

## イスラム証券ビジネス —マレーシア市場を中心に—

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. イスラム金融とは、イスラムの教義であるシャリアに基づく金融の手法を指し、原油高で潤う中東イスラム圏の富が増大していることを受け、関心が高まっている。アジアでは、マレーシアがイスラム金融のハブとなっている。
2. イスラム金融はこれまで、シャリアで禁じられる利子（リーバ）を回避するべく、銀行業を中心に発展してきた。他方、資本市場関連では、スクーク（イスラム債）およびイスラム・ファンドでイスラム金融独特の仕組みが開発されている。
3. スクークは、金利の概念が発生しないよう設計される債券であり、2006年以降、マレーシアや UAE を始めとする中東で市場が急拡大している。一般的に、スクークに対する需要が供給を上回っているため、発行体にとって有利な条件で資金調達ができるとされる。最近では、中東とマレーシアでスクークの仕組みに関する見解の相違があることが課題となっている。
4. イスラム・ファンドは、利子や豚肉、ギャンブル、ポルノなど、シャリアで禁忌とされる事項（ハラーム）を投資対象から除外するものであり、株式ファンドが多くなっている。そのパフォーマンスに関しては諸説あるが、銀行株が下落基調にある昨今では相対的にパフォーマンスが良いとされる。
5. スクークおよびイスラム・ファンドは、何れも中東資金と日本との導管の役割を果たし得るものとして期待できる。我が国証券会社ないし運用会社の参入方法としては、イスラム金融に係るインフラが整備されたマレーシアで実績を作りつつ、それを梃子に中東資金を取り込みに行く経路が最も有効と思われる。

### I はじめに

我が国金融業界で、イスラム金融に対する関心が高まっている。イスラム金融とは、イスラムの教義（シャリア）に則った金融の手法を指す。我が国企業では、トヨタファイナンスサービスおよびイオンクレジットサービスがマレーシアでイスラム債を発行した他、日本株を対象としたシャリア適格指数も開発されている。新聞・雑誌記事等でイスラ

ム金融が取り上げられることも増加し、イスラム金融を紹介する日本語の本も筆者が把握している限り 9 冊あるが、何れも 2007 年後半以降出版されたものである。

しかし、イスラム金融に関しては、金融関係者の評価が分かれていることも事実である。肯定的な立場から第一に挙げられるのが、急拡大する中東オイルマネーを取り込む手段としてのイスラム金融の活用である。ムスリムが大半を占める中東の投資家の資金を獲得するには、シャリア適格の投資商品を提供することが有効、という理屈である。他にも、昨今の複雑化した証券化商品への高度なエクスポージャーを理由に金融機関が多額の損失計上を行い、その株価パフォーマンスが低迷する中、実物資産ないし実体的なビジネスの裏付けを要し、金融銘柄を除外するイスラム金融のパフォーマンスが優位になっていることなども、イスラム金融を支持する立場からは聞かれる意見である。

他方、オイルマネーの獲得に関しては、中東の大手機関投資家が必ずしもシャリア適格性に拘泥しない点が指摘されている。実際、2007 年末から 2008 年初頭にかけて、中東の国富ファンド（Sovereign Wealth Fund、SWF）による欧米大手金融機関への大型出資が相次いだのは記憶に新しい<sup>1</sup>。シャリア適格性に拘るならば、利子を取る銀行への出資は行わないはずである。また、昨今指摘されるイスラム金融のパフォーマンスに関しても、金融関連銘柄が下落している局面においてのみの現象であり、イスラム金融の優位性の証左ではない、とも指摘されている。

イスラム金融とコンベンショナルな金融（通常の金融を指す用語として、イスラム金融の文脈では良く用いられる）のどちらが投資家にとってのパフォーマンス、あるいは資金調達サイドにおけるコストの観点から優れているかは、アクティブ運用とパッシブ運用との優位性を巡る議論と同程度に哲学論争になってしまうものであり、また、究極的にはマーケット環境次第ということにもなる。そこで、本稿では、両者の有利・不利について深入りすることはせず、我が国で紹介されるイスラム金融が銀行業に焦点を当てたものが多い中、証券ビジネスの観点から、アジアにおけるイスラム金融のハブであるマレーシア市場を中心に、その実態を紹介することとする。

## II イスラム金融概観

### 1. イスラム金融とは

冒頭で述べたように、イスラム金融とは、イスラムの教義であるシャリアに則った金融の手法を指す。シャリアで禁忌（ハラーム）とされるものとしては、豚肉、アルコール、ギャンブル、ポルノなどが一般的にも知られているところである。しかし、金融の分野では、これら以外にもシャリア特有の考え方がある。最も重要なものとしては、利子（リーバ）の授受が禁止されることが挙げられる。そのため、イスラム金融では、形式的に利子

<sup>1</sup> 神山哲也「欧米企業への戦略投資を拡大する政府系ファンド」『週刊金融財政事情』2008年3月24日号参照

が発生しないストラクチャーが銀行預金でも、イスラム債（スクーク）でも編み出されている。利子の禁止以外にも、不確実性の禁止、損益分担の原則、取引が実物ないし実体のある事業を裏付けとすること、などがシャリアでは求められている。

ここで、本稿の趣旨からは逸れるが、イスラム金融において如何に利子を発生させずにコンベンショナルな金融の手法と同様の経済効果を生み出しているかを見るために、シャリア適格の銀行貸出の大半を占めると言われるムラバハを自動車ローンで用いた例を図表1に沿って紹介する。まず、自動車購入者はディーラーと自動車購入について合意する。次に、ディーラーが（形式的には）銀行を介して自動車を購入者に引き渡す。それに対して銀行は自動車の代金を立て替え払いし、購入者は割賦でローンを返済する。

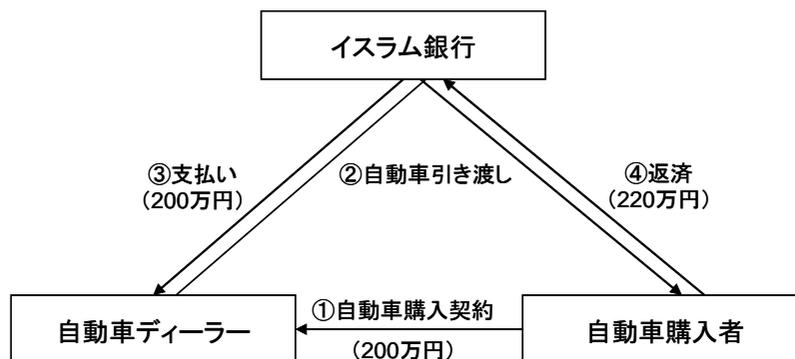
このようにして、イスラム金融では、利子などシャリアで禁忌とされるものの発生を避けつつ、経済的には同様の結果が得られるようなストラクチャーが工夫されているのである。

