避は取引の構造面での教義遵守となります。

特徴の2番目について、イスラムの教義に反する事業として、具体的には豚肉、アルコール、武器、賭博、ポ

ルノ等があります。また資料には書いてありませんが、金利関連、例えば銀行株への投資も、イスラムの意味では適切でないこととなります。これらは、特徴1の取引構造面での教義遵守と対比させると、関連事業面での教義遵守ということになろうかと思ひます。

提供されているイスラム金融サービスについては、預金、保険、債券等々、いろいろあります。大まかに言って、すべてのというか、思い着くような金融取引は大体あると思ひてよいでしょう。というのも、どのようにイスラムの教義に反さない形で今普通にある金融取引をできるようにするかというのが、イスラム金融の開発の歴史だったところもあるからです。後で述べますように、不動産の世界でも金融工学の分野は発展が著しいと思ひますが、イスラム金融における金融工学の部分は、禁忌である金利取引の問題の克服などもあって、一部の事例を除きまだ開発段階というのが実情です。オンバランスの取引を中心に、大方の金融取引は、大体イスラム金融の方式でもできると捉えて頂いてよいでしょう。

このように幅広い金融種類の提供が可能となった1つの背景でもありますが、国際的な金融機関、我々が外資系と呼ぶような先として思ひつく金融機関は、どこも何らかの形でイスラム金融に従事していると思ひて頂いてよいと思ひます。その中でも、資料のうち左の2つ、HSBCとCitiは、比較的プレゼンスの高い外資系金融機関です。これらの2つの機関は、90年代の後半にはイスラム金融事業の基盤をある程度作っていました。Citiはパーレーンにイスラム金融子会社を設立し、HSBCも専門ブランドを設立したりしていました。もともとHSBCやCitiは、中東地域を含むエマージングマーケットに非常に強い銀行ですので、イスラム金融にも早くから馴染みが深かったということでしょう。

そのほか、資料に記載してある金融機関は様々な形で非常にアクティブにイスラム金融ビジネスに携わっています。また、資料には書いていませんが、例えばゴールドマンサックスなんかも、アセットマネジメントや債券の引き受けの世界では非常に有名です。要するに、先ほども述べましたとおり、どこの機関もイスラム金融をやっていると思ひていただければよろしいかと思ひます。

地理的な広がりをみてみましょう。まず、イスラム金融の先進国は、マレ

Introduction to Islamic Finance

イスラム金融とは何か

- **イスラム金融:イスラム法(シャリア)に則った金融取引の総称**

<p>特徴1: 金利の概念を用いない</p> <p>特徴2: イスラム法(シャリア)に反する事業(*)との取引を行わない。</p> <p style="font-size: x-small;">*豚肉、アルコール、武器、賭博、ポルノ等</p>	<p>【取引構造面での教義遵守】</p> <p>【関連事業面での教義遵守】</p>
---	---
- **提供されているイスラム金融サービス**

預金、ローン、保険、債券、株式指数、リース、種々のファイナンス(プロジェクト・ファイナンス、トレード・ファイナンス)、種々の投資ファンド(株式、債券、不動産、ヘッジファンド).....
- **国際的金融機関もイスラム金融サービスを提供**

HSBC, Citigroup, Standard Chartered, UBS, Credit Suisse, Deutsche, BNP Paribas, ABN Amro.....
- **地域的な広がり**

・マレーシアやパーレーンが先進国。ドバイも猛追。
 ・他のイスラム国(中東諸国、東南アジア)、金融先進国(英国、シンガポール)も積極姿勢。
 ・70か国程度に広がっているとされる。

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC

ーシアやバーレーンと言ってよいでしょう。マレーシアにせよ、バーレーンにせよ、国内の市場でイスラム金融が発展しているというのもございますし、国際的なイスラム金融ビジネスを行うところが拠点を置いているという意味でも、先進国と言えます。資料には「ドバイも猛追」と書いてあります。ドバイは最近大きなプロジェクト、超大型の不動産開発の分野などでも非常に有名であり、それらと絡んでいる部分もありますが、例えば大型のインフラ・プロジェクトの資金調達を、イスラム金融での借入や、イスラム債券の発行で賄う事例も大変多いです。最近では、ソブリン・ウェルス・

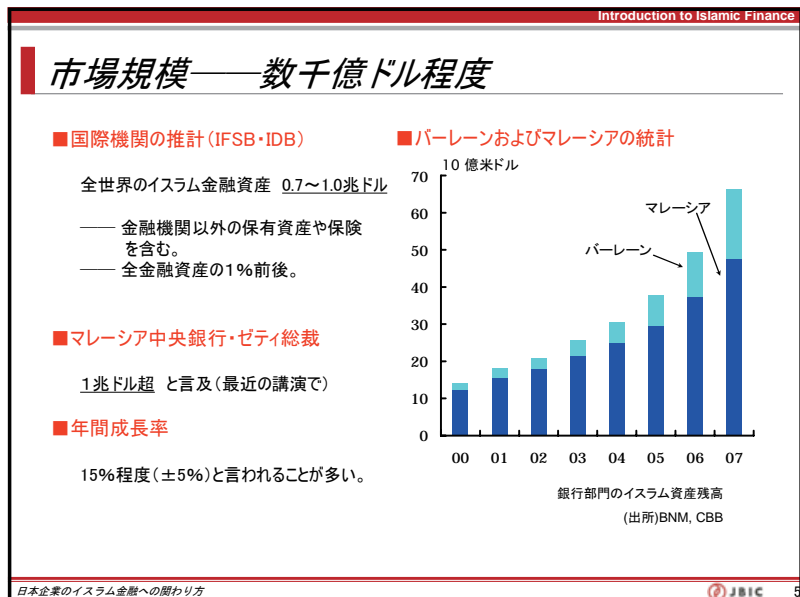
ファンドも結構話題になっておりますが、そういうところの資産運用や出資等の投資案件において、ソブリン・ウェルス・ファンド向けの法律サービス需要も拡大しており、法律事務所も多く出て行っております。ドバイも着実に、イスラム金融の大きな市場の一つとして数えられるようになってきています。

また、これら以外のイスラム国でもイスラム金融市場が発展しておりますし、非イスラム国である金融先進国のロンドン、シンガポール、最近では香港も含めて、イスラム金融への積極姿勢を示しています。

中国でも、国内西部にイスラム教徒が比較的多いですが、北朝鮮近くの瀋陽あたりでも、イスラム金融への注目が高まっているという報道も目にしております。韓国も、今イスラム金融にかなり積極的になり始めているとの報道がみられます。加えて、例えば私の早稲田の講義でも、そのために来ているわけではないでしょうが、韓国人の方もいらっしゃいますし、先ほどお話した昨年出した私の本も、韓国語訳されることとなっております。要するに、アジア各国を含む、いろいろな非イスラム国においても、イスラム金融への関心が高まっているのが現状です。

■市場規模

右上の図で、市場規模について簡単に触れます。色々な数字が述べられますが、逆に言うと、公式統計がないからでもあります。資料に記載した国際機関の推計値は、これもあくまで参考程度ですが、7,000から1兆ドル程



度となっております。これは2005年時点の話で、銀行の資産に加えて、それ以外の例えば債券や株式ファンドなども含んでいる数字です。

全体の金融市場に占めるウェイトとしては、これも取り方によっていろいろありますが、最近IMFの数字で株と債券と銀行資産の残高を確認したところ190兆ドルとあったので、これを分母とすれば、大体0.5%程度となります。要するにウェイトとしてはまだまだ小さいイスラム金融ですが、伸び率が大きいこともあって注目されているのが現状でしょう。伸び率についても公式統計はありませんが、年間成長率15%から20%程度と言われることが多いです。

資料の右側のグラフでマレーシアとバーレーンの公式統計を確認すると、順調に成長している様子が見取れるかと思えます。マレーシアでは様々なイスラム金融優遇策などを採って、イスラム金融を振興していこうとしていることも影響しているでしょう。

■重要な概念・基本用語

さて、これからイスラム金融について本論に入っていきますが、その上でも用いられる重要な概念を3つ説明致します。

1つ目は「シャリヤ」です。シャリヤとは、イスラム法のことだと書いてあります。シャリヤとは、「水飲み場に行く道」という意味のアラビア語だそうですが、それが転じて、正しい行いをする道といった意味を持つ単語です。イスラム法と書いてありますが、我々がイメー

重要な概念・基本用語

■ シヤリア／シヤリア適格

- ・シヤリア (Shariah, Syariah,...)とは、イスラム法のこと。
- ・イスラム金融サービスは、シヤリアに適しているとの認定を受けた上で提供される。
- ・各金融機関には、通常3人以上の学者で構成された「シヤリア・ボード」があり、その認定を行う。
- ・シヤリアの認定を得ていることを、英語で「Shariah compliant」と表現することが多い。
- ・日本語で、「シヤリア適格」という。

■ Conventional

- ・「イスラム金融」と対をなす概念。イスラムでない、すなわち「普通の」金融のこと。
- ・直訳すれば「伝統的な」「従来の」だが、「普通」「一般」「通常」程度で十分伝わると考えられる。

■ Window (イスラム金融窓口)

- ・非イスラムの一般金融機関が、自社でイスラム金融サービスを提供すること。
- ・イスラム金融と一般金融の「兼業方式」とも言える。
- ・兼業方式に対する概念として、「専業方式」がある。「子会社方式」と呼ばれる場合もある。

ジする法律のみならず、日常的な規範とかルールなども含む広い概念の言葉です。

イスラム金融は、シヤリアに適しているとの認定を受けた上で提供される金融とみることもできます。すなわち、ある金融取引がイスラムの教えの意味でOKですよ、というお墨付きをもらっているということです。そのお墨付きを与えるのは誰か、ということですが、金融機関には、通常、「シヤリア学者」と呼ばれる、イスラム及び金融にも詳しい学者さんで構成された委員会的組織があります。シヤリア・ボード、シヤリア・コミッティ、シヤリア・アドバイザー・カウンスルなど言い方はいろいろありますが、そうした組織が、各金融機関の行う取引がシヤリアに照らし合わせてOKかどうかを精査して、その認定を行っています。

シヤリアの認定を得ているということ、英語では「Shariah compliant」と言うのが一般的です。日本語では、これと言った訳語がなかったのですが、私が何年か前に論文を書いた際に「シヤリア適格」という言葉を用いました。その後、日経新聞や雑誌などでもシヤリア適格という言葉が一般的となりつつあります。

2点目は、Conventionalという言葉です。イスラム金融においてこれも非常によく出てくる言葉です。意味は、「イスラム金融ではなく、我々が接している普通の金融」ということです。有利子の金融と言われることもあります。利子を伴わないConventionalな金融もたくさんありますので、必ずしも適切な言葉ではないでしょう。Conventionalという言葉は、直訳すると「伝統的な」とか「従来の」とかいろいろな訳がありますが、何となく堅苦しく、ややミスリーディングな部分もある

