

拡大するイスラム金融とアジア市場への意義

浦出 隆行

要 約

1. 原油価格高騰や中東における富裕層拡大を背景に、中東資金の動きが活発化している。その受け皿としてイスラム金融市場が拡大しつつあり、アジアにおいても中東資金の取り込みを図った市場整備が進められている。
2. イスラム金融とは、「シャリヤ」と呼ばれるイスラム法に則った金融取引であるが、その多くは現代的な再解釈を行なうことで、従来型金融と大差ない経済効果の取引が可能である。また、そうした取引を行なうために必ずしもイスラム教徒である必要はない。
3. アジア域内における資産運用ハブを目指すシンガポールも、非イスラム国ではありながら近年急速に制度整備を進めており、銀行業務のほか、不動産投資ファンド、株式投資ファンド等の市場が拡大しつつある。
4. こうした非イスラム圏におけるイスラム金融市場の拡大は、資本フローがグローバル化していることの表れともいえよう。
5. わが国との間でも、イスラム圏でのファイナンスや不動産投資商品等を通じて、徐々に接点生まれ始めており、今後、ASEAN 各国証券市場の連携といった動きの中で、イスラム金融が存在感を高めてくる可能性もある。

I. はじめに

原油価格高騰や中東における富裕層の拡大などを背景に中東資金の動きが活発化しており、その受け皿としてのイスラム金融市場が拡大しつつある。資金の一部は投資先を求めて高成長のアジアにも流れ込んできており、その取り込みを図って、アジア各国がイスラム金融市場の整備を進めている。

世界のイスラム人口約 13 億のうち、インドネシア、マレーシアを中心とする東南アジア地域の割合は 2 割程度¹となっている（分布状況は図表 1 参照）。アジアにおける市場整備はこうした域内ニーズに応えるという以

上に、中東資金を呼び込むためのものという色彩が強く、これがイスラム金融のグローバル化を加速しつつある。

こうした傾向は 1970 年代のオイルマネーには見られなかったものであるが、これは当時、受け皿としてのイスラム金融が十分整備されていなかったため、ロンドン市場等を経由して、従来型の商品に投資されていたことによる。その意味では、同金融の歴史はまだ浅く、わが国も含めた非イスラム圏では、いまだにその仕組みも十分に理解されていないというのが実情であろう。

そこで本稿では、まずイスラム金融市場の拡大およびその背景について解説するとともに、イスラム金融の基本概念や課題を紹介す

る。さらにその広がりアジアの非イスラム圏にまで及んできている例として、シンガポールの政策的取組みを取り上げ、アジアにおける同金融の展開の可能性を展望してみたい。

II. イスラム金融の現状

1. イスラム金融市場の拡大

イスラム金融の世界市場規模は 4,000 億米ドル、年率 10~15% のペースで成長を続けていると言われている。また、イスラム金融を専門に取り扱う金融機関は世界 75 カ国で 300 にのぼる²。

これを業態別に見てみると、イスラム銀行の資産残高は全世界で 2000 年の 300 億米ドルから 2004 年には 520 億米ドルにまで拡大し（年率 17.5% の成長で、非イスラム銀行の 11.5% を大きく上回る）、2010 年には 1,970 億米ドルにまで達するとの見通しもある³。

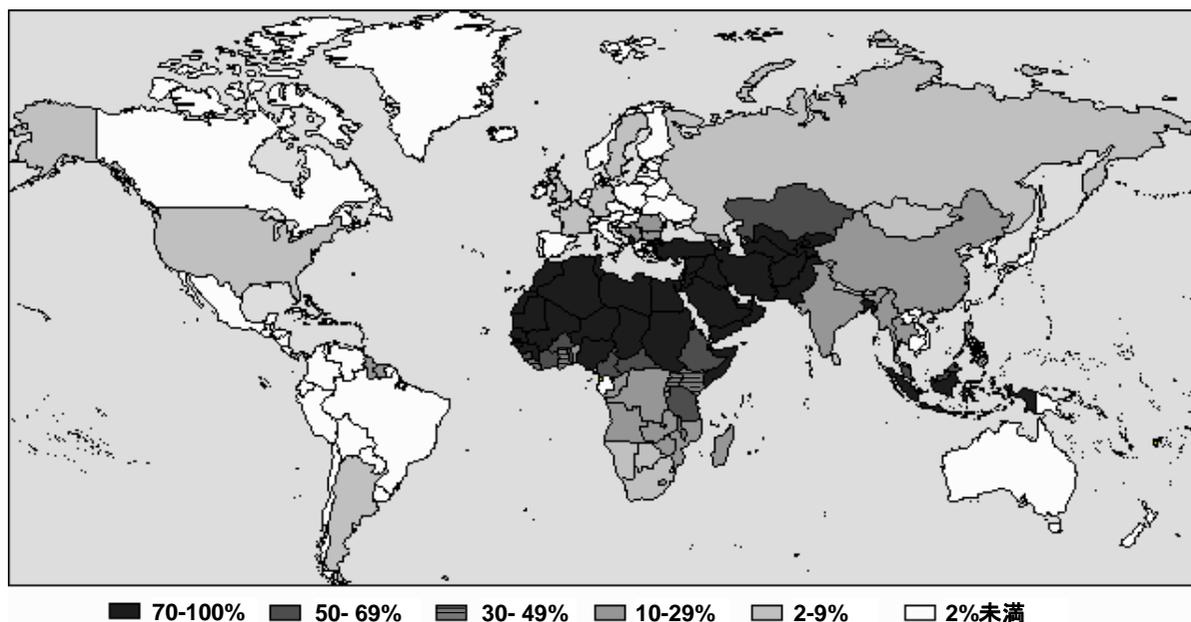
またイスラム資本市場も、年率 15-20% で成長を続けていると言われており、その主要

部分をなすイスラム債（「スクーク」）市場は、180 億米ドル（2006 年 3 月末、うちソブリン 60 億米ドル、社債が 120 億米ドル）に達している⁴。このうち 8 割強がマレーシア、残りが中東という構図になっている（図表 2）。

イスラムの教義に則った銘柄に投資するイスラム株式投資ファンドの市場規模も、1990 年代半ば以降、急速に拡大している（図表 3）。株式に関しては、後述するように「出資」という考え方がもともと教義と整合的であることから、債券市場のようにイスラムと非イスラムではっきりと市場が分断されているわけではない。こうした垣根の低さに加え、後述するようなグローバル・インデックスの出現も手伝って、投資行動がグローバルな広がりを見せているといえよう。（投資信託全体の状況については図表 4 参照。）

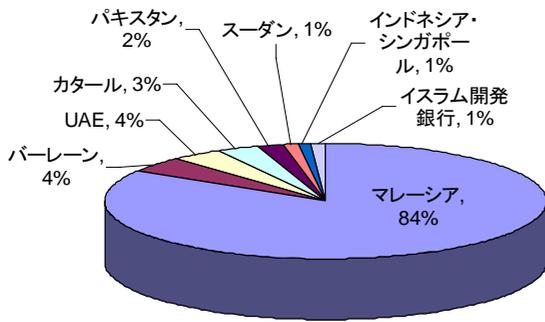
イスラム保険である「タカフル」の市場規模は、全世界で約 20 億米ドルにのぼり、2006 年 4 月時点で 23 カ国に 79 の業者（保