## 2. イスラム金融市場の発展

グローバルなイスラム金融市場の規模については、公式なデータはなく、何を以てイスラム金融資産とすれば良いかについても見解に相違がある。そのため、様々な機関による推計値には大きなばらつきがあるが、4,500 億ドルから 7,000 億ドルと見る向きが多いようである<sup>2</sup>。また、イスラム金融に従事する金融機関は、世界 75 カ国に 300 機関以上あるとされる<sup>3</sup>。

イスラム金融センターとされるマレーシアおよびバーレーンでは、銀行部門のイスラム資産の規模推移が発表されている。これによると、両国のイスラム銀行預金は右肩上がりに増加しており、006 年第二四半期末時点で約 446 億ドルに達している（図表 2）。これ

図表 1 ムラバハを用いた自動車ローンの例



（出所）野村資本市場研究所作成

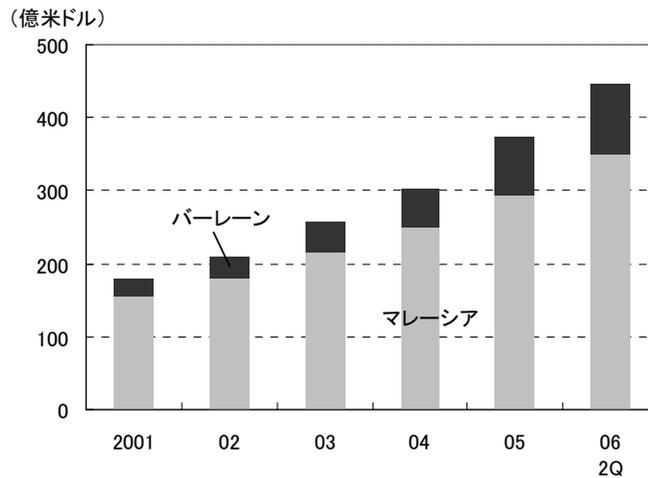
<sup>2</sup> イスラム金融検討会編著『イスラム金融 仕組みと動向』日本経済新聞出版社、2008 年。なお、このレンジから外れるイスラム金融市場規模の推計値としては、オルタナティブ投資の調査会社である Eurekaledge の 8,000 億ドル、バンク・ネガラ・マレーシアの 1 兆ドルなどがある。

<sup>3</sup> バーレーンにあるイスラム金融の国際的な業界団体である International Islamic Financial Market の推計。

は、二カ国のみを対象としている上、イスラム預金であるため、イスラム・ファンドやスクーク、イスラム保険（タカフル）などは含まないが、イスラム金融市場の規模が拡大していることの見方の一つにはなる。

実際、世界のシャリヤ適格金融資産の太宗は銀行預金が占めると言われており、また、イスラム金融自体、銀行業から始まっている（図表 3）。イスラム金融の世界で資本市場関連のビジネスが現れたのは 1990 年代に入ってからである。というのも、元々銀行業は利子の授受を伴うものであるため、敬虔なムスリムの立場からは特殊なストラクチャーが必要とされたが、資本市場関連では、例えば株式売買は元より利子を伴うものではなく、

図表 2 マレーシア及びバーレーンにおけるイスラム預金残高推移



(出所) バーレーン中央銀行及びバンク・ネガラ・マレーシアより野村資本市場研究所作成

図表 3 イスラム金融発展の経緯

年代	プレイヤー	商品・サービス	地域
2000年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行</li> <li>タカフル</li> <li>イスラム投資会社</li> <li>ブローカー/ディーラー</li> <li>投資銀行</li> <li>運用会社</li> <li>eコマース</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行商品</li> <li>タカフル</li> <li>投資信託</li> <li>イスラム債</li> <li>シャリヤ適格株式</li> <li>イスラム株式ブローカレッジ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中東</li> <li>アジア太平洋</li> <li>欧米</li> <li>オフショア市場</li> </ul>
1990年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行</li> <li>タカフル</li> <li>イスラム投資会社</li> <li>ブローカー/ディーラー</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行商品</li> <li>タカフル</li> <li>投資信託</li> <li>イスラム債</li> <li>シャリヤ適格株式</li> <li>イスラム株式ブローカレッジ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中東</li> <li>アジア太平洋</li> </ul>
1980年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行</li> <li>タカフル</li> <li>イスラム投資会社</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行商品</li> <li>タカフル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中東</li> <li>アジア太平洋</li> </ul>
1970年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>イスラム商業銀行商品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中東</li> </ul>

(出所) KPMG “Making the Transition From Niche to Mainstream”

(原典は Asambankers, World Islamic Funds and Capital Markets Conference, May 2006, Bahrain)

損益分担の原則に反しないため、敢えてイスラム金融特有のストラクチャーを考案するまでもなかった。

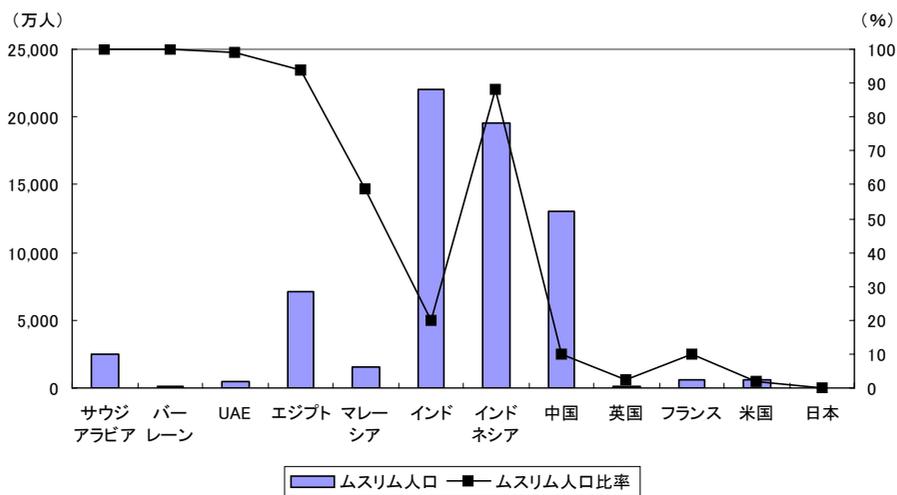
しかし、債券をシャリア適格にするには金利の概念を払拭する必要があり、また、シャリアに沿った投資を行うには、シャリアで禁忌（ハラーム）とされるものを除外する必要があった。そこで、シャリア適格の債券としてスクーク、シャリア適格の集合投資スキームとしてイスラム・ファンドが開発された。今日では、凡そあらゆる金融商品についてイスラム金融版、即ちシャリア適格の商品が開発されており、不確実性をハラームとするイスラム教にあってシャリア適格デリバティブの開発も進められているほどである。また、コンベンショナルと実務上は大きな違いがなく運営されているものとしては、シャリア適格の銘柄を対象とするイスラム・ブローカレッジなどもある。このような、「イスラム証券ビジネス」とも呼べるものの中で、コンベンショナルな金融と実務上の相違があり、かつ、中心的とされるのが、本稿で紹介するスクーク及びイスラム・ファンドである。