ので、「普通の金融」、あるいは単に「Conventional」ということで、今回のお話の中ではご説明しようと思いません。

3点目は、Window、イスラム金融窓口という言葉です。一般の金融機関がイスラム金融サービスを提供しているケースは、先ほどご覧頂いたような外資系金融機関を含めていろいろありますが、そのようなConventionalの金融機関が自分の銀行内でイスラム金融サービスを提供する形態を、「窓口だけ設けている」という意味で「Window」と言います。兼業方式とも言えます。これに対し、専業方式については2種類あります。もともとイスラム金融だけやるために設立された銀行という形態が一つあります。もう一つ、一般の金融機関、普通の有利子の貸出とかも行う金融機関がWindowでイスラム金融をやっていて、いろいろな事情でイスラム金融部門だけ子会社として独立させてしまうという場合があります。それは子会社方式と呼ばれることがあります。

■ 基本的な位置づけ

次のページでは、イスラム金融の基本的な位置づけを紹介しています。この点は、イスラム金融の基本を既にご存知の方には当たり前のことなんでしょうけれども、これからイスラム金融について理解を深めようとする方には、非常に重要なことです。

第1に、イスラム金融はイスラム教徒だけのものかということ。答えとしては、そうではない。ムスリムでなくてもイスラム金融の利用は可能です。先ほど、シンガポール、ロンドン、香港、韓国、そして日本も含めて非イスラム国でも関心が高まっている。こうした背景には、イスラム金融が、イスラム教徒だけでなく非ムスリムも利用できることも影響しているでしょう。イスラム金融の業者側をみても、ムスリムのみならず非ムスリムも少なくないのが現状です。

第2に、イスラム教徒はイスラム金融だけ利用するのかという点です。結論から言えば、これも違います。イスラム国にも一般の有利子銀行が存在し、利子の授受がある場合も多いのが実情です。この背景には、歴史的経緯などいろいろな事情により普通の銀行が多くあって、

基本的な位置づけ

■イスラム金融は、イスラム教徒だけのものか

- ・否。ムスリムでなくても利用可能であり、実際利用している。
(マレーシアでは、イスラム金融利用者の7割が非ムスリムとの調査結果も)
- ・サービス提供者についても、非イスラム教徒が少なくない。
- ・イスラム専門銀行にも、非イスラム教徒はいる。

■イスラム教徒は、イスラム金融だけ利用するのか

- ・否。イスラム国にも一般の銀行が存在し利子の授受があることも多い。
- ・イスラム教徒でも人によって敬虔度合いは異なり、イスラム金融への選好も異なる。

■イスラム金融は、独自の仕組みを持つのか

- ・仕組みに関して様々な専門用語があることは事実。
- ・ただし、仕組み・機能自体は一般金融の枠組みで概ね理解可能。
- ・シャリア適格性の審査は、デュール・ディリジェンスの一種と言える。

日本企業のイスラム金融への関わり方

JBIC

本来であればイスラム金融のほうが望ましいけれども有利子の取引を使わざるを得ないといった側面もあります。例えばサウジアラビアはかなり敬虔なイスラム国ですが、そのサウジアラビアでも多くの有利子銀行があり、利子の授受が行われています。

それは何故か。1つには、歴史的経緯があります。サウジアラビアでもConventionalの銀行が先に入ってきて、制度として確立した。そしてその取引の中で用いられる利子は、シャリアの禁じるリバーじゃないかという批判がだんだん出てきて、それに対峙する概念、金融取引としてイスラム金融が発生した。様々な経緯を経て近代的な姿になったのが大体1970年代。73年とか75年とか幾つかの起点がありますが、要するにイスラム金融の歴史はたかだか30年程度に過ぎない。まだまだイスラム金融の供給サイドはこれから整備されていく状況にあり、とてもムスリムの全てのニーズをカバーできている訳ではないのが現状です。

宗教的にそれで良いのか、という疑問が沸くかもしれませんが、イスラムの考え方として、どうしても仕方ない場合、禁忌に触れるのもやむなしという部分もあり、有利子取引しかないのであれば仕方ないとされているところもあるようです。

次に、イスラム教徒でも人によって敬虔度合いが異なり、従ってイスラム金融への選好も異なるという点も抑えておきたいところです。中東諸国にはソブリン・ウェルス・ファンドがたくさんあります。ソブリン・ウェルス・ファンドとは、国家や関係機関が自国の富を増やすために設けた運用機関であり、中東諸国ではオイルマネーでの影響でそれらの運用資金が飛躍的に増加していま

す。そういう中東諸国のソブリン・ウェルス・ファンドでも、イスラム金融を意図的に使わない、あるいは特にイスラム投資に拘らない、といった行動原理を持っているファンドが少なくありません。というのも、ソブリン・ウェルス・ファンドはやはり収益性を重視する投資機関だからです。イスラム金融の場合、供給サイドの整備が十分に進んでいないこともあって、Conventionalな金融に比べ使い勝手が悪いということも実際にあります。こうした事情から、中東諸国の投資機関がイスラム金融ではなく普通の金融を使っていることも多々ありますが、これらはいずれも、「イスラム諸

国の投資会社であっても、かならずしもイスラム金融だけ使う訳ではない」ということの実例と言えるでしょう。

最後に、イスラム金融は独自の仕組みを持つのか、という点です。いろいろな見方ができますが、エントリーレベルとしては簡単だと捉えていただいた方が理解が進みやすいと思われるので、そのように考えていただければ良いと思います。確かに、後で述べますように、仕組みなどの部分でいろいろな専門用語、しかもアラビア語を語源とするものが多く混同しやすかったりもしますが、その経済的なファンクションを見ますと、普通に金融をご存じの方だったら理解できるものが多いと思われる。もちろん、特にシャリア関連部分を中心に、イスラム金融に特殊な事項もありますが、シャリア・ボードの審査についても、例えばデュール・ディリジェンスの一種のように捉えることができ、そうみれば何となくわかり易いのではないかと思います。

■市場拡大の背景

市場拡大の背景について纏めたスライドをご覧ください。これはあまり緻密な分析ではないのですが、よく言われる論点を簡単に整理したものです。まず、原油高とオイルマネーという増加要因は誰しも思い着くことです。ただ、丁寧に調べていくと、もちろんオイルマネーの寄与は大きいのですが、一方でそれ以外のイスラム金融の拡大要因もいろいろとありそうだということがわかってきます。

例えば、イスラム固有の事情も幾つかあります。例え

Introduction to Islamic Finance

市場拡大の背景

- **オイルマネー関連**
 - ・中東投資家の資産運用資金の増加
 - ・中東における事業プロジェクトの活況
(オフィス・商業施設、石油関連プラント等)
- **イスラム固有の事情**
 - ・9.11テロ後の中東投資家による米国資産回避傾向
 - ・世界的なイスラム人口の増加
- **非ムスリムも含めた一般事情**
 - ・一般金融に比へた経済合理性がある場合もある
 - ・社会的責任投資(SRI)意識の高まり
 - ・各種経済主体におけるイスラム金融の認知度の高まり
 - ・イスラム金融商品の充実・高度化

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC

ばイスラム人口の増加という要因があるかと思えます。イスラム圏では人口の増加率がそれ以外の地域に比べて高いそうです。そうした量的な点に加え、イスラム教徒の間でイスラム回帰傾向というのが見られており、なるべく宗教を遵守して日常生活を送ろうという傾向があります。金融についてもそのようなことが言え、ゆえにイスラム金融への需要が高まっているということです。

さらに、非ムスリムも含めた一般的な要因もいろいろと指摘されています。非ムスリムがほとんどと思われる皆さんにとって、この点は重要かと思えます。1つ目は、一般金融に比べて経済合理性がある場合もあるということです。常に経済合理性がある、儲かるという訳ではありませんが、そこに収益機会、コスト削減機会があれば、イスラム金融に流れるという資金需要が生じる可能性があります。

2つ目として、社会的責任投資の意識の高まりがあります。SRIの意識は、投資家の中で非常に高まっており、SRIファンドなどの投資商品も組成されています。要するに、投資家から見て、自分たちの投資行動で社会をよくしていこう、少なくとも社会的に悪い企業には投資しないようにしようという試みです。イスラムの考え方とこのSRIと必ずしも合致するわけではありませんが、似ているところがあります。SRIの中で豚肉は基本的には排除されませんが、社会的に良好な金融取引を目指すという意識は似ており、非ムスリムを含め

てイスラム金融取引が増加する背景になっているとみられています。

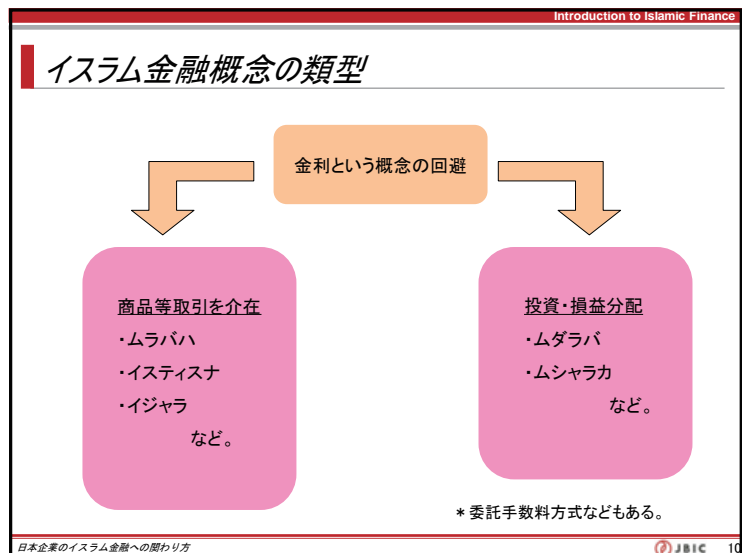
3点目は、認知度の高まりです。いろいろなところでセミナーが開かれたり、情報提供がなされたりしており、金融取引に絡む多くの人々の間でイスラム金融に関する認知度が高まっているというものです。

4点目は、イスラム金融の成長を見る上で非常に大事な点だと思っています。先ほど、供給側が未整備であるためにサウジアラビアではイスラム金融以外の取引も結構あると申し上げましたが、だんだん供給側が拡大・拡充されることできちんとイスラム金融で取引されるようになってきて

いる。また、SWFなどで投資をする際、イスラム金融では使い勝手が悪いと申しましたが、この点もだんだん改善されてきているのが実態です。供給側の発展で、潜在的な需要が実際の取引として成立するという事です。

■イスラム金融概念の類型

さて、ここからはアラビア語の専門用語を含む説明に入ってきます。ポイントは、冒頭述べました1つめの特徴である、金利の概念を用いないという点ですが、ではどうやってイスラム金融取引において収益が得られるのか、簡単に述べていきます。



金利を取らずに収益を得る方法として、大きく2つに分けられます。1つは、商品の取引を絡ませて、金利ではないとする考え方、もう一つは、投資をして損益分配をするという考え方です。

その前に、金利とは何かについて整理しておきましょう。イスラムの基本的な考え方では、古くはいろいろと解釈論争もあったと聞いておりますが、基本的には例えば100円で預けたものが、何もしないで105円に増える、といった類のものです。不労所得という論点、何もせずに資産を増やせるのは不公平などといった考え方がありますが、要するに、お金とお金の交換取引で、増えて返ってくるようなもの、アラビア語でリバーと言ったりしますが、そういうようなものがいけないということです。こうした前提があるため、商品取引の利益であればいい、あるいは、投資の成果であればいい、といった考え方となるわけです。