図表 1 イスラム教徒の人口分布



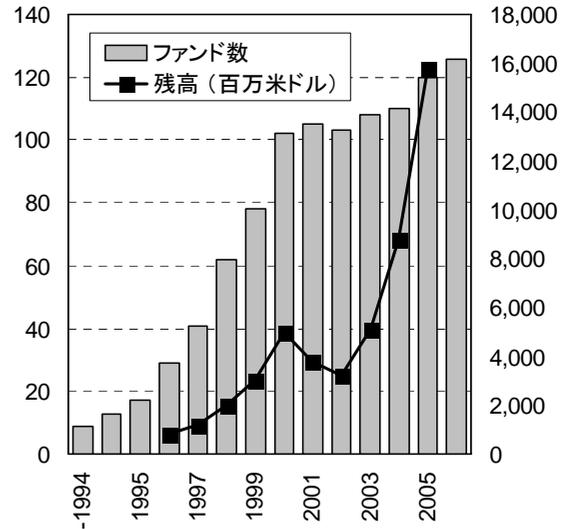
(出所) Islamic Web.com

図表2 国際市場におけるイスラム債（スクーク）の国別発行残高シェア



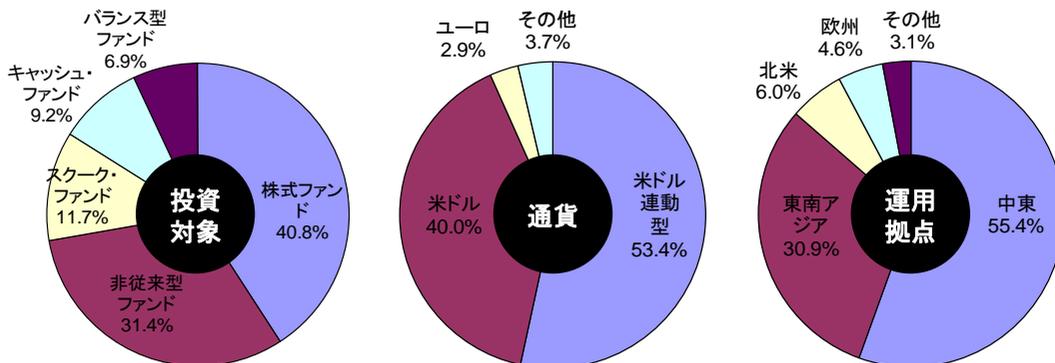
(出所) 各国中央銀行、Bloomberg、Aseambankers

図表3 イスラム株式ファンド数および残高の推移



(出所) IOSCO、バーレーン通貨庁、ブルサ・マレーシア、マレーシア証券委員会、Aseambankers

図表4 シャリヤ準拠の証券投資信託内訳 (2006年4月末現在、対象ファンド総数 360本)



(出所) Failaka、Calyx Financial

険、再保険等)が存在する⁵。イスラム圏における保険の普及率がいまだに低い(支払保険料のGDP比でみると、先進国の10%代前半に対し、イスラム圏の大半の国では5%以下)ことを考えると、市場の潜在性は大きいと見られており、全体では2015年までに120-140億米ドルにまで達するとの推計もある⁶。

このように各市場が拡大している中、中東のイスラム専門金融機関のみならず、欧米系の手金融機関も積極的にイスラム金融ビジネスに乗り出している。

シティグループは1996年、HSBCは1998年、UBSは2002年以降、それぞれバーレーンのイスラム金融子会社を拠点としたグローバルでの商品提供を行っており、この分野では他社に先行している。また、非イスラム圏の中でイスラム金融を手掛ける銀行が最も多い英国では、バークレイズ、ロイズ、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(RBS)、スタンダード・チャータード等の主要行が、先行各社を追い上げるべく体制整備を進めており、国内で約200万人と言われるイスラム人口を対象としたイスラム預金や

住宅ローン商品を提供している。これらの英系各社もまた、バーレーンやドバイ等に拠点を設立しており、非イスラムの融資案件やプライベート・バンキング等を手掛けながら、イスラム金融ビジネスへの参入も視野に入れている。また米系では、シティグループ以外にも保険最大手のAIGが2006年10月、湾岸諸国でのタカフル商品の販売を手掛けるための子会社AIGタカフルをバーレーンに設立しており、ゆくゆくはアジア、欧州、米州への販路拡大も計画している⁷。

2. 市場拡大の背景

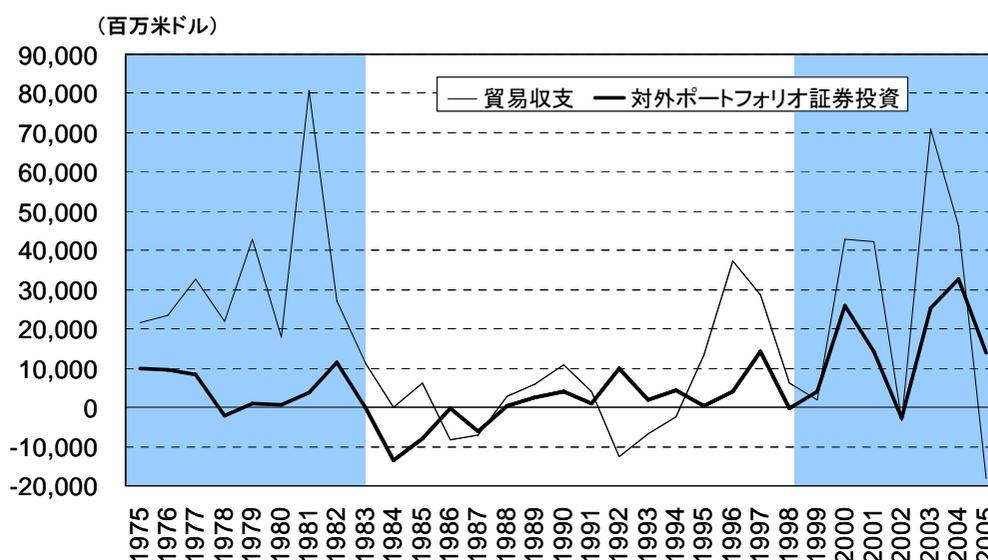
こうした近年の市場拡大の背景として、三つのポイントを指摘したい。

一点目は、原油価格高騰を背景とした、中東資金の規模的拡大である。中東産油国の2005年の石油輸出額は5,000億ドルを超え、いわゆるオイルマネー（域外に投資できる経常黒字額）は約2,500億ドルにものぼり⁸、中東の投資可能な個人資産はあわせて7,500億ドルと推計されている⁹。図表5の網掛け

部分でも示すように、2000年以降の中東各国からの対外証券投資は、規模の面で1970-80年代の水準を上回る水準に達している。1970-80年代のオイルマネーは、ロンドン市場を経由して米国債などに投資される部分が大半であったが、今回は資金の一部がプロジェクト・ファイナンスや株式市場の活況（図表6参照）などで中東に回帰している部分もあり、それでもなお溢れた資金が、投資機会を求めて高成長のアジアに流れ込んでいるという面がある。

二点目は、中東における金融資産や投資家層の広がり、それに伴う投資行動の変化である。中東における所得水準は1980年代後半以降大きく上昇しており（図表7）、特に近年の富裕層資産の拡大は北米、アジア、欧州を凌ぐペースとなっている（図表8）。この傾向は今後も続くと思われる。それが中東投資家の投資行動にも影響を及ぼしている。すなわち、中東の政府系資金や機関投資家層は、従来から欧米への投資を活発に行っていたが、個人投資家層の裾野の拡大が、

