

イスラム金融——国際金融界の新潮流

吉 田 悦 章

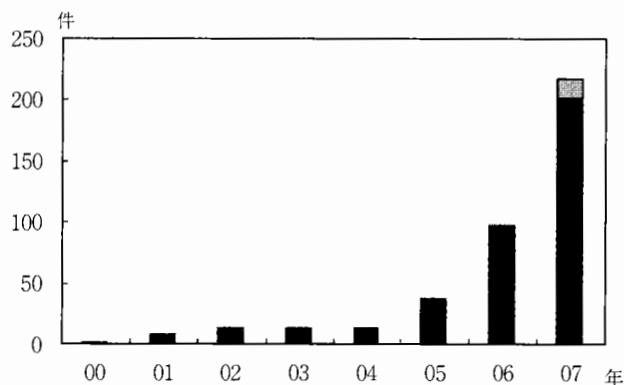
1. イントロダクション

本日は、近年、国際金融の世界において注目を集めている「イスラム金融」について簡単にご説明する。

まず、イスラム金融への関心が高まっている様子からご覧いただきたいと思う。図表1は、日本の主要新聞におけるイスラム金融の関連記事数を示したグラフである。近年関心が高まっていることは一目瞭然と言えよう。また、2008年2月に日経新聞社が開催したイスラム金融シンポジウムでは、福井・日銀総裁（当時）等の講演があったこともあり、参加者定員500名はすぐに一杯になったという出来事もある。さらに、早稲田大学大学院ファイナンス研究科は、正規科目としてイスラム金融を開講した。これらはいずれも、日本においてイスラム金融への関心が大きく高まっていることの表れと言えるだろう。

さて、そのイスラム金融とは一体何か。大まかに言って二つの特徴に要約さ

図表1：日本の主要紙におけるイスラム金融に関する記事数



れる。一つは、金利の概念を用いない取引であること、もう一つはイスラムの教義——しばしば、イスラム法やシャリアなどと呼ばれる——に反する事業、すなわち豚肉やアルコール、武器、賭博、過度のエンターテインメント等への資金提供を行わないことである。

具体的な商品としては、様々なものがある。個人向けには、預金や小口のローン、保険、投資信託等などがあり、法人向けとしても、債券に相当する証券取引（スクークと呼ばれる）、プロジェクト・ファイナンスやトレード・ファイナンスをはじめとする種々のファイナンス、リース、種々の投資ファンドなど多岐に亘る品揃えがある。近年は、株式投資のベンチマークとなるイスラム株価指数の開発も盛んである。

このようにみると、大雑把に言えば、イスラム金融でほとんどすべての取引を行うことも可能とみてよい。

イスラム金融商品が発展してくる過程では、近年、法人向け取引が拡充している点が目立つ。こうした中で、主要外資系金融機関が次々とイスラム金融ビジネスに参入して来ている点も特徴的である。大まかに言って、皆さんが想起するような外資系金融機関は、どこも何らかの形でイスラム金融に従事していると捉えて頂いてよい。その中でも、HSBC とシティグループは、イスラム金融においてプレゼンスの高い外資系機関である。両機関とも、1990 年代の後半に中東で拠点を設けたのを皮切りにイスラム金融ビジネスを展開していった。

イスラム金融の概要を掴む上では、地理的な位置づけもおさえておきたい。まず、イスラム金融の先進国は、マレーシアとバーレーンである。近年、不動産開発等で注目を集めるドバイも、主要外資系機関が中東ビジネスの拠点を置いたりしている点で、一大イスラム金融センターと言える。このほか、中東・北アフリカや東南アジアのイスラム諸国にも広がっているほか、非イスラム国の金融センターである、ロンドンやシンガポール、最近では香港などでも、イスラム金融への取り組みがみられる。

量的な側面について触れると、世界全体の市場規模については、公式統計がないため色々な数字が使われるが、国際機関の推計値である 7,000 億～1 兆ドル程度が言及されることも多く、他の推計でもこの程度であることが多い。金融市場全体に占めるイスラム金融のウェイトについて問われることも多いが、IMF の統計では株と債券と銀行資産の合計残高が 190 兆ドル程度とあるので、

イスラム金融の1兆ドルが占めるウェイトはおおよそ0.5%程度と言える。小さいとみる人もいるだろうが、伸び率が高いために注目を集めているということだろう。また、年間成長率については、これも公式統計がないが、15%から20%程度と言われることが多い。この様子は、公式統計を出しているマレーシアとバーレーンの各中央銀行の数値をみても明らかである。

