

第 8 章

金融機関のリクイディティ・マネジメント手法からみた

イスラーム金融の多様性とグローバル化

ーイスラーム金融論における「西厳東緩論」再考のためにー

長岡 慎介

要約：

本研究では、イスラーム金融の多様性を取り上げ、多くの概説・論考においてしばしば膾炙している「中東地域とマレーシアではイスラーム金融の実践のあり方が異なる」という図式（これを本研究では「西厳東緩論」と呼ぶ）をそれぞれの地域におけるイスラーム金融手法の利用の観点から再考することを試みた。具体的には、イスラーム金融機関によるリクイディティ・マネジメントのための金融手法の展開のされ方についての多様性とその地域的差異の有無を時系列的に追うことで上記の命題を検証した。その結果、1990 年代後半から 2000 年代前半においては、リクイディティ・マネジメントの手法をめぐる中東地域とマレーシアの間での「西厳東緩」の傾向が確認できた一方で、2000 年代後半には、同一のリクイディティ・マネジメントの手法が両地域で用いられていることが明らかとなった。これらの検討結果から、イスラーム金融論で一般に言われている「西厳東緩」の傾向は、1990 年代（および 2000 年代前半）に特有の現象である可能性が高いことが示唆でき、イスラーム金融の多様性を地域的差異という 1 つの枠組みだけで捉えることは必ずしも事実を正しく反映していないということが指摘できた。

キーワード：

イスラーム金融の多様性 イスラーム金融の地域的差異再考 イスラーム金融手法
リクイディティ・マネジメント

はじめに

1970年代に中東地域で本格的な商業展開が始まったイスラーム金融の実践は、現在にいたるまで様々な実践上のブレイクスルーを経ながら質・量ともに拡大を続けてきている。イスラーム金融の実践が展開されている地域も、この30年の間に、当初の中東地域のみならず、南アジア・東南アジア・欧米といった世界各地に広まってきており、各地域における実践のあり方にも様々な差異が観察できるようになってきている。

そのようなイスラーム金融の実践の地域的多様性に対しては、1つの主流となる捉え方がイスラーム金融に関わる論者の中で形成されている。それは、中東地域と東南アジア（特にマレーシア）のそれぞれのイスラーム金融機関で用いられている金融手法、およびそれをベースとした金融商品には地域的差異があるというステートメントに要約できるものである。そこでは、そのような地域的差異の特徴は次のように描かれている。すなわち、両地域におけるイスラーム法解釈の緩厳に起因しており、中東地域で用いられている金融手法は、相対的に厳格な同地域のイスラーム法学者の解釈が反映されているため、よりイスラーム法への適合性を重視するものとなっている一方で、マレーシアで用いられている金融手法は、相対的に緩やかな同地域のイスラーム法学者の解釈の影響を受けており、より経済的合理性を重視するものとなっていると述べられている。このようなイスラーム法解釈の差異にもとづいて中東地域とマレーシアの間にイスラーム金融の実践の地域的差異があるというステートメントのことを「西厳東緩論」と名づけてみたいと思う¹。

そのような「西厳東緩論」にもとづいた概説・論考は枚挙にいとまがないが、例えば、次のようなものが挙げられる。イスラーム金融におけるイスラーム型証券（*sukuk*）の歴史的展開を概説した Adam and Thomas [2004] の第1章では、中東地域とマレーシアで用いられるイスラーム型証券のタイプがそれぞれ異なっていたことが紹介されている。あるいは、Haron and Shanmugam [1997] では、債権取引の是非に対するイスラーム法学者の見解とそれにもとづくイスラーム金融の実践における利用度合いが中東地域とマレーシアでは大きく異なっていることが述べられている。

筆者はすでに別稿において、イスラーム金融で用いられてきた顧客のための消費貸借手法の地域的差異のあり方を1990年代と2000年代を対象として分析を行うことで、この「西厳東緩論」が果たして妥当であるかを検討してきた（長岡[2008]）。そこでの結論は次のようなものであった。すなわち、1990年代にマレーシアにおいて開発され、幅広く用いられることになった消費貸借手法は、中東地域のイスラーム法学者たちからはきわめて批判的に受け取られ、結果、中東ではほとんど用いられることがなかった。このことから、1990年代のイスラーム金融の展開においては、「西厳東緩論」は妥当性をもっていることが明らかとなった。ところが、2000年代に入ると、消費貸借手法を

