

第7章

マレーシアにおけるイスラーム証券市場の 発展と企業の資金調達

中川 利香



はじめに

1983年、政府は最初のイスラーム銀行としてバンク・イスラーム・マレーシアを設立し、同年にイスラーム債（国債）を発行した。1990年代に入ると、政府は強いイニシアティブを発揮して本格的にイスラーム金融の育成を開始した。1997年、通貨危機によって金融部門の脆弱性が明らかになると、政府は外生的ショックに強い金融システム構築を目指して2001年から改革に着手した。一連の改革は、中央銀行が発行した『金融セクター・マスター・プラン』と、証券委員会が発行した『資本市場マスター・プラン』にもとづいて行われた。イスラーム金融部門もこれらのマスター・プランにもとづいて改革が進められている。人口の約6割がムスリムであるマレーシアでは、イスラーム金融が成長産業として見込まれる。政府の諸改革は、これを強みとして生かし、イスラーム金融の国際的なハブとなることを目指している。そのため、マレーシアのイスラーム金融制度は、イスラーム金融を利用する方が投資家や顧客にとって有利となるような制度設計となっている。この点は、政府がイスラーム金融の育成を進めているシンガポールやイギリスとは全く異なるスタンスであるといえるだろう（詳しくは第9章参照）。

本章は、そのようなマレーシアのイスラーム金融の制度的な発展と市場の変化を考察することを目的とする。とくに、イスラーム証券市場に焦点

を当てることとしたい。その理由は次のふたつによる。第1に、証券委員会の改革の成果を考察する必要があるためである。証券委員会はマスター・プランにもとづき2001年から10年かけてイスラーム資本市場の改革を行っている。改革の成果としてこの市場の発展状況を考察する必要があるだろう。第2に、マレーシアでは1990年に民間企業がイスラーム債を発行してから約20年が経過したにもかかわらず、社債市場の分析があまり行われていないためである。これには、データや情報がほとんど公表されていないことが関係している。近年は、十分とはいえないうまでも情報が公開され始めた。本章はそのような制約があることを認識しつつ、入手可能なデータから社債市場の分析を試みるものである。

本章の構成は次のとおりである。第1節は、マレーシアにおけるイスラーム金融制度の概観を述べる。第2節では、イスラーム債市場の発展について明らかにする。第3節では、企業がイスラーム証券（債券以外にコマーシャル・ペーパーやミッド・ターム・ノート等の短期・中期証券を含む）を発行する際に遵守すべきガイドラインに言及する。第4節では、証券委員会が公開しているデータをもとに、イスラーム証券市場の動向を考察する。最後に本章をまとめ、今後の課題を述べ結論とする。

第1節 マレーシアのイスラーム金融制度概観

1. イスラーム金融制度の導入

マレーシアにおける最初のイスラーム銀行は、1983年に設立された政府系のバンク・イスラーム・マレーシア（Bank Islam Malaysia Bhd.: BIMB）である⁽¹⁾。BIMBの設立については、政府の貯蓄機関である政府巡礼基金⁽²⁾の運営が比較的成功していたことが大きく関係すると指摘されている（鳥居 [2003a, 2003b], 中川 [2006a]）。

イスラーム金融の導入が決定されたのは、1981年に中央銀行が設置したイスラーム銀行設立準備のための委員会がイスラーム銀行設立の提案を

行ったことが関係している。政府は当委員会の提案を受けて、1983年にイスラーム銀行法を制定し、BIMBを設立した⁶⁾。同年、政府は1983年政府投資法を制定し、イスラームの教えに則った国債として政府投資証券(Government Investment Certificates: GIC)を発行した。

BIMBの設立から1990年代初頭までは、マレーシアのイスラーム金融の発展は限定的であった。民間銀行にイスラーム銀行ビジネスへの参入が許可されたのは、BIMB設立から10年を経過してからである。1993年、中央銀行が導入した無利子銀行スキームにより、非イスラーム銀行がイスラーム金融サービスを提供する窓口を設置することが許可された。しかしながら、一部のムスリムの間ではこのようなサービスに批判的な者がいたといわれている⁴⁾。1999年に第2のイスラーム銀行としてバンク・ムアマラット・マレーシアが設立されたのは、無利子銀行スキームに対する批判が関係していたと考えられる。

1984年にはマレーシア・タカフルが設立された。タカフルは加入者の出資金をもとに彼らの相互扶助を目的としたものであり、イスラーム式の保険ともいえる。中央銀行はタカフル市場の活性化と拡大を目指し、1993年に第2のタカフルとしてエム・エヌ・アイ・タカフルの設立を許可した。

