

## 拡大するイスラム金融とその限界

立花 亨

- 1.注目されるイスラム金融
- 2.イスラム金融とは何か
- 3.主たるイスラム金融商品
- 4.イスラム金融の限界

### 1.注目されるイスラム金融

聖典クルアーンが禁止する利子を排除し、損益分担原則に基づく最初のイスラム貯蓄銀行の試みが開始されたのは 1963 年、エジプトにおいてであった。その後 1970 年代に発生した 2 度の石油危機(1973 年及び 1979 年)により、莫大な石油収入を手にする事となったサウジアラビアやクウェート等の湾岸産油国の主導の下、イスラム金融は最初の拡大期を迎える。だが油価急騰への反動として石油需要が世界的に低下したにもかかわらず、湾岸産油国が旺盛な国内開発需要に資金を投下し続けざるをえない状況の中、イスラム金融は資金面から尻すぼみの傾向を強めていった。

かかる状況を一変させたのが、2004 年以降の原油価格高騰にほかならない。同年初めにバレル当たり 30ドルを切っていた原油価格は、現在 70ドルを上回る水準にある。9・11 同時テロを契機に米国が打ち出した「テロとの戦い」の事実上の標的となった中東イスラム諸国において、ブッシュ政権への反発から対米投資に回避傾向が出だしたことも、イスラム金融分野への資金流入を促進した。近年イスラム金融は年率 15～25%の拡大ぶりを示してきた<sup>1</sup>とされるが、ここにきて世界的規模でイスラム金融資産の増殖を伝える情報も多くなっている。

イスラム金融の 2 大中心地である中東湾岸産油国とマレーシアの間に何をイスラム金融として許容するかを巡る争いが続いている<sup>2</sup>こともあって、同金融の枠組み内にある資産の全貌を正確に把握しうる統計は存在しない。しかしながらムーディーズ・インヴェスターズ・サービス[Moody's Investors Service]によると、控えめに見積もっても

<sup>1</sup> Moin Siddiqi, "The Islamic Dimension," *The Middle East*, October 2006.

<sup>2</sup> クルアーンの厳格な解釈を採用する中東湾岸産油国に対し、マレーシアは現状への適応を重視する柔軟な解釈に特徴がある。将来的にいずれが標準型となるかについては必ずしも一致した見解が存在しないものの、湾岸産油国型に軍配を上げる論者も現時点ではマレーシア型が「公正で統制がとれており、10 年は先を行っている」と述べている(Clare Dunkley, "Crescent Rising," *Middle East Economic Digest*, 27 October - 2 November 2006.)。

世界のイスラム金融資産は7,500億ドルの規模に達する<sup>3</sup>。内訳は世界75か国の300に及ぶイスラム金融機関が2,500億ドル、250のイスラム投資信託機関が3,000億ドル、そして欧米系を中心とする商業銀行のイスラム金融部門が2,000億ドルを保有する計算になるという。

そうした中、我が国においても2007年1月にイオンクレジットサービスのマレーシア現地法人がマレーシアで4億リンギット(約136億円)のイスラム債発行を表明したほか、国際協力銀行もやはり同国でのイスラム債発行を検討してきている。ちなみに子会社等の設立や既存組織内部での特別部門創設といった形ですでにイスラム金融への参入を果たした欧米系の主な金融機関には、以下がある<sup>4</sup>。

[子会社等]

- Citi Islamic Investment Bank
- UBS Noriba Bank
- HSBC Amanah

[組織内特別部門]

- Barclays Capital
- Deutsche Bank
- BNP Paribas
- Calyon
- Royal Bank of Scotland
- JP Morgan/Chase
- Goldman Sachs
- ABN Amro
- American Express Bank
- ANZ Grindlays
- Lloyds TSB

後述するようにイスラム金融は、一言でいえばイスラム法(シャリーア)に適合した金融であり、イスラム法学者による常態的な監査を不可欠の要件とする。そのため各イスラム金融機関はそうした監査部門(イスラム法学者からなるシャリーア委員会)の設置を義務づけられているが、経済や金融、民事法学の分野にまで専門知識を有するイスラム法学者の数は必ずしも多くはない。かかる状況下ドバイ在住のフセイン・ハミド・ハッサン[Hussein Hamid Hassan]師のように、少なくとも15のシャリーア委員会を主

---

<sup>3</sup> Siddiqi, Op. Cit.

<sup>4</sup> Siddiqi, Op. Cit.