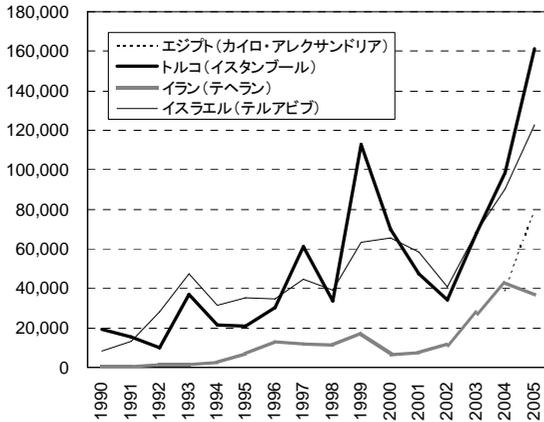
図表5 中東10カ国(*)の貿易収支および対外ポートフォリオ証券投資額の推移



(*) 対象期間のデータが入手可能であったバーレーン、エジプト、イラン、イスラエル、ヨルダン、クウェート、レバノン、オマーン、サウジアラビア、シリア、トルコ、イエメンの合計。

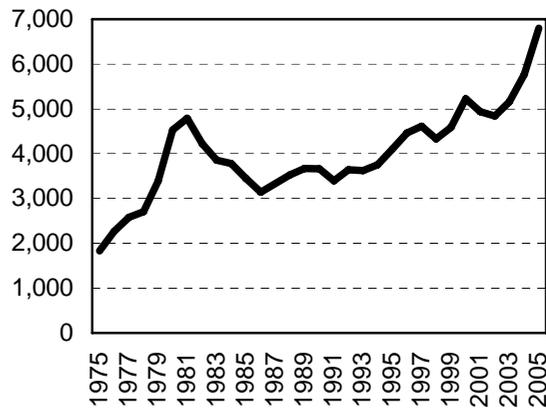
(出所) IMF

図表6 中東の主要証券取引所における
時価総額の推移



(出所) World Federation of Exchanges

図表7 中東9カ国(*)における
1人あたりGDPの推移



(*) 対象期間のデータが入手可能できたバーレーン、イスラエル、ヨルダン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、UAE、エジプトの平均。
(出所) IFS、WDI、Bloomberg

よりイスラムの教義に則った商品への需要を高めているという側面である。

そして三点目は、2001年9月の米国同時多発テロを契機とした資金フローの変調である。同事件以降、中東資金への風当たりが強まったことから、資金の「米国離れ」が進み、その受け皿としてイスラム金融市場の整備が加速した。マレーシア、シンガポール、インドネシア、タイといったアジア諸国が、市場インフラ整備を進めている背景には、国内需要に応えるという以上に、中東資金の取り込みが意図されている部分が多い。

これらの流れは、結果として既存の欧米型スタンダードに対する一種の「オルタナティブ」として、イスラム金融への注目度を高めることとなった。さらにこうした資金の動きが、今や欧米金融機関にとっても無視できないものとなり、各社がイスラム金融への進出を加速していることは、ある意味皮肉とも言えよう。

ただ「オルタナティブ」とは言っても、それは従来型金融と180度考え方を異にするようなものではなく、イスラム金融の背景にある精神も、欧米的価値観から大きく逸脱した

ものではない。後述するように、投資先として忌避される業種（賭博、アルコール、武器、ポルノ等）の内容を見ると、まさに欧米でも1990年代以降ようやく注目され始めてきたSRI（社会的責任投資）的な観点が、実は遙か昔から教義として謳われていたのである¹⁰。

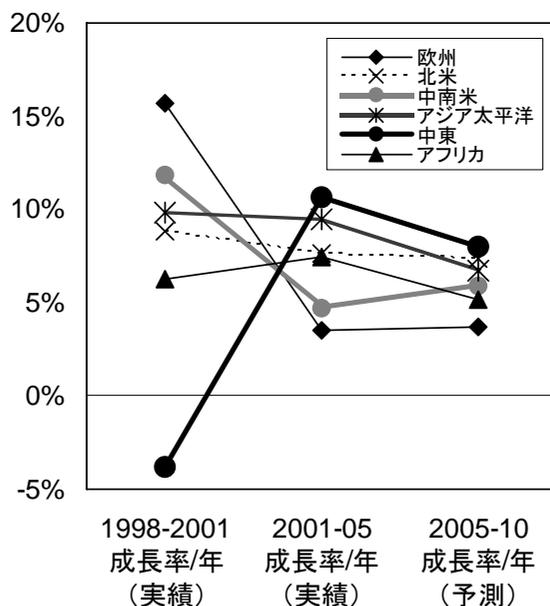
このように考えると、近年のイスラム金融の拡大は、「従来型金融との二極化」といった相互排他的なものではなく、むしろ多様性を受け入れつつ、従来型金融と並行して発展していくという流れを押し進めるものになりうるのではないだろうか。

3. イスラム金融とは

このような急成長を遂げているイスラム金融とは、そもそもどのような仕組みなのか。一般に「イスラム金融」という場合、イスラム法である「シャリア」（「人の道」の意）に則った枠組みにおける金融取引を指し、1) 金利の授受の禁止、2) 豚肉、賭博、アルコール、武器、ポルノ等、シャリアで禁じられている財やサービスを伴った取引の禁止、という特徴とともに紹介されることが多い。

これに加え、金融手法を大きく規定する原

図表 8 富裕層資産残高の成長率



(出所) Merrill Lynch & Capgemini, World Wealth Report 2000-2005 より野村資本市場研究所作成

則として、3)資金提供者と事業者との間で、あらかじめ合意された割合で利益を配分する「利益配分制度」、4)余剰資金をもれなく事業に投下して、その有効活用を目指す「退蔵の禁止」、5)「ザカート(喜捨)」と呼ばれる一種の資産税¹¹などが存在する。

すなわち、資源の所有権は神に帰属し、人間はあくまでその管財人としてその有効活用を神から託されているという考え方に基づいて、リスク負担や役務を伴わない資産の増殖(=利息)や、それを活用することなく留め置くことを禁じることで資源を有効活用し、その結果として利益配分が行なわれる、という考え方である¹²。