このように、マレーシアにおけるイスラーム金融の導入は急進的に進められたものではなかった。しかし、1997年に隣国タイで発生したアジア通貨危機を境に政府の方針が大きく変わった。2001年になると、通貨危機のような外生的ショックに強い金融システム構築を目指すため、中央銀行が『金融セクター・マスター・プラン』を、証券委員会が『資本市場マスター・プラン』を作成して改革に着手した。各マスター・プランにはイスラーム金融部門の改革も含まれている。

2. シャリーア諮問委員会

マレーシアのシャリーア諮問委員会(Shariah Advisory Council: SAC)は、中央銀行と証券委員会にそれぞれ設置されている。中央銀行のSACはイスラーム銀行とタカフルの業務を担当する。SACの設置については、

1958年の中央銀行法に規定があり、そのメンバーは中央銀行の推薦により財務大臣が指名するとされ、銀行、金融、法律、その他関係する分野の知識か経験（もしくは両方）を有している者で構成するとしている（16B条（2））。

証券委員会のSACは、1994年に設置されたイスラーム証書スタディー・グループ（Islamic Instrument Study Group: IISG）が元になっている。証券委員会はIISGのイスラーム資本市場の発展における重要性を認識し、1996年5月にこの組織をSACに格上げした。SACの役割は、イスラーム資本市場発展のために法的観点から証券委員会に助言を行うこと、イスラーム資本市場に関する照会に対応すること、とされている（Securities Commission [2002:4]）。SACのメンバーは、証券委員会によって指名される（Securities Commission [2002:5]）。

3. 人材育成機関

イスラーム金融の発展には金融商品やその組成に関する知識のみならず、イスラームの教えにも通じている人材が必要である。しかし、そのような人材は不足傾向にある。マレーシアでは、その問題に対処するために人材育成機関が設立された。まず、2001年に研修や人材育成のコンサルタントを行うイスラーム銀行・金融研究機関（Islamic Banking and Finance Institute Malaysia）が、2003年には金融分野におけるリーダーシップ国際センター（International Centre for Leadership in Finance）が設立された。ここでは、国内外の金融機関の上級管理職を対象にリーダーシップ研修を実施している。2006年になると、イスラーム金融における教育国際センター（International Centre of Education in Islamic Finance）が設立された。このセンターは遠隔教育により学位取得が可能なプログラム等を提供しており、46カ国から学生を受け入れた実績がある⁽⁵⁾。近年、国際イスラーム大学などの高等教育機関でもイスラーム金融のコースが設けられるようになった⁽⁶⁾。

4. イスラーム金融の現状

マレーシアではイスラーム金融の育成における政府の積極的な関与もあり、順調に発展している。2010年3月末時点のイスラーム銀行は17行、国際イスラーム銀行（外貨建サービスを提供するイスラーム銀行）は4行、イスラーム銀行業務を行う非イスラーム銀行は16行ある。銀行部門全体の資産に占めるイスラーム銀行の割合は、2009年8月末時点で15.7%にまで拡大した。この背景には、1990年代終わりに発生したアジア通貨危機の影響が関係していると考えられる。Haris [1999]によると、マレーシアでは通貨危機への対処として中央銀行が金融引締めを行ったが、これにより非イスラーム銀行から借入を行っていた多くの債務者が多大な影響を受けてしまった。ところが、イスラーム銀行から借入を行っていた人々は影響を受けなかったのである。イスラーム金融は利子を禁じており、借入においても金利ではなく取引金額の一定割合を手数料として支払うケースが多い。この仕組みにおいては、借り手は市場金利の変動に影響を受けないのである。これが人々のイスラーム銀行に対する信頼を高め、市場シェアの拡大につながったと推測できる。また、政府が2010年までに銀行部門に占めるイスラーム銀行のシェア（預金と出資）を20%に拡大させることを目標として定めたことも大きく関係している。中央銀行は、その目標を達成するために2001年から各銀行に対して毎年のターゲットを定めた。

政府によるイスラーム債は3年超の長期債である政府投資債と、短期の財務省証券が発行されている。長期債は満期が3～10年、発行サイズは10～35億リングである。ゼロ・クーポン債の場合は割引ベースでの発行であり、利益ベースの場合は半年毎の利益率にもとづいて投資家に利益が支払われる。売出に関しては、イスラーム銀行と中央銀行が指定したプリンシパル・ディーラーによる競争入札による。一方、短期債は満期が1年未満、発行サイズは1～2億リングであり、割引ベースでの発行である。償還、課税、流通市場に関しては双方とも満期償還、源泉課税の免税、相対取引となっている。