めぐるイスラーム金融の多様性は、すでに 1990 年代に見られた地域的差異としては捉えきれなくなっていることが判明した。それは、中東で新たに用いられ始めた消費貸借手法が、マレーシアでも 1990 年代に用いられていた手法の代替として少しずつ浸透し始めてきているという実態と、この新しい手法の是非めぐるイスラーム法学者による論争が「中東 vs. マレーシア」という地域的な対立構図としては描けなくなっているという点から論証することができたのである。

以上の考察からは、イスラーム金融論で一般に言われている「西厳東緩」の傾向は、1990 年代に特有の現象であった可能性を示唆できる。裏を返せば、イスラーム金融の多様性を地域的差異という 1 つの枠組みで捉えることは必ずしも事実を正しく反映していないということが指摘できたのである。さて、このような結論は、果たしてイスラーム金融の消費貸借手法以外の実践の展開にも妥当するのだろうか。本研究では、「流動性／リクイディティ」というキーワードで消費貸借手法と共通するところの多い金融機関自体のリクイディティ・マネジメントのための金融手法の展開のされ方について、その地域的差異に関心を絞って辿ってみることで、上記で概観してきたイスラーム金融論における「西厳東緩論」の妥当性を別稿（長岡[2008]）とは異なる角度から再考してみたい。

第 1 節 イスラーム金融に固有の流動性問題

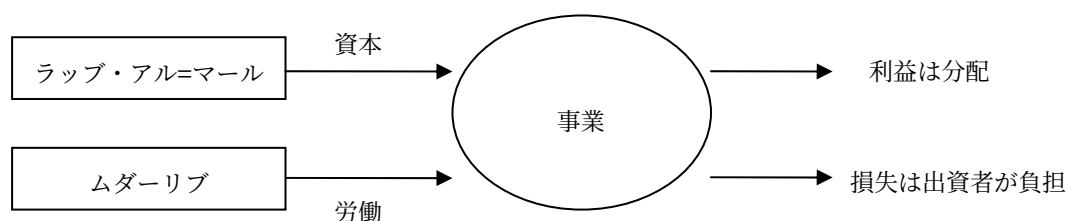
1. 流動性問題における近代資本主義型金融とイスラーム金融との理論的差異

金融システムの随所に偏在する流動性が効率的に配分されるような金融手法や金融制度を整備することは、本研究が改めて指摘するまでもなく、あらゆる金融システムにおいてきわめて重要な課題である。特に、金融システムの要に位置する金融機関にとって、信用創造を行う中で必然的に発生してくる受信業務と与信業務との間の流動性ギャップを埋めるために、いかに効率的な流動性のマネジメント（リクイディティ・マネジメント）を行うかは、自らの業務の存立基盤にも関わる課題である。近代資本主義型の金融システムでは、そのような効率的なリクイディティ・マネジメントを金融機関が行うための様々な金融手法や金融制度が整備されてきた²。それは、短期国債、譲渡性預金証書、現先取引、銀行引受手形、コマーシャル・ペーパー、そして、インターバンク市場など多岐にわたっている（Rosly [2005]）。

一方、イスラーム金融の本格的な商業展開が開始される 1970 年代までのイスラーム金融研究の文脈でコンセンサスを得ていた望ましいイスラーム金融システムは、ムダーラバ（あるいは、それに準ずるムシャーラカ）のような利益分配方式にもとづく金融シ

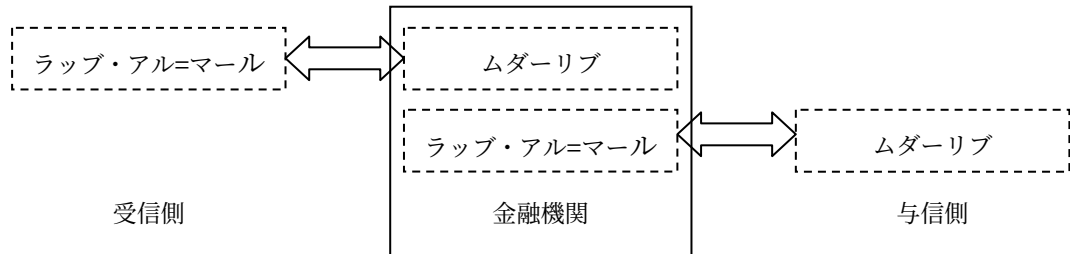
システムであった。具体的には、スィッディーキーによって定式化されたとされる二段階ムダーラバ（two-tier *muḍāraba*）と呼ばれる金融システムである（Siddiqi [1983(1969)]）。ムダーラバとは、元来、当該契約の当事者の片方（ラップ・アル=マール、 رَاقِبٌ أَلْمَالِ ）が資本を提供し、もう片方（ムダーリブ、 مُدَارِبٌ ）が実際の事業を行う契約の形式であり、そのようなムダーラバの下での事業から生じた利益は、あらかじめ相互の合意の下で決められていた割合に沿って両者に分配される一方で、損失が発生した場合は、ラップ・アル=マールは、提供した資本の範囲内で損失を受け、ムダーリブは、事業に投入した自らの労力の対価を得られないことが損失に相当すると考えられている（図1参照）。