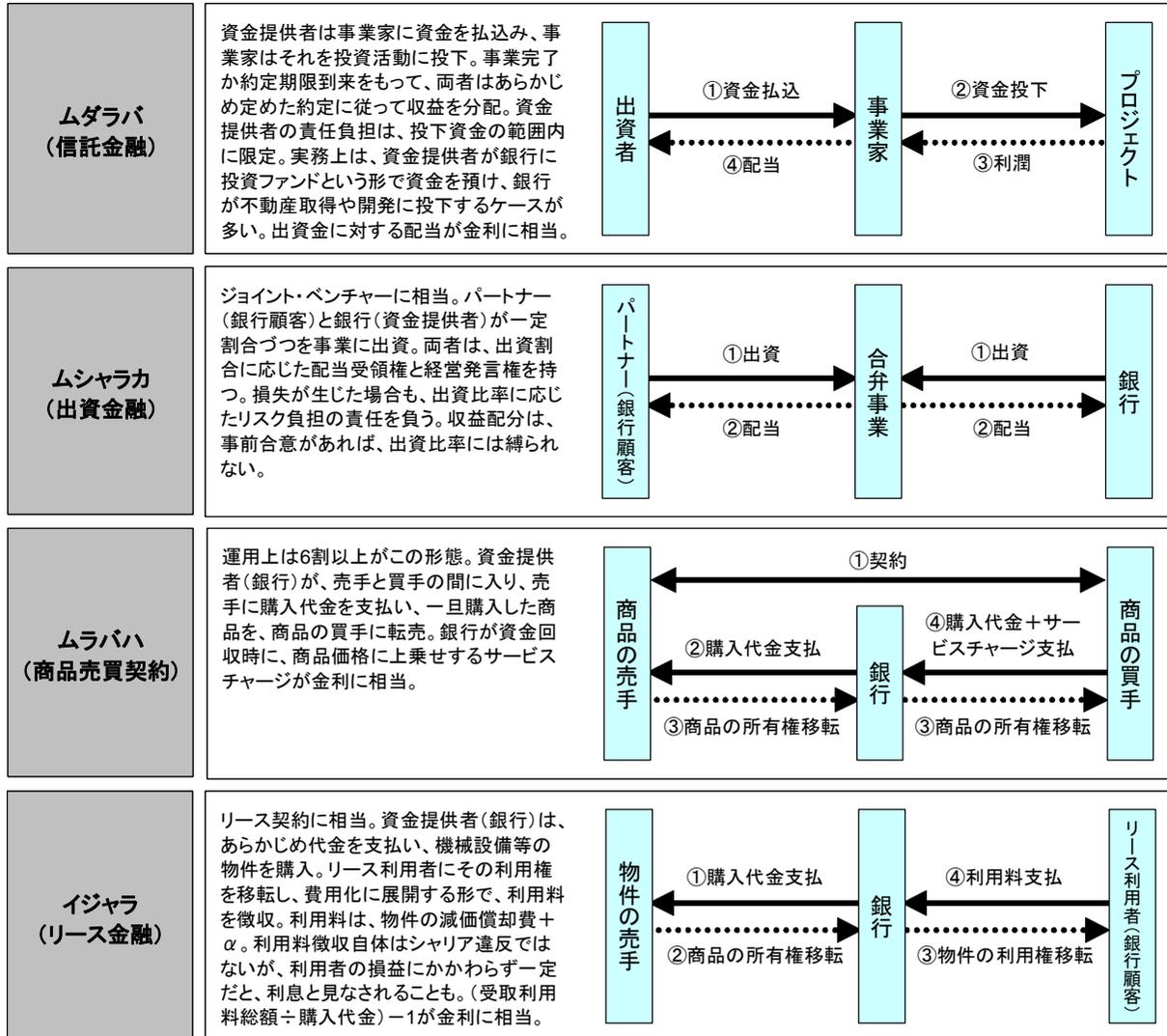
これを金融商品に落とし込んだものが図表9に示すような各種スキームである。これらに共通しているのは、上記原則に則って、資金の流れの裏には必ず商品や役務の流れが明示的に存在しているという点である。またここに示した以外のスクーク(イスラム債券)やタカフル(イスラム保険)も、同様の考え方に基づいている。スクークでは、金利の概

念を回避するために、契約時に決められたレートで実物資産の売買を行なうムラバハ(商品売買契約)等を応用し、そこから生じる売買益をクーポンに相当するものとしてスクーク保有者に支払う、という形を取っている。また保険については、不確実な要因で金銭授受が生じるという点がシャリアには馴染みにくかったが、タカフルでは、ムダラバ(信託金融)等に「相互扶助」の概念を併せることにより、欧米型の保険に近い商品をつくり出している。

ただ、リースや商品売買に伴う金融以外の、例えばインターバンク取引等についても、名目的な裏付けとして(実際にはモノの流れを伴わない)物品売買が当てはめられる¹³など、欧米式の従来型金融から見ると回りくどく見える部分もある。

いずれにせよこのような「再解釈」を行なうことによって、(デリバティブ取引の一部等に例外はあるものの)多くのケースにおいて、従来型金融と大差ない経済効果を持つ取引が可能になっている。また現時点ではシャ

図表 9 イスラム金融の基本スキーム



(出所) 吉田悦章、「日本人のためのイスラム金融入門-資金調達・運用の仕組みとその利点」(JCIFセミナー資料)、今平和雄、「経済グローバル化とイスラム金融」をもとに野村資本市場研究所作成。

リア解釈上、実現が困難なものについても、鋭意スキームの開発が進められてきており、今後ますます従来型金融との格差は縮小していくものと思われる(図表 10)。

また、個々のイスラム金融取引がシャリヤに則った(「シャリヤ適格」な)ものであるかを判断するため、取引主体の中にイスラム法学者¹⁴からなるアドバイザー・ボード(シャリヤ・ボード)の設置が義務付けられる¹⁵。ただしイスラム金融取引を行なう金融業者、そのサービスの利用者ともに、必ずし

もイスラム教徒である必要はないことから、経済合理性があれば、非イスラム圏の金融機関が当該分野に進出したり、イスラム教徒以外の投資家がイスラム金融商品を購入することは可能である。

ちなみに、イスラム金融における資金調達コストを従来型金融と比較してみると、前者が後者を下回ることが珍しくはないようであるが、これにはいくつかの理由がある。マレーシアにおけるスクーク市場の場合などは、市場の拡大を目指す政府が、税制優遇等のイ

図表 10 従来型金融との資本市場関連商品比較

従来型金融	イスラム金融
株式	あり
優先株式・種類株式	なし(出資者間の平等に反するため)
転換社債	現れつつある
ワラント	あり
フォワード	あり
先物	なし
スワップ	通貨スワップのみ(2006年8月、マレーシア中銀が許可)
オプション	コール・オプションのみ可能
シンセティック商品	なし
空売り	あり
手形	あり(但し裏書不可)
CP	あり(但し裏書不可)
ETF	あり(シャリア不適格な業種を含むものは不可)
債券(変動金利型)	現れつつある
証券化ローン	現れつつある
指数連動型証券	現れつつある
商品先物・金融先物	開発中

(出所) IIFM 資料およびヒアリングに基づき野村資本市場研究所作成

ンセンティブを政策的に付与していることにより、起債コストが人為的に引き下げられている¹⁶。またそのほかにも、銀行等からの資金調達コストの低さに関しては、イスラム金融がアセットバックを基本としていることに起因しているとの見方もある¹⁷。

これを運用サイドからみると、このような低リターンを受け入れる「資金の出し手」が市場に存在していることを意味する。これは、市場に溢れる中東資金を吸収しきりだけのイスラム金融の受け皿が不足しているという、需給関係を反映している面もあろう。あるいはシャリア適格性を最優先するイスラム圏の投資家が、あえて低リターンを受け入れてイスラム金融商品を選好しているという部分もあるのかも知れない。

4. 地域特性と標準化の動き

グローバル化しつつあるイスラム資金の流れを考える場合、重要な意味を持つのが、地域間におけるシャリア解釈や適用の格差である。

イスラム教は大きく 2 つの宗派 --- スンニ派(全体の約 9 割を占める)とシーア派(イ

ラン、イラクの一部など)に分かれ、そのうちスンニ派はさらに 4 つの法学派 --- ハナフィー、マリキー、ハンバリ、シャフィー(マレーシア、シンガポール、インドネシア等はこれに属する)から成る。さらに、コーランの教えの厳格な適用を唱えるスンニ派のイスラム主義運動であるワハビズム¹⁸の流れが、湾岸諸国におけるより厳格なシャリアの適用の背景にある。

この対極にあると言われているのがマレーシアである。シャリアの解釈・適用における柔軟性においては相当程度レベルであることから、同国を中心に活動する学者などからなるシャリア・ボードが承認したスキームが、中東の投資家に受け入れられないといったことも生じている¹⁹。

このような地域間格差のあるシャリアの解釈・適用に、標準化に向けた力が加わるきっかけとなったのは、皮肉にもイスラム圏外である欧米での動きであった。現状、ダウ・ジョーンズ、FTSE などが、シャリア適格な銘柄からなるグローバル株式インデックスを提供しているが²⁰、インデックスの構成銘柄が、シャリア・ボード構成員のバックグラウンドによって左右されることも少なくない。そうした問題を克服し、銘柄選定における地域横断的な基準が必要となったことが、標準化に向けた議論をさらに進めることとなった。