タカフルについては、家族タカフルと一般タカフルの2種類がある。前者は家族の死亡や障害、医療や健康、子供の教育に備えるためのものであり、後者は住宅や自動車などの損害をカバーするためのものである。2010年3月末時点でタカフルは8社、リタカフルは4社、国際タカフル（外貨建サービスを提供するタカフル）1社が活動している。2008年末におけるタカフルの資産のシェアは保険業界全体の7.5%と、それ程大きくないが代理店数の増加は顕著である。たとえば、2001年から2008年にかけての家族タカフルの代理店は5391件から44万222件に、一般タカフルは1137件から15万975件に増加した。

第2節 イスラーム債市場の創設と発展

1. イスラーム債市場の創設

マレーシアのイスラーム債市場は、1983年に政府がGICを発行したことでその歴史が始まった。GICはカルド・ハサン（*Qardhul Hassan*：無利子の資金提供契約）にもとづいて発行された。しかし、カルド・ハサンにもとづく証券は流通市場で売買することができないため、市場の発展という観点からイスラーム債の流動性を高める必要があった。そのため、2001年に中央銀行は流通市場での売買が可能なバイ・イナ（*Bai' Inah*：資産の売却および買戻契約）にもとづくGICを発行した。

社債は1990年に石油関連企業のシェル・マレーシアがバイ・ビタマン・アジル（*Bai' Bithaman Ajil*：延払契約）にもとづいて1.25億リングの社債を発行したのが始まりとされる。1993年にはモーゲージ会社のチャガマスがイスラームベースでの住宅抵当証券を発行した。1997年になると、政府の投資会社であるカザナ・ナショナルがムラーバハ（*Murabahah*：コスト・プラス契約）によるゼロ・クーポン債を発行した。証券委員会によれば、これはリング建民間社債の利回りのベンチマークを提供するためであるとしている（Securities Commission [2004a:100]）。

2. 資本市場マスター・プラン

2001年、証券委員会は資本市場改革のベースとなる『資本市場マスター・プラン』（以下、マスター・プラン）を発表した。マスター・プランには、2001～2010年までの間に行う改革の勧告が記されている。10年間を3つのフェーズに分け、段階的に改革を実行するように作成されている。フェーズ1（2001～2003年）は主に国内の基盤整備のための改革期間であり、フェーズ2（2004～2005年）はマレーシアの証券ビジネスの軸となる部門を育成しながら段階的に市場を自由化する時期としている。そしてフェーズ3（2006～2010年）は市場インフラの強化と自由化をさらに進め、マレーシアの国際的地位の向上を目指すための改革を実施する期間と位置づけている（Securities Commission [2001]）。このように、市場開放と規制緩和を通じてマレーシアの資本市場を強化しようとしている。

マスター・プランに示された勧告は全部で152あるが、そのうちイスラーム金融に関するものは13ある。イスラーム金融の改革に関しては、最終的な目標として国際金融市場におけるイスラーム金融のハブとしての地位を確立することである。そのために、政府は投資信託やREIT、株価インデックスなどの投資商品の拡大を図った。2005～2007年にかけて、いくつかのイスラーム株価インデックスやイスラーム債インデックスが導入された。

また、税の優遇や控除などのインセンティブを付与した。表1に示したように、発行体、特別目的会社、オリジネーター、投資家のそれぞれに対し、インセンティブを付与した。代表的なものとして、法人所得税の免除、イスラーム債発行費用の控除、イスラーム債の投資収益に対する税の免除、イスラーム金融取引に係る印紙税の免除などが挙げられる。2010年予算スピーチでは、ナジブ首相がイスラーム金融のさらなる発展を目指して、既存の税優遇策を2015年まで延長すると発表した（Mohd. Najib [2009]）。これらの策は、イスラーム金融を利用する方が有利となるように実施されており、非イスラーム金融取引とイスラーム金融取引を同等に発展させようとしているシンガポールやイギリスとは全く異なる方法といえる。

さらに、国際機関や外資系企業によるイスラーム債の発行を促進した。

表1 イスラーム資本市場に対するインセンティブ

対象	内容	備考
スクーク発行体/ 特別目的会社	法人所得税の免除	
スクーク発行体/ オリジネーター	SPVにおいて発生したスクーク発行の費用を控除	
スクーク発行体	Musyaraka, Mudharabah, Ijarah, Istisna' にもとづくスクーク発行にかかわる費用の控除 証券委員会のシャリー諮問委員会が承認した金融商品に係る追徴課税の免除	2010年まで コンベンショナル金融商品との税の平準化のため
スクークの投資家	非居住者に対して支払われた利益の免税 個人、投資信託、クローズドエンド型上場投資信託に対して支払われた利益の免税 マレーシアで組成された外貨建スクークにおいて支払われた利益の免税	証券委員会が承認したリング建イスラーム債（スクーク）（転換社債は除く） 証券委員会が承認したイスラーム債（スクーク）（転換社債は除く） 証券委員会が承認したイスラーム債（スクーク）（株式転換可能条項付社債を除く）
株式仲介業	イスラーム株式仲介業を開設するための費用を控除	2006年9月2日～2009年12月31日までに証券委員会から業務開始の承認を得た企業に限る
ファンド・マネジメント企業	2008年：イスラーム・ファンド事業を行うファンド・マネジメントに対するすべて手数料収入の免税 2007年：イスラーム・ファンド事業を行うファンド・マネジメントに対する管理手数料収入の免税	証券委員会に承認されたファンドで、2016年の確定申告時まで適用（地場、外資の区別はしない） 証券委員会に承認されたファンドで、2016年の確定申告時まで適用（地場、外資の区別はしない）
イスラーム・ファンド・マネジメント企業	100%外資所有を許可 海外での全資産の運用許可 被雇用者年金基金保有の資産のうち70億リングはイスラーム・ファンド・マネジメントでの運用許可	
イスラーム金融専門家（非居住者）	非居住者から得た所得に対する課税の免除	適用にあたり MIFC の承認が必要