### 3. イスラム金融のマーケットはどこか

では、スクークやイスラム・ファンドに対する需要があるのは、どの地域のどのような投資家なのであろうか。地域については、一つの目安となるのがムスリム人口であろう。世界全体のムスリム人口は約 15 億人、全世界人口の 20~25%を占めるとも言われている。ムスリム人口が多いと思われている中東だが、図表 4にあるように、ムスリム人口の絶対数はインドやインドネシアなどのアジア諸国が多くなっている。

しかし、ムスリム人口の絶対数が多くとも、投資可能資産を有しているか否かは別問題である。例えば、原油収入で潤う中東は、14 兆ドルの個人金融資産があり、今後年率 10%で拡大すると見られている<sup>4</sup>。他方、アジアのムスリム人口の多い国は、インドやイ

図表 4 国別ムスリム人口



(出所) IslamicPopulation.com より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> “GCC centres pull investors in” *Global Investor*, June 2008

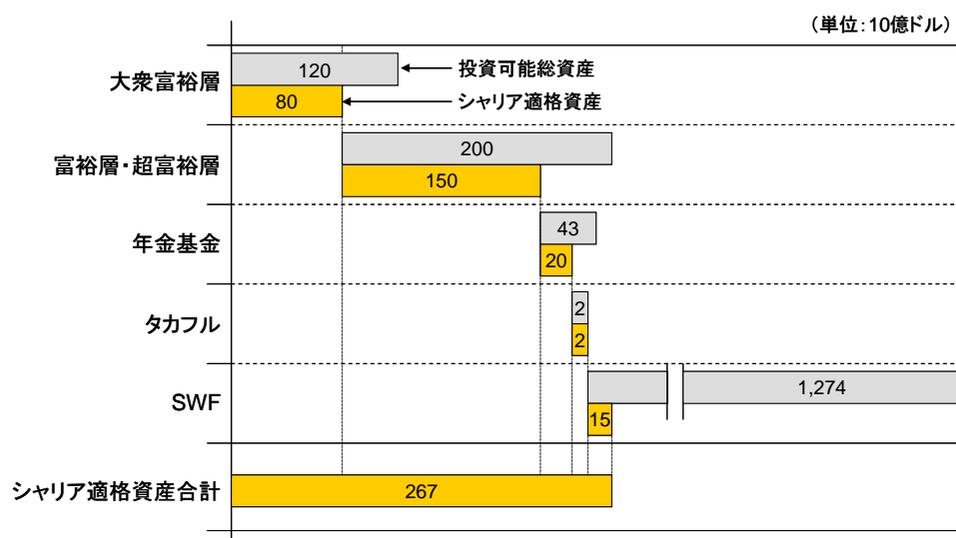
インドネシアなど、現状では人口の大部分が貧困層に属する国が多く、個人向け金融商品の需要は少ないものと思われる。

また、機関投資家市場を見ても、中東には、世界最大の SWF とされるアブダビ投資庁（推定資産規模 8,750 億ドル）の他、クウェート投資庁やカタール投資庁といった大型 SWF がある。アジアにも、シンガポールのテマセックや GIC、中国投資有限責任会社といった大型 SWF はあるが、何れもイスラム圏ではないため、イスラム金融商品を提供する対象としては有望とは言えないであろう。このように、現状では、イスラム金融商品・サービスを提供する地域としては中東が個人向け、機関投資家向けの何れにおいても有望であると言える。

次に、どのような属性の投資家がイスラム金融商品が必要としているかを見てみよう。図表 5 にあるように、シャリア適格資産を最も多く有しているのは個人の富裕層となっている。SWF は、冒頭で述べたように、必ずしもシャリア適格の投資に拘らないことが指摘されており、実際、図表 5 においても、SWF によるシャリア適格資産の保有はわずかとなっている。しかし、この点については、SWF の要求水準を満たすイスラム金融商品・サービスの提供が行われていないためであり、SWF がシャリア適格性を全く度外視しているわけではない、という意見も聞かれる<sup>5</sup>。また、図表 5 には現れていないが、イスラム預金を受け入れる銀行も、有力なイスラム投資家であり、実際、スクークの投資家ではイスラム銀行が最も多いと言われている。

何れにしても、上記で見たように、イスラム金融における商品・サービスの最終的な需要の在処に関しては、「中東」、「富裕層」がキーワードになるものと思われる。

図表 5 中東および極東地域における投資可能総資産とシャリア適格資産



(注) Ernst & Young のインタビューおよび推計による

(出所) Ernst & Young “Islamic Funds and Investment Report 08” May 26, 2008

<sup>5</sup> 筆者がマレーシアの運用会社に行ったインタビューより。

### Ⅲ イスラム証券ビジネスの実態

前記の通り、イスラム金融は銀行業を中心に発達し、資本市場関連におけるイスラムの特異性は、1990年代以降、スクークおよびイスラム・ファンドで認識されるようになったという経緯がある。そこで、以下では、スクーク・ビジネスおよびイスラム・ファンド・ビジネスの実態について紹介することとする。

## 1. スクーク・ビジネス

### 1) スクークの仕組み

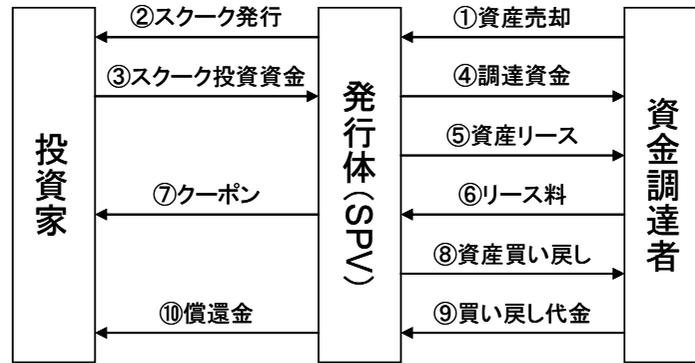
イスラム債、即ちスクークとは、シャリヤに則った債券である<sup>6</sup>。スクークのシャリヤ適格性には二つの側面があり、一つは発行体の事業に関するシャリヤ適格性、もう一つはスクークのストラクチャーに関するシャリヤ適格性である。事業に関するシャリヤ適格性とは、発行体の事業がシャリヤに反しないことを要するものであり、前期のようなシャリヤで禁忌とされる事項（アルコールやギャンブルなど）を事業としていないことが求められる。ストラクチャーに関する基準とは、コンベンショナルな債券における金利の概念が発生しないような仕組みにすることである。そのためスクークは、上記で述べたムラバハ以外に、イジャラ（リースに該当）、イスティスナ（請負契約に該当）、ムシャラカ（共同出資）など、様々なイスラム金融の取引手法をベースに設計される。