幸し、同時にまたエジプトやクウェート、リビア、カザフスタン、パキスタンといった国の政府にイスラム法に関する助言を行う立場を得るに至った人物も現れた<sup>5</sup>。同師は2006年、ドバイでそれぞれが30億ドルを超える2つの巨額なイスラム債の発行を承認してイスラム債への注目を集めたが、現在では「2、3年後には全ての湾岸諸国がイスラムの金融制度へと移行する」との見通しを明らかにし、「イスラム金融は国際的になりつつある」と語っている<sup>6</sup>。

現時点では中東湾岸地域においてもなお、イスラム金融とは相容れない通常の有利子金融が主体だという現実<sup>7</sup>から目を背けてはいるものの、近年におけるイスラム金融の勢いを反映した発言ではあろう。

## 2.イスラム金融とは何か

### (1)禁止された利子

クルアーンの解釈として導き出されるイスラム金融の特徴は、次のようにまとめることができる。

- i. 宗教上の禁忌となっている物品との関わりを持つことはできない。
- ii. 非常な不確実性(賭博性、投機性)を有する取引はできない。
- iii. 利子は禁止される。

例えばイスラム金融によって調達した資金で豚肉や酒といった宗教上の禁忌に触れる物品(i)や、母羊の体内で胎児の状態にとどまっている羊(ii)を対象とした取引を行ってはならない。賭博行為や投機的取引(ii)はもちろん禁止される。その意味でイスラム金融に基づく資金は無色透明とはいえず、その使途に関してもあくまでイスラム的価値との整合性が問われることとなる。自由意思に基づく合意を原則として優先する枠組みに慣れた者にとっては、使い勝手の悪さと価値強制的色彩が意識されよう<sup>8</sup>。ましてクルアーンが成立した当時の社会(7世紀のアラビア半島)を背景とするイスラ

---

<sup>5</sup> "How to Be Islamic in Business," *The Economist* (電子版), Jun 7th 2007 ([http://www.economist.com/world/africa/displaystory.cfm?story\\_id=9304369](http://www.economist.com/world/africa/displaystory.cfm?story_id=9304369)).

<sup>6</sup> Ibid.

<sup>7</sup> 例えば湾岸におけるイスラム金融の中心ともいえるバハレーンにおいて同国の経済開発委員会駐日代表を務める(平成17年11月1日の講演時)今平和雄は、バハレーンの全金融資産1110億ドルのうちイスラム金融関連は48億ドルで4.4%にすぎない実態を明らかにしている(今平和雄『経済グローバル化とイスラム金融』(<<http://old2.josuikai.net/josuikai/21f/60/im/im.htm>>)(2007年7月25日閲覧))。

<sup>8</sup> 但しイスラム金融を近年の社会的責任投資といった観点から評価する見解もないわけではない(荒巻奈留美「『宗教と金融』の融合—急拡大するイスラム金融—」 *Financial Information Technology Focus*, June 2007.

ム的価値の中には、現代においては必ずしもその自明性を主張しえないものも少なくない。とりわけ金融分野で問題となるのは、利子の禁止 (iii) である。

実は利子の禁止を宗教上の要請とする考えは、アラビア半島で誕生した一神教に共通している。ただ最初に成立したユダヤ教は、「貧しい者」(出エジプト記)と「同胞」(申命記)からの利子取得を禁じただけであった。それゆえ『ヴェニス商人』のユダヤ人高利貸シャイロックは、社会階層として自らの上位に位置するキリスト教徒から利子を取る行為を正当化することができた。これに対し次に成立したキリスト教は万人からの利子取得を禁止しただけでなく、実質的意味であらゆる形態の利子を禁止するという厳格さを採用した。利子の禁止を導く聖書の表現は必ずしも一つではないが、代表的なものとしては「何もかも望まずして貸し与えよ」というルカ福音書の一節がある。

以上の宗教的伝統の上に成立したイスラム教も利子の禁止を明確にすることとなったが(クルアーン 2 章 275 節: 神は取引を許し利子を禁じられた)、利子取得精神を禁止したキリスト教徒とは異なり、イスラム教徒はむしろ柔軟なクルアーン解釈を通して禁止された利子の吟味と限定へと動き、時代が変わり利子の必要性が浮上した状況へも宗教上の大原則を修正することなく対処してきた。

アラビア半島で誕生した 3 つの一神教が利子を禁止した背景としては何より、当時の社会状況が指摘されねばならない。砂漠地帯に生活する人々の当時の経済活動は、ほぼ隊商(キャラバン)取引に限られていた。隊伍を組んで商品を運搬しこれを売り捌くことで利益を得る隊商取引はしかし、自然条件はもちろん盗賊の存在<sup>9</sup>もあってしばしば生命の危険を伴う行為であった。それゆえ隊商取引従事者が資金を必要とした際に、例えば 5%とか 10%というように予め利率を設定してこれを融通することは、借り手側に著しく不利で不公平な取り決めと考えられた。そうであればこそ、ユダヤ、キリスト、イスラムの各一神教は利子への否定的姿勢を共通して明確にしたのであろう。同時にまた、勤労所得を不労所得の上に置く我々の感性<sup>10</sup>も、すでに当時から存在していたものと思われる。

## (2)クルアーンが禁止する利子

ところで民族宗教にとどまったユダヤ教とは異なり世界宗教化するキリスト教とイスラム教が、利子禁止への対応としてそれぞれ原理原則性、柔軟性を際立たせるに至ったのはなぜであろうか。キリスト教の場合、現在に連なる宗教上の基本的な枠組みが形成されたのは、ローマ帝国支配下の欧州においてであった。そこでキリスト教は、

<sup>9</sup>クルアーンが窃盗や追い剥ぎに厳しい刑罰(手足の切断や磔)を定めているのもそのゆえといえよう。

<sup>10</sup>江戸幕府が大名等の救済を目的に発した徳政令は、利息付きの契約を対象としていた。これを逃れるために証文の中では、筆墨料といった言葉に利息の意味がもたせられるようになっていく。