（出所）証券委員会ウェブサイト（www.sc.com.my, 2009年11月3日アクセス）より抜粋、引用。邦語訳は筆者による。

（注）ナジブ首相が2009年10月23日に行った2010年予算スピーチによると、税の優遇措置の多くは2015年まで延長する予定とのことである。

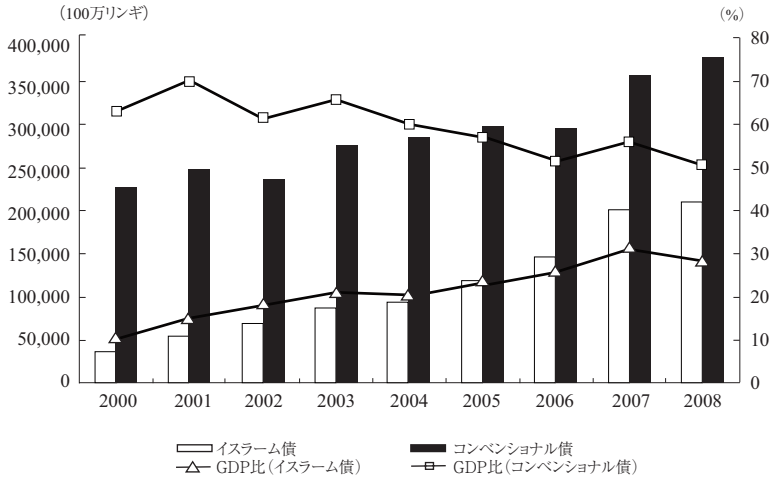
これを受けて、国際金融公社（2004年）や世界銀行（2005年）がマレーシアでイスラーム債を発行した（Securities Commission [2005: 2:13-22]）。2007年には日系クレジット会社のイオンクレジットサービスが、2008年には韓国輸出入銀行と中小企業銀行（韓国）、UMW トヨタ・キャピタルがイスラーム債の発行を許可された。

政府は海外の金融当局との連携にも積極的に取り組んだ。2007年3月、証券委員会は、ドバイ金融庁とイスラーム金融の分野におけるクロスボーダー取引を促進する協力を築くことに合意した。また、2009年9月には香港通貨庁とイスラーム金融の分野での連携を行う覚書を交わした（Bank Negara Malaysia [2009]）。このように、外国の金融当局との連携も積極的に行っている。この他にも、タカフルの投資規制の緩和や、前節で述べたSACの設置などにも早期から取り組んだ。このようにイスラーム金融取引の制度整備を着々と進め、外国の政府や企業、国際機関の起債を促したり、外国人投資家を呼び込む政策を積極的に行っているのは、イスラーム金融市場としてのマレーシアの知名度を上げるための政府の戦略にもとづいているのである。

3. 市場規模

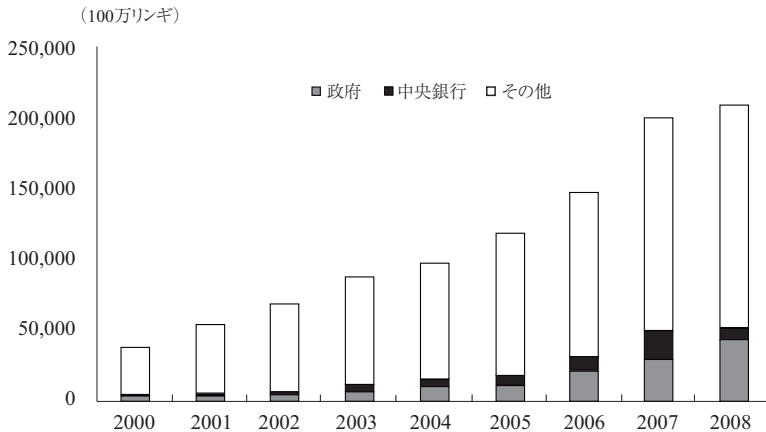
イスラーム債市場の規模についてコンベンショナル債（イスラーム債でない通常の債券）と比較してみると、発行残高はコンベンショナル債の方が多い（図1）。しかしその動向をみると、コンベンショナル債の発行残高は年によって増減がみられるのに対し、イスラーム債の発行残高は一貫して増加している。また、それぞれのGDP比をみると、2000年の比率はコンベンショナル債が63.1%、イスラーム債が10.8%であったが、2007年にはそれぞれ56.0%と31.1%であった。このように、コンベンショナル債の比率は縮小傾向であるのに対し、イスラーム債の比率は年々拡大している。2008年はアメリカで発生した金融危機の影響でマレーシアの景気も悪化したため、債券発行残高のGDP比はコンベンショナル債、イスラーム債の双方で縮小した。しかし、そのような対外的なショックによる