図1：ムダーラバの原理



現代のイスラーム金融における二段階ムダーラバでは、受信側の顧客と金融機関の間での取引と、与信側の顧客と金融機関の間での取引にこのようなムダーラバの形式を取り入れ、かつ、両者の取引を分離するのではなく、相互に連動するようなしくみがとられている（図2参照）。すなわち、受信側でのムダーラバは、金融機関が行う与信業務に対してラップ・アル=マールたる顧客が資金を提供する一方で、与信側のムダーラバでは、金融機関は受信側のムダーラバで獲得した資金を利用して、ラップ・アル=マールとして何らかの事業への資金の融通を行っており、受信側のムダーラバにおける利得の多寡が、与信側のムダーラバでの事業の成否から直接的に影響を受けるようなしくみとなっている。このような二段階ムダーラバにもとづく金融システムに対しては、多くのイスラーム金融研究者の間から、近代資本主義型の金融システムと比べて、金融システムの安定性の観点から相対的に優位があるとの見方が出されている（Khan [1987], Mirakhor [1989], Siddiqui [n.d.]）。

図 2：現代のイスラーム金融における二段階ムダーラバ



2. イスラーム金融における流動性問題の現実

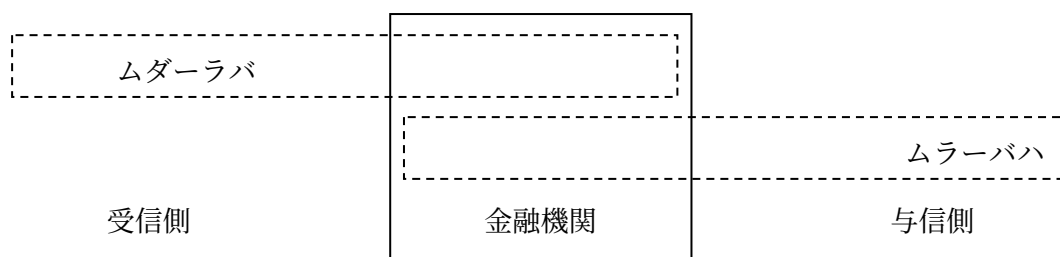
しかしながら、1970 年代以降のイスラーム金融の本格的な商業的展開で多く見られた金融システムは、イスラーム金融研究が当初から推奨してきた上記のような二段階ムダーラバにもとづく金融システムではなく、近代資本主義型の金融システムと同じように、イスラーム金融機関の受信側と与信側が分離されるようなものであった。このような金融システムが採られた理由は様々あると思われるが、流動性の観点からは、二段階ムダーラバによる金融システムが受信・与信の両側面における短期の資金需要に十分に対応できるものではなかったからということが指摘できるだろう。ムダーラバによる取引では、何らかの事業に対する資金提供という形態をとるため、取引期間が比較的長期になりがちである。また、二段階ムダーラバの理論が提唱するような受信側と与信側の間での厳密な連動関係を実現させようとする場合、受信・与信の両側面が取引の期間を合わせる必要がでてくる。しかし、そのようなマッチングが起こることは実際の金融取引ではきわめて偶然的なことある。このような事情から、二段階ムダーラバによる金融システムでは、受信・与信の両側面それぞれの資金の取引期間の需要に応じた金融サービスを個々に提供することがきわめて難しかったのである。

この問題を解決したのが、ムダーラバとムラーバハをそれぞれ受信側と与信側で用いることで、受信・与信業務を完全に分離してそれぞれに金融取引を展開する金融システムであった（図 3 参照）。受信側では、セオリー通りムダーラバにもとづく取引が中心を占めたが、近代資本主義型の金融システムにおける定期預金と同じように様々な取引期間を個々に設定したムダーラバを用意し、さらに、金融機関があげた毎期の利益の中から一定割合を準備金（利益均等化準備金：Profit Equalization Reserve, PER）としてプールすることで、損失発生時に顧客が提供した資金の元本割れを事前に防ぐしくみを設けている（Islmail and Shahimi [2007: 4-5], Wilson [2007: 9]）³。