支配される側の宗教として信徒の困難な境遇を正当化する役割を担った。彼らにとっては、自らを取り巻く困難は神の試練にほかならず、輝かしい未来はそれに耐えることで現実化されるはずのものであった。とはいえ試練が容易に克服されてしまえば、約束された未来が実現しない失望を味わわざるをえない。そうした直観的な不安によって、現前する試練は容易に克服しえず、同時にまた多大の禁欲を要求するものへと化した。かかる姿勢が利子の禁止という宗教的命令の解釈に投影されたとき、利子を取る精神そのものの原則論的否定が指向されるに及んだといえよう<sup>11</sup>。

結局、宗教改革を主導したプロテスタントに続いて 19 世紀になるとカトリックも利子を容認するに至ったが、それまで欧州キリスト教世界では公式に利子が許容されることはなかった。もっとも貨幣経済の進展に伴い利子の必要性は認識されており、①他の通貨による返済や、(2) 売却後の即買戻し(後述するイスラム世界でのバイ・アル・アイナ[bai-al-einah])といった方法による闇の利子は、キリスト教世界で宗教的悪行とは認識されながらも広く実践されていた<sup>12</sup>。原理原則的に禁止していたがゆえに利子の必要性に当面して行き詰まったキリスト教世界は、宗教原則の一大転換に踏み切らざるをえなかったといえよう<sup>13</sup>。

他方クルアーンによって利子の禁止が明言された 7 世紀は、預言者ムハンマドの死(632 年)からほぼ 120 年間の間に、イスラム世界が急速にその支配域を拡げ、南欧州からアジアへと至る帝国が形成される途上であった。キリスト教とは違い、イスラム教は支配する側の宗教としてその骨格を固めた点に特徴がある。いきおい、そこでは現状への適応や異なる価値観を持つ異民族支配のための柔軟性、寛容性が要求され、それは利子禁止という宗教的命令の解釈にも影響を与えた。

利子を意味するアラビア語(リバー[riba])は過剰の意を持つが、神の言葉そのものとされるクルアーンの性格から、イスラム教が禁止する利子を「高利」に限定する考えは多数とはならず、それはあくまで「利子一般」を意味して現在に至っている。しかしこれまでに積み重ねられた解釈の結果、イスラム金融という利子は「借手が貸し手に対し、用立ててもらった貨幣の使用料として支払う金銭<sup>14</sup>」という通常の経済学的定義ではなく、「危険負担なしの利益」の意味で用いられてきた。ここで注意しなければ

<sup>11</sup> 彼らはさらに進んで金銭の取得に繋がる経済行為自体を汚れたものとする倫理観を持つに至り、その後の貨幣経済の進展に伴い自縄自縛に陥る。しかし、というよりは、だからこそ、行き詰まりの中で実は彼らこそが行動様式(エートス)の変換によってそうした自縄自縛を脱し、近代への道を拓くことになる。我が国においても明治維新やその後の近代化を主導したのが、金銭を汚れたものとする武士の階層であったことは示唆的であろう(池上栄子(森本醇訳)『名誉と順応:サムライ精神の歴史社会学』NTT 出版 2000 年)。

<sup>12</sup> 大黒俊二『嘘と貪欲:西欧中世の商業・商人観』名古屋大学出版会 2006 年。

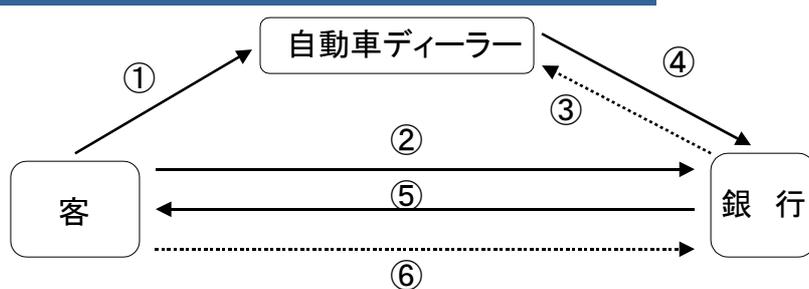
<sup>13</sup> マックス・ヴェーバー(大塚久雄訳)『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』岩波文庫 1989 年。大塚久雄『宗教革命と近代社会』みすず書房 1996 年。

<sup>14</sup> *Dictionary of Economics*, Collins, 1988.

ならないのは、例えば銀行に期間 1 年で 100 万円を預け 1 年後に 110 万を受け取るという行為は、時間的経過のみに基づく利益として、危険負担を伴わないと見做されることである。逆に何らかの物品の取引に絡め、資金の実質的な借り手から「手数料」を上乗せして資金の返済を受けることは、貸し手にとって正統な行為とされる。その意味でイスラム金融は、物から独立した金銭のみの動きとそれに伴う利益を利子と見做して嫌う特徴を有している。通常の商業銀行と変わらぬ業務をしている中東地域の銀行が、「利子」[interest]ではなく「手数料」[service charge]といった言葉の使い方をするのも、そうした宗教文化を背景としていよう。