こうした市場拡大の背景については、①オイルマネー関連、②イスラム固有の事情、③非イスラムも含めた事情、の3点に整理されると思う。

①オイルマネー関連の点としては、まず、中東産油国投資家の運用資金の増加が挙げられる。これは想起しやすいであろう。加えて、好景気に沸く同地域では、オフィスや商業施設、プラント、インフラ等々の建設需要が爆発的に伸びており、その資金調達の一部ないし全部がイスラム金融方式となることも多い。②イスラム固有の事情としては、2001年の9.11テロ後に中東投資家が米国資産を回避し中東に戻す際にイスラム金融資産を持つ重要につながったというメカニズムや、イスラム人口の増加、またその宗教意識の高まり（イスラム回帰の動き）もあってイスラム金融の需要に繋がっていると考えられる。③非イスラムも含めた事情については、まず経済合理性の観点がある。必ずしも常に当てはまる訳ではないが、イスラム金融による資金調達が通常のそれよりもコストが安かったり、イスラム金融資産の方が通常のそれよりもパフォーマンスが良かったりする場合がある。また、近年関心の高まる社会的責任投資 (Socially Responsible Investment) と同様に、資金の使途に社会性を持たせる金融という意味でも注目される。さらに、イスラム金融自体の認知度がイスラム圏各国を中心に高まっていることも市場拡大要因として挙げられるほか、イスラム金融の品揃えが拡大・高度化し、それまでの潜在需要に応えるような形で取引量の増加に繋がっている面もある。

ここで、イスラム金融取引の中身の説明に入る前に、鍵となる基本用語を3つ説明しておく。1つ目は「シャリヤ」。もともとは「水飲み場に行く道」という意味のアラビア語であるが、それが転じて、正しい行いをする道といった意味を持つ。「シャリヤはイスラム法のこと」と言われることも多いが、我々がイメージする法律のみならず、日常的な生活規範やルールなども含む広い概念とみることができる。見方を変えれば、イスラム金融は、ある取引がシャリヤに適っていると判断された上で提供される金融とみることできる。「では、

その判断をするのは誰か」ということになるが、金融機関には、通常、「シャリア学者」と呼ばれる、シャリアにも金融にも詳しい学者で構成された委員会的組織が設置されており、「シャリア・ボード」などと呼ばれるその組織が判断を下す。シャリアに適っていることを、一般に英語で「Shariah compliant」と言うが、日本語では「シャリア適格」と表現されることが多い。

2つ目は「Conventional」という語である。意味は、「イスラム金融ではなく、我々も通常接している普通の金融」のことである。直訳すると、「伝統的な」とか「従来の」といった訳があるが、ややミスリーディングな部分もあるので、「一般の金融」あるいは単に「Conventional」という表現でよいと思っている。

3点目は「Window」という言葉である。一般の(=Conventionalな)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、先ほど紹介した外資系金融機関の事例を含めていろいろあるが、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、「銀行ではなく窓口だけ設けている」という意味で「Window」と言う。兼業方式と言えば分かりやすいだろう。これに対し、専業方式もある。これには2種類あり、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、一般の金融機関、すなわち普通の有利子の貸出等も行う金融機関が、現地の規制など種々の事情から設立するイスラム金融専門子会社銀行とがある。

イスラム金融の基本的な位置づけを、とくに非ムスリムである我々にとって重要であるコンベンショナル金融との関係で、簡単に整理する。この点は、イスラム金融をこれから学ぼうとする人にとっては、ありがちなイメージを是正する意味で重要な事項となるので、確実に理解して頂ければと思う。

第1に、イスラム金融はムスリムだけのものではない。ムスリムでなくてもイスラム金融のサービスを享受できる。案件や商品を限れば、取引相手の半分以上が非ムスリムだったというようなケースもある。先ほど紹介したように、シンガポール、ロンドン、香港、韓国、そして日本も含めて、非イスラム国においてイスラム金融への関心が高まっているが、こうした背景には、非ムスリムも利用可能というイスラム金融の開放性が影響している面もあるだろう。イスラム金融機関の役職員にも、非ムスリムのイスラミック・バンカーは少なくない。

第2に、ムスリムがイスラム金融だけを利用するということもない。イスラ

ム国にも一般の有利子銀行が存在し、利子の授受も日常的に行われている。宗教とは別のところで、実態として、コンベンショナル銀行が早くからイスラム圏に進出し、現地で制度として確立してしまっているという面もあろう。一方で、イスラム銀行の歴史はまだ浅く、本来であればイスラム金融の方が好ましいが、十分に普及していないため有利子の取引を使わざるを得ない、という状況であるのも事実である。