一方、与信側では、事業への資金提供を行うようなムダーラバではなく、ムラーバハによる資金提供が中心的役割を占めることになった。このムラーバハは、イスラーム金

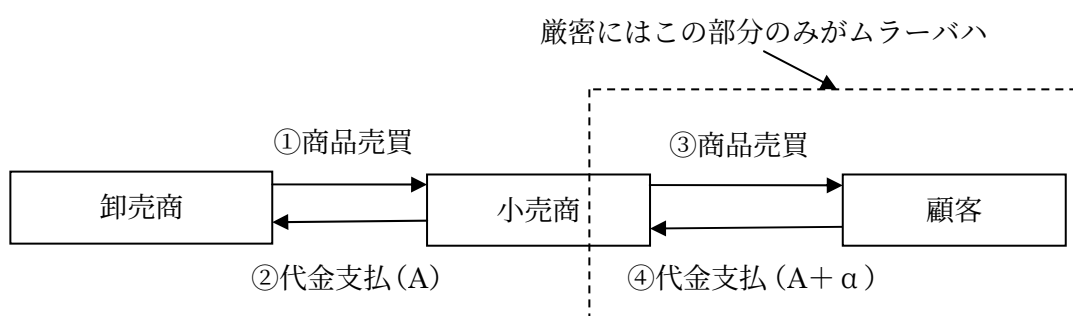
融研究の文脈では当初はまったく注目されていなかった金融手法であり、そのイスラーム法への適合性に疑問を投げかける批判が数多く出ているが、ハッラーンが行った推計によるならば、1970年代から1990年代にかけての全世界のイスラーム金融機関の与信業務におけるムラーバハの平均利用割合が80～90%に達しているとされている（al-Harran [1995: xi]）。

図3：現代のイスラーム金融における主流の金融システム



ムラーバハは、元来、財の売買契約の一種であり、売り手が、ムラーバハに先立つ売買契約によって取得した財を、その取得価格に一定の上乗せ利潤（マークアップ）を加えて買い手に販売する取引手法である（図4参照）。

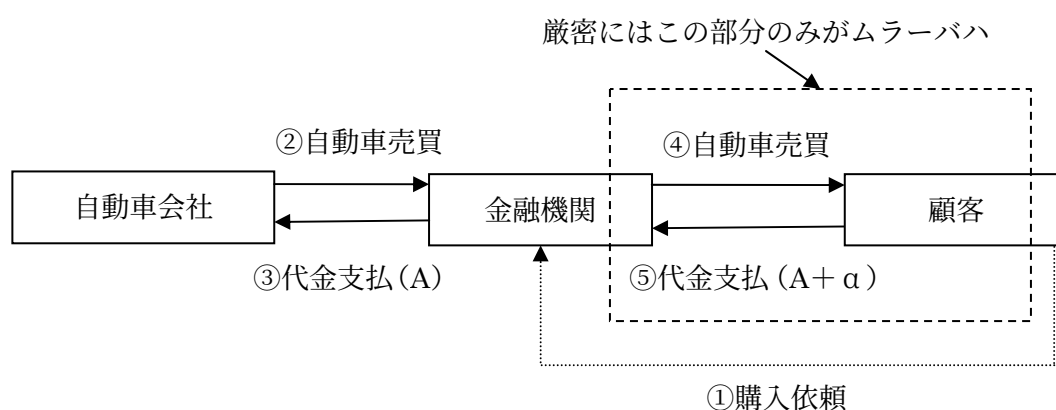
図4：ムラーバハの原理



現代のイスラーム金融での応用は次の通りである（図5参照）。近代資本主義型金融では、何らかの財の取得を考えている顧客は、金融機関から資金を借り、自らが財を購入し、利子をつけて資金を返済するのが普通だが、ムラーバハでは、イスラームで禁じられているリバー（利子）を排除するため⁴、財の売買取引という形で、資金融通の機能を代替している。すなわち、財を必要としている顧客は、まず、ムラーバハを用いた

取引を金融機関に依頼し、必要な財を指定する。その上で、金融機関は指定された財を購入し、取得価格に自らの利益を上乗せした価格で顧客に販売するという形を取る。顧客は、繰延払いで代金を支払うことになるが、支払い期間は、個々の取引で自由に設定できるため、短期の資金需要にもきわめて柔軟に対応ができる⁵。

図 5：現代のイスラーム金融におけるムラーバハ（自動車購入の場合）



このように 1970 年代以降のイスラーム金融の本格的な商業的展開では、受信側と与信側が分離されている近代資本主義型の金融システムにかなりの程度近似した金融システムが実践されることになったのであるが、このことは、イスラーム金融においても近代資本主義型の金融システムの場合と同じような流動性の問題に直面せざると得なくなかったことを意味している。しかしながら、この流動性の問題の解決策においては、イスラーム金融と近代資本主義型金融では大きく異なってくるのであり、このことがイスラーム金融に固有の流動性の問題として重要な争点となってくるのであった。なぜなら、利子が介在する取引を全面的に禁じているイスラーム金融では、何らかの形で利子に立脚している既存の金融手法や金融制度をリクイディティ・マネジメントのために利用することがイスラーム法への適合性の観点から認められないからである。