現在イスラム金融の主体となっているムラーバハ[murabaha]というアラビア半島に伝統的な資金融通方式には、かかる利子解釈の特徴が明確に現われている。図1は自動車ローンにムラーバハを用いた例だが、まず(ア)いう乗用車が欲しい[客]は[銀行]にムラーバハ契約を申し出て、手数料を上乗せした(ア)の購入代金返済を約束する(①及び②)。「銀行」がこれを受け入れた場合、[客]に代わって[自動車ディーラー]から(ア)を購入し(③及び④)、予め合意した手数料上乗せ価格で[客]にこれを転売する(⑤)。(ア)の所有権を得てその使用が可能となる[客]はその後、一括あるいは分割で(イ)を完済する(⑥)。

図1 ムラーバハによる自動車ローン



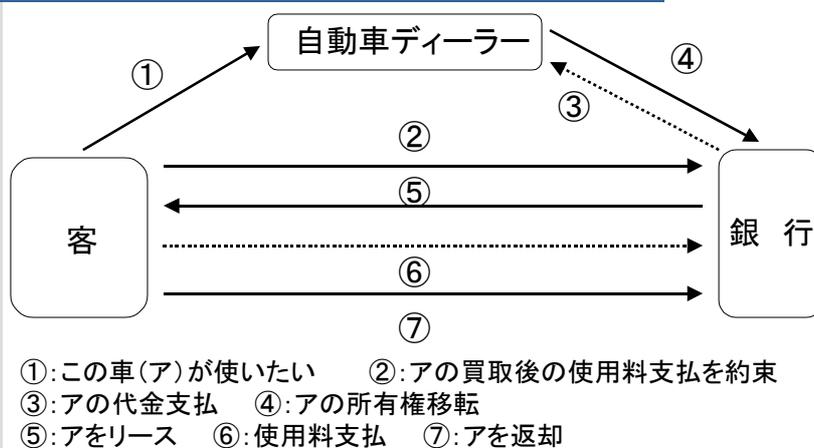
- ①: この車(ア)が欲しい
- ②: 手数料上乗せによるアの買取を約束
- ③: アの代金支払
- ④: アの所有権移転
- ⑤: 手数料上乗せ価格(イ)でのアの売却、所有権移転
- ⑥: イの支払(一括または分割)

ムラーバハの場合、[銀行]が[客]に乗用車を転売した時点で所有権が移転することから、[客]による債務不履行のリスクは[銀行]が負わねばならない。のみならず時

間的経過のみに基づく利益を否定する原則から、債務不履行時の延滞金等を請求することはできず、〔銀行〕は相応の保証人や担保を要求するのが普通である。ちなみに同様の理由で、債務繰り上げ返済といった逆の場合でも、報奨金等の支払いは禁じられている。

〔銀行〕が〔客〕への所有権移転を嫌い、乗用車の所有権を自らの手中に置いておこうとすれば、イジャラ〔ijara〕といった金融手段を利用する(図2)。これは現在の一般的なリース契約にほかならず、その先駆けはイスラム世界にあったことがわかる。なおイジャラ契約の場合、所有権に起因する経費は〔銀行〕の負担となるため、〔客〕が支払う使用料(リース料)はそれを含めて算出されることとなる。ムラーバハの場合、途中で〔客〕の〔銀行〕に対する支払額を変更することはできないが、イジャラでは可能である。

図2 イジャラによる自動車リース



2

イスラム金融機関は、より簡便な「経済学的意味の利子」を駆使する商業銀行等との競争に晒されており、中東にあってもイスラム的な帰属感情の刺激のみでは、経済的利益に直接的に訴える通常金融機関に敗北せざるをえないであろう。そこでイスラム金融機関としてはまず、上述したような伝統的金融手段のさらなる柔軟な運用を図っている。例えば教育費ローンにムラーバハを使うといった方式<sup>15</sup>であり、それは〔銀

<sup>15</sup> Mohammed Obaidullah, *Islamic Financial Services*, <<http://islamic-finance.net/>> (2007年7月21日閲覧), pp. 73-74.

行]が[客]に代わって大学の授業料を支払い、後に[客]がこれを返済するというものである。だが契約の対象となっているのは入学して授業を受ける権利であり、これは厳密に言えば物から独立した金銭の動きに該当しよう。議論を喚ばざるをえない点である。

他方でイスラム金融機関は、商業銀行等の金融商品を代替しうる独自の金融商品開発を急いできた。宗教的禁止の枠組みを遵守し、「経済学的意味の利子」をあくまで認めないとすれば、それは不可欠の努力であったといえよう。

### 3. 主たるイスラム金融商品

#### (1) 預け入れと借り入れ

我々にとって最も身近な銀行の商品は、当座、普通、定期といった預金であろう。現在イスラム金融機関の側では、以上の全てについて同等の商品を提供することが可能となっている。