第3に、イスラム金融の仕組み自体は、一般の金融の枠組みで理解することが可能である。イスラム金融に固有の金融ストラクチャというのは、今のところない。後述のとおり、仕組みなどの部分でアラビア語の専門用語も多く出てくる。しかし、それらの経済的機能は、一般金融の知識があれば十分に理解できるものである。シャリア関連部分などイスラム金融に固有の事項もあるが、全体としては、一般の金融とほとんど変わらないと言ってよいだろう。

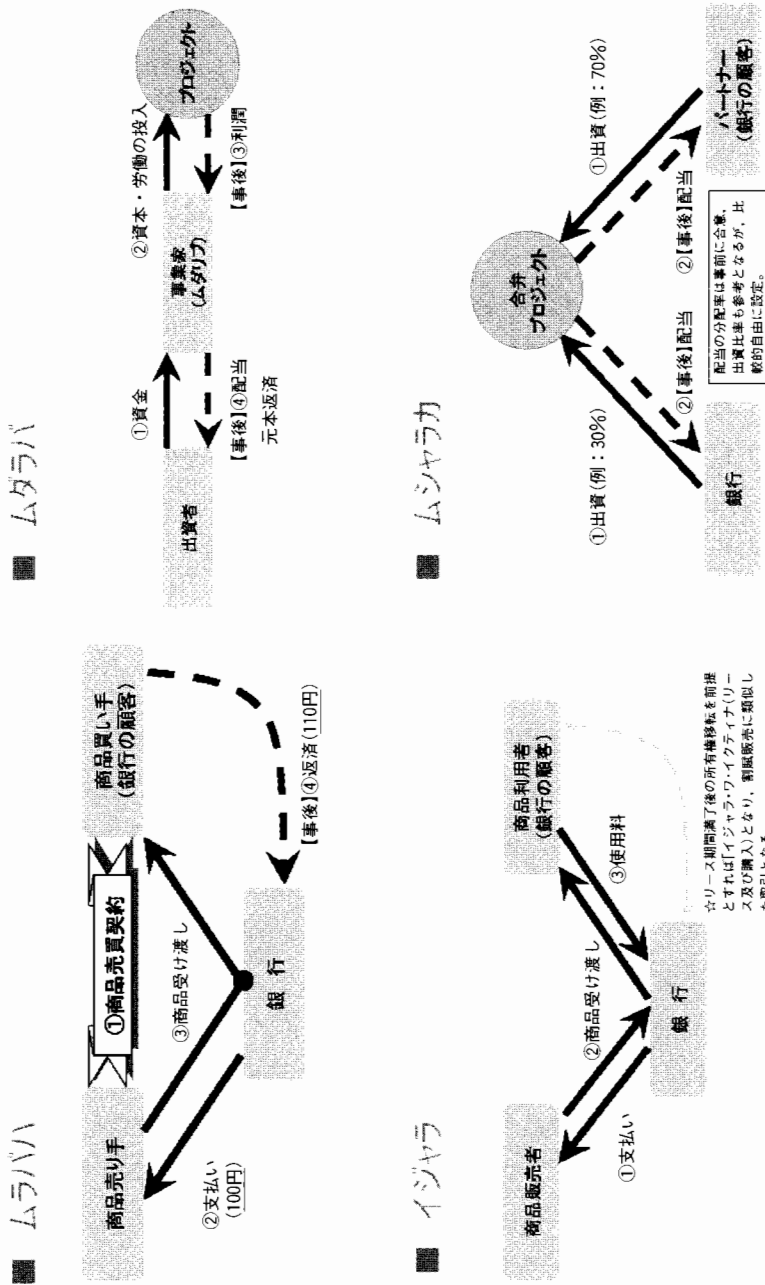
2. 取引の基本構造

それでは、イスラム金融の仕組みそのものについて説明することとしたい。仕組みの観点で重要なのは、よく知られるように金利を取らないという点である。金利の概念を用いずに金融取引を実現する方法は、大きく分けて2つある。1つは、商品の取引を絡ませ金利の部分の商品売買差益などと置き換えるような考え方、もう一つは投資利潤の分配、すなわち配当を金利相当部分として捉える考え方である。

まず、商品取引を絡ませる方式として2つのスキームを紹介する（以下、図表2参照）。「ムラバハ」は、売り手と買い手の商品取引の間に銀行が介在し、買い手のかわりに当該商品を購入して買い手に渡す取引である。銀行が売り手から購入する価格よりも、銀行が買い手に販売する価格の方が高く、その差額分が銀行にとっての利子相当となる。買い手の銀行に対する支払は事後であり、顧客にとって金利相当の上乗せ分を支払う金融的意義があることがわかる。「イジャラ」は、リースと同じようなものである。資産の借り手が支払うリース料は、資産の借り賃であって金利ではないため、シャリアの意味で問題ない。