図1 債券発行残高の推移



(出所) Bank Negara Malaysia ウェブサイト (bondinfor.bnm.gov.my/potal/server, 2009年8月3日アクセス) より筆者作成。

図2 イスラーム債発行残高の内訳



(出所) 図1に同じ。

(注) 「その他」には社債とカザナやチャガマスが発行した債券を含む。

景気悪化を考慮したとしても、イスラーム債市場は拡大しつつある。

イスラーム債の発行残高についてその発行体の内訳をみると、2つの特徴を指摘することができる（図2）。第1に、2006年以降、政府のイスラーム債発行残高の増加率が大きくなったことである。イスラーム債に占めるシェアは、2005年は10.1%であったが翌年には14.1%となり、2008年は21.1%にまで拡大した。第2に、その他が大きな割合を占めており、70%超のシェアを維持している。なお、その他には社債、政府の投資機関のカザナや住宅ローンの証券化を行う公社のチャガマス等の債券が含まれる。

第3節 イスラーム証券発行に関するガイドライン

社債を発行するには、事前に証券委員会の承認を得る必要がある。証券委員会が2004年7月に発表した「イスラーム証券発行に関するガイドライン」（以下、ガイドライン）に則って発行しなければならない。イスラーム証券の発行体は、証券委員会の承認を得るためにあらかじめ指定された書類を提出しなければならない。ガイドラインには、提出する書類に記載すべき内容が定められている。たとえば、企業情報（設立年月日、証券市場への上場の有無、業務内容、役員名簿、株主構成、資本構成など）、発行の形態、契約形態（ムダーラバヤムシャーラカなど）、金額、クーポン・レート、担保、発行スケジュールと期間、シャリーア・アドバイザー名、引受機関、格付け、資金の用途などである。社債の場合、ワラント債の発行は可能だが、転換社債の発行は禁じられている（ガイドライン14.01）。証券委員会は申請書の審査を行い、特別なケースを除いて申請書の受領から14日以内に審査結果を通知する。そのほかに、以下に記すようなルールが設けられている。

1. アドバイザーの指名

発行体はシャリーア・アドバイザーとイスラーム銀行業務認可銀行のア

ドバイザーを指名しなければならない。前者は、一定の条件を満たしていなければならない。証券委員会によって承認された者でなければならないとされている。一定の条件とは、(1) 未復権の破産者でないこと、(2) 犯罪者で有罪を宣告されていないこと、(3) 人柄について問題がないこと、(4) イスラーム法に精通し、3年以上のイスラーム金融の実務経験を有すること、の4つである（ガイドライン 6.01）。

2. 格付けの取得

イスラーム証券の発行にあたっては、証券委員会によって認知された格付け機関から格付けを取得しなければならない（ガイドライン 8.01）。ただし、譲渡不可能かつ売買不可能な証券や、投資家が格付け不要と判断した場合は免除される（ガイドライン 8.02）。しかし格付けを取得していない場合も、発行体はアドバイザーと投資家に信用リスクを公表する義務を負う（ガイドライン 8.03）。

3. その他の要件

イスラーム証券の発行体とアドバイザーは発行方法、資金の用途、引受の有無などを決定する必要がある。また、満期については証券の種類によって制限される場合がある。ミッド・ターム・ノート（MTN）のみであれば7年を超えても構わないが、コマーシャル・ペーパー（CP）およびCPとMTNを組み合わせたプログラムは7年を超えてはならない（ガイドライン 12.01 および 12.02）。また、発行前に(1) 発行金額、(2) 資金の用途、(3) 引受最低価格（引受がある場合）、(4) 期間、(5) 格付け、(6) 裏づけとなる資産とその価格、の6項目を必ず公表する必要がある（ガイドライン 12.03）。