また、制度面での標準化を進めるという観点から、イスラム金融に関連する国際機関の動きも近年活発になっている。会計・監査基準の策定に関しては、1991 年に民間金融機関、会計事務所などから成る Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI、本部バーレーン、29 カ国の金融機関等が参加)が設立され、現在までに会計・監査、ガバナンス、倫理基準等の分野で 56 にわたる基準が策定されている。金融機関経営・金融取引関連では、2002 年 11 月、イスラム金融に係る国際標準の確立

を目指し、「イスラム金融版 BIS」とも言える Islamic Financial Services Board (IFSB、本部マレーシア、16カ国の中央銀行が参加)が設立され、2005年12月には、リスク・マネジメントと自己資本比率の二つの分野についてガイドラインが示されている。また市場インフラに関しては、2002年8月に設立された International Islamic Financial Market (IIFM、本部バーレーン、6カ国の通貨・財政当局、イスラム開発銀行、民間金融機関等で構成)が、証券関連商品、契約雛形、トレーディング・プラットフォーム、決済システム等の標準化の推進にあたっている。

ただ、これらの動きは何れもまだ途にたばかりである。上述の通り、金融取引の在り方が、地域により異なる教義の解釈に根ざしていることを考えると、標準化が最終的にどこまで進むのかについては、今後の議論の進展が待たれるところではある。

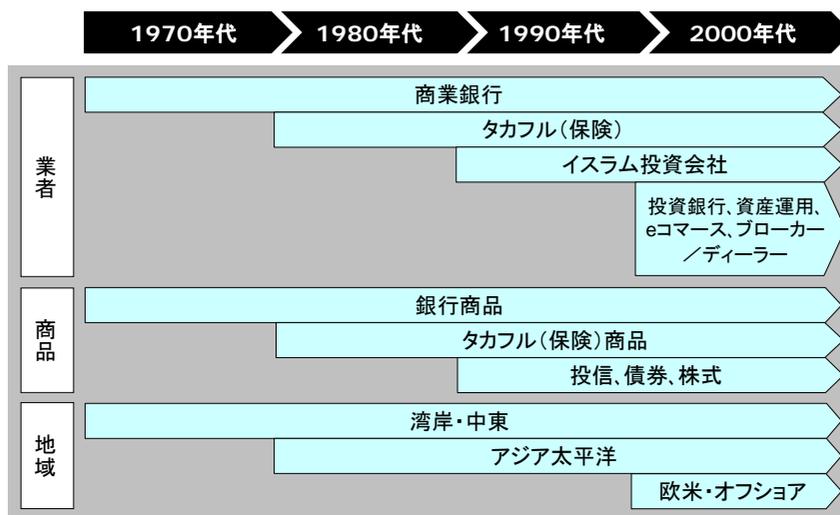
次節では、そうした多様性を抱えたイスラム金融界において、非イスラム国でありながら、中東資金の呼び込みを積極的に進めるべく、政府主導で市場整備を進めているシンガポールの取り組みを紹介する。

Ⅲ. シンガポールにおけるイスラム金融

シンガポールにおけるイスラム教徒は全人口の15%（約60万人）に相当し、7割を超えるイスラム人口を抱える隣国マレーシアやインドネシアに比べると、イスラム色は格段に薄い。また、シンガポール政府はマレーシアとは違って、中東・湾岸諸国に対してはビザ発給等の面で、歴史的に厳しい対応をとってきた。

上述の通り、近代イスラム金融の市場整備が中東で始まったのが1970年代、アジア最大のイスラム金融市場であるマレーシアで市場整備が本格化したのが80年代後半であるのに対し、シンガポールでのイスラム金融サービスが始まったのは90年代後半と、極めて最近の話である。（グローバルでみたイスラム金融サービスの業態、提供商品、地域等の拡大については図表11参照。）当初は、おもに地場リテール顧客を対象に預金・保険、イスラム信託ファンド等が細々と提供されていた程度であり、国内のイスラム人口を対象としたビジネスが限定的であることは自明であった。

図表 11 イスラム金融サービスにおける多様化の推移



(出所) Aseambankers

この状況に変化をもたらしたのが、上述の原油高騰や米国同時多発テロを契機とする資金フローの変調である。以降、シンガポール政府は中東との関係強化に転じており、同地域からの金融機関進出なども積極的に受け入れるようになっている。

こうした流れを政策面で支えているのが、資産運用ハブ育成に向けた取組みである。政府は、アジアの金融センターとしての機能を強化するにあたって「プライベート・バンキング²¹」、「商品デリバティブ」、「REIT」と並んで「イスラム金融」を重点分野に掲げており、近年、市場整備のための政策を矢継ぎ早に打ち出している。

イスラム金融の分野ではこれまでのところ、2005年9月に民間銀行にムラバハ（商品売買契約に基づく与信業務）が解禁されたほか、2005年度以降、イスラム債発行や不動産取得に係る印紙税、所得税、物品・サービス税等の二重課税の撤廃などが実施されている。

政府は基本姿勢として、マレーシアのように従来型金融と比べて積極的にイスラム金融商品を優遇するのではなく、現行の規制体系下、従来型・イスラム金融間で制度上の取り扱いに差が出ないように、共通の土俵を提供することを打ち出している²²。これまでの施策は、金融機関やシャリア・アドバイザーの間でも概ね好評のようであり、政府としても引続き民間業者へのヒアリングを重ね、イスラム金融取引の障害になりうる制度要因は改善していく方針を表明している。

またシンガポール政府として、イスラム金融界へのコミットメントを強め、国際的なプレゼンスを高めていくための活動も強化している。2003年12月にはシンガポール通貨庁（Monetary Authority of Singapore、以下MAS）が先に紹介したIFSBにオブザーバー会員として参加し、2005年4月には正規会員に転じている。その後は、Supervisory Review Process Working Group および Islamic

Money Market Taskforce のメンバーとして積極的な役割を果たしている。

世界の主要なイスラム金融市場（バーレーン、ドバイのほか、同じく非イスラム圏であるロンドン）との比較で言うと、シンガポールの場合、フルラインの「イスラム金融センター」の座をかけて、他市場と競うということは考えにくい。むしろ資産運用メニューのひとつとして、イスラム圏からの投資家に対しても支障なくサービスが提供でき、資金の取りこぼしがないようにするためにイスラム金融市場に取り組んでいるという面が強く感じられる。とりわけ、アジアへの関心を急速に高めている中東投資家のための運用拠点としての機能が意識されているように思われる。

また、同じアジア域内でイスラム金融センターを指向するマレーシアと比較した場合、最大の違いは、マレーシアが高い国内イスラム人口比率を背景に、主として国内での資金需要を国内での運用ニーズに結びつける「自己完結型」の市場として機能しており、スクーク市場もリング建ての比率が高いのに対し、シンガポールは多通貨のオフショア環境を売りに、国際的なホールセール市場を視野に入れた環境整備を進めている点である。

国際的な金融センターの要件としてしばしば語られる政情安定、市場インフラの信頼性や英語普及率の高さなども、そうした方針を後押しするものと言えるだろう²³。

加えて、シンガポールの場合、より柔軟で革新的なシャリアの適用を指向するマレーシアとは一線を画すことで、中東投資家にとっても違和感の少ない市場を目指しているようにも思われる。

従って中東資金の運用拠点という点に限定すれば、バーレーン、ドバイ、ロンドン等とは競合関係にあるとも言えるが、マレーシアとは、むしろ相互補完的な関係にあると考えることができるのではないだろうか。