次に、利潤の分配方式のスキームを2つ紹介する。「ムダラバ」は、委託金融とも呼ぶべき方式である。出資者は運用者に資金を託す。運用者は、その資

図表2：イスラム金融のスキーム



金を何らかの事業等に投資して利潤を上げ、出資者に還元する。このスキームは、預金や投資などに用いられることが多い。「ムシャラカ」という共同出資のスキームも一般的である。銀行は、資金の足りない顧客のために共同で事業等に出資する。これら2つのスキームでは、投資・事業を行いその利潤を予め定められた比率で銀行と顧客との間で分け合うことが基本である。

これらのスキームの、実際の商品への応用のされ方については、二つの点に留意する必要がある。まず、各スキームと各商品が1対1で対応する訳ではないこと。すなわち、「ムダラバ」のスキームは預金や投資にも使われるが、投資に「ムシャラカ」など他のスキームが使われることもある。次に、複雑なストラクチャを持つ場合には、複数のスキームが使われ得ることも知っておきたい。

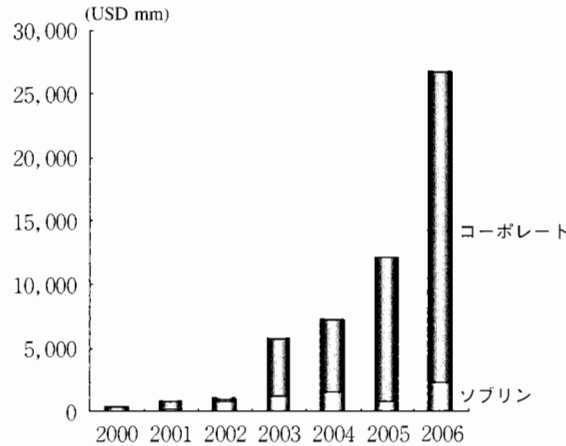
3. 資本市場（デット関連）

近年イスラム金融の成長が著しい背景の一つに、資本市場の拡大がある。とくに、イスラム債（スーク）は、投資・資金調達両面の手段としてごく一般的に用いられるようになったという意味で、現代を特徴付ける分野と言ってよい。

一般に、ごく一部の例外を除きどんな債券でも金利の要素が絡む金融商品となるため、シャリアの意味では不適格となってしまう。そこで、債券のクーポンを、単なる金利ではなく、ある事業から発生した収益と捉えることで、シャリア適格なものとするスキームが開発された。代表的な例としては、資金調達者（真の発行体）と投資家との間に SPC（特別目的会社, Special Purpose Company）を設けて形式的な発行体とし、資金調達者との間で事業取引を結び（リース契約や共同事業契約など）、その収益をクーポンの原資とすることで、単なる金利ではなく事業収益とするようなものがある。

スーク発行市場の状況をみると、2007年まで級数的に増加している様子が窺える（図表3）。一方、国別に発行高をみると、マレーシアが6割程度と大きなウェイトを占めているほか、不動産開発に関連したスーク発行の多いドバイのある UAE は、大型スークの発行が相次いだこともあり、第2位の地位を占めるに至っている。

図表3：スクークの新規発行高＜年間＞



マレーシアでスクークが成長した背景にはいろいろな要因があるが、その一つに発行コストの相対的な安さ（コンベンショナル債券対比）が挙げられる。期間別・格付別にみて、すべての項目でイスラム債がコンベンショナル債を下回っているというデータもある。

これまでに、実に多様な機関からスクークが発行されている。UAE では、ドバイにおける不動産開発に絡んだ大型スクーク2件が特徴的である。国際機関である世銀やドイツのザクセン州政府なども、発行した実績がある。日本企業であるイオン・クレジットのマレーシア現地法人は、イスラム方式での資金を行っているが、その事業のためにスクーク発行による資金調達を行った。

スクーク引受の業者ランキングをみると、マレーシアが世界の一大スクーク市場となっていることから想像されるとおり、マレーシアの機関が上位を占めている。一方、英国、米国、欧州等のいわゆる外資系金融機関も多いが、これは、スクークとは言え債券として扱うことが可能であり、そうした案件組成や顧客マーケティング力に優れている投資銀行に一日の長があることは、理解に難くない。