ここでは、ムシャラカ・スクークと並んで代表的なスクークの仕組みの一つであるイジャラ・スクーク（Sukuk al Ijara）の仕組みを図表 6 に沿って紹介する。イジャラとは、コンベンショナルな金融におけるリースに該当する取引を指し、イジャラ・スクークはリース取引をベースにした債券とすることができる。イジャラ・スクークでは、まず、資金調達者がスクークの対象となる有形資産を SPV に売却する。SPV はスクークを発行し、投資家がスクークを購入するために支払った代金が SPV に売却された有形資産の代金に充てられる。以後、資金調達者は、引き続き当該有形資産を事業に用いつつ、リース料を SPV に支払い続け、それがクーポンとして投資家に支払われる。満期時に、資金調達者は予め定められた価格で SPV から当該有形資産を買い戻し、資金調達者が支払った代金が投資家への償還原資に充てられる。

このようにスクークは、コンベンショナルな債券と異なり、資金調達者全体に係る債務ではなく、資金調達者の特定の資産ないしプロジェクトに対する持分権として構成される。しかし、図表 6 の左側に見られるように、その経済的効果はコンベンシ

<sup>6</sup> イスラム金融における会計監査基準等を審議・設定する団体である AAOIFI (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) によると、スクークの定義(抄訳)は「有形資産、用益権及びサービスの所有に対する、又は特定のプロジェクト若しくは特別な投資活動に係る資産の所有に対する不可分な持分権を表象する同価値の証書」とされている。なお、スクークは、証書を意味する「サック」の複数形である。

図表 6 イジャラ・スクークの仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

ナルな債券と同様のものとなっている<sup>7</sup>。

## 2) スクーク市場の規模と地域

スクークの発行は、件数、金額とも年々増加しており、2007年には240件、739億ドルに達している。国別の内訳を見ると、発行件数ではスクーク発行に係る税制優遇等で内外の機関によるスクーク発行を促進しているマレーシアが他国を圧倒している。もっとも、これは、マレーシアでは期日等の条件が異なるスクークを同一日に複数発行する事例が多いことも一因となっており、発行額ベースで見ると、政府主導の大型プロジェクト・ファイナンスでスクークが多用されているアラブ首長国連邦(UAE)と拮抗していることがわかる(図表7)。

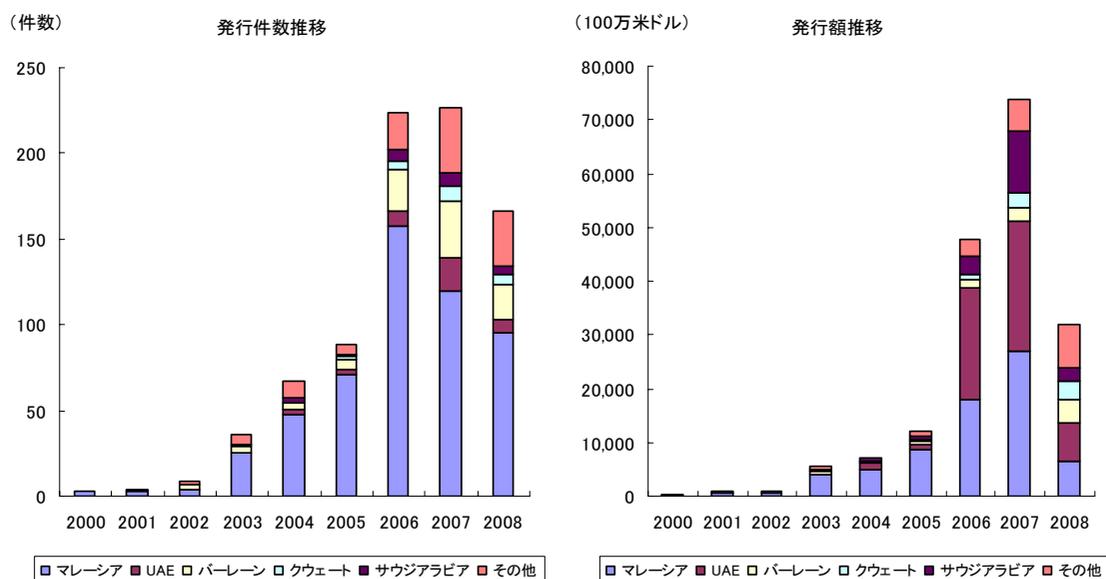
発行体に関しては、その事業内容がシャリアに反しないことが唯一の条件であるため、様々な業種の企業がスクークを発行しているが、これまでのところ、中東、マレーシアの何れにおいても公的ないし準公的機関による発行が多い。例えば、バーレーンでは、2008年中(8月末まで)に発行されたスクーク33件のうち26件がバーレーン政府による発行であるほか、マレーシアでは住宅抵当公社のチャガマス<sup>8</sup>や国有企業の持株会社であるカザナ・ナショナルおよびその傘下企業による発行が多くなっている。

最近では、中東やマレーシアといったイスラム圏以外の主体によるスクーク発行も増加の兆しを見せている。イスラム金融においても欧州のハブを目指す英国では、財務省がパブリック・コメントを募るなどして世界初の非イスラム国によるイスラム国債発行に向けて動いている。また、英国では、イスラム金融とコンベンショナルな金融との「平等な競争条件(level playing field)」を実現するべく、スクーク発行に係る税制改正などが行われており、イスラム専門銀行も5行認可されている。

<sup>7</sup> 実際、スクークの格付けは、一般的に同じ発行体が発行するコンベンショナルな債券と同等である。

<sup>8</sup> 株主構成は、バンク・ネガラ・マレーシア20%、商業銀行71%、投資銀行9%となっている。

図表 7 スクーク発行件数および発行額の推移



(注) 2008年は8月まで  
 (出所) IFIS より野村資本市場研究所作成

我が国では、冒頭で述べたトヨタファイナンシャルサービスおよびイオンクレジットサービスによるマレーシアでのリング建てスクーク発行のほか、国際協力銀行もマレーシアでのスクーク発行を検討している<sup>9</sup>。

他にも、インド最大手行のステイト・バンク・オブ・インド（2008年、5億リング）、韓国産業銀行（2008年、10億リング）、スイス食品・飲料メーカーのネスレ（2003年、7億リング）などが、マレーシアでスクーク発行を行っている<sup>10</sup>。