中東資金が市場に溢れている今こそが、資

金を吸収するタイミングだとするならば、さしあたっての入口は、実物資産の裏付けがありシャリアとの相性もよい不動産投資ファンドや株式投資ファンドということになるであろうし、後述するように、実際そうした動きも出てきている。この流れが太くなり資産運用市場としての幅が広がっていく過程で、付随する与受信機能やヘッジ・ツールなどが整備され、直接金融市場の拡大はその先の課題、という見方が市場関係者の間でも一般的なようである²⁴。

そこで以下では、当面、市場発展の鍵になるとと思われる銀行業、不動産投資ファンド、株式投資ファンドにイスラム債を加え、各市場がどのような発展段階にあるのかを、政府の取組みや民間の進出状況などとあわせて紹介する。

1. 銀行業

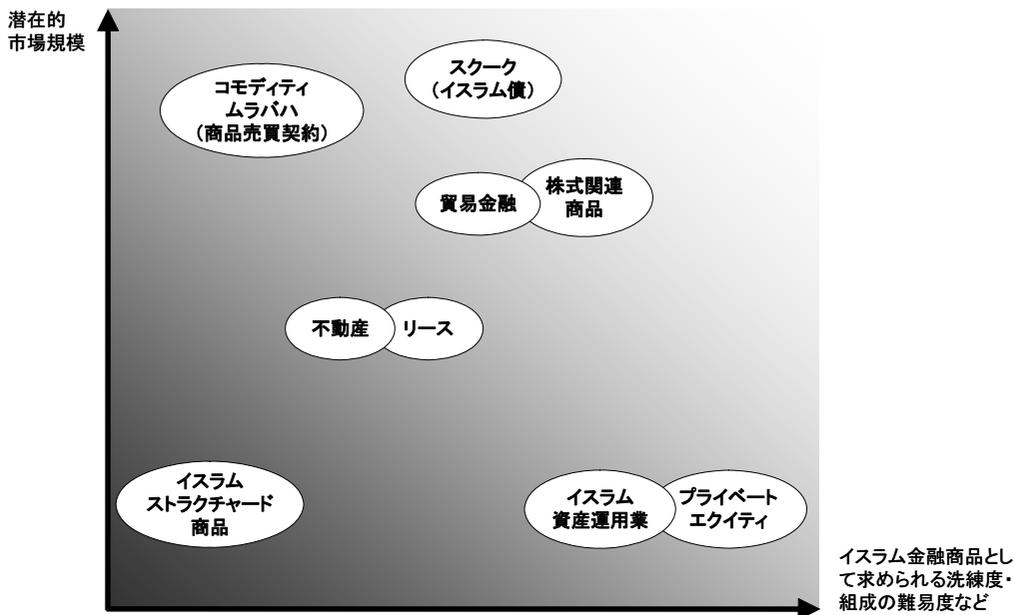
シンガポールでは、中東では禁じられている非イスラム金融機関による「一般金融とイスラム金融の兼業」が可能であり、地場では

DBS 銀行や OCBC 銀行、外資ではシティグループや HSBC 等がこの方式をとっている。2005 年までは「ワディア」と呼ばれるイスラム預金のみしか提供されていなかったが、同年 9 月にムラバハが解禁され、今後中東をはじめとする他地域からのイスラム金融機関の進出や、既存の金融機関によるイスラム金融業務への進出が徐々に進んでいくものと思われる。

具体的には、すでにマレーシア第二位の金融グループである CIMB がシンガポールでの業務免許を取得し、リテール向けの投資商品を投入しているし、中東からはこれまでに 6 行の銀行（含む駐在事務所）が進出済みであり、今後ドーハ銀行、エミレイツ銀行等も進出を予定している。とりわけ中東勢において特徴的なのは、金融機関が、投資会社等のクライアントと一緒にシンガポールに進出してきている点であろう。

リテール市場では、バーレーンを中核としたグローバル・オペレーションに強みを持つシティグループ、シンガポール国内で早くか

図表 12 イスラム金融商品の洗練度・組成難易度と潜在的市場規模



(出所) Aseambankers 資料を参考に野村資本市場研究所作成。

らタカフル関連ビジネスを手掛けてきた HSBC、幅広くイスラム預金を提供している OCBC が大手とされている。各社とも手探りで人員整備を進める中、特に HSBC などは、イスラム資産運用ビジネスの分野で手厚い人員配置を行なっている模様である。

また非イスラム業務では地場最大手の DBS も、今後 1 年間のあいだに銀行業務のみならず資産運用ビジネス、ストラクチャー商品等を総合的に強化していく予定である。さらに同行は、UAE が 2004 年 9 月に創設したオフショア市場である DIFC（ドバイ国際金融センター）にも進出済みであり、中東資金のシンガポールへの取り込みを積極化する体制を整えつつあるようである。

2. 不動産投資ファンド

上述の通り、中東資金によるアジア投資への入口として注目されている不動産投資ファンドであるが、現状、シンガポールで運用されるイスラム不動産投資ファンドは、規模にして約 20 億シンガポールドル（1 シンガポールドル=74.27 円として約 1,485 億円）と、まだそれほど大きくはない。

この約 3 分の 1 にあたるのが、政府系不動産会社 CapitaLand 社とバーレーンの投資会社 Arcapita 社による「ARC-CapitaLand Residence Japan」である。同ファンドは、2005 年 9 月、中東顧客（年金、プライベートバンク等）の要望に基づいて設立され、これまでに日本国内各地の賃貸住宅用不動産に約 500 億円を投資している。これ以外では、ドバイ・イスラム銀行と香港・長江実業系の ARA Asset Management による Al-Islamic Far Eastern Real Estate Fund（香港、シンガポール、マレーシア、韓国、中国等が対象、運用残高は 2004 年 9 月現在約 4.5 億米ドル）、独保険大手エルゴ系の Pacific Star Group とクウェート政府系の Kuwait Finance House による Bitak Asia Real Estate Fund（東南アジアが

対象、運用残高は 2005 年 6 月現在約 6 億米ドル）等のファンドが運用されているが、日本の住宅に 100%特化したイスラム・ファンドは、今のところ CapitaLand 社のもののみである。なお、CapitaLand 社は目下、日本の商業用不動産に投資するファンド設定も検討中であり、今後は東アジア（日本、中国、香港、韓国）全般を幅広くカバーしていくとのことである。

このファンドも含め、一般的な投資ファンドにおいては、シャリアの基準を満たさない（「シャリア不適格」な）テナントの割合は、総賃料収入の一定以下に抑えなくてはならないという基準²⁵が設けられている。また、投資対象のシャリア適格性は、定期的に（四半期または半年に 1 回）再評価が行なわれるのが普通であり、当該作業は投資先の現地業者に委託される²⁶。

イスラム不動産投資ファンドのリターンは、通常、非イスラム商品に比べて平均 2-3%は低いが、これは一般に物件をシャリア適格なものに限定することで、投資ユニバースが狭められるためとされている²⁷。

3. 証券投資ファンド

証券投資ファンドは、図表 13 に示す通り、90 年代半ばに HSBC や NTUC が提供を始めたタカフル・ファンド（シャリアに則った投資性保険商品）を皮切りに、その大半がここ 10 年足らずの間に設定されたものであり、主として地場個人投資家を対象にしている。マレーシアでは国内株式に投資するファンドが多いのに対し、シンガポールではグローバルあるいはアジア地域を対象としたものが多いという点が特徴的である。残高 1 億ドル超のファンドが居並ぶマレーシアに比べると規模の点ではまだまだ見劣りするが、これも現状、国内リテールが主要なターゲットになっていることによるものと思われる。