したがって、受信業務と与信業務との間の流動性ギャップをこれらの手法や制度に頼って埋めることのできないイスラーム金融機関（および、金融機関におけるイスラーム金融部門）は、例えば、受信側からの取り付け騒ぎのような突発的な流動性需要の高まりに備えて、過剰な資本を常に金融機関内部で留保する必要に迫られており、その結果、効率的な流動性の配分が妨げられているのである（Abdul Majid[2003: 4-6]）⁶。

第2節 マレーシアにおけるリクイディティ・マネジメント手法の開発とその変遷

1. マレーシアにおけるリクイディティ・マネジメント手法の開発

このようなイスラーム金融に固有な流動性の問題に早くから取り組んできたのがマレーシアであったと一般的に考えられている（Dusuki[2008]）。マレーシアは、1980年代から政府の強力なイニシアティヴによって現代イスラーム金融の実践を推進してきたことで知られている。その中でも、他の国や地域と比べたときに特筆すべき点は、マレーシアが単なる金融商品の開発を推進しただけでなく、イスラーム金融に参画している金融機関の実践を支える様々なインフラストラクチャーを整備した点であるといえよう。

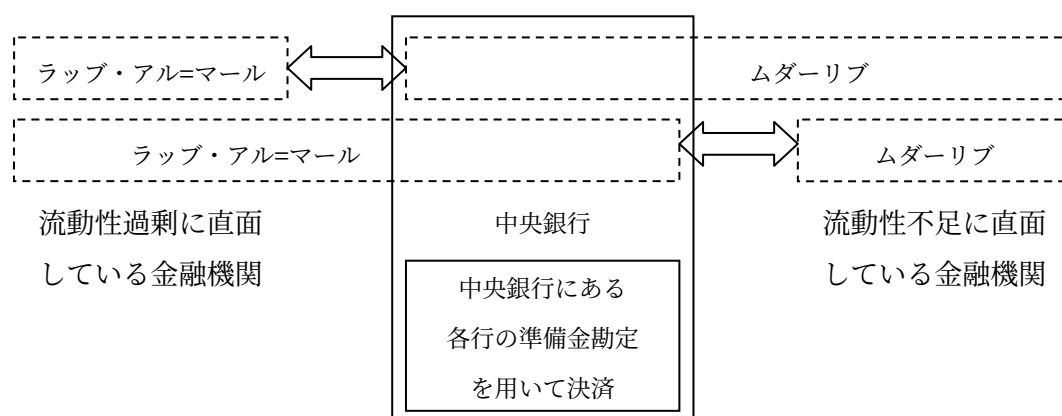
金融機関のリクイディティ・マネジメントに対するインフラの提供に限ってその変遷を見るならば、マレーシアでは、すでに1983年のマレーシア初のイスラーム銀行であるマレーシア・イスラーム銀行設立の時期からリクイディティ・マネジメントに対するインフラを整えようとしていたことが垣間見られる。それは、マレーシア中央銀行（バンク・ネガラ・マレーシア）が、政府投資法（Government Investment Act, Act 275）の下で発行した無利子ベースの政府投資証券（Governmental Investment Issue, GII）である。この1980年代のGIIは、カルド・ハサンをベースとしたものであり、通常の債券とは異なり利率が決定されておらず、イスラーム法への適合性の観点からは問題なかった。利子を代替するGIIの利益率（rate of return）は、財務省、中央銀行、経済企画庁、首相官邸直属の宗教問題部のメンバーから構成される委員会によって決定されることになっており、マクロ経済の状況やインフレ率、同種の証券の利率などが利益率の決定の際に参照されたものの、最終的には政府の「絶対的な裁量」（Wilson[2002: 36]）に委ねられており、一律の決定基準は存在しなかったとされる。また、当時のGIIはセカンダリー・マーケットで売買することが認められていなかった（Haron[1997]）。