なお、スクークの商品性は債券とほぼ同様であるので、格付機関が一般債券と同様に格付を行っている。S & P, Moody's, フィッチといった国際的格付機関はどこもスクーク格付の実績がある。また、マレーシアでは、地場の格付機関のプレゼンスも大きい。

4. 資本市場（エクイティ関連）

スクークについて述べたデット関連に続き、エクイティ関連について概観する。株式は、債券と異なり、商品構造自体はシャリア不適格なものではない。シャリア適格か否かの違いは、各銘柄の企業行動により規定される。

近年、イスラム金融に関する進展で特徴的なのは、イスラム株価指数の開発・公表が相次いでいる点である。ダウ・ジョーンズ、FTSE、S & P といった指数提供会社は、どれもイスラム株価指数を提供している。また、イスラム圏の取引所等による指数もある。

株価指数の作成プロセスをみると、シャリア審査の側面を窺い知ることができ、なかなか興味深い。各社や学者によって詳細が異なる場合もあるが、当然ながら各銘柄の企業行動につきシャリア適格性が審査される。これには二つの側面がある。まず、各社の事業。イスラムで禁じられる、豚肉、アルコール、ギャンブル、コンベンショナル金融、ポルノ、メディア等を行う企業は、シャリア不適格なものとしてイスラム株価指数からは除外される。ただ、シャリア不適格な事業の収益の合計が全体の5% 以内なら許容される場合も多く、5% 基準と呼ばれることも多い。シャリア審査の上で同様に重要なのは、各企業の財務行動である。借入金などの有利子負債は、利子に依存するものとしてシャリア不適格なものであり、このウェイトが大きいものははじかれる。逆に、金利収入が多い場合もシャリア不適格となる。債務、売掛金、現金+利付証券のそれぞれのウェイトが企業規模（時価総額や総資産が用いられる）に比べて大きいかが審査のポイントとなる。採用対象銘柄は、こうして決定される。

なお、シャリア適格か否かのみならず、指数を作成する上では規模やセクターなど様々な要素も入ってくる。それらは、シャリア適格な候補銘柄の中から、それぞれの基準に沿ってピックアップされる。

そうしてできたイスラム指数を、インデックス・ファンドという形で事業化する動きもみられる。事例としては、大和アセット・マネジメントが、FTSE Shariah Japan 100 Index というのをベースとした上場投資信託 (ETF) を、このほどシンガポール取引所に上場した。

その株価指数の構成銘柄をみると、いろいろなものがあることが分かる。シ

チャリア指数に入らない企業をみると、金利収入の多かったりする銀行、不確実性に依存する保険会社などがある。加えて、借入金の比率が高いと思われる、電力、鉄道などもチャリア指数に入っていない。食肉、酒造、タバコなどは言うまでもないだろう。

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」と聞かれるが、大まかにケース・バイ・ケースと言うしかない。日本株のイスラム指数と Conventional 指数を比較すると、その時々 of いろいろな情勢・事情で優勢にも劣勢にもなる。コンベンショナル指数ではウェイトが比較的大きく、イスラム指数には含まれない、銀行株次第と言ってよい部分もある。また、指数の起点の取り方等によっても、評価はいろいろと変わり得る。

先にインデックス・ファンドについて説明したが、インデックスに準拠せずとも、チャリア適格な銘柄のみで構成されるファンドはいろいろと組成されている。

同様に、イスラム不動産投資ファンドの数をもみても、拡大している様子がみえてとれる。不動産の場合、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チャリア審査の対象となる。マレーシアには、上場されているイスラム REIT（不動産投資信託）もある。

5. 日本の状況、および SWF とイスラム金融との関係

冒頭のグラフでもみたように（図表1）、日本におけるイスラム金融への関心は高まり続けている。東京海上グループなど、既に実践に移す企業もあるが、全体としては、実際の取引の意味ではまだまだ今後に期待する状況である。

銀行に限れば、イスラム金融を実践に移す際の障害として、銀行法における他業禁止規定、すなわち、金融業以外の業務を行ってはいけないという見方が支配的である点が挙げられる。もっとも、金融庁もこうした障害につき改善していく方向である。

実践に移す上では、各分野のプロがサポートしてくれる場合も多い。すなわち、イスラム金融の事業コンサルティング会社も多数あるほか、法務、税務・会計等については、国際的大企業などがイスラム金融についても対象可能であ

ることが多い。

最後に、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整理しておく。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る。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ないことをご理解頂きたい。むしろ、流動性等の点で制約のあ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しているところが多い。

(よしだ・えつあき 国際協力銀行)