■バイ・アル・イナの基本スキーム

下の図をご覧ください。このスキームは、シャリヤ不適格とされることも多いものですが、商品取引を介在させることで金利に似た取引が可能になるスキームであるため、ここでご紹介しています。顧客がいてお金を借りたい場合、通常は銀行に行って「貸してください」と言います。しかしそれは、先ほど言った、何もせず利息分が増えるリバーです。

より詳しく見て行きましょう。資金が欲しい顧客は、銀行に借入要請をします。その際、顧客と銀行との間で

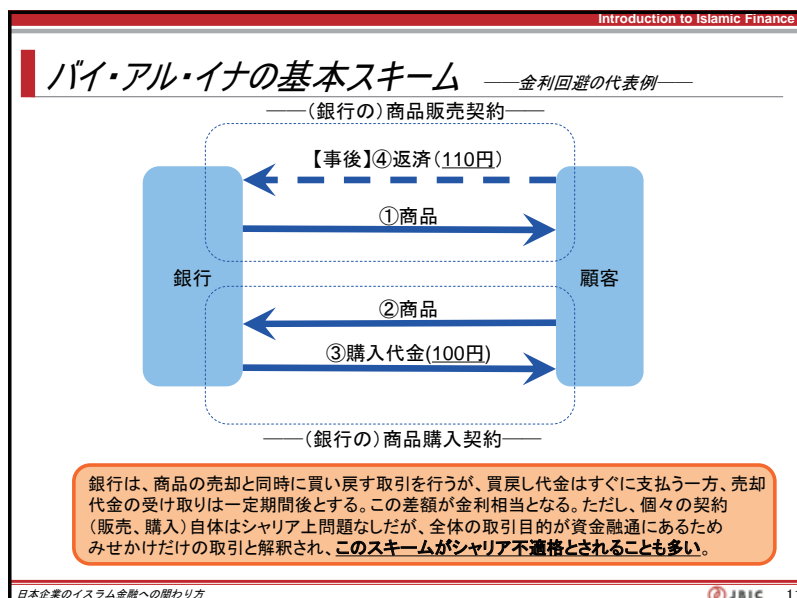
は、形式上、商品の売買取引が行われます。すなわち、銀行には本取引のための商品がおいてあります。例えば、イオン・クレジットのマレーシア現地法人などでは、ダイヤモンドが用いられています。顧客は、商品を銀行から買ってすぐに売り戻します。買った代金は後払いにしますが、売った代金はその場で受け取ります。顧客が売った代金よりも買った代金、すなわち後に支払う代金の方が多くなり、その差額が金利相当となる訳です。このように、商品取引を絡ませれば、金利に相当するものがつくれるというスキームです。中東のように教義の解釈に厳しい地域では、こういう見せかけの取引はあまりなされませんが、商品取引を絡ませれば金利になるという一例としてご紹介しました。

■ムラバハの基本スキーム

次に、ムラバハと呼ばれるスキームです（次ページ）。これは、実際に頻繁に用いられるスキームです。銀行の顧客が、例えば自動車を買いたいがお金がないとします。まず、顧客は、買う自動車を特定し、価格も含めて売り手と合意します。お金がないのですぐに払えません。銀行からの借入れという形では金利取引が生じてしまうため、それもできません。そこで、銀行に行って、銀行との間で契約を結ぶわけですが、「売り手のところにあるこれこれというのを買ってこれ。そうすると、その価格は幾らなので、プラス10円をつけていついつに返す」という契約です。そのプラス10円が金利に相当する部分になります。

つまり、銀行は買い手の代わりに売り手から商品を買って、一旦銀行が所有権を持ちます。その意味で、図表にはボツを示しております。買い手は、代金を事後的に返済します。買い手からみれば、現時点で商品が手に入り、負債を負っています。そして事後的に返していくという意味で、ローンの機能とあまり変わらないと言えるでしょう。銀行にしてみても、資金を現時点で提供して貸出資産という形で持っておき、事後的に資金が返済されますので、資金のフローは普通の金融とあまり変わらないとみることができそうです。

先ほど紹介したバイ・アル・イナと



の違いは何かというと、商品が売り手から買い手に動いているので、この取引には実体としての意味がある。パイ・アル・イナのように商品が動かないスキームではなく、本当にその商品を買いたい買い手が買った、という商業取引です。このため、この取引はシャリア適格であり、商取引の分野で非常に頻繁に用いられるスキームです。

商業取引と申しましたが、コーランには「アッラーは利息を禁じ給うた、だが商売はお許しになった」という記述もございます。このように、イスラムの考え方、経済的な思想の中で、商業、労働、そうしたものにより経済を活性化することは、奨励されます。この商業取引に絡んだムラバハ取引はそれに合致するというので、OKとされておりまして。

■ムダラバの基本スキーム

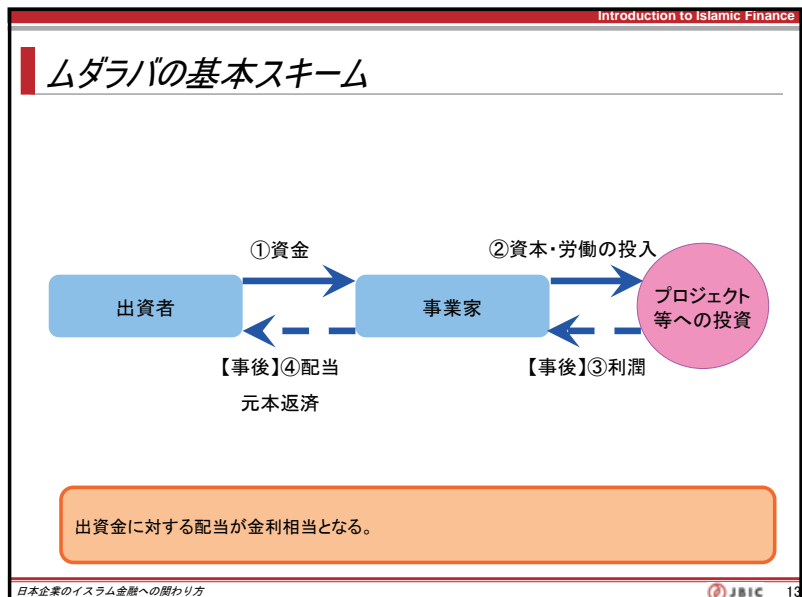
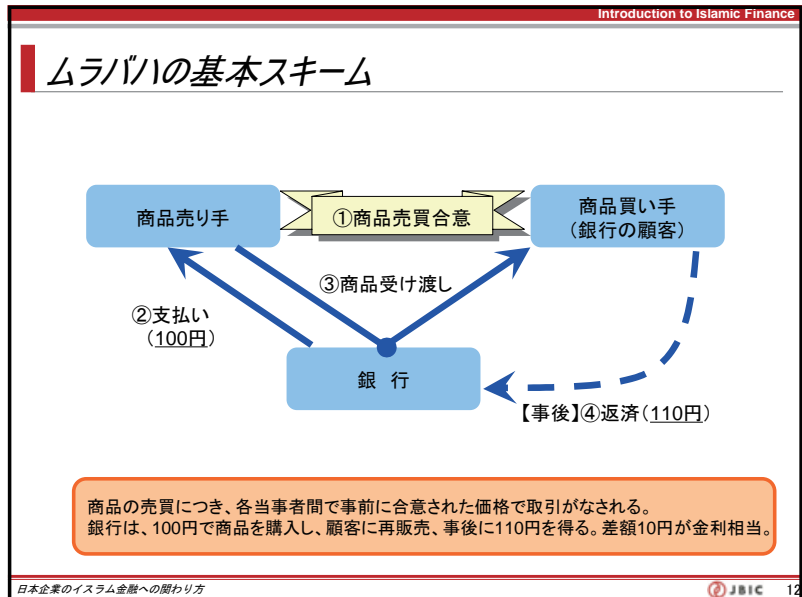
次は、ムダラバの基本スキームです。損益分配の概念です。これも、考え方としては普通の金融に類似したのを見出すことができます。投資信託、金銭信託、そういった取引に似たスキームだと思っていただければよいでしょう。資金を提供する人が、その資金を元手に何らかの事業・投資などを行い利潤を上げる人に、資金を託します。

事業から上がってきた利潤は、あらかじめ定められている分配率に応じて、事業家と趣旨者に配分されるというスキームです。

このムダラバは、色々な取引に用いられます。代表的なのは預金でしょう。預金者が出資者、銀行が事業家となり、銀行はイスラムの方式で貸出等の資金提供を行います。貸出等から上がってきた利潤を分配することで、預金あるいは金銭信託にも似たような取引となります。

■ムシャラカの基本スキーム

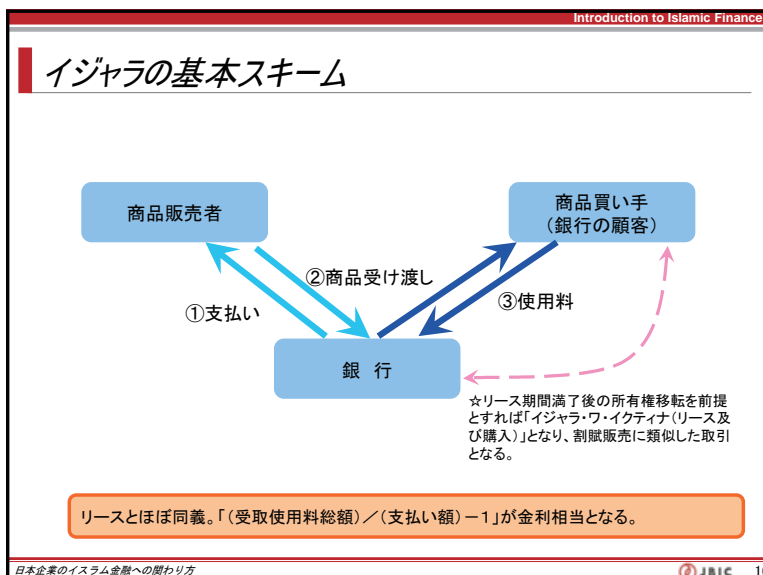
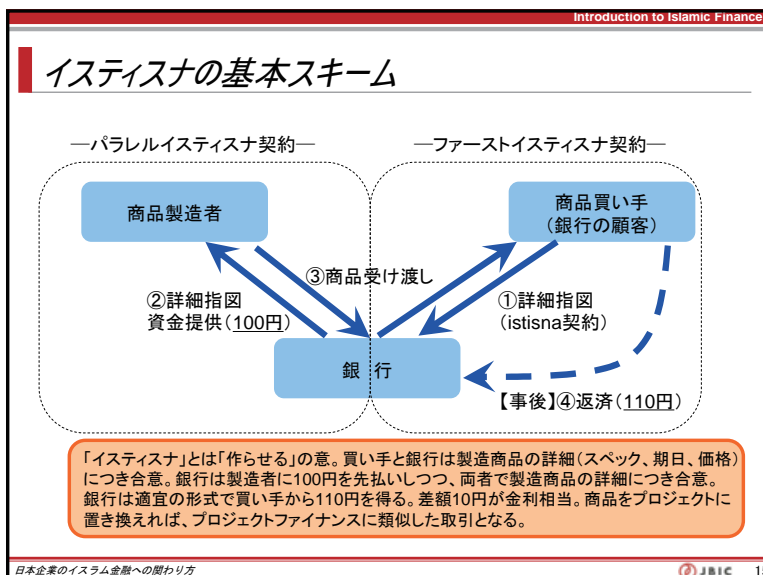
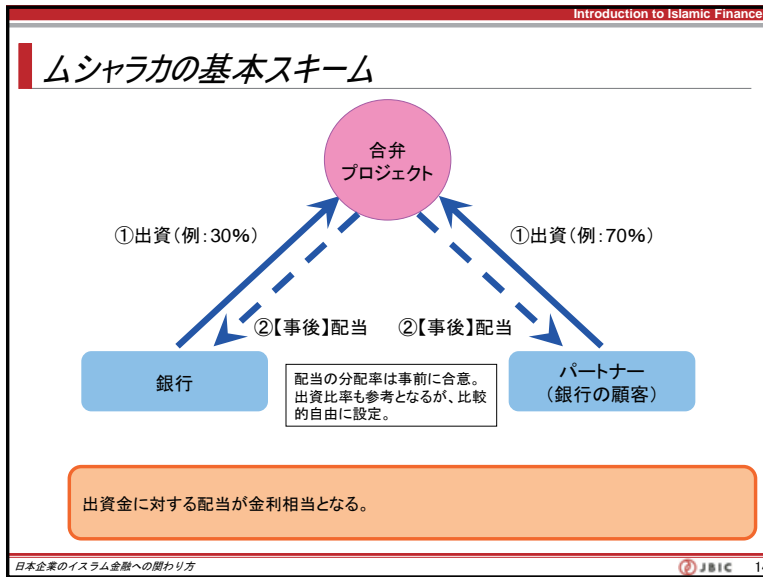
同様に損益分配のスキームとして、ムシャラカという