1990年代に入るとマレーシアでは、無利子金融スキーム（Interest-Free Scheme）が導入され、既存の近代資本主義型の金融機関がイスラーム金融部門という形で、イスラーム金融の実践に参入することが認められるようになるなど、イスラーム金融の促進に本腰が入れられるようになり、それを支えるインフラの整備も急速に推進されるようになってきた。1994年1月にはイスラーム銀行間市場（Islamic Interbank Money Market, IIMM）が開設され、無利子金融スキームにもとづいて参入してきた多くの金融機関におけるリクイディティ・マネジメントを支えることになった。そこで用いられることになった金融商品は、ムダーラバ銀行間投資証券（Mudaraba Interbank Investments, MII）、ワディーア手形引受（Wadi'a Acceptance）、GII、イスラーム型マレーシア中銀手形（Bank Negara Monetary Notes-i, BNMN-i）、SBBA（Sell and Buy Back

Agreement)、SMC (Cagamas Mudaraba Bonds)、WI (When Issue)、イスラーム型手形 (Islamic Accepted Bills, IAB)、イスラーム型流通約束手形 (Islamic Negotiable Instruments, INI)、イスラーム型民間債 (Islamic Private Debt Securities)、RA-i (Rahn Agreement) など多岐に渡っている (Dusuki[2008: 177-178])⁸。

これらの金融商品のうち、イスラーム銀行間市場の開設当初に注目を集めたのがムダーラバをベースとした MII である。注目を集めた理由の 1 つとしては、長らくイスラーム金融研究において検討され、望ましい金融手法とのコンセンサスを得ていたムダーラバにもとづくスキームであったからだと考えられる。MII の具体的なプロセスは次の通りである (図 6 参照)。すなわち、流動性過剰に直面している金融機関あるいは中央銀行がラップ・アル=マールとして資金を提供し、その資金を中央銀行あるいは流動性不足に直面している金融機関がムダーリブとして利用するというものである。資金の利用期間のバラエティーはオーバーナイトから 12 ヶ月までである。利益の分配割合はあらかじめ当事者間で自由に決定することができるが、マレーシア中央銀行は 1996 年 2 月に最低ベンチマーク利益率を導入し、それをマレーシア政府投資証券の利益率 $\pm 0.5\%$ に設定をした。これは、MII を用いてリクイディティ・マネジメントをする際の取引の目安を提供することを目的としており、当該の MII 取引が必ずしもこれに従う必要はない (Wilson[2002: 36])。

図 6：MII のしくみ



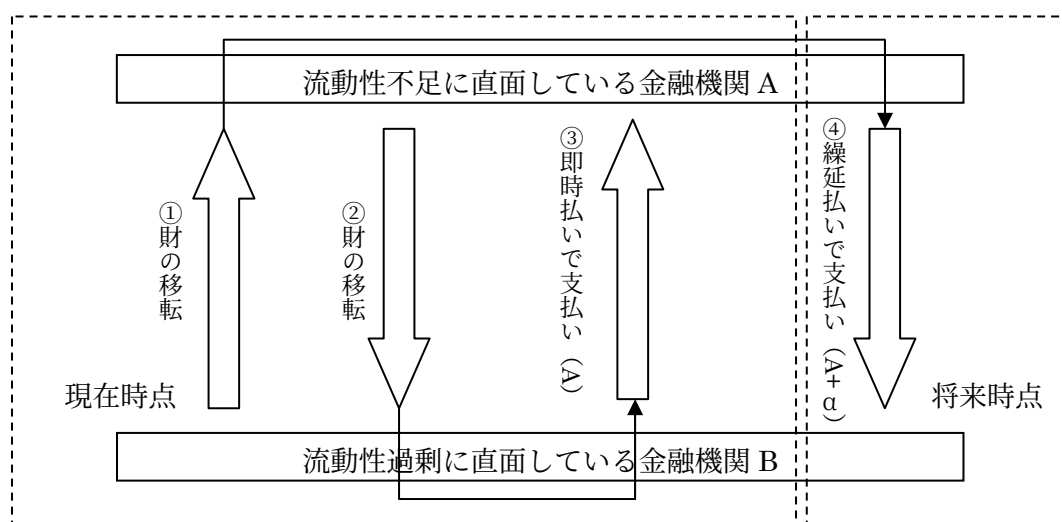
2. マレーシアにおけるリクイディティ・マネジメント手法の変容

しかしながら、マレーシアにおけるイスラーム銀行間市場で用いられる金融手法は、時期が下るにつれてムダーラバをベースとした MII から、バイウ・イーナ (*bay' īnah*) とバイウ・ダイン (*bay' dayn*) と呼ばれる手法をベースとした金融手法へとその中心