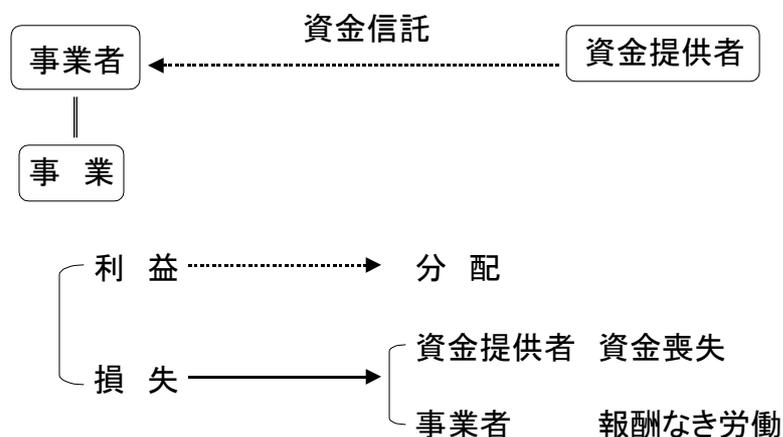
まず、小切手によっていつでも払い戻しはできるものの無利息を原則とする当座預金については、イスラム銀行の側に特段の工夫や努力は要らない。他方、元本保証で利息が付く普通預金については、銀行が預金者から金銭を預かり、払い戻し請求時にこれを返還するとの契約となる。ただこれだと元本は保証されるものの、利子の付与は契約内容とすることはできず、商業銀行との競争には勝てない。そこでイスラム金融機関は普通、事実上の利息に相当する「贈り物」(ヒバ[hibah])を預金者に一方的に供与する。これは一方的な贈り物であることによって普通預金の契約内容を構成しないため、利子の禁止に抵触しない。

問題は定期預金だが、イスラム世界にはムダーラバ[mudaraba]という伝統的な信託金融方式があり、その活用が図られている。図 3 に明らかなようにムダーラバは、[資金提供者]が資金を必要とする[事業者]に資金を信託する方式である<sup>16</sup>。この方式は隊商取引に従事する[事業者]に、[資金提供者]が資金を提供して事業を行わせる事例を想像すると理解しやすいであろう。

---

<sup>16</sup> この方式では当然のことながら、[事業者]と[資金提供者]の信頼関係が前提となろう。そのため後者は前者による事業の遂行に一切の口出しはしないし、またその権限も持たない。これに対しムシャラカ[musharaka]と呼ばれる金融方式は、[事業者]と[資金提供者]が共同で事業に出資するという形をとり、通例、利益は出資比率に応じて分配し、損失に対しては共同で責任を負う。[資金提供者]が出資比率に応じた事業への発言権を持つことはいうまでもない。

図3 伝統的金融手段:ムダーラバ



3

ムダーラバに基づく事業で「事業者」が利益を得た場合はこれを予め合意した割合で分配するが、逆に当該事業が失敗に終わり損失が計上されてしまったときは、「資金提供者」は信託資金を喪失し、「事業者」は報酬なしの労働をしたこととなる。損失の場合でも「資金提供者」がそれ以上の責任を負うことはない。これを利用した定期預金の場合、いうまでもなく預金者は「資金提供者」の、銀行は「事業者」の役割を担うが、銀行の行う事業は通例、何からの投資行為となる。

商業銀行の定期性預金は基本的に元本が保証されるが、上記のように損益分担を原則とするムダーラバでそうした保証をつけることは、利子の付与と見做され違法となってしまう。それゆえ商業銀行との対抗上、湾岸諸国の政府は自らが定期性預金の元本を第三者として保証するという形をとり、自国のイスラム金融機関を側面支援している。

すでに述べたようにイスラム金融による借り入れ型商品としては、ムラーバハやイジャラといったものがあるが、近年のイスラム金融拡大に特徴的なのはむしろ、投資型(イスラム債[sukuk=islamic bond])商品の隆盛である。事実、1995年に4億ドルの規模だったイスラム債の発行額は2007年末には362億ドルに達する見通しであり、これは前年の228億ドルに比べても58.8%の増加である<sup>17</sup>。最近ではイスラム金融機関や特別目的会社のほか、イギリス政府のように非イスラム圏の政府も発行主体となることを検討し出しており、長期的な資金調達費用の割安感がそうした動きを加速し

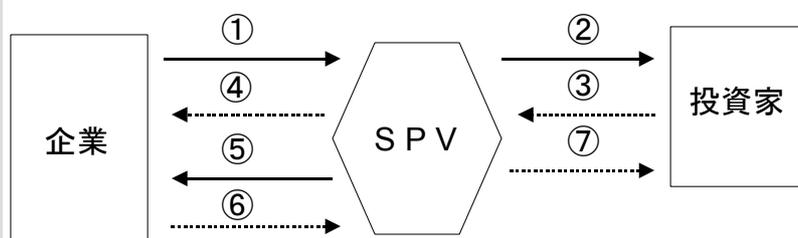
<sup>17</sup> 「イスラム金融の経済分析(1)」 *MRI Daily Economic Comment*, June 5, 2007.