ものがあります。共同出資のスキームとお考えいただければよいでしょう。銀行の顧客でありお金が足りない、事業家がいいます。この人が銀行に行って、この事業をやるのでお金を一緒に出してくれないかということで銀行が共同出資するものです。事後的にそこから上がってきた利潤を分け合い、それが銀行にとっての利息相当である配当となります。

■イスティスナの基本スキーム

その次のイスティスナというスキームは、先ほどのムラバハと形としては似てるんですけども、大きな違い



があります。ムラバハの場合は、購入する商品が取引の時点で既に存在し特定されている。一方で、イスティスナの場合には、取引時点では取引の対象物はまだない。物が無いというのは、実体の取引を重んじ、不確実性を嫌うイスラムの考え方からすると、あまりよくない。ただ、現在の金融取引では、取引時点において物が存在しない取引もあります。実際、イスティスナが用いられるスキームは、工業製品ですとか、あるいは建造物のための建設ファイナンスなどになります。取引時点で対象物が存在しないのであれば、その条件がちゃんと決まっていれば、実態のあるものに近い、取引の不確実性は低いと言えるだろうという考え方のもと、このイスティスナというスキームが用いられます。

■イジャラの基本スキーム

最後に、イジャラです。これも商品が絡むスキームです。見かけとしては、リースとほぼ同じと思って頂ければいいと思います。金利のかわりに使用料を払うというのが、物を用いて金利を含まない取引をするということの中身です。

■各種基本スキームのポイント

これらの各種スキームを捉える上で、ポイントが2つあります。1つは、各スキームと実際の金融取引は1対1では対応しない、ということです。例えば預金について述べました。預金について、先ほどはムダラバ預金の話をしましたけれども、預金と言えばムダラバ預金しかないということではなく、逆にムダラバと言えば預金だけというわけでもないのです。いろいろな形のときにこういうスキームが用いられ得るということのようなことです。先ほどのムダラバは、例えば預金以外にも投資信託などにも

用いられ得るものです。貸出のような形でも用いられることはあります。逆に、預金についてムダラバが用いられることもあれば、別のカルド・ハサンという、無利子の当座預金的取引や、預託のようなスキームもございます。

もう一つは、ある取引にイスラム金融概念が1つだけ用いられるということではなくて、複雑な案件では複数の概念を用いながら組成される、ということです。最近の大型の金融では、取引構造が複雑になりますが、そこでは様々なスキームが用いられています。

イスラム金融がここまで大きくなった1つの背景に、資本市場、株とか債券といった資本市場においてイスラム式のものが出てきたという点があります。これによって様々な資金調達者、資金運用者が出てきましたので、以下にご紹介します。そして今回は、不動産の関連にも若干触れようと思います。

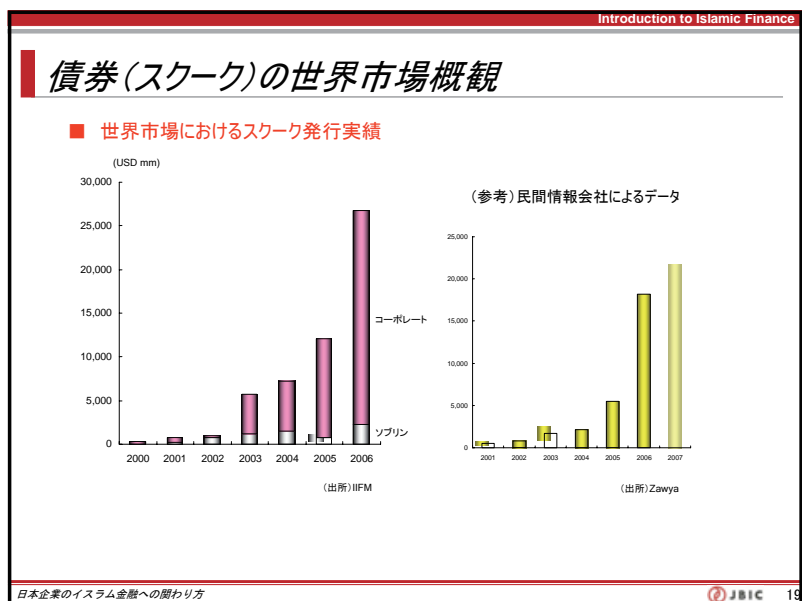
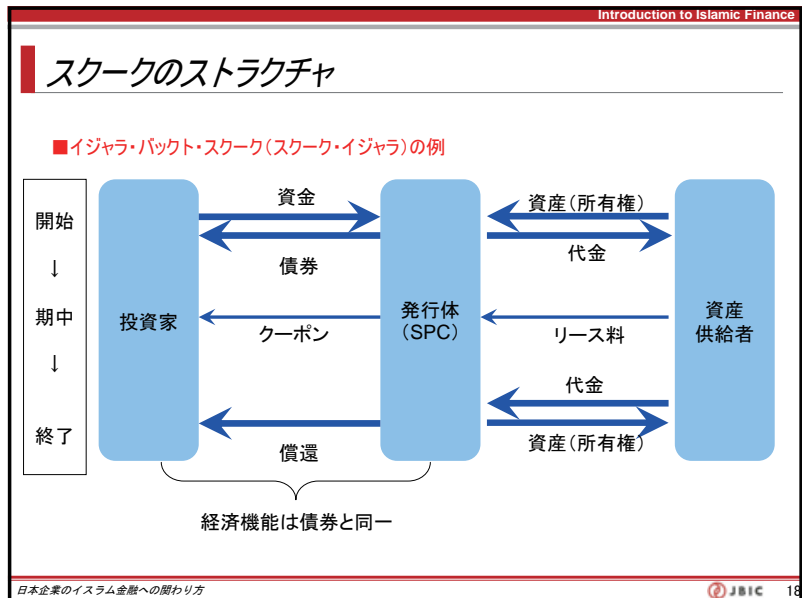
■デット関連

まず、債券です。イスラム債券のことをスクークと言います。スクークとイスラム債は厳密には同じものではない、との見方もありますが、初歩的なところではスクーク＝イスラム債と覚えておけば十分でしょう。債券は、ごく一部の例外を除いて、どんなものでも金利系の商品になります。利付きの債券になるとクーポンの授受があり、これはまさに金利そのものです。クーポンを伴わない、割引債もありますが、額面100円の債券を97円で買い、1年後の償還時に100円もらえるような取引についても、資金が勝手に増えたということで先ほどお話ししたリバーに近いものとなり、シャリアの意味では不適格とされてしまいます。しかしながら、クーポンが単なる金利として支払われるのではなく、ある事業から発生した収益であればOKという発想から、イスラム債券のスキームができています。

例えば、事業法人がイスラム債の発行により資金を調達するケースを思い

浮かべて下さい。普通に債券を発行すると、クーポンに相当してくる部分が出てきてしまい、シャリア不適格になってしまいます。ではどうしているか、ということですが、リースを用いたスクークについてご紹介します。債券を発行して資金を調達したい事業法人は、まずSPCをつくります。SPCとは、イスラム金融方式の債券発行スキームを可能とするためだけにつくられた特別目的会社とお考えいただけるとよいと思います。

事業法人は、何でもいいのですが自社の保有する資産をSPCに売却します。例えば、製造業だととして、工場をSPCに売ります。その際に、事業法人がSPC所有の工場を使用し続けるという、リースバックの契約も結びます。SPCは工場を貸しているのでリース料を取る。



そうして取ったリース料を、クーポンに相当するものとして支払いに充て、最終的に投資家に配分されます。この支払いは、単なる金利ではなく、SPCが従事しているリース事業に基づく収益とみることができますので、シャリアの考え方に沿うものと考えられています。債券取引の終了時点では、開始時点での工場の売買取引を解消します。

以上は、リースを用いた方式をご説明しましたが、例えば先ほどご紹介しました共同出資のムシャラカのスキームも、しばしば用いられます。SPCをつくって共同出資をし、その事業から上がってくる収益を投資家に提供するという意味では、リース取引とほぼ同様です。幾つかの形態がございますが、リースやムシャラカが一般

的でしょう。

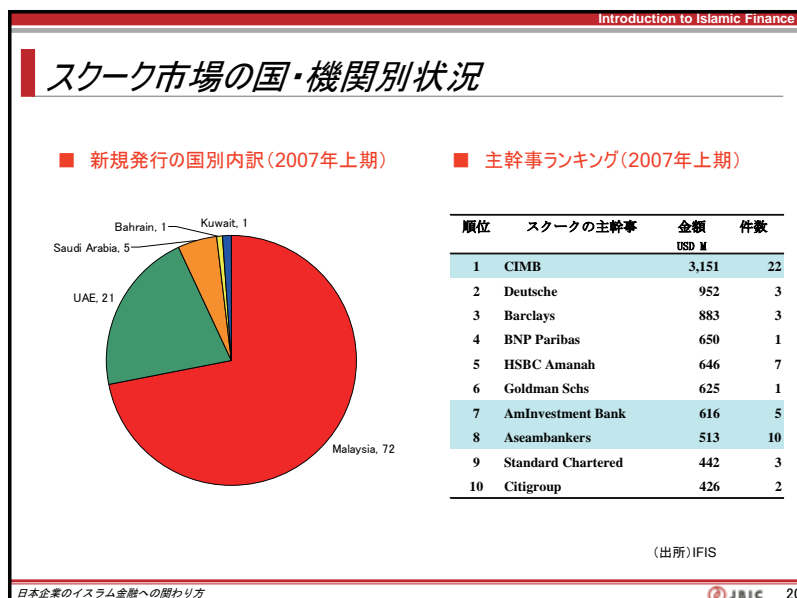
スクークの新規発行市場動向をみてみましょう。前ページの図を見ると、2006年、2007年に大幅に伸びている様子がみてとれます。このような状況をみると、最近のイスラム金融の成長の大きな理由の一つがスクークであるということはおわかりいただけるでしょう。累積のデータで国別動向をみると、マレーシアが6割程度と非常に大きなウェイトを占めていることが分かります。ドバイのあるUAEでは、大型の債券の発行もあり、第二位の地位を占めるに至っています。