### 3) 引受業者

スクークの引受業者のランキングを見ると、マレーシアでのスクーク発行が多いことから、CIMB、AmInvestment Bank、RHB キャピタルといったマレーシア系の金融機関が上位に入っており、それ以外には中東勢および新興市場に強い欧米金融機関が名を連ねている（図表 8）。

引受業者は、大手の場合、投資銀行部門内に 5～8 名ほどのスクーク引受専任チーム（コンベンショナルな債券は取り扱わない）を擁している。手数料体系は、コンベンショナルな債券と同様であり、公的機関や大企業など接点を持ちたい発行体に対しては手数料を低くすることもあるという。

なお、IR 活動は、コンベンショナルな債券と若干異なる面もある。シャリア適格

<sup>9</sup> トヨタファイナンシャルサービスおよびイオンクレジットサービスの何れも、マレーシアにおいてはイスラム金融サービスを提供しているため、シャリア適格とされる。

<sup>10</sup> 証券委員会の規制により、海外企業がマレーシアでスクークを発行する場合、リング建てでトリプル A 以上、非リング建てでトリプル B 以上の格付けが求められる。なお、マレーシア国内企業に係る格付要件はない。

図表 8 スクーク引受業者ランキング (2007 年)

	引受業者	シェア (%)	発行額 (百万米ドル)	引受数
1	CIMB	16.1	4,960.4	59
2	HSBC	11.7	3,615.5	25
3	パークレイズ・キャピタル	8.0	2,479.3	6
4	JPモルガン	6.6	2,033.3	3
5	ドイツ銀行	6.3	1,937.1	5
6	AmlInvestment Bank Bhd	4.3	1,315.1	57
7	RHBキャピタル	3.8	1,158.4	70
8	スタンダードチャータード	3.5	1,083.2	19
9	ドバイ・イスラミック銀行	3.5	1,072.9	4
10	Riyad Bank	3.5	1,066.5	1
11	Aseambankers Malaysia Berhad	3.4	1,053.0	33
12	クレディ・スイス・グループ	3.1	951.7	2
13	シティグループ	2.9	896.6	5
14	オーバーシー・チャイニーズ銀行	2.8	854.9	17
15	BNPパリバ	2.7	845.0	4
16	National Bank of Abu Dhabi	2.7	843.3	1
17	ゴールドマン・サックス	2.0	625.0	1
18	ABNアムロ銀行	1.9	601.7	8
19	リーマン・ブラザーズ	1.7	510.9	1
20	Arab Banking Corp	0.9	262.9	2

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

にするためのストラクチャーの説明に時間がかかるほか、引受業者によっては、シャリア適格性を判断したシャリア・アドバイザーを投資家向けのロードショーに同行させることもあるという<sup>11</sup>。

#### 4) 発行体にとってのスクーク

発行体にとってのスクークによる資金調達コストは、一般的にコンベンショナルな債券と比較して低いと言われている。その理由として挙げられることが多いのが、スクークとコンベンショナルな債券との需給の相違である。即ち、コンベンショナルな債券の場合は厳格なシャリア適格性を要求する投資家からは敬遠されるところ、スクークの場合はイスラム投資家とコンベンショナルな投資家の両方がいるため、コンベンショナルな債券と比較して需給関係がよりタイトとされているわけである。スクークにはコンベンショナルな投資家もいる、という点に違和感を覚える向きもあるかもしれないが、格付機関のムーディーズによると、スクーク投資家の 80%以上がコンベンショナルな機関投資家となっている。

実際、スクークに対する投資家の需要は旺盛である。図表 9 はマレーシアで発行された代表的なドル建てスクークであるが、何れにおいても募集を上回る応募があり、中には 10 倍以上の応募があったものもある。このように、イスラム投資家、コンベンショナルな投資家の両方からの需要があることにより、発行体は有利な条件でスクークを発行することができると言われている。マレーシアの中央銀行であるバン

<sup>11</sup> 筆者がマレーシアのスクーク引受業者に行ったインタビューより。

図表9 マレーシアにおける主要ドル建てスクーク発行案件

発行体	発行額	発行年	投資家内訳	応募倍率	備考
マレーシア政府	6億ドル	2002～2007	中東50%、アジア30%、欧州16%、米国4%	2倍	
カザナ・ナショナル	7.5億ドル	2006	中東30%、アジア等30%、欧州40%	6倍	テレコム・マレーシア株式に転換可能
カザナ・ナショナル	8.5億ドル	2007	中東47%、アジア等28%、欧州25%	13倍	プラス・エクスプレスウェイ株式に転換可能
カザナ・ナショナル	5.5億ドル	2008	中東50%、アジア等13%、欧州26%、米国オフショア11%	10倍	パークソン・リテール・グループ株式に転換可能

(出所) Malaysia International Islamic Financial Market 資料より野村資本市場研究所作成

ク・ネガラ・マレーシアのラジフ副総裁によると、トリプル A 格の発行体ではスクークの方がコンベンショナルな債券と比べて各年限で 5bp から 20bp 程度利回りが低く、ダブル A 格でも 5bp から 25bp 程度低いという<sup>12</sup>。

### 5) 投資家にとってのスクーク

他方、投資家にとってのスクークの有利・不利については諸説ある。マレーシアでは、上記の需給関係に加え、OTC のセカンダリー市場におけるスクークの取引が活発であることから、一般的に投資家は購入価格を上回る価格でスクークを売却することができると言われている。例えば、バンク・ネガラ・マレーシアのイスラム金融促進部門である Malaysia International Islamic Financial Markets によると、5年以上の投資期間におけるコンベンショナルな債券の年換算の平均リターンが 3.20% であるのに対して、スクークは 6.29% であるという。

なお、マレーシアにおけるリング建てのスクークは、大部分が国内投資家とされているが<sup>13</sup>、ドル建てスクークに関しては大部分が海外投資家であり、中東勢が最も多くなっている（前掲図表 9）。

### 6) スクーク市場の課題

今後のスクーク市場の課題としては、以下の 2 点が指摘できよう。第一は、上記の需給関係によるスクークのコンベンショナルな債券に対する有利性の減少である。スクークの発行が件数、規模ともに増加するに連れ、スクークにおいて需要が供給を上回っている状態が解消されていき、発行体、投資家の何れにとってもスクークの有利性がなくなっていく可能性が指摘されている。

第二は、スクークのシャリア適格性の問題である。2008 年 2 月に AAOIFI のシャリア・ボード委員長を務める高名なシャリア学者ムフティ・ムハンマダ・タキ・ウスマニ師が、現存スクークの 85% がシャリア不適格であるとし、特にムジャラカ・スクークとムラバハ・スクークのシャリア適格性に疑義を呈したことが大きな波紋を呼