が移っていったとされている。これらの手法のしくみについては後段で詳述するが、前者のバイウ・イーナは、より容易に流動性を確保することを可能にする手法であり、後者のバイウ・ダインは、リクイディティ・マネジメントで用いる金融商品のセカンダリー・マーケットでの取引を容易にする手法である。前出で列挙したイスラーム銀行間市場で取り扱われている金融商品のうち、BNMN-i、SBBA、WI とイスラーム型民間債の一部においてバイウ・イーナおよびバイウ・ダインの手法が用いられ、IAB およびイスラーム型民間債の一部においてバイウ・ダインの手法が用いられている。さらに、1980 年代の導入当初からカルド・ハサンをベースとして発行されてきた GII についても、2001 年 6 月にマレーシア政府が、バイウ・イーナとバイウ・ダインの手法を取り入れた新しい GII を発行し、カルド・ハサンがベースだったときには不可能だったセカンダリー・マーケットでの取引を容易にし、より効率的なリクイディティ・マネジメントを可能にしている。

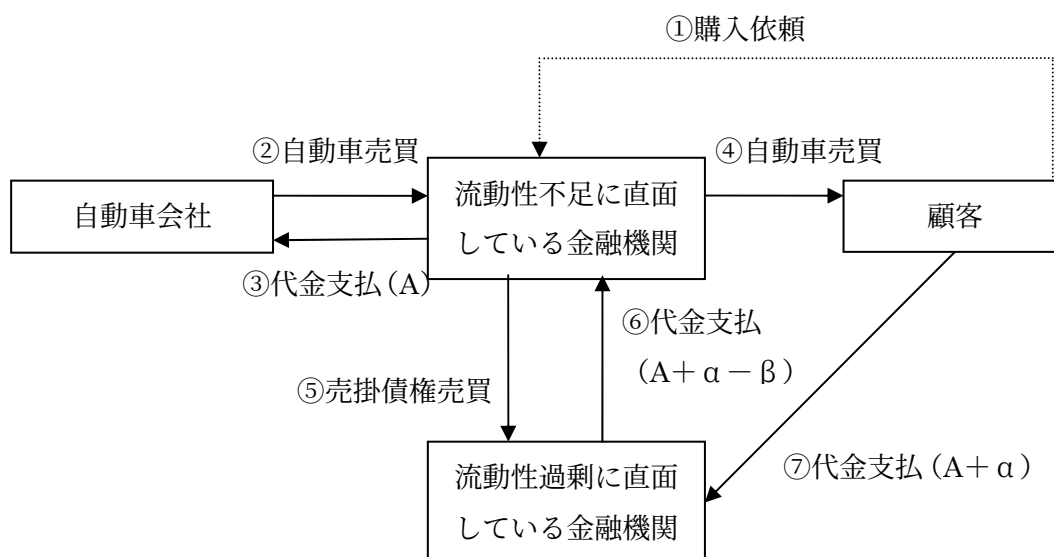
バイウ・イーナは、近代以前のイスラーム世界でも現在同様、容易に流動性を確保する手段として用いられていたようである⁹⁾。その基本メカニズムは次の通りである（図 7 参照）。まず、流動性不足に直面している金融機関 A が、流動性過剰に直面している金融機関 B から何らかの財を繰延払いのムラーバハによって購入する。その後、すぐさま、金融機関 B は、金融機関 A からその財を即時払いで買い戻す。これらの一連の過程によって、流動性不足に直面している金融機関 A は、買い戻し価格に相当する現金を得ることができ、自らの流動性不足を解決することができる。通常、ムラーバハにおける価格の方が、買い戻し価格よりも高く設定されるため、流動性過剰に直面している金融機関 B にとって、両者の価格の差額が手持ち流動性の運用益となる。