債券の主幹事別ランキングをみてみましょう。マレーシアの地場の銀行、CIMBがトップとなっています。薄くシャドウをかけているのはマレーシアの機関ですが、シティやHSBC、ゴールドマン・サックスなど名の知れた欧米系機関に交じって、マレーシアがかなり健闘しています。それだけマレーシアが発展しているということでもあります。

スクーク発行の事例をみると、多様な発行体があることが分かります。ドバイの2つの案件は、いずれも不動産開発に絡んだものです。国際機関である世銀やドイツのザクセン州政府なども発行しております。日本企業、イオン・クレジットの現地法人は、イスラム方式の資金の提供も行っているほか、その事業のために調達をイスラム方式でもやっています。

次ページの図は、グローバルに流通している種々のスクークをインターネット上でみることができることを示したものです。

デリバティブ取引もだんだん出てきているという状況です。ただ、そんなに一般の金融のデリバティブほど使い勝手があるほどではないので、流動性も低いですし、コストもよくないという話も聞かれます。デリバティブについてはもともと金融取引の上に金融取引を重ねたものであり、実体経済取引を重ねるイスラム経済の考え方のもとではやりにくい部分があります。開



スクーク発行事例

■ 特徴的なスクーク

国	発行体	通貨	金額(USD M)	期間(年)	ストラクチャ
UAE	Nakheel Development	USD	3,520	3	Ijarah
UAE	PCFC	USD	3,500	2	Musharakah
International	World Bank	MYR	200	5	BBA
Germany	Saxony-Anhalt	EUR	123	5	Ijarah
Pakistan	Government of Pakistan	USD	600	5	Ijarah
Malaysia	Rantau Abang Capital	MYR	2,029	7	Musharakah
Malaysia	Aeon Credit (Malaysia)	MYR	118	7	Musharakah

Introduction to Islamic Finance

スクーク一覽

■ Liquidity Management Centerのウェブサイトグローバル・スクークの一覽あり
<http://www.lmcbahrain.com/Global-table.asp>

(イメージ)一部抜粋

Issuer	Issue Date	Country	Arranger/Advisor	Issue Size	Margin/Tenor
Diyar Sukuk Company	May-07	Kingdom of Bahrain	Kuwait Finance House BSC (c)	USD 200	LIBOR + 2.25
Al Dar Properties Sukuk (Corporate)	Jan-07	United Arab of Emirates	Barclays Capital / Credit Suisse/National Bank of Abu Dhabi	USD 2,530	5.67% / 5 Years
DIB Sukuk Company	Feb-07	United Arab of Emirates	Barclays Capital / Citigroup / Standard Chartered Bank	USD 750	3m LIBOR + 0.33% / 5 Years
GBB Short Term Sukuk 18	Feb-07	Kingdom of Bahrain	Central Bank of Bahrain	USD 27	5.25% / 0.5 Years
Shajah Electricity and Water Authority Sukuk	Jan-07	United Arab of Emirates	Kuwait Finance House / ABC Islamic bank / Gulf International Bank	USD 350	9 Years
DAAR International Sukuk Company	Jan-07	Kingdom of Saudi Arabia	ABC Islamic Bank / Arab National Bank / Standard Bank / Unicorn Investment Bank	USD 600	3m LIBOR + 0.2% / 3Years

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 22

発されつつあるが、まだまだ厳しい、といったイメージです。

一つ留意しておきたいのは、コンベンショナル取引との関係です。最近よくある事例ですが、イスラム債券を例えばマレーシア・リングギット建で発行しても、自分たちが使いたい通貨がドルだという場合、Conventionalな通貨スワップによりドルにするケースもあります。イスラムの教義遵守の点で、それでいいのかどうか、厳密な解釈論は分かりません。一般的には、発行体次第でもあり、主幹事のシャリア・ボード次第でもあり、といったところ。大抵は、資金使途を中心にみるので、通貨スワップのことは感知していないのかもしれない。

Introduction to Islamic Finance

イスラム金融のデリバティブ

■ ハッジツールの不十分さはイスラム金融の今後の課題
 ⇒ イスラミック・デリバティブの商品開発は進行中

■ イスラム金融ではデリバティブは禁じられている？

- ・先物:「母ラダの胎内にいる子の価値を誕生前に決めてはいけない」ため、不可？
- ・オプション: Gharar(不確実なもの)に相当するため、不可？
- ・宗教に柔軟なマレーシアでは可能だが、厳格な中東では不可？

■ イスラム金融のデリバティブは開発されつつある。

- ・オプション、通貨スワップ、フォワード等々の取引は既になされている。
- ・シャリア学者間で意見も分かれるが、取引可能となる場合も少なくない。
 - 先物: Taqi Usmani (反対) vs Farim Khan (賛成)
 - オプション: Ghararの定義・解釈次第では可能(Hashim Kali等)
- ・世界各国で数多く開催されているイスラム金融セミナーでも、重要課題の一つ。
- ・国際機関IFMは、ISDAとの間で、イスラム・デリバティブのドキュメンテーションの開発につきMOUを締結。
- ・一般金融との親和性を考慮しつつ金融取引の効率性やイスラム金融の振興のために前向きになるか、宗教の厳格な遵守を重視して慎重になるか。

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 23

■エクイティ関連

エクイティ関連について簡単に説明します。株式・債券の指数を一覧表にしました。不動産指数もどこかの指数会社で作ってありましたので、皆様の参考になるかと思えます。

株価指数の作成方法をみると、なかなか興味深いです。まず、もちろん各銘柄の行う事業がShariah compliantでなければいけないということで、シャリア・ボード、これは自社に設けたり専門会社に外注したりしますが、各銘柄の事業を公表されている情報をもとに審査します。加えて大事なのは、財務面の状況です。利子に依存する、借入金などの有利子負債はシャリアの意味でよくないものです。幾つかの基準に基づいてチェックします。そのようなシャリア審査を経て、これがだめ、これがいいというのがわかりますが、指数としてつくる上では規模やセクターなどいろんな要素も必要になる場合もあるので、それらも考慮しながら指数が作られます。

そうしてできたイスラム指数を、イ

Introduction to Islamic Finance

主なイスラム株式・債券指数

指数名	提供主体	概要
Dow Jones Islamic Market Index	Dow Jones Indexes	シャリア・ボードを自社内に設け、世界中の銘柄につき定期的にチェックしている。全体指数のほか、国・地域別、業種別、規模別等の分類により数十系列の指数がある。国別には、日本指数もある。
DJ-RHB Islamic Malaysia Index	Dow Jones Indexes	2005年、マレーシア大手金融グループのRHBがDow Jonesと共同で開発(従来の指数を見直し)。対象は、マレーシア証券取引所上場の45銘柄。
FTSE Global Islamic Index	FTSE	比較的大規模のシャリア適格な各国企業の株式を採用。4通貨建(ドル、円、ポンド、ユーロ)で指数を提供。
FTSE Bursa Malaysia EMAS Index	FTSE マレーシア証券取引所	証券委員会(SC)のシャリア・ボードおよびFTSEの提携するYasaar社によるシャリア適格性審査を経て採用された銘柄で構成。左記指数シリーズのうち、EMAS ShariahおよびHiJrah Shariahの両指数がイスラム株価指数。
FTSE SGX Shariah Index	FTSE	2006年2月以降、FTSE、SGX(シンガポール取引所)、Yasaar(シャリア・ボードを有する)により、左記指数シリーズの一環として、FTSE SGX Asia Shariah 100 Indexが運用・公表されている。
FTSE DIFX Index	FTSE	DIFX(ドバイ国際金融取引所)と共同で作成している5つの指数シリーズのうち、Kuwait 15 Shariah IndexとQatar 10 Shariah Indexという2つのイスラム株価指数を提供。
S&P Sharia Indices	S & P	S&P 500 Shariah, S&P Europe 350 Shariah, S&P Japan 500 Shariah, S&P GCC Indices, S&P BRIC Shariah, S&P Pan Asia Shariah 各指数を提供。
DMI 150 Index	DMI	イスラム金融機関Dar Al-Ma'ali Al-Islami Trust (DMI) が銘柄選択し提供している。
Jakarta SE Islamic Index	ジャカルタ証券取引所	同証券がアドバイザー会社DIM社と共同で作成・公表している。30銘柄で構成。
Kuwait Sharia Compatible Index	KIC, AIC	クウェート証券市場のシャリア適格銘柄を、投資会社Almal Investment Companyのシャリア・ボードが選択し、提供。38銘柄で構成される総合指数のほか、各種業種別指数等がある。
Dow Jones Citigroup Sukuk Index	Dow Jones Indexes	2006年3月、DJとCitigroupが、グローバル・スクークで構成された指数を作成・公表(世界初のスクーク指数)

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 25

イスラム株価指数の作成方法

■ シャリヤ適格性の審査

- ・株価指数の構成銘柄は、シャリヤ適格である必要あり。
- ⇒ シャリヤ学者が各個別銘柄の行う事業や企業行動をシャリヤの観点からチェック。

[シャリヤ適格性審査の諸形態]

- 自社にシャリヤ・ボードを設置 (例) Dow Jones Indexes
- シャリヤ・コンサルティング会社に外注 (例) FTSE(Yasaar), SP (Ratings Intelligence Partners)

■ 指数構成上のシャリヤ以外の要素

- ・指数の作成・運用等につき、指数提供企業が強みを持つ(S&P、MSCI Barraも近年参入)。
- ・地域別、規模別(流動性の考慮等)、業種別等の指数もある。

■ 運用・事業化する主体

- ・取引所や証券会社等。

(例) 大和証券グループによる取り組み

- ・2007年7月、大和証券投資信託委託(Daiwa Asset Management)が英国指数提供企業FTSEと共同で、「FTSE Shariah Japan 100 Index」の作成を発表。
- ・シンガポール取引所(SGX)にETF上場予定。

ンデックス・ファンドという形で事業化する動きもみられます。事例としては大和アセットマネジメントさんが、FTSE Shariah Japan 100 Indexというのをベースとした上場投資信託、ETFの上場を予定しています。

イスラム株価指数の構成銘柄について、FTSE SGX Asia Shariah 100という指数を例に挙げてみると、いろいろなものがあることが分かります。日本については、トヨタやニデックといった銘柄があります。要は、イスラムとは直接関係がなくても、シャリヤの禁じる企業行動を採っていないければ、イスラム指数の構成銘柄になり得るということです。