<sup>12</sup> 「イスラム債の展望を聞く」日本経済新聞、2007 年 12 月 6 日

<sup>13</sup> Malaysia International Islamic Financial Centre によると、マレーシアにおける代表的なリング建てスクーク発行案件 8 件において、国内投資家の比率は 85%～100% となっている。

んだ。中東では上記で紹介したイジャラ・スクークが多いとされるが、マレーシアではムシャラカ・スクークが約 6 割、ムラバハ・スクークが約 2 割を占めるため、実質的にマレーシアで発行されるスクークが否定されたことになる。前掲図表 7 にあるように、2008 年のスクーク発行額は 8 月までの段階で前年を下回るペースであるが、これは、上記ウスマニ師の見解の影響を受けたものと見られている。

現在、この問題を解決するべく、マレーシアにあるグローバルなイスラム金融の業界団体である Islamic Financial Services Board (IFSB) や AAOIFI などのイスラム金融関連団体がシャリア解釈を統一するべく協議しているが、シャリア解釈の地域間の統一は長年課題とされてきたものであり、現状では解決への道筋は見えていない。

## 2. イスラム・ファンド・ビジネス

### 1) イスラム・ファンドとは

イスラム・ファンドとは、シャリアの教えに沿った投資を行う集団投資スキームである。例えば、シャリアで禁忌（ハラーム）とされる豚肉、アルコール、ギャンブルなどに関連する企業を組み入れない、あるいは、債券であればスクークに投資する、といった投資方針を持つ。

ハラームを避ける投資手法については、社会的責任投資（SRI）におけるネガティブ・スクリーニングに類似していると指摘されることもある。確かに、ギャンブルやポルノ関連産業など一定の倫理的観点からは問題視される銘柄に投資しないという点は似ているが、二つの点で違いが指摘できよう。第一は、スクリーニングの基準に一部相違がある点である。例えば、シャリアでは、SRI では問題視されない利子や豚肉が禁忌とされる一方、SRI ほど環境問題は重視されない。第二は、イスラム・ファンドでは財務基準が設けられることもある点である。例えば、運用会社によっては、投資対象企業のレバレッジ比率に一定の制限を設けていることもある。これは、シャリアにおいて不確実性が禁忌とされる一方、実物や実体を伴っていることが是とされることから来る。

このように、イスラム・ファンドは、昨今の金融・資本市場の混乱の中にあって、銀行セクターを排除し、かつ実体的なビジネスを重視するという点で、強みを発揮していると言われている<sup>14</sup>。

### 2) シャリア適格性の判断

マレーシアにおいては、銀行業ではバンク・ネガラ・マレーシアに、資産運用を含む証券業ではマレーシア証券委員会にシャリア・ボードが設置されており、各々の業界のシャリア適格性の基準を設けている（図表 10）。その上で、銀行、証券、運用会社などでイスラム金融を扱う業者には個別にシャリア・ボード（若しくはシャリ

<sup>14</sup> 2007 年度の IFSB 年次総会におけるリファート・アームド・アブデル・カリム IFSB 事務局長のスピーチより。

図表 10 マレーシア証券委員会のシャリア適格性基準

<p>●<b>禁忌事業</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・リーバ(利子)に基づく金融事業</li> <li>・ギャンブル</li> <li>・非ハラール商品および関連商品の製造・販売</li> <li>・コンベンショナルな保険</li> <li>・シャリア上認められない娯楽</li> <li>・タバコ関連商品の製造・販売</li> <li>・非シャリア適格証券のブローカレッジや取引</li> <li>・その他シャリア上認められない事業</li> </ul>
<p>●<b>混合事業</b></p> <p>シャリア上の禁忌事業と非禁忌事業が混合した事業の場合、全体の利益に占める禁忌事業の利益の割合でシャリア適格性が判断される</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・5%基準 ギャンブル、豚肉、利子など、明らかにシャリア違反の事業に適用</li> <li>・10%基準 タバコなど日常生活において不可避性のある事業に適用</li> <li>・20%基準 禁忌事業を含む賃料収入に適用</li> <li>・25%基準 イスラム諸国に有益であり、一次的にはシャリア適格だが、内容において禁忌事業を含み得る事業に適用(ホテルや株式ブローカレッジなど)</li> </ul>
<p>●マレーシア取引所上場企業988社中843社がシャリア適格とされている</p>

(注) ハラールとは、イスラムの教義に則って加工・調理された食料品を指す。

(出所) マレーシア証券委員会資料より野村資本市場研究所作成

ア・アドバイザー) が置かれる。個社で設置されたシャリア・ボードは、例えば運用会社の場合、①非上場企業のシャリア適格性の判断、②海外企業のシャリア適格性の判断、③マレーシア証券委員会の基準より厳格な基準の設定、などを行い、ファトワと呼ばれる意見書を出す。

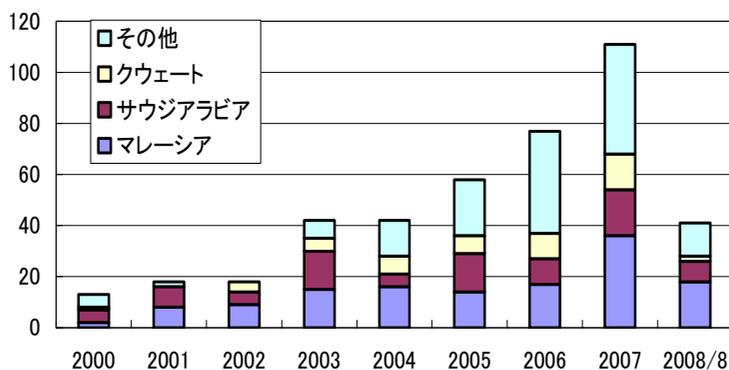
他方、中東諸国においては、マレーシアのような公的機関による中央のシャリア・ボードはない模様である。そのため、例えば中東の運用会社では、IFSB や AAOIFI といったグローバルなイスラム金融関連団体のガイドラインなどを踏まえた上で、個社のシャリア・ボードで投資対象銘柄のシャリア適格性が判断されているようである。なお、シャリア解釈は一般的に、中東(ハンバリ学派)の方がマレーシア(シャフィイー学派)より厳格とされる。

### 3) 市場の規模と地域

グローバルなイスラム・ファンドの市場規模に関する公式なデータはないが、オルタナティブ投資の調査機関である Eurekahedge は、2008 年でイスラム・ファンドは 650 本あり、その資産規模は 590 億ドルに達していると推計している。グローバルに見た年毎の新設ファンド本数は増加傾向にあり、イスラム金融のデータベースである IFIS によると、2007 年に新設されたファンドは 111 本に達している。国別の内訳を見ると、マレーシアが 36 本と全体の 3 割以上を占め、それにサウジアラビア(18 本)、クウェート(14 本)といった中東のイスラム諸国が続いている(図表 11)。