表2 証券委員会が許可した契約の形態

シャリーア・コンセプト	意味	解説
<i>Bai' Bithaman Ajil</i>	Deferred-Payment Sale	資産購入の代金を一定期間繰り延べて支払う契約
<i>Bai' 'Inah</i>	Sale with Immediate Repurchase	資産の売却後、直ちに延べ払いによって買い戻す契約
<i>Bai' Istjrar</i>	Supply Sale	商品を一定の期間毎に、一定の金額で販売する契約
<i>Bai' Salam</i>	Advance Purchase	前払いで資産を購入する契約
<i>Bai' Wafa'</i>	Sale and Repurchase	資産の販売者が代金を返済した時点で買い手が所有権を戻す契約
<i>Ijarah</i>	Leasing	リース契約
<i>Ijarah Thumma Bai'</i>	Lease to Purchase	リースの満期に資産を買い取る契約
<i>Istisna'</i>	Purchase Order	将来資産を購入する契約
<i>Mudharabah</i>	Profit-Sharing	利益分担契約
<i>Murabahah</i>	Cost-Plus Sale	コスト・プラス方式による財の売買契約
<i>Musyarakah</i>	Profit and Loss-Sharing	損益分担契約
<i>Qardh Hassan</i>	Benevolent Loan	慈善の資金提供（金利に相当する部分はない）、短期的な資金提供の契約

（出所）Securities Commission [2004b] 付表1の Primary principles より引用。邦語訳は筆者による。

4. 契約形態

イスラーム証券の発行において、ガイドラインには証券委員会が許可した契約形態が掲載されている（表2）。現状においては12種類の契約形態が認められており、発行体はこのいずれかの契約形態による債券の発行が可能となっている。

第4節 イスラーム証券市場の動向

本節では証券委員会の年次報告書に掲載されているデータをもとにイスラーム証券市場の様子を金額、件数、契約形態、証券の種類について考察してみよう。

表3 証券委員会に承認されたイスラーム証券の概要

(1) 金額および件数 (金額単位: 10 億リング)

	2005		2006		2007		2008	
	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数
コンベンショナル	17.3	49	36.1	62	36.7	60	96.8	52
イスラーム	43.3	77	42.2	71	31.8	52	33.2	43
混合	---	---	1.2	2	90.3	8	10	4
計	60.7	126	79.6	135	158.8	120	140	99

(2) イスラーム証券の契約別シェア (金額ベース, 単位: %)

	2005	2006	2007	2008
バイ・ピタマン・アジル	36.3	6.2	2.0	3.1
イジャラ	2.9	4.9	11.0	14.5
イステイサナ	14.5	2.1	9.0	0.2
ムダーラバ	0.2	7.5	1.0	1.2
ムラーバハ	33.5	9.4	19.0	1.3
ムシャーラカ	12.6	70.0	58.0	51.4
複数	---	---	---	28.2
計	100.0	100.0	100.0	100.0

(3) イスラーム証券の種類別シェア (金額ベース, 単位: %)

	2005	2006	2007	2008
短期手形 / コマーシャル・ペーパー	1.9	0.7	0.8	3.0
ミッド・ターム・ノート	44.5	44.0	36.5	46.3
コマーシャル・ペーパー / ミッド・ターム・ノート	16.3	13.7	6.2	8.6
債券	37.2	41.6	56.5	42.1
計	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) Securities Commission [2005, 2006, 2007, 2008] より引用。(3)は出所資料をもとに筆者作成。

1. 承認金額および件数の変化

2005～2008年の変化をみると、金額、件数の合計ともに2006年が最大であった(表3(1))。イスラーム証券は2005年の時点では77件、433億リングであったが、2008年には43件、332億リングに減少した。コンベンショナル証券とイスラーム証券を比較すると、2005年および2006年は金額、件数ともにイスラーム証券の方が多いが、2007、2008年はコンベンショナル証券の方が多。とくに2008年のコンベンショナル証券の金額の増加は、前年の367億リングから968億リングに急増した。これは、イスラーム証券の特性が関係していると推測できるだろう。イスラーム証

券の発行においては、一部の契約形態を除いて資産の裏づけが必要である。景気悪化局面において資産の評価額が下落すると、それにもなって発行可能なイスラーム証券の金額も下落する。したがって、2008年のように景気が落ち込んだ際にはイスラーム証券の発行金額はそれほど大きく増加しなかったと考えられる。

2. 契約形態および証券種類のシェア

契約形態については、次の2つの特徴を指摘することができる(表3(2))。第1に、バイ・ビタマン・アジル、イステイスナ、ムラーバハのシェアが縮小した。バイ・ビタマン・アジルは36.3% (2005年) から3.1% (2008年) にまで縮小した。イステイスナは14.5% (2005年) であったのが0.2% (2008年) となり、ムラーバハは33.5% (2005年) から1.3% (2008年) に減少した。第2に、このような傾向とは逆にシェアを伸ばしたのは、イジャーラとムシャーラカである。2005年の時点でイジャーラのシェアは2.9%であったが2008年までに14.5%に拡大した。ムシャーラカの拡大はさらに顕著で、2005年の12.6%から翌年には70.0%と急拡大した。その後も50%超を維持している。