図 7：バイウ・イーナのしくみ



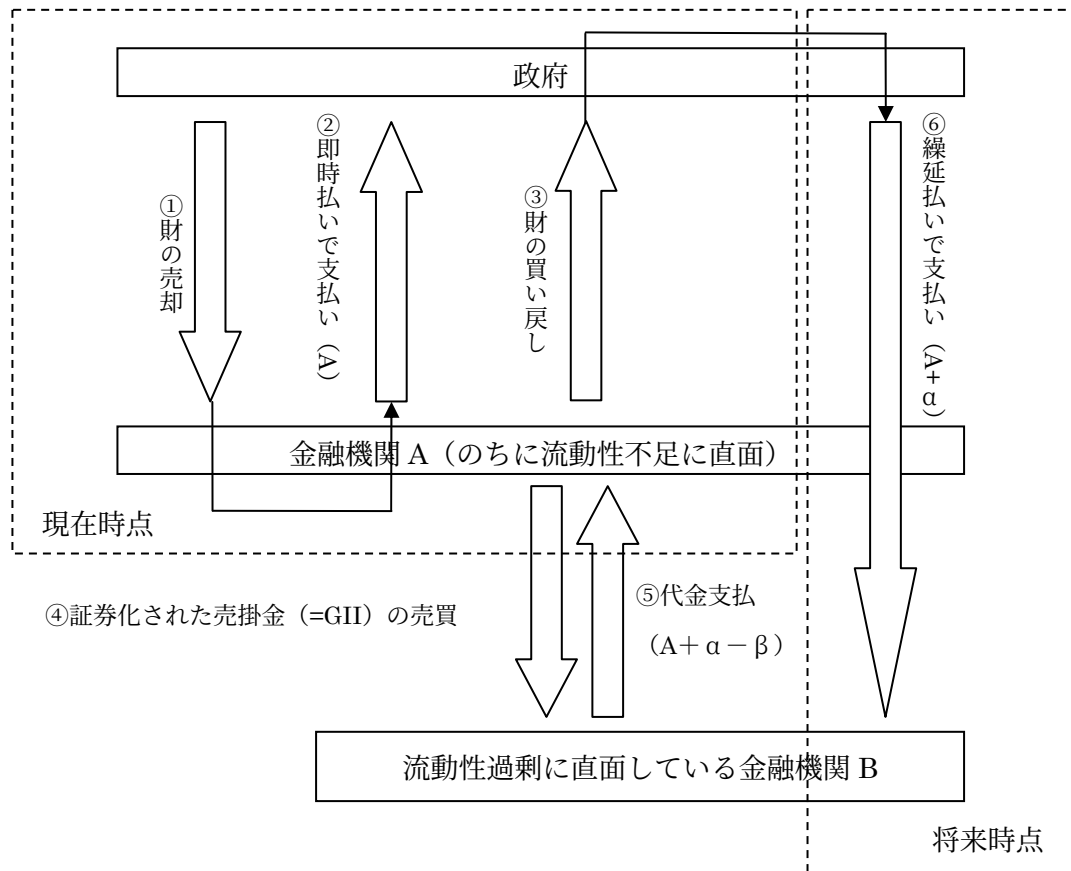
一方、バイウ・ダインは、ムラーバハの取引で発生した売掛債権の売買を可能にする手法である（図 8 参照）。与信側においてムラーバハの取引を行う金融機関にとっての流動性の問題は、商品を購入した顧客から代金の支払いが行われるまでの間は、当該の売掛金を元手として新たな融資を行ったり、受信側の支払いを行ったりすることができない点にあった。しかし、この売掛金を第三者に売買可能な証券（債券）に仕立て、割引価格で取引することを可能にするならば、リクイディティ・マネジメントを売掛債権の取引市場、すなわち、セカンダリー・マーケットを通して行うことができるようになる。そのような要請に応えたのが、バイウ・ダインであった。

図 8：バイウ・ダインのしくみ（ムラーバハの売掛金の証券化→売買の場合）



以下では、バイウ・イーナとバイウ・ダインの手法を取り入れた新しい GII のスキームを具体的に見ることで、両者を組み合わせた金融商品がいかに効率的なリクイディティ・マネジメントに貢献しているかを確認する（図 9 参照）。まず、政府が手持ちの何らかの財を現在価格で各金融機関に売却し、現在価格よりも高い価格で繰延払いによってその財を買い戻す（ここまでバイウ・イーナ）。後者の繰り延べ払いの買い戻し取引によって発生した売掛金は、第三者に売買可能な証券（＝GII）に仕立てられ、流動性に対して様々なポジションを持っている金融機関の間で取引が行われる。例えば、売掛金の支払い期限までに流動性不足に直面した金融機関はこの GII を他の金融機関に売却することで流動性を確保する（ここまでバイウ・ダイン）。最終的には、売掛金の支払い期限に GII を保有している金融機関に対して財の代金が支払われることになる。このようにして、GII の取引を通じた効率的なリクイディティ・マネジメントが行われている。

図9：バイウ・イーナとバイウ・ダインをベースとした GII



ところで、マレーシアでは、1980年代半ば以降からこのようなバイウ・イーナとバイウ・ダインの手法を利用した金融商品の開発が検討されてきており、1990年代には、イスラーム金融に参画している金融機関の与信側の取引において、顧客の流動性制約を解決する手段として広く利用されてきた¹⁰。しかし、マレーシアのイスラーム銀行間市場で、特に1990年代に、どの程度、上記でも挙げたそれらの手法を取り入れた金融商品が利用されてきたのかについての具体的な数値は明らかになっていない。この点は今後明らかにすべき課題である。

第3節 リクイディティ・マネジメント手法の多様化とグローバル化

1. マレーシアの実践に