このうち、筆者が直接ヒアリングを行なっ

図表 13 シンガポールで運用されているおもなシャリア準拠の株式投資ファンド

分類	ファンド名	運用業者	設定日	運用対象	パフォーマンス			残高 (百万米ドル)
					1年	3年	5年	
株式 ファンド	Mendaki Global Fund	DBS Asset Management	1997.10.10	全世界	3.79	10.99	5.79	2.13
	SUT Ethical Growth Fund	Singapore Unit Trust Ltd.	2002.12.31	全世界	-6.98	0	-1.64	4.53
	SUT Ethical Value Fund	Singapore Unit Trust Ltd.	2002.12.31	全世界	-2.35	0.56	1.42	5.64
タカフル ファンド	Takaful Asia Pacific Fund	HSBC Singapore	2004. 5.31	アジア太平洋地域	12.01	n.a.	n.a.	8.47
	Takaful Global Fund	HSBC Singapore	1995. 9.29	全世界	1.24	7.94	2.42	90.06
	Takaful Sinaran Fund	HSBC Singapore	2002. 5. 2	全世界	-6.28	-2.74	n.a.	20.91
	NTUC Takaful Fund	NTUC Income Insurance Cooperative	1995. 9. 1	シンガポール、香港、タイ	5.46	11.16	7.61	18.69

(注) パフォーマンス算定基準日は2006年10月2日。換算レートは1.00シンガポール・ドル=0.6313米ドル
(出所) Bloomberg

た DBS Asset Management では、既存のインデックスをユニバースとして使用し、シャリア・ボードの意見も取り入れながら 30~40 程度の銘柄を選定しているとのことであった。投資対象を特定地域に限定したファンドの可能性については、シャリア適格な銘柄数が限定されることもあり、投資ユニバースを一定以上に保つには、やはりグローバルに投資するほうが無難ということのようである。ただし国内銘柄に特化したファンドへの需要が大きいマレーシア市場では、同社マレーシア拠点国内株式ファンドを提供している。

同社が運用するグローバル・ファンドの場合、顧客の 9 割がシンガポール国内イスラム教徒の個人投資家であり、若干の地場機関投資家やマレーシアの顧客ぐらいまでは想定しているものの、投資基準の厳しい中東顧客は視野に入っていない。将来的に中東投資家のニーズにも応えるような商品を提供していくためには、更なる経営資源の投入が必要とのことであった。

さらに今後、市場横断的な投資の拡大を予感させる動きとしては、2006 年 2 月、シンガポール取引所 (Singapore Exchange、SGX) が、シャリア準拠の汎アジア株価指数としては初となる「FTSE-SGX Asia Shariah 100」を導入したことが挙げられよう。同指数はアジアの株式に投資するイスラム株式ファンドのベンチマークとして、中東投資家のアジアへのエクスポージャー拡大に寄与することが期待されており、2006 年内には

SGX に同指数を用いたイスラム上場投資信託 (ETF) を上場させる計画もあるようである。

4. スクーク (イスラム債) 関連業務

現状、スクークは、図表 2 にも示した通りマレーシアにおける起債が圧倒的に多く、発行実績だけを見ると、シンガポールが規模の面でマレーシアに迫るという状況はにわかには想像しにくい。

MAS は、スクーク市場についても「当面、市場が成長するための障害は全て取り除かれた」との立場をとっているものの、それを梃子にした業者の体制強化やオペレーションの拡大などは今までのところあまり見られない。現状、シンガポールでキャピタル・マーケット関連業務に従事するイスラミック・バンカーは 50 人足らずと言われており²⁸、発行実績も極めて限られたものとどまっている。

一方では、中国の国営電力会社が発電所の建設費用をスクーク市場で調達する計画や、わが国の国際協力銀行 (JBIC) がスクーク起債を準備中であることが報じられるなど²⁹、国境を越えたイスラム方式での資金調達の動きが出始めているが、発行場所は何れもマレーシア市場が予定されている。

ただ、マレーシアにおける発行は従来、その大半が国内投資家を対象としたものであり、発行体も従来は国内企業が多く、政府の強力な後ろ盾のもとに発行数が押し上げられてきた面もある。またスクークの再販は、「イ

ジャラ・スクーク」と呼ばれる実物資産を裏付けとする形態を除くと技術的に困難であり、流通市場が発展しにくいという構造的問題も抱えている。マレーシアでは「ディスカウント・スクーク」という手法を用いて流通市場を創出しているようであるが、中東投資家から見るとシャリア適格性の観点からかなり違和感があるようであり³⁰、現在のところこうした流れがグローバルな流通市場の発展につながっていくとは考えにくい。

中東資金の中継地としての運用ハブを目指すシンガポールにとっては、マレーシアのような形態のスクーク市場を自国に複製する必要はないのかも知れない。むしろ、商品のストラクチャリングやアレンジの妙で域外発行体を取り込んで、シンガポールで組成した商品を、域外から集まってきた投資家にはめ込んでいく「場」としての市場を追求していくのが、より現実的ではないだろうか。

5. 今後の課題

以上からもわかるように、シンガポールにおけるイスラム金融市場整備の取組みはようやく始まったばかりである。イスラム金融に関するデータ等はまだほとんど集計されていない状況であり、本稿も報道ベースでの情報や、関係者によるコメントに基づく記述が中心とならざるを得なかった。

「アジアにおける資産運用ハブ育成」という国策と整合的なのは、やはり既に市場に溢れている中東資金をいかに取り込むかという観点から、目先は投資対象の品揃えを整え、その幅を徐々に拡大していくというアプローチであろう。しかし現状、政策当局に市場育成に関して十分な青写真が描ききれているとは言い難く、どの部門から整備していくかといった順序づけの発想もあまりないようである。むしろ業界の意見をタイムリーに吸い上げつつ、出来ることから手当たり次第に実施しているようにも見受けられる。

市場関係者の一部からは、隣接するマレーシアが、積極的な市場育成策に邁進してきたのに対し、現状シンガポール政府が推進している「イスラム・非イスラム金融共通の土俵」の提供だけではやや物足りない、という声も聞かれる³¹。政府がもうひとつの重点分野としているプライベート・バンキングにおいて、香港市場比での競争力を念頭に置いた金融取引関連の優遇税制³²や、フロントからミドル・オフィスのスタッフ不足解消に向けた人材育成策など、様々な動きが見られるのに比べると、若干温度差があるようにも思われる。

こうしたギャップを埋める手立てとして、例えば従来型金融で蓄積された技術や経験を、イスラム金融に移植するための環境整備を支援するといったことも、場合によっては可能であろう。上述のスクーク市場に関して言えば、従来型金融のバンカーがシャリアを理解しイスラム金融商品を担当するほうが、マレーシアや中東からリソースを引っ張ってくるよりははるかに効率的かも知れない。

イスラム色がシンガポールよりもさらに薄いわが国から見ると、現在の取り組みだけでも十分に強烈な印象を受ける。ただ、他市場との競合関係や補完関係といった文脈の中、シンガポール政府が今後どのような付加価値を模索していくのかという点は、わが国金融業界との接点を考える上でも、非常に興味深いところではある。

IV. 今後の展望およびわが国への示唆

シンガポールに見られるような、非イスラム圏におけるイスラム金融市場拡大の試みは、まさに資本フローがグローバル化していることを裏付けるものである。

とはいえ、シンガポールとわが国では、イスラムの社会への浸透度も、イスラム金融に期待される役割も異なることから、イスラム

金融自体がわが国の金融市場に直ちに定着するとは思われない。ただ、わが国とはこれまでほとんど接点のなかったイスラム金融が、これだけの関心を集めている今日の状況は、かつて見られなかったものである。