証券種類のシェアは、まずミッド・ターム・ノートのシェアが大きいことが特徴である(表3(3))。また、債券のシェアも大きく、2007年は56.5%と過半を占めた。この傾向は、契約形態の変化と関係があるとみることもできるだろう。シェアが縮小した契約は、財・資産購入の延払契約(バイ・ビタマン・アジル)、将来のある時期に財・資産を購入する契約(イステイスナ)、コスト・プラスによる財の売買契約(ムラーバハ)である。一方、シェアを伸ばした契約はリース契約(イジャーラ)と損益分担契約(ムシャーラカ)である。つまり、資産や財の売買に関する契約にもとづく資金需要よりもリースや企業への出資といった中長期の資金需要があり、その結果、中長期の証券が増加したと考えられる。なお、イジャーラとムシャーラカは中東湾岸地域の投資家にも受け入れられやすいスキームであるといわれている。第10章で指摘されているように、シャリーアの適用が厳格な地域

でも受け入れられる証券の発行を促そうとする政府の方針を反映しているとも推測できる（詳しくは第10章参照）。

おわりに

以上、マレーシアのイスラーム金融の発展動向について、本章の前半は包括的な制度の概要を、後半はイスラーム証券市場に焦点をあてて考察してきた。マレーシアでは、2001年に中央銀行が発表した『金融セクター・マスター・プラン』と証券委員会が発行した『資本市場マスター・プラン』にもとづいてイスラーム金融部門の改革を行ってきた。多民族国家ではあるが、ムスリム人口が全体の過半を占めるマレーシアでは、イスラーム金融の成長の余地がある。政府は、その強みを生かしてイスラーム金融市場として国際的にもマレーシアの知名度を上げようと奔走している。外国の政府や企業、投資家を呼び込むための優遇措置、規制緩和などは、イスラーム金融取引を利用する方が有利になるように進められている。このようなマレーシアの制度設計のあり方は、同様に政府によってイスラーム金融の振興が図られているシンガポールやイギリスとは異なる様相である。また、政府の徹底したトップダウンによる制度整備は、中東湾岸地域のやり方とも異なっている。

本章で主題に置いたイスラーム債市場については、国債が発行されたのが1983年、社債が発行されたのが1990年であった。一般的に社債市場は情報公開、決済システム、取引ルールなどの証券市場のインフラが整備されていない限り、市場の発展は難しいとされる。それに加え、そもそも資金需要がなければ社債の発行は望めない。この点において、マレーシアでは企業のイスラーム債の発行負担を軽減する策を講じ、イスラーム債の発行を促した。2004年には証券委員会がイスラーム証券発行のガイドラインを発表した。このガイドラインでは、イスラーム証券の発行にあたり、企業は証券委員会に必要な情報を提示し、承認を得なければならない。イスラーム証券発行の申請は、上場企業、未上場企業の区別なくすべての企

業が提示しなければならない。

このようにマレーシアのイスラーム証券市場は、次第に整備されてきているといえる。本章は、証券委員会の年次報告書に掲載されている企業のイスラーム証券発行に関するデータからその動向を考察した。その結果明らかになったことは、次の3点である。第1に証券委員会に承認されたイスラーム証券の件数、金額ともに減少していることである。第2に契約形態では財や資産の購入や売買に関する契約が減少し、リースや企業への出資に関する契約が増加したことである。第3に中長期の証券が選好されていることである。

本章では入手可能なデータや情報をもとにイスラーム証券市場の変化を考察したが、これは発行市場の分析にとどまっている。債券市場の分析には発行市場のみならず、流通市場の分析も欠かせない。また、イスラーム証券の導入により企業の資金調達行動が変化している可能性がある。これらの点はデータの制約により本章では触れていないため、今後の課題としたい。

[注]

- (1) BIMB の設立にあたっては、連邦政府、大蔵省投資会社、州の宗教関係団体、政府巡礼基金、マレーシア・ムスリム福祉機構が出資している（桑原 [1998: 65-66]）。
- (2) 政府巡礼基金（Lembaga Urusan dan Tabun Haji）は、ムスリムの五行（信仰告白、礼拝、喜捨、断食、巡礼）の儀礼のひとつである巡礼を行うための貯蓄を促すことを目的として設立された機関である。
- (3) イスラーム金融の導入については、1981年以前にも政府内で議論があったとされている。BIMB 設立の経緯などについては中川 [2006a] を参照。なお、銀行に関する分析は Saad [1995]、鳥居 [2003a, 2003b]、中川 [2006a, 2006b]、Nakagawa [2009] などを参照されたい。
- (4) 2009年8月、筆者がマレーシアで行った聞き取り調査による。聞き取り調査では「出てくる料理が異なっても、裏では同じキッチンでイスラームとして許容できる食材と許容できない食材と一緒に調理しているのと同じだ」と表現していた。つまり、イスラーム金融サービスを提供する窓口があっても、オフィスでは非イスラーム銀行業務と混在している状態であるため受け入れられない、という批判である。