ている<sup>18</sup>。

(2) 資金調達と投資

例えば今、ある企業(A)が一等地にある自社ビルを利用して資金を調達することを計画しているとしよう。イスラム金融はこうした必要に応える商品を用意しており、その典型が図4のイジャラ債である。

図4 イジャラ債による資金調達



- ①: SPV設置、資産売却    ②: 債券発行    ③: 資金調達
- ④: 資産代金    ⑤: イジャラでの売却資産リース
- ⑥: リース料支払    ⑦: 償還

4

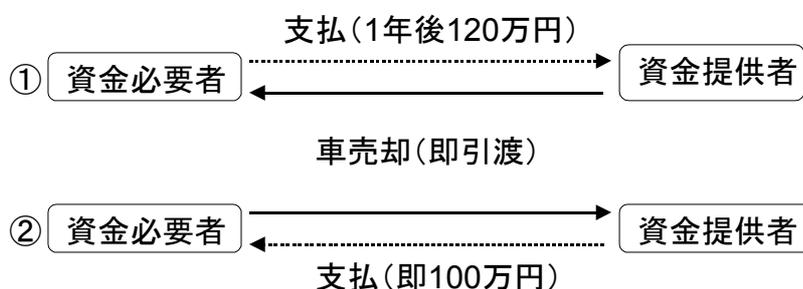
現在のリース契約に相当するイジャラについてはすでに説明したが、これを使った資金調達方式ではまず、[企業]A から自社ビル買い取ってこれを証券化するための特別目的組織[SPV: Special Purpose Vehicle]が設立される(①)。[SPV]は債券を発行して[投資家]からビル購入資金を調達し((2)及び(3))、これをビルの代金として[企業]に支払う((4))。しかし自社ビルの売却後も企業は[SPV]から当該ビルを借り受け((5))、これまで通りに業務を続けることができ、代わりにリース料の支払いが義務となる((6))。期日が到来すると[SPV]は[企業]にビルを売り戻して資金を回収し、これを原資に債券を償還する((7))。こうしたイスラム債については現在、流通市場の整備も進んでおり、使い勝手もよくなってきた。

なお、イジャラ債の使い勝手をリース契約部分を排除する形で追求しているのが、マレーシアで公認されているバイ・アル・アイナ債である。バイ・アル・アイナは「売却

<sup>18</sup> 「イスラム金融の経済分析(2)」 *MRI Daily Economic Comment*, June 8, 2007.

後即買い戻し」契約とも呼ぶべきもので、その仕組みは図 5 の通りである。

図5 バイ・アル・アイナとは何か



5

例えば 1 年後に 120 万円にして返済する用意がある〔資金必要者〕が現時点で 100 万円を必要としており、これに応じて 100 万円の用立てが可能な〔資金提供者〕が存在するでしょう。年 20%の利率で〔資金必要者〕が〔資金提供者〕から 100 万円借りるといふ契約が可能であれば話は簡単だが、利子が禁止された世界ではこれが許されない。そこで何らかの物品の売却と買戻しを並行的に行うことで、実質的に上記契約を実現しようというのがバイ・アル・アイナにほかならない。図では車の売買が利子付きの金銭貸借契約を隠す役割をしているが、極言すれば売買の対象となる物品は何でもよく、市価 100 円のボールペン一本を媒介に、総額 100 万円の実質的金銭貸借契約も可能である。

図 5 に則して説明すると、現在 100 万円を必要としている〔資金必要者〕は〔資金提供者〕から車の売却を受け、その代金 120 万円は 1 年後に支払う契約を結ぶ(①)。これにより車の所有権は〔資金必要者〕に移転するが、その後〔資金提供者〕は、一旦は〔資金必要者〕に売却した車を 100 万円で譲り受ける別の契約を結んでその場で代金を支払い((2))、車の所有権を回復する。結局これら 2 つの契約①、(2)を経て残るものは、〔資金必要者〕が 1 年後、現在手にした金銭に 20 万円を上乗せして〔資金提供者〕に支払うという義務である。

この方法は 2 つの売買契約が実質的な意味をもたず、またそれがほぼ同時に行わ

れることもあって、[資金提供者]の側に危険負担がなく、時間的経過のみに基づいて20万円の利益を取得する行為と見做され、湾岸諸国の間では違法であり続けている。だが利子の必要性という社会の変化にイスラム金融としての現実的な対応を図るマレーシアは、バイ・アル・アイナを解禁するに及んでおり、それに基づくイスラム債(バイ・アル・アイナ債)を可能とした。

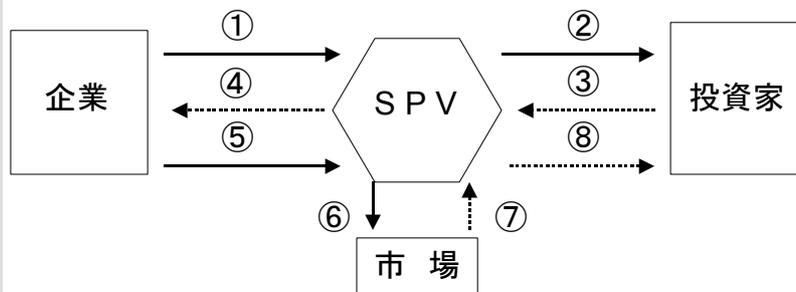
バイ・アル・アイナ債はイジャラ債を説明する図4中で、①～(4)及び(7)は同じだが、(5)の「イジャラでの売却資産リース」が「売却資産買戻」、(6)の「リース料支払」が「資産買戻代金支払」となる点に違いがある。湾岸諸国においてもバイ・アル・アイナ自体は否定しながら、対象物の取引の際に第三者を介在させ、契約関係を2者間から3者間に拡大の上、各契約の間に時間的間隔を設けるといったことを条件として、資産の売却と買戻しに基づく資金調達方法を認める考えがあり(2者間のバイ・アル・アイナに対し、3者間のはタワルルク[tawarruq]という)、今後はイスラム的価値との整合性の観点から、そうした方法の一層の洗練が図られていく可能性もあろう。