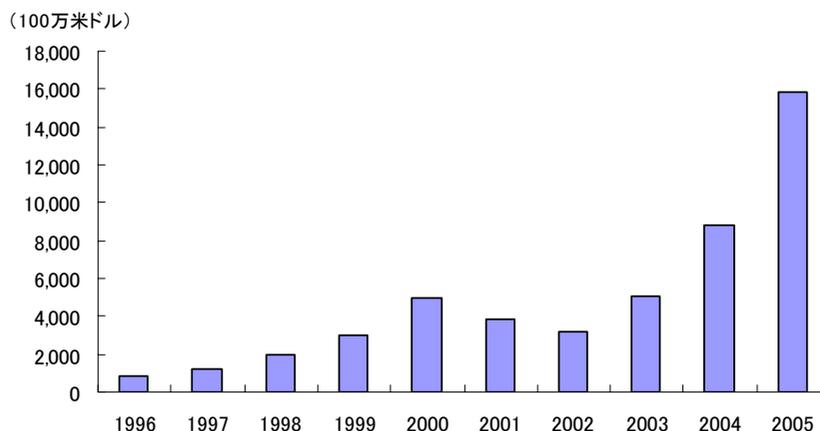
世界のイスラム株式ファンドの残高推移を見ると、図表 12 にあるように、近年急速に増加している。イスラム株式ファンドのみのデータであるため、イスラム・ファ

図表 11 イスラム・ファンドの新規設定本数推移



(出所) IFIS より野村資本市場研究所作成

図表 12 イスラム株式ファンドの残高推移



(出所) KPMG (原典は The World Islamic Funds & Capital Conference, May 2006, Bahrain)

ンド全体を反映したものではないが、後述するように、イスラム・ファンドで最大のシェアを占めるのが株式ファンドであるため、凡その傾向を示したものと言える。

イスラム・ファンドの運用会社については、残高ランキングのデータは存在しない。図表 13 は、2007 年から 2008 年 8 月末にかけての新設ファンド本数で見た世界の上位イスラム・ファンド運用会社である。図表 11 と同じデータに基づいているため、国別の内訳は図表 11 と同様である。ここでは、マレーシアや中東諸国の地場運用会社が大半を占め、上位に顔を出している欧米金融グループ系列の運用会社は ING のみとなっている点が特徴と言えよう。

なお、マレーシアでは、イスラム金融促進の一環として、外資系イスラム・ファンド運用会社に対して許認可上の優遇策を導入している。即ち、コンベンショナル・ファンドの運用会社であれば外資比率は 75% までしか認められないところ、イスラム・ファンド運用会社であれば外資比率 100% も認められるようになった。

図表 13 イスラム・ファンドの運用会社

運用会社	国	新設ファンド 本数
CIMB-Principal Islamic Asset Management Sdn. Bhd.	マレーシア	15
Public Mutual Bhd	マレーシア	14
Jadwa Investment	サウジアラビア	12
Wafra Investment Advisory Group	クウェート	8
Al Meezan Investment Management Limited	パキスタン	5
Emirates Fund Managers	UAE	5
Rand Merchant Bank	南アフリカ	5
Falcom Financial Services	サウジアラビア	4
Global Investment House	クウェート	4
ING Funds Berhad	マレーシア	4
Noor Financial Investment Co.	クウェート	4

(注) 2007年から2008年8月までの新設ファンド本数。

(出所) IFIS より野村資本市場研究所作成

#### 4) プロダクト

図表 14 にあるように、イスラム・ファンドにおいて最も特徴的なのは、株式ファンドの多さである。全ての地域においてコンベンショナル・ファンドと比較して株式ファンドが多くなっており、実際、筆者がマレーシアで訪問したイスラム・ファンドの運用会社は何れも自社および業界全体の主力商品は株式ファンドだという。このように、イスラム・ファンドにおいて株式ファンドが多いのは、株式投資がシャリアにおける損益分担の考え方に適合していることが理由の一つとして考えられよう。なお、イスラム株式ファンドにおいてはアクティブ運用がほとんどであり、パッシブ運用の商品は少ないとされるが<sup>15</sup>、近年では複数のシャリア・インデックスの開発に伴い、イスラム ETF などパッシブ運用商品の開発も増加している。

次に、投資対象地域の内訳をファンド数ベースで見ると、アジア・太平洋、中東・北アフリカが多くなっている。これは、アジア・太平洋にはマレーシア、中東・北アフリカにはバーレーン、サウジアラビア、UAE といったイスラム金融センターが含まれていることが理由と考えられる（図表 15）。しかし、これを資産残高ベースで見ると、中東・北アフリカが多くなっている。これは、①グローバルな投資家の関心が中東・北アフリカにあること、若しくは、②アジア・太平洋と比較して中東・北アフリカにイスラム・ファンド投資家が多いこと、を示しているものと考えられる。

なお、イスラム・ファンドはコンベンショナルなファンドと異なり、投資対象のシャリア適格性を判断するためのコスト、即ちシャリア・ボードのコストがかかる。マレーシアでは、このコストは（手数料として投資家に転嫁せずに）運用会社が負担することが多く、中東でも同様の傾向がある。しかし、複数のイスラム・ファンドを運用している場合、ファンド1本当たりのシャリア適格性の判断に係るコストは無視できる程度の水準になるという<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 元々イスラム諸国にはパッシブ運用商品が少ないことが理由として挙げられる。

<sup>16</sup> 筆者がマレーシアの運用会社に行ったインタビューより。

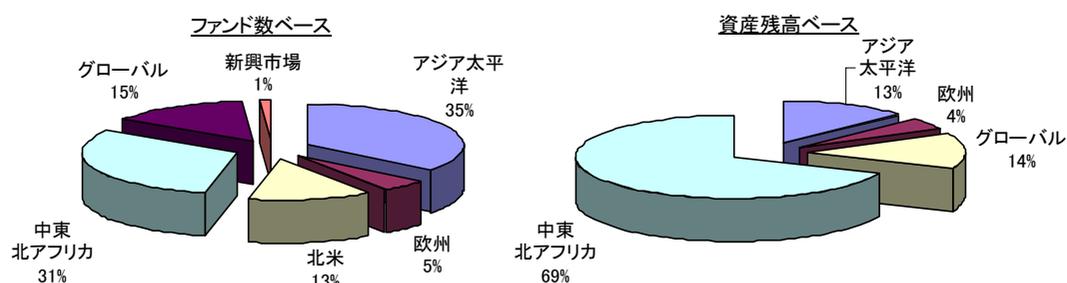
図表 14 イスラム・ファンドの資産クラス

	イスラム・ファンド						コンベンショナル ファンド
	アジア 太平洋	欧州	グローバル	中東	北米	平均	
株式	51%	67%	54%	49%	63%	52%	42%
債券	13%	0%	1%	5%	0%	7%	22%
バランス	15%	7%	8%	7%	0%	10%	20%
MMF	10%	0%	27%	14%	8%	13%	6%
その他	11%	27%	10%	26%	29%	18%	10%