- (5) この組織のウェブサイトによると、過去に受け入れた学生の出身国はアルジェリア、オーストラリア、バハレーン、バングラデシュ、カナダ、オランダ、エジプト、エチオピア、ガーナ、香港、インド、インドネシア、韓国、クウェートなど多様である (www.inceif.org/discover/inceif_fact_sheet/inceif_fact_sheet.php, 2009年11月2日アクセス)。
- (6) この教育センターのウェブサイトによると、International Islamic University Malaysia, Northern University of Malaysia, Universiti Malaysia Sabah, MARA University of Technology, Darul Iman University Malaysia, Islamic Science University of Malaysia, Kolej Universiti Islam Antarabangsa Selangor, Kolej University Insaniah, Universiti Pendidikan Sultan Idris の9校がコースを設けているとのことである (www.mifc.com, 2009年11月2日アクセス)。
- (7) リタカフルはタカフルのタカフルである。保険に再保険があるのと同じ原理である。

[参考文献]

<日本語文献>

- 桑原尚子 [1998] 「金融制度へのイスラーム法の導入——バンク・イスラーム・マレーシアを事例として」 (『アジア研究』第39巻第5号 59-91 ページ)。
- 鳥居高 [2003a] 「マハティール政権下の開発政策とイスラーム」 (『アジア研究』第49巻第1号 19-36 ページ)。
- [2003b] 「マレーシアにおけるイスラーム経済制度の展開——イスラーム銀行を中心に——」 (青木保, 姜向中, 小杉泰, 坂元ひろ子, 莫邦富, 山室信一, 吉見俊哉, 四方田犬彦編 『市場——トランスナショナル化する情報と経済——』 岩波書店 87-98 ページ)。
- 中川利香 [2006a] 「開発戦略とイスラーム金融の融合の試み——イスラーム銀行を中心に——」 (鳥居高編 『マハティール政権下のマレーシア——「イスラーム先進国」をめざした22年——』 アジア経済研究所 225-259 ページ)。
- [2006b] 「マレーシアにおけるイスラーム金融の現状と課題」 (*The JAIAS Journal* 第7号 1-30 ページ)。

<外国語文献>

- Bank Negara Malaysia [2009] “Hong Kong Monetary Authority and Bank Negara Malaysia Signs a MoU to Advance Islamic Finance,” Press Statement on September 28, 2009 (www.bnm.gov.my/index.php?ch=8&pg=14&ac=1915, 2009年12月5日ダウンロード)。

- Haris Hussein [1999] "Rewards of Virtue," *Malaysian Business*, October 1, pp. 6-16.
- Mohd. Najib Tun Abdul Razak [2009] "The 2010 Budget Speech," introducing the Supply Bill (2010) in the Dewan Rakyat on October 23, 2009 (www.sc.com.my/eng/html/resources/gudget2010, 2009年11月3日ダウンロード).
- Nakgawa, Rika [2009] "The Evolution of Islamic Finance in Southeast Asia: The Case of Malaysia," *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 25, No. 1, pp. 111-126.
- Saad, Al-Harran [1995] *Leading Issues in Islamic Banking and Finance*, Petaring Jaya: Pelanduk Publications.
- Securities Commission [2001] *Capital Market Master Plan*, Kuala Lumpur: Securities Commission.
- [2002] "Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council," second edition, Kuala Lumpur: Securities Commission (www.sc.com.my/eng/html/imc/Resolutions_SAC_2ndedition.pdf, 2009年11月2日ダウンロード).
- [2004a] *Capital Market Development in Malaysia: History & Perspectives*, Kuala Lumpur: Securities Commission.
- [2004b] "Guidelines on Offering of Islamic Securities," (www.sc.com.my/eng/html/bondmkt/guidelines-islamic_PDF.pdf, 2010年1月27日ダウンロード).
- [2005] *Annual Report 2005*, Kuala Lumpur: Securities Commission.
- [2006] *Annual Report 2006*, Kuala Lumpur: Securities Commission.
- [2007] *Annual Report 2007*, Kuala Lumpur: Securities Commission.
- [2008] *Annual Report 2008*, Kuala Lumpur: Securities Commission.