ただ、投資家の立場からすれば、バイ・アル・アイナ債とイジャラ債には大きな違いがある。イジャラ債の場合、債券は所有権分有の証明であり、仮にそれを額面を下回る価格で期限前に二次市場で流通させたとしても、イスラム的価値との関係で問題は生じない。しかしながらバイ・アル・アイナ債においては、投資家の手元にある債券は所有権ではなく、むしろ一種の債権の証明である。シャリーアの要請では債権は満期保有が原則のため、バイ・アル・アイナ債の中途換金には多くの制約が存在し、原理原則派の湾岸諸国にとって、バイ・アル・アイナ債の実現はマレーシアほど簡単ではないかもしれない。

比較的長期を睨んだ資金調達となるイジャラ債に対し、短期的な資金調達の代表となるのが図6のサラム[salam]債である。これは前払いで所有権を獲得した製品を、例えば2カ月後に引き渡しを受けて市場で売却し、それを元手として債券の償還と特別目的組織(SPV)の取り分確保を目指す方式だが、バハレーンではアルミニウムの生産時にこのやり方で生産に必要な資金の調達が行われた例がある。出来上がった製品を市場で売り捌くという行為が危険負担と見做されることから、SPVによる取り分の利子性は否定される。

当然のことながら、アルミニウムのように製造過程が確立していて通常は順調に納入へと進む製品が扱われるほか、そうした製品の市場売却時の価格にもある程度の見通しが立つことが重要である。図中の[投資家]が手にする債券は、前払いで購入した製品の所有権を分有した証拠と見做されるため、流通市場との関係でも問題はない。

図6 サラム債による資金調達



- ①: SPV設置、前払での製品売却    ②: 債券発行  
 ③: 資金調達    ④: 前払金    ⑤: 製品引渡    ⑥: 製品売却  
 ⑦: 代金回収    ⑧: 償還

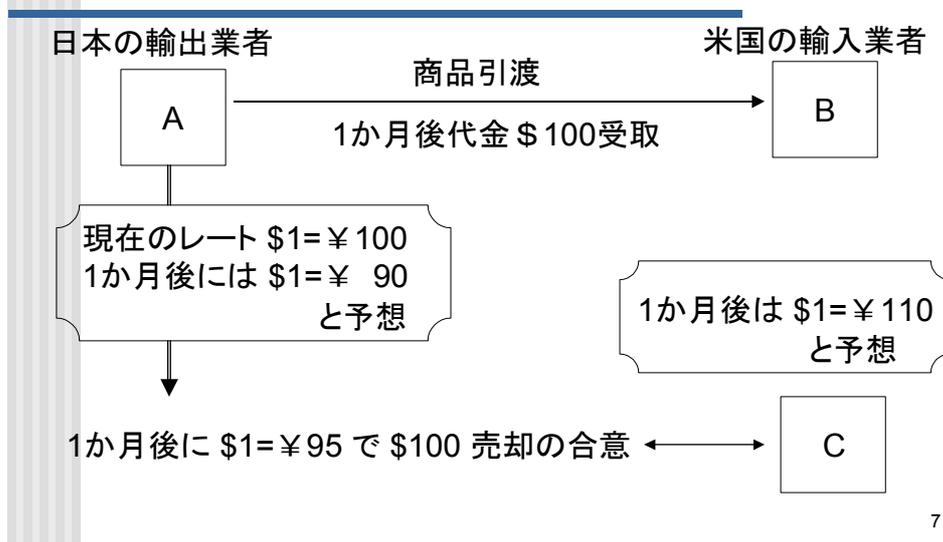
6

#### 4. イスラム金融の限界

以上では近年勢いを増しているイスラム金融の枠組みを明らかにした上、代表的な金融商品を材料に一層詳しくその特徴を説明してきた。それによると利子禁止という地点から出発しながら、イスラム金融方式は利子の存在を大前提とする通常の金融機関とほぼ同様の金融商品を開発することに成功している。これは利子とは何かを巡る柔軟な解釈はもちろんのこと、様々な制約下で伝統的な金融手段を駆使する努力が実を結んだ結果といえよう。

とはいえ金銭のみの動きがもたらす利益を利子と規定したことにより、グローバル化が進む世界経済の中にあってイスラム金融は、大きな弱点を抱え込むこととなった。例えば為替リスクのヘッジに、先物取引やオプション取引が使用しにくいという状況が出来てしまっている。現在、我々の世界で広汎に行われている為替リスクを回避する方法を単純化した図7に基づき、この点を考えてみよう。