(注) 網掛けはコンベンショナル・ファンドを上回っているもの。

(出所) Eureka hedge より野村資本市場研究所作成

図表 15 イスラム・ファンドの投資対象地域



(出所) Eureka hedge より野村資本市場研究所作成

## 5) 投資家

イスラム・ファンドは、一義的には個人投資家全般を対象に提供されるものであるが、筆者がマレーシアの運用会社にインタビューした中では、実態としては富裕層顧客に提供されることが多いようである。中東でも、イスラム・ファンドの投資家は富裕層が多いとされる。また、イスラム・ファンドの個人投資家には、非ムスリムの投資家も相当程度いると言われており、実際、筆者がマレーシアで訪問した運用会社の中には、個人投資家の40%が非ムスリムだというものもあった。

いわゆる「イスラム・ファンド」からははずれるが、機関投資家向けのシャリア適格の資産運用ビジネスもある。しかし、これは前掲図表5にあるように、マーケットとしては大きくないのが実情である。イスラム圏の有力機関投資家では中東のSWFがあるが、サブプライム問題が顕在化した後の欧米金融機関への出資に見られるように、彼らが投資活動においてシャリア適格性に拘っているとは考え難い。他方、マレーシアのように、政府がイスラム金融を促進しようとしている国では、公的機関がシャリア適格マニデートで運用会社を採用することがある。また、シャリア適格性に最も厳格なサウジアラビアでも新たなSWFの創設が報じられており、今後の動向が注目される。

## 6) イスラム・ファンドのパフォーマンス

スクーク同様、イスラム・ファンドについても、そのリターンの評価については諸説ある。イスラム・ファンドが銀行株を除外することから、昨今の金融銘柄の株価下落において相対的にパフォーマンスが良くなっていることはしばしば指摘されている。例えば、マレーシア初のイスラム ETF である MyETF Dow Jones Islamic Market Malaysia Titans 25 は、2008 年 1 月の設定来、クアラルンプール・コンポジット・インデックスをアウトパフォームしている。その理由としては、①同ファンドが銀行株を除外していること、②レバレッジ比率の高い企業を除外していること、などが挙げられている<sup>17</sup>。

他方、マレーシアの中堅運用会社である MAAKL Mutual では、3 年以上のトラックレコードのあるイスラム株式ファンドが 2 本、コンベンショナル株式ファンドが 3 本あり、5 年のリターンで見るとイスラム・ファンドが勝っているものの、3 年のリターンではコンベンショナル・ファンドに劣っている（図表 16）。

Said Elfakhani、M Kabir Hassan、Yasuf Sidani が 2006 年 1 月に発表した論文では、イスラム・ファンド 46 本のパフォーマンスとコンベンショナル・ファンドとの比較が試みられており、以下の結論が導き出されている<sup>18</sup>。

- ・ イスラム・ファンドは、コンベンショナル・ファンドと同じように、ベンチマークを上回るものもあれば下回るものもあり、シャリア適格ファンド特有のアウトパフォーマンス若しくはアンダーパフォーマンスは統計上有意な値としては算出されない
- ・ イスラム・ファンドは、市況悪化時においてコンベンショナル・ファンドに対するヘッジとしての役割を果たし得るものであり、その限りでは、非イスラム投資家にとっても有用と考えられる
- ・ 総じて言えば、シャリア適格であることによって、イスラム・ファンドがコンベン

図表 16 MAAKL Mutual のファンド・パフォーマンス

		パフォーマンス(%)			資産残高 (100万リンギ)
		1年	3年	5年	
コンベンショナル ファンド	グロース バリュウ	-9.03	50.20	69.71	22.3
	株式インデックス	-14.37	54.74	66.81	55.1
		-11.25	28.59	77.48	26.2
シャリア ファンド	アルファイド	-13.12	49.19	92.28	154.2
	シャリア・インデックス	-10.55	43.45	80.42	52.2

(出所) MAAKL Mutual 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> “Islamic ETFs avoid crisis investments” *Asia Asset Management*, May 2008

<sup>18</sup> “Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds” Said Elfakhani, Suliman S. Olayan School of Business, American University of Beirut, M Kabir Hassan, Department of Economics and Finance, University of New Orleans, Yusuf Sidani, Suliman S. Olayan School of Business, American University of Beirut

ショナル・ファンドの競合商品になり得ないということはない

このように、イスラム・ファンドとコンベンショナルなファンドのパフォーマンスについては、一概にどちらが勝っているとは言えないものがある。イスラム・ファンドも他の様々な運用手法と同様、市場の環境次第では他の投資商品をアウトパフォームしたり、アンダーパフォームしたりする投資商品の一つと見るのが妥当であると思われる。

## IV 我が国への示唆

我が国証券会社や運用会社にとって、イスラム金融は、拡大する中東の富と日本とを繋ぐ導管としての役割を果たし得るものとして期待される。

我が国企業の資金調達面では、スクークの発行は二つの意義がある。一つは、本文で述べた需給関係により、低コストの資金調達が可能となるという点である。もう一つは、スクークを発行することにより、シャリアに反する事業を行っていないという証明になり、シャリア適格性に厳格な中東のスクーク・ファンドや年金基金など新たな投資家層の開拓が可能となる。実際、前掲図表 9 にあるように、中東投資家のドル建てスクークに対する需要は旺盛である。

他方、運用面では、我が国投資家にイスラム・ファンドを提供する場合、イスラム・ファンドにおける宗教性のハードルを越える必要がある。即ち、我が国でイスラム・ファンドを提供するに際しては、イスラム・ファンドのパフォーマンスが一定の市況の下では良いことや、海外では非ムスリムもイスラム・ファンドに投資していることを投資家に訴える必要があるわけだが、その効果が出るかは未知数である。そうすると、我が国にとってイスラム・ファンドを活用することの意義は、日本ないしアジアへのエクスポージャーを求める中東の富裕層やシャリア適格性に厳格な一部の機関投資家の資金を取り込むことにあると言えよう。

資金調達（スクーク）、運用（イスラム・ファンド）の何れでも、我が国証券会社ないし運用会社による参入においては、税制優遇措置や公的機関のシャリア・ボードによるシャリア解釈など、イスラム金融に関して政府主導のインフラ整備がなされているマレーシアが入り口になるものと思われる。即ち、マレーシアにおけるスクーク発行実績や、公的機関等からのシャリア適格マンドートの受注でトラックレコードを確立しつつ、それを梃子に中東の資金を取り込みに行く経路が最も有効と思われる。