イスラム株価指数の話をする、しばしば「イスラム投資は儲かるのか儲からないのか」と聞かれます。スライドでは、日本株のイスラム指数とConventional指数が示されています。その動きをみると、その時々いろいろな情勢・事情で優勢にも劣勢にもなります。このグラフでは、点線のConventionalの指数が劣勢のようにみえますが、1つの理由として、日本株の株価自体が低迷する中で、外国人投資家等にも取引されやすい銀行株が売られていた、という状況があったかと思います。シャリヤ指数は、銀行株が入っていない分、指数下落がマイルドであったということです。ただ、イスラムとコンベンショナルとどっちがいいかという、それは何とも言い難い。それは、SRIファンドとそうでない普通のファンドとどっちがいいのかというのと同じような議論であり、確かに両方の結論の分析があります。また、例えば指数の起点の取り方や銀行株の動向次第であるなど、株価のパフォーマンス評価は何とも言い難いんじゃないかと私自身は捉えています。

イスラム投資ファンドのスキームをみてみましょう。不動産にも関連

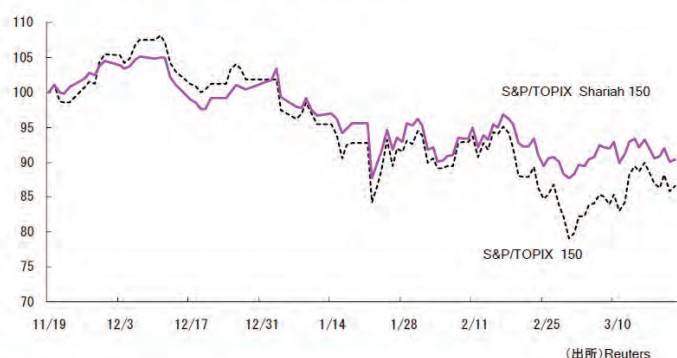
イスラム株価指数の構成銘柄例

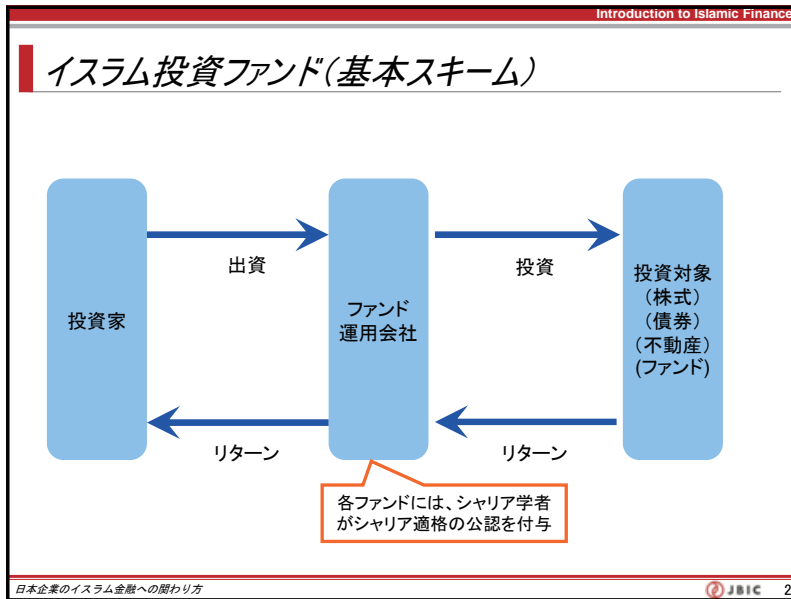
■ FTSE SGX Asia Shariah 100 Index の構成銘柄(一部)

国	銘柄	業種
Hong Kong	China Mobile (Red Chip)	Mobile Telecommunications
Hong Kong	Cheung Kong Infrastructure Holdings	Construction & Materials
Japan	Toyota Motor	Automobiles & Parts
Japan	Nidec Corp	Electronic & Electrical Equipment
Korea	Samsung Electronics	Technology Hardware & Equipment
Korea	KT Freetel	Mobile Telecommunications
Singapore	Singapore Telecom	Fixed Line Telecommunications
Singapore	Singapore Airlines	Travel & Leisure
Taiwan	Taiwan Semiconductor Manufacturing	Technology Hardware & Equipment
Taiwan	Formosa Petrochemical	Oil & Gas Producers

イスラム株価指数のパフォーマンス

■ コンベンショナル指数とイスラム指数の比較

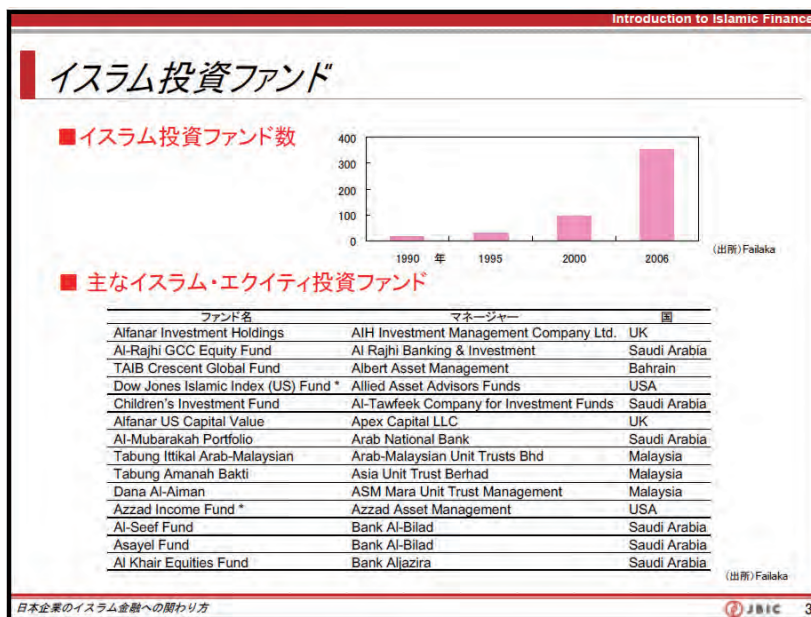




あります。例えば債券については Conventionalな債券であれば大方の場合シャリヤ不適格となりますので、イスラム債券に限られます。こうしたものは、スクーク・ファンドなどと呼ばれます。不動産の場合には、対象不動産の事業、例えばオフィス・ビルであればテナントの事業がシャリヤ審査の対象となります。

ただし、100%シャリヤ適格でないといけないのか、ということでもありません。例えばオフィス・ビルに投資するファンドがあるとします。そのオフィス・ビルにコンビニがあったとします。そこで、酒類を売っていたら即シャリヤ不適格になるかという、必ずしもそうではありません。シャリヤ学者によって異なったり、地域性があったりもしますが、比較的言われることが多いのは5%ルールと言って、例えばコンビニでお酒の売り上げによる収益が全体の5%未満だったら全体としてシャリヤ適格とする、といったようなことがあります。0か1かではなくて、ある程度は許容するところがポイントです。内容によって、5%ルール以外の基準もあります。

投資ファンド数の推移をみますと、増加を続けていることは一目瞭然です。同じスライドに、主なイスラム投資ファンドを紹介しています。



するものもあるので詳しく述べますが、「投資家がいる、ファンドがあって、投資対象がある。リターンを上げて投資家に分配していく」という形は普通のコモディティと変わらないかと思えます。大きな違いは、各ファンドを組成する際、何らかの形でシャリヤ学者がシャリヤ適格の認定をすることです。そうでないと、イスラム投資ファンドとは言えません。

シャリヤ適格性の認定については、幾つかのやり方がある、シャリヤ・ボードを設ける、専門コンサルティング会社に外注し定期的にチェックしてもらい、単発で組成時のみ認定する、といった形態があります。

ファンドの投資対象は、シャリヤ適格である必要が

イスラム投資ファンドを紹介しています。

資料にはありませんが、今日の日経新聞にたまたま掲載されていたイスラム金融商品の広告を掲載しました。こんな商品もでてきている、といった程度に捉えて頂ければよいと思います。

■不動産関連

不動産関連で、幾つかドバイの写真をご覧いただきます。ドバイは、大型の不動産、建築物、あるいはまだないものも含めて多くの建設プロジェクトで有名です。こうした

建設プロジェクトに使われる資金が、すべてイスラムではないというのも1つのポイントです。ただ、最近では不動産開発プロジェクトのためのイスラム債も増えています。

左上はドバイのランドマークである、神田うのも泊まったというバージェ・アル・アラブというホテル、泊まるのに最低1室25万円とも言われています。右上がブルジュ・ドバイという、建設中のビルです。地上八〇〇メートルで世界最高になると言われています。現在は建設が進んでいる段階ですが、それこそ竹の子のように伸びているとも言われます。右下はザ・ゲートというビルで、DIFC、ドバイ・インターナショナル・ファイナンシャル・センターという金融機構が入っているビルです。日系の機関も、DIFCの中にオフィスがあります。左下はMall of the Emiratesというショッピングセンターです。この中に、人工スキー場が入っています。

私が人工スキー場に行った際、アラブ人が白い装束を纏って人工スキー場に入る列に並んでいるのが印象的でした。また、スキー場のパンフレットも見ましたが、アラビア語で書かれた文字などで書かれており、なかなか違和感があっただけでありません。

ドバイは人口の9割が外国人だと言われており、その半分以上がインドやパキスタンからの出稼ぎ労働者です。50度にもなる炎天下、建設作業に従事している人たちがいる光景を私もみました。そのおかげもあって、例えばパキスタン向けの労働者送金は、大幅に伸びています。また、ご紹介したショッピングセンターの中にも建設労働者向けのものがあります。ものすごく高い物が売っている一方で、例えばマンションの販売チラシがあたかも無料ティッシュでも配るかのようになっていますが、その同じMall of the Emiratesの中のスーパーマーケットでは、非常に安い1ドルくらいの食品も売られており、すごい格差社会だなと思いました。

ドバイにはどうして多くの西洋人が住んでいるか、その背景としては、産業の多角化が挙げられます。ドバイ

Introduction to Islamic Finance

イスラム不動産投資ファンド(1)

■ イスラム不動産投資ファンドの拡大

(出所) EurekaHedge

■ 中東の主なイスラム投資ファンド

開設時期	ファンド名	マネージャー	国
Aug-02	Al Dar Real Estate Fund	Al-Dar Asset Management	Kuwait
Feb-06	Al Rajhi Real Estate Fund	Al Rajhi Bank	Saudi Arabia
Jan-07	Akar GCC real Estate Fund	Bank Albilad	Saudi Arabia
Feb-07	SAMBA Real Estate Fund	SAMBA	Saudi Arabia
Apr-07	Al Qasr GCC Real Estate & Construction	Banque Saudi Fransi	Saudi Arabia

(出所) Failaka

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 32

Introduction to Islamic Finance

イスラム不動産投資ファンド(2)

■ シンガポールの不動産投資ファンド

ファンド名	規模・設定時期	事業者	投資対象地域	投資対象物件
Al Islamic Far Eastern 不動産ファンド	4.5 億 USD 2004/9 月	ARA アセットマネジメント ドバイ・イスラム銀行	アジアの 主要都市	住居用物件 商業用物件
Baitak Asia 不動産ファンド	6.0 億 USD 2005/6 月	Pacific Star Group (独保険大手エルゴ系) Kuwait Finance House	東南アジア	住居用物件 商業用物件 物流関連
ARC-CapitaLand Residences Japan	3.0 億 USD 2005/5 月	ARCAPITA (パーレーンのイスラム投資銀行) CapitaLand (シンガポールのディベロッパー)	日本の 主要都市	賃貸用住宅