図7 為替リスク回避のための先物取引



今、日本の輸出業者 A と米国の輸入業者 B との間で売買契約が成立し、A は即商品を引き渡すものの、B による代金 100 ドルの支払いは 1 カ月後との合意がなされたとしよう。現在の為替相場は  $\$1 = ¥100$  だが、A は 1 カ月後にはこれが  $\$1 = ¥90$  になると予想し、円建て輸出代金が目減りする可能性に直面している。一方、現在 1 万円を持っている C は 1 カ月後にこれをドルに換算して使用する予定だが、使用時の為替相場は  $\$1 = ¥110$  と予想しており、ドル建てでの目減りを心配せざるをえない。

単純化するため両替手数料を無視すると、1 カ月後には為替相場が自らに不利になると考える A と C の間には、為替差損の縮小という意味で利害の一致が存在している。そこで 1 カ月後に A は手持ちのドルを C に売り、C は手持ちの円を A に売ることとし、その際の為替相場を  $\$1 = ¥95$  とすれば、A と C はいずれもが自らが予想する為替相場との関係で差損幅の縮小を期待することができる。これが為替の先物取引の原型だが、かかる取引の利便性をさらに向上させるのがオプションにほかならない。

オプションとは何か。図 7 において、例えば A が『1 カ月以内に  $\$1 = ¥95$  で 100 ドルを売却する権利<sup>19)</sup>』自体を 500 円で購入でき、権利を行使しない場合はその 500 円を捨てるだけでよいとすれば、仮に為替相場が自身の予想と全く逆に動いた場合でも、それに伴うリスクを減少させることができるであろう。権利自体の売買である点が先物取引との相違点であり、またそうであるがゆえに先物取引に一層の利便性を付与することとなる。

<sup>19)</sup> このように売る権利を「プット・オプション」といい、買う権利を「コール・オプション」と称する。

いうまでもなく上記の先物取引やオプション取引は、物から独立した金銭のみの動きを本質としている。したがってイスラム金融の分野では、かかるリスク・ヘッジの必要性は認識されたとしても、その実現は難しい状態が続いている。前述したサラム(前払い購入)を基盤に、Aが1カ月後の100ドル引き渡しを約束して、\$1=¥95の為替相場で9,500円の前払いを受けることを可能とすることはどうかとの議論もあるが、現状でこれを容認する見解は少数にとどまっている。もっとも中長期的には、柔軟な解釈を通して先物やオプション取引を可能とする枠組みがイスラム世界で公認される可能性は小さくないといえよう。かつて酒を般若湯、利子を筆墨料、敗戦を終戦、軍隊を自衛隊、戦車と特車と言い換えただけで既存の枠組みからの逸脱を否定しえた我が国の経験が、この面では参考になろう。

しかしながらそれでもなお、イスラム金融の限界が消えることはないと考えざるをえない。実際、より簡便な方法があるにもかかわらず何故それほど面倒なことをしなければならないのかとの疑問に、現時点でイスラム金融の側は説得的な答えを持ち合わせておらず、将来的にこの疑問が答えられる可能性も小さい。すなわちイスラム金融は、経済的合理性とは相容れない部分を今後とも維持していかざるをえず、その意味ではイスラム的価値との親近感や外部からイスラム世界の資産を取り込む必要に支えられる必要がある。

確かにイスラム金融は拡大の方向を辿ってきており、イギリス政府等がイスラム債による資金調達の検討に入った<sup>20</sup>ことは事実である。だが2005年度末時点で1,506兆円(約12兆ドル)の家計金融資産を抱える我が国<sup>21</sup>の場合、民間の金融機関があえて湾岸産油国を中心とする余剰資金の取り込みを図ることには経済的合理的存在するであろうか。むしろそれは、湾岸産油国との関係強化といった政策的意図や、現地法人を抱えた企業であるがゆえの必要性との関連で論じられる必要があるのではないか。事実、イスラム債の発行を検討している国際協力銀行は「我が国の輸出入および海外経済活動の促進、開発途上地域の経済社会開発・経済安定化への支援、我が国を取り巻く国際環境の安定化への貢献<sup>22</sup>」を組織的使命と表明している機関であるし、2007年1月にマレーシアでのイスラム債発行を表明したイオンクレジットサービスは、現地法人の運転資金及び支店網拡大等を目的とした資金調達である旨を明らかにしている<sup>23</sup>。

<sup>20</sup> 「イスラム金融の経済分析(2)」 *MRI Daily Economic Comment*, June 8, 2007.

<sup>21</sup> 金融広報中央委員会ホームページ掲載統計資料

(<http://www.shiruporuto.jp/finance/tokei/stat/stat002.html>) (2007年7月26日閲覧)。

<sup>22</sup> 国際協力銀行ホームページ掲載の「使命・業務方針及び活動指針」

(<http://www.jbic.go.jp/japanese/base/about/mission/index.php>) (2007年7月26日閲覧)。

<sup>23</sup> イオンクレジットサービス・ホームページ掲載の「イスラム金融方式を取り入れた債券発行について」

(2007年1月15日) (<http://www.aeoncredit.co.jp/aeon/corp/news/2007/070115.html>) (2007年7

自組織にとっての利益と目的を吟味にした上でイスラム金融分野への参入を検討するのでなければ、我が国の金融機関が失望を味わう可能性はそれだけ大きなものとなろう。

お問合せ: [report@tky.ieej.or.jp](mailto:report@tky.ieej.or.jp)