JBIC が準備中のスクーク発行といった政策主導のディールに限らず、邦銀がイスラム圏でのプロジェクト・ファイナンスや店舗展開を強化したり、あるいはイスラム圏に進出した事業会社が資金調達を現地化させるといった動きの中には、すでにイスラム金融の手法が顔を見せ始めている。今後は、シンガポールやマレーシアのように従来型金融とイスラム金融が並存する市場で、よりコストの低い資金調達が選ばれるといったことを通じて、選択肢としてのイスラム金融の存在感が高まってくる可能性はあるだろう。

さらに不動産や株式など、わが国の資産を対象とした投資商品が既に登場しているのは紹介した通りである。シャリア適格な日本株ファンドの運用など、一部ではわが国の金融機関がその提供を担うケースも現れ始めている。わが国金融業界としても、多様化しつつある中東資金の運用ニーズに応じてゆくには、今後、イスラム色をつけた商品の提供が必要になってくるかも知れない。さらに長期的にはわが国の投資家にとっても、こうした商品が分散投資の対象として浮上する可能性も皆無ではないだろう。

加えて昨今議論が熱を帯び始めてきた ASEAN 各国の証券取引所による共同での指数開発や、相互取引・システム連携に向けた動きが、従来型金融と並んでイスラム金融的な側面も取り込んでいくことになれば、イスラム金融の存在感がこれまで以上に高まってゆく可能性も十分にありうる。

一方、懸念材料としては、現在の原油高の流れが終息あるいは反転し、中東資金が収縮するようなことがあれば、アジアに根付いたはずのイスラム金融市場が冷え込んでしまう

という可能性も否定はできない。昨今のイスラム金融への関心の高まりは、いまだに興味本位の部分やそうした不安定さの上に成り立っている部分も大きい。

非イスラム圏も含めたグローバル市場において、今後イスラム金融がどのような形で存在感を確かなものにしてゆくことになるのかが注目されるところである。

- ¹ 外務省「イスラム研究会」報告書、2000年12月。
- ² 出所：International Islamic Financial Market
- ³ 出所：Tadawul (サウジアラビア証券取引所)
- ⁴ 出所：Liquidity Management Centre B.S.C.
- ⁵ 出所：同上。
- ⁶ 出所：同上。
- ⁷ 2006年10月3日付日本経済新聞。
- ⁸ 糠谷英輝「注目の高まるイスラム金融」、国際金融トピックス No.119、国際通貨研究所。
- ⁹ 2005年7月4日付 The Financial Times
- ¹⁰ ただし、SRI 的な考え方とは完全に一致しない部分もある。例えば、教義で肯定されている業種であっても、環境配慮が SRI の基準に満たない、といったケースも見受けられるようである。
- ¹¹ 基本的には年収、金融資産および一部の流動資産（ラクダなど）に課せられるもので、税率は一律 2.5%程度。無利子預金で退職すると、毎年 2.5% ずつ目減りしていくことになるので、資金活用のインセンティブとして機能する。
- ¹² 今平和雄「経済グローバル化とイスラム金融」、2005年11月1日。
URL: <http://www.josuikai.net/josuikai/21f/60/im/im.htm>
- ¹³ 「コモディティ・ムラバハ」と呼ばれる、イスラム銀行間のインターバンク取引等がこれに該当する。
- ¹⁴ シャリア・ボードの構成員になりうるイスラム法学者は全世界で 70~80 人程度しかおらず、中でも「トップ 5」といわれる学者は、主要なディールには必ずといっていいほど名前を連ねている。
(因みにその 1 人とされる Dr. Daud は、イスラム債発行を検討中の JBIC のアドバイザーも務めている。)
- ¹⁵ シャリア・ボードは、通常 3 名程度のイスラム法学者から構成され、一般にボードを作らなくてはならないのは、1) シャリアに則った商品を組成する主体、および 2) 当該商品の販売を行なう主体であるが、商品が特定の投資家向けに組成されるような場合等には、投資家サイドが設置することもある。スキームのシャリア適格性はボードの助言に基づいて判断されるものであり、国際組織等の第三者が判断を下すわけではない。シャリア不

適格の場合のペナルティ等も、個別契約に盛り込まれるべきものである。

なお、マレーシアでは 2005 年 4 月以降、シャリア・アドバイザーは 1 人 1 社までしか就任できないという規則が導入された。これはシャリア専門家の育成を意図しての規制であったが、粗製乱造による質の低下も懸念されている。一方、シンガポールにはそうした規制はないが、イスラム法学者の団体である PERGAS が、適格者の証明書を発行するシステムをスタートさせ、徐々に定着しつつある。

- ¹⁶ こうした政策が奏功し、マレーシアでは新発債の 80% がイスラム方式で発行されている（出所：Bank Negara Malaysia）。
- ¹⁷ CapitaLand 社、IFIS（シャリア・アドバイザー会社）等へのヒアリングに基づく。
- ¹⁸ サウジアラビアやカタールでは主流とされる流れで、サラフィズム（Salafism）とも呼ばれる。
- ¹⁹ 2002 年にイスラム方式で発行されたマレーシア国債は、中東投資家からシャリア不適格とされた（2004 年 9 月 26 日付 Reuter, 'Future Bright for Islamic Finance'）。
- ²⁰ Dow Jones Islamic Market Index: 全体指数のほか、国・地域別、業種別、規模別等の分類により 50 弱の指数を提供しており、国別では日本指数もある。
FTSE Global Islamic Index: 比較的大規模のシャリア適格な各国企業の株式を採用。米ドル、円、ユーロ、ポンドの 4 通貨建てで指数を提供。
- ²¹ 詳細は、浦出隆行「拡大するシンガポールのプライベートバンキング市場」『資本市場クォーターリー』2006 年冬号を参照。
- ²² シンガポール通貨庁（MAS）でイスラム金融市場整備を統括する Financial Center Development Department へのヒアリングによる。
- ²³ 国際金融センターを巡る議論については、浦出隆行「アジア域内金融センターの条件と韓国金融ハブ構想」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号を参照。
- ²⁴ 筆者が現地金融業者、シャリア・アドバイザー等に対して行なったヒアリング結果に基づく。
- ²⁵ 当該ファンドにおいては 10% であるが、国際標準は 5% とも言われる。この割合はシャリア・ボードの判断に委ねられており、マレーシアでは 20% といったケースも見られる。商業用不動産に投資する場合は、テナントの業種の精査が重要となるが、本文冒頭で触れた意外にも楽器店、ペットショップ、映画館、貴金属店等が不可となる。銀行店舗も不可とされる場合が多いようであるが、ATM などは「資金の引き出し」という機能に限定されているとの解釈に基づいて、問題なしとされるケースもある。
- ²⁶ 不適格と判断された場合は、一定の猶予期間のあいだに原状を回復する等の取り決めが契約でなされる。適格性が契約者間で争われるような場合、議論はシャリア・ボードに戻され、そこで検討・

評価が行なわれる。

- ²⁷ CapitaLand 社へのヒアリングに基づく。
- ²⁸ IFIS（シャリア・アドバイザー会社）へのヒアリングに基づく。
- ²⁹ 2006 年 9 月 27 日付日本経済新聞。
- ³⁰ 脚注 28 に同じ。
- ³¹ 脚注 24 に同じ。
- ³² 脚注 21 参照。