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 33

でももともとはオイルが出ましたが、オイルはいつか枯渇する資源です。それにかかなり早くから気づき、金融、観光、物流といった業種への産業構造の転換を図りました。金融を中心に英国人も多く、産業多角化がドバイの国際性を生んでいる背景の一つと言えるでしょう。

さて、イスラム不動産投資ファンドについてみてみましょう。EurekaHedgeというファンドの情報会社の資料からデータを持っています。イスラム不動産投資ファンドの数が順調に増加していることは容易にみとれます。下の表は、Failakaという同様のファンド・データ・サービスの会社の資料から取った、幾つかのファンドです。


次の図では、シンガポールのイスラム不動産投資フ

Introduction to Islamic Finance

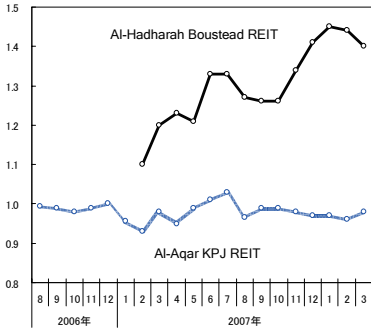
イスラムREIT

- Al-Aqar KPJ REIT
 - ・2006年8月、マレーシア取引所上場
 - ・投資対象は病院
- Al-Hadharah Boustead REIT
 - ・2007年2月、マレーシア取引所上場
 - ・投資対象はプランテーション

(証券委員会によるガイドライン)



イスラム・REITの価格推移



日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 34

アンドをその概要とともに紹介しています。ARCAPITAとCapitalandは、共同で日本の賃貸用住宅に投資しています。

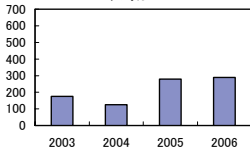
次に、REITです。中東にもいくつかイスラムREITはあるようですが、マレーシアで上場されている2つのREITをみてみましょう。パフォーマンスを云々できる訳ではありませんが、価格推移のみご紹介しておきます。なお、イスラムREITについては現地の証券委員会がガイドラインを出していますので、参考までご紹介致します。

Introduction to Islamic Finance

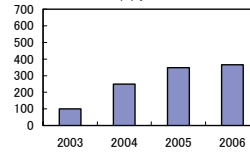
非イスラム国における関心の高まり

- 非イスラム各国のメディアにおけるイスラム金融の取り扱い件数

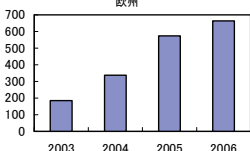
アメリカ



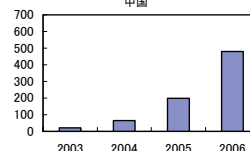
イギリス



欧州



中国



(出所) McKinsey & Co., "2006 Islamic Banking Competitiveness Report"

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 36

■世界の動き

イスラム金融に関する世界の動きをみてみましょう。メディアの扱いを見ると、非イスラム圏のアメリカ、イギリス、欧州、中国では、全てイスラム金融に関する記事の取り扱いが増えていきます。

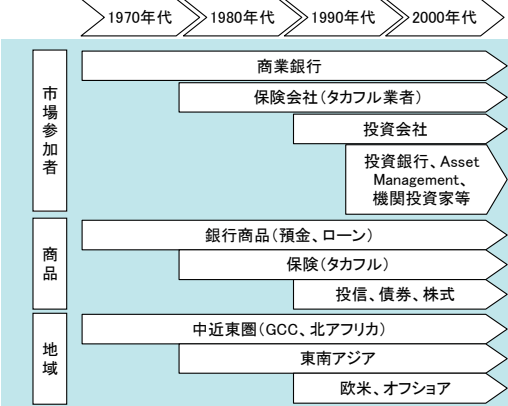
資料では、イスラム金融の実際の取引動向を、概念的に歴史的に整理してみました。現代では、欧米などにもイスラム金融が広がっています。現代のプロダクトを見ると、投信、債券、株式などがあります。国際的な金融機関が、地場の商業銀行に比べて競争力を持っている資本市場などの分野が現代では大きく成長している。こういったところが、イスラム金融業界の発展を理解するポイントだと思います。

イスラム金融のある国を、イスラム国か否か、金融市場が発展しているか否かといった属性で分類してみました。イスラム金融の先進国としてご紹介したバーレーンやマレーシアは、イスラム国であると同時に、一般の金融市場が相応に発達していた国とみることが出来ます。バーレーンは中東の金融センターと呼ばれるほど金融市場が発達している国であり、一般の金融市場を構成する種々の要素を持っていた

Introduction to Islamic Finance

イスラム金融の変遷

- 要素別にみたイスラム金融の進展



(出所) Aseanbankersに加盟修正

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 37

ことが、イスラム金融が発達した背景にもなっていたと言えるでしょう。同様のことはマレーシアについても言えます。ドバイについては、正直言ってあまりインフラが整っている市場とは言いにくかったと思うのですが、弁護士事務所が次々と進出したり、2004年頃にDIFCができて法律や規制当局なども整備され、急速に金融市場機能を高めていると評価しています。

一方で、金融市場が発展途上と整理した、中東・北アフリカ諸国、そのほかのイスラム国では、イスラム金融はありますが小口の商業銀行業務などが中心です。とくに我々が着目すべきは、金融市場が発達していて、イスラム国でないところでしょう。イギリスとシンガポールが記載されていますが、日本でこれからイスラム金融が本格化するとすればこのセルに分類されると思いますし、香港や韓国でも既にイスラム金融の息吹がみられるとあってよいでしょう。

もちろん、イギリスにせよシンガポールにせよ、自国にイスラム教徒が少なからずいるので、そういうところで自国のムスリム向けイスラム金融サービスが提供されている面もあります。一方で、そうした先進金融センターにおいては、金融市場も高度に発展しておりホールセール分野での成長の余地のほうが非常に大きいと思っています。

さて、イスラム金融の国際機関についてみてみましょう。非イスラム国も含めて、イスラム金融は優れて国際化されています。そうすると、国ごとに取引慣行やルールが異なって、国際的取引が円滑に進まなかったりします。あるいは、イスラム金融を国際的に振興させようという動きも出てきます。イスラム金融の国際機関は、こうした目的などをもってそれぞれ設立されています。皆さんにとって重要というか、新聞記事等で時折出てくるのは、一番上のIFSBでしょう。その下のAAOIFIはややテクニカルな面も取り扱う機関です。証券会社等にとってはイスラム債券のシャリヤ適格性基準が出たりするので重要になってきます。また、会計に関する一般的な

基準も出たりします。

資料ではIFSBのメンバー機関について紹介していません。日系の機関は、全部で8つあります。それ以外に特徴的なこととして、正式メンバーの中にシンガポール金融管理局があつたり、準メンバーとしてフィリピン中央銀行や中国人民銀行があるように、非イスラム国の金融当局が名を連ねていることがあります。

ここで、ソブリン・ウェルス・ファンドとイスラム金融の関係について簡単にみておきましょう。SWFは流行りの言葉であり、新聞や雑誌でも頻繁に出てきているので関心を持つ人が増えています。ただし、中東のSWFだからと言って必ずしもイスラム金融での投資を行う訳ではありませんし、むしろ、流動性等の点で制約のあ

Introduction to Islamic Finance

イスラム金融市場の色分け

■ 一般金融市場の発展度合いと宗教による分類

金	融市場が比較的発達	金融市場は発展途上
O I C加盟国 (イスラム国)	バーレーン マレーシア UAE (ドバイ)	サウジアラビア等の湾岸諸国 北アフリカ諸国 パキスタン インドネシア ブルネイ
その他	イギリス シンガポール ドイツ アメリカ	インド タイ フィリピン

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 38

Introduction to Islamic Finance

国際機関

■ 主なイスラム金融の国際機関

略称	機関名	設立年	機能	所在地
IFSB	Islamic Financial Services Board 2	002	イスラム金融取引の国際基準制定・機関経営の国際協調等。	マレーシア
AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions	1991	イスラム金融の会計・監査基準の制定等	バーレーン
IIFM	International Islamic Financial Market	2002	イスラム金融の世界的成長の促進等	バーレーン
IIRA	International Islamic Rating Agency	2005	イスラム債券の格付等	バーレーン
CIBAFI	General Council for Islamic Banks and Financial Institutions	2001	イスラム金融産業の育成等	バーレーン
LMC	Liquidity Management Center	2002	イスラム金融取引への流動性供給等	バーレーン

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 39

Introduction to Islamic Finance

IFSBのメンバー機関

■ イスラム国機関が主であるが、非イスラム国機関も名を連ねている

正式メンバー	準メンバー
1. Central Bank of Bahrain	1. International Monetary Fund
2. Bangladesh Bank	2. World Bank
3. Ministry of Finance Brunei	3. Bank for International Settlements
4. Banque Centrale De Djibouti	4. Dubai Financial Services Authority
5. Central Bank of Egypt	5. The People's Bank of China
6. Bank Indonesia	6. Banque du Liban
7. Central Bank of the Islamic Republic of Iran	7. Malaysia Deposit Insurance Corporation
8. Islamic Development Bank	8. Bursa Malaysia Berhad
9. Central Bank of Jordan	9. Labuan Offshore Financial Services Authority
10. Central Bank of Kuwait	10. Palestine Monetary Authority
11. Bank Negara Malaysia	11. Bangko Sentral ng Pilipinas
12. Securities Commission of Malaysia	12. Securities and Exchange Commission of Pakistan
13. State Bank of Pakistan	13. The Insurance Supervisory Authority
14. Qatar Central Bank	14. Qatar Financial Centre Regulatory Authority
15. Saudi Arabian Monetary Agency	15. Asian Development Bank
16. Capital Market Authority of Saudi Arabia	
17. Monetary Authority of Singapore	
18. Bank of Sudan	
19. Central Bank of Syria	
20. Central Bank of the United Arab Emirates	

このほか、オブザーバーとして、国際協力銀行 (JBIC)、マレーシア三菱東京 UFJ 銀、みずほコーポレート銀なども参加しており、メンバー機関数は合計で 126 (2007.3.26 現在)。

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 40

るイスラム投資ではなく一般の方式で投資を行うことが基本と考えてよいでしょう。

■ 日本のイスラム金融

最後に、日本のイスラム金融について若干触れておきたいと思います。全体感として、メディアでの関心が大きく高まっているのは、皆さんもお感じになっていることでしょう。関連する新聞記事数をみても、順調に伸びています。これは、日経新聞のゼミナール欄に私が寄稿していた際に用いたグラフです。本欄も非常に反響がありました。ただ一方で、取引実績としてはまだあまりないというのが実態です。唯一、本格的に実践しているところと言えば、ミレアグループです。2001年のサウジアラビアに始まり、各地でイスラム保険事業を展開しています。2008年にはエジプトでも開始すると報じられております。

私ども、国際協力銀行でも幾つかの取り組みがあります。まず、イスラム金融との協調融資の実績があった。国際協力銀行自体はConventionalなローン、金利付きのローンでしたが、協調融資先の中にイスラム金融での資金提供先があったということです。例えば、ペトロ・ラービグというプロジェクトでは、比較的規模が大きく、イスラム金融での資金提供先も少なからずあったと聞いています。また国際協力銀行は、シャリア・アドバイザー・グループを設置しています。これは、先にご説明したシャリア・ボードとは異なります。シャリア学者にイスラム金融についていろいろと教えていただくものです。それを市中銀行と勉強会を開催して共有しています。また、我が国の機関としては初のIFSBメンバーになったというのもひとつの実績です。さらに、2007年1月、I

Introduction to Islamic Finance

ソブリン・ウェルス・ファンドとイスラム金融

■ SWF/ペトロダラーとイスラム金融の関係

- ・中東のSWFには、イスラム金融にこだわらない機関も少なくない。
- ・中には、イスラム金融を全く使おうとしないSWFもある。
- ・結論として、直接的な関係は今のところ薄い。
- ・関連が強まる上では、イスラム金融サイドにおいて、以下の点が課題。
 - ①低い流動性
 - ②投資可能なプロダクトが十分でない
 - ③ヘッジツールの不足
- ・もちろん、ペトロダラーでイスラム金融が拡大しているのは事実。
- ・SWFにこだわらず、一般的にイスラム投資をフォローすべき。
 - ・Aston Martin
 - ・Tamweel

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 41

Introduction to Islamic Finance

日本におけるイスラム金融の現状

■ 全体感

- ・この1~2年、金融機関、当局、メディア等の中で関心は
- ・実績としては、今後の本格化に期待する状況。

■ 既に積極的な取り組みがみられる日系機関

- ・ミレア(東京海上日動)
- ・国際協力銀行(JBIC)

■ ミレア(東京海上日動)のタカフル海外拠点

開設年	国	社名	事業
2001	サウジアラビア	Arab-Eastern Insurance 〔現在は、Tokio Marine & Nichido (Saudi Arabia)として営業〕	元受
2004	インドネシア	PT Asuransi Tokio Marine 元	受
2004	シンガポール T	Tokio Marine Nichido Retakaful 再	保険
2006	マレーシア H	Long Leong Tokio Marine Takaful	元受

新聞記事数

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 43

Introduction to Islamic Finance

JBICの取り組み

- イスラム金融との協調融資実績
 - バーレーン石油公社 (Bahrain, 2005), ペトロ・ラービグ (Saudi Arabia, 2006)
- シャリヤ・アドバイザーグループ設置 (2006)
- 市中銀行と勉強会開催 (2006)
- わが国機関としては初のIFSBメンバー (2007)
- IFSBと共同で、東京にてイスラム金融セミナーを開催 (2007)
- マレーシア中央銀行と業務協力協定締結 (2007)
- イスラム金融をも展望した、JBICアジア・環境ファシリティ(FACE)を設置 (2008)

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 44

Introduction to Islamic Finance

課題と方策

- 銀行法の他業禁止がネックとなるとの民間機関の懸念
 - イスラム金融取引の中に商品取引が含まれる場合、銀行法に抵触する可能性。
 - シンガポールでは、同様の状況下、ムラバハ取引に絡む商品取引を当局が認可。

【参考】銀行法（抜粋）

第十条 銀行は、次に掲げる業務を営むことができる。

- 一 預金又は定期積金等の受入れ
- 二 資金の貸付け又は手形の割引
- 三 為替取引

2 銀行は、前項各号に掲げる業務のほか、次に掲げる業務その他の銀行業に付随する業務を営むことができる。

- 一 債務の保証又は手形の引受け
(以下、中略)

第十一条 銀行は、前条の規定により営む業務のほか、同条第一項各号に掲げる業務の遂行を妨げない限度において、証券取引法第六十五条第二項各号（金融機関の証券業務の特例）に掲げる有価証券又は取引について、同項各号に定める行為を行う業務（前条第二項の規定により営む業務を除く。）を営むことができる。

第十二条 銀行は、前二条の規定により営む業務及び担保付社債信託法（明治三十八年法律第五十二号）その他の法律により営む業務のほか、他の業務を営むことができない。

- イスラム金融を可能とする法整備
 - 金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」⇒イスラム金融に関する法整備進捗？

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 45

国際協力銀行はマレーシア中央銀行とイスラム金融に関する業務協定を結んでいます。さらに、私ども国際協力銀行では出資に力を入れていこうということで、「JBICアジア・環境ファシリティ」という枠組みを作りました。イスラム金融のみということではないですが、アジアや環境関連の案件に出資をしていこうとするものです。イスラム金融での出資方法は幾つかあります。先ほどご説明したムシャラカは、まさに共同出資ですので、なじみ易いかと思っています。

日本におけるイスラム金融の課題について整理しておきます。先ほど見たムラバハなどは、今の銀行法のもとではできないという見方も多いです。この10条、11条に規定していないものはできないと12条にあるので、できないとみられております。ご説明したとおり、ムラバハは商品取引が介在し、銀行がその商品を所有することになります。シンガポールではこうした取引ができるよう法改正がなされました。アメリカでも当局が解釈レターを出して認可されました。これはムラバハそのものではないですが、当局の動きがありました。

日本でもそのような対応がなされている最中です。金融庁は金融審議会等で検討を進め、「金融・資本市場競争

力強化プラン」というのが12月に出了ました。その中で、子会社という限定の条件つきではありますが、銀行・保険会社が子会社でイスラム金融をやっているとい書かれております。金融庁の方々も真摯に取り組んでおられるようで、秋頃には対応がなされると言われています。期待して見ておいていただければと思います。

日本でもそのような対応がなされている最中です。金融庁は金融審議会等で検討を進め、「金融・資本市場競争力強化プラン」というのが12月に出了ました。その中で、子会社という限定の条件つきではありますが、銀行・保険会社が子会社でイスラム金融をやっているとい書かれております。金融庁の方々も真摯に取り組んでおられるようで、秋頃には対応がなされると言われています。期待して見ておいていただければと思います。

日経新聞のセミナーについては、私もいろいろとお手伝いなどをしており、その中で面白いことがありました。2007年1月のIFSBと国際協力銀行の共催のセミナーは、大体250人ぐらいの参加者がありました。日経のセミナーは日経ホールという大きな会場で行われ、500人という大規模な定員でした。日経の事務局では、500人をオーバーする希望者があれば抽選にすることとしていましたが、日経本紙に最初に案内を出したその日だけで、既に500人の応募があったそうです。これほどまでの多くの方の関心があるというのが印象的でした。

力強化プラン」というのが12月に出了ました。その中で、子会社という限定の条件つきではありますが、銀行・保険会社が子会社でイスラム金融をやっているとい書かれております。金融庁の方々も真摯に取り組んでおられるようで、秋頃には対応がなされると言われています。期待して見ておいていただければと思います。

次のページでは、色々な業態でイスラム金融にかかわることが可能ではないか、というアイディアが並べられています。銀行はできないと先ほど申し上げましたが、実はできる業態、すなわち取引ストラクチャー上、法律の制限がかからない業態というのは結構多いと思っています。商社さんであれば、ムラバハを利用したトレード・ファイナンス等はやりやすいと思いますし、商品を媒介として金融機能を果たせば金融仲介機関のような事業を

Introduction to Islamic Finance

日本企業による業態別取り組み: 仮設例

(調達サイド)

- 商社: トレード・ファイナンス、金融仲介機関となることも可(?), 支援事業
- 事業法人: コーポレート・ファイナンス、プロファイによる調達

(運用サイド)

- 機関投資家: イスラム証券投資
- 不動産関連: イスラム不動産投資

(仲介機関)

- 証券会社: スクーク引受、アセットマネジメント
- 消費者ローン: 消費者信用
- リース: リース事業、案件組成支援事業(スクーク、プロファイ)

(側面支援産業)

- 法律事務所、会計事務所、格付機関、情報関連サービス等

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 46

Introduction to Islamic Finance

サポートینگ産業

- **シャリア適格な金融業務運営のコンサルティング**
 - ・ビジネス開業時の助言、取引慣行、プロダクトの審査、人的ネットワーキング等を行う。
 - ・マレーシアのIIIIF、シンガポールのIFIS Business Advisoryなど。
- **法務**
 - ・ビジネス運営の法的支援、係争時の法的処理、シャリア解釈等(税務処理等も可能な場合も)を行う。
 - ・国際的なローファームであるTaylor Wessing, Clifford Chance等。また、地場のZaid Ibrahim & Companyなど。
- **税務・会計等**
 - ・各国制度に応じた税務・会計処理を行う。
 - ・国際的監査法人であるKPMGやErnst & Young等であれば、概ね対応可。
- **スクークのレーティング**
 - ・イスラム公社債のレーティング。
 - ・Moody's, S&P、フィッチといった大手に加え、マレーシアのMARCやRAMなど地場機関も。
- **資本市場を中心とした情報提供**
 - ・金融情報提供企業Bloombergは、資本市場を中心としたイスラム金融情報を提供。

日本企業のイスラム金融への関わり方 JBIC 47

ース事業そのものがストラクチャとして
はシャリア適格なので、いろいろとやり得
るかと思えます。債券取引やプロジェク
ト・ファイナンスでも使われることが多い
ので、リース会社のノウハウが活かされる
分野はいろいろとあるでしょう。

日本の企業がイスラム金融に従事する
上で支援をしてくれるようなサービス業
者はいろいろとあります。まずコンサルテ
ィング会社。株価指数に関する説明でも申
し上げましたが、シャリア専門のコンサル
ティング会社があって、いろいろやってく
れます。

弁護士事務所は、最近伸びている分野だ
と思えます。大型の金融取引は法務なしに
はできませんので、イスラム金融も含めて
対処可能であり、近年のイスラム金融の成
長を眺め、弁護士事務所も陣容を拡大して
いるようです。今や、どこの国際的大手法
律事務所もイスラム金融案件を扱えると
みてよいでしょう。同様に、日本の弁護士
もかなり関心を持っていらっしゃるよう
で、いろんな機会に私も弁護士の方とお話
をします。会計関連でも同様に、どこの大
手国際的会計事務所もイスラム金融案件
への対応が可能だと思います。

スクークの発行に当たっては格付が必要
ですが、これもどこの国際的格付機関
もスクークのレーティングをしています。
マレーシアでは地場の機関も有力です。

することも可能だと思います。事業法人がイスラム債券
発行などで資金を調達するのは簡単でしょう。手続き上、
調べなければならないこともあります。イスラム債を
発行すること自体には問題はないと思っています。

運用サイドでも、いろいろな取り組み方があり得るで
しょう。株式投資ファンド、債券投資ファンド、不動産
投資ファンドなどがあり、それらへの投資に何か制限が
ある訳ではありません。仲介業者であれば、資本市場商
品や不動産などのファンド組成もできるでしょう。

仲介機関としての証券会社を考えると、スクークの引
受はすぐにできることでしょう。既に、大和や野村のロ
ンドン拠点では実績があります。アセット・マネジメン
トも同様です。イスラム国における消費者ローンも面白
いと思います。イオン・クレジットは既に実際やってお
られます。先ほどリースのスキームを述べましたが、リ

株・債券の実務においてはBloombergが一般的です
が、そこでもイスラム金融の情報がとれます。イスラム
のISLMを入力していただくと、イスラム資本市場のト
ップページに飛ぶことができます。先ほど見たREITの
価格もそこから取ったものです。同様の情報システムで
あるロイターにも同様のイスラム金融データがありま
す。

私からのご説明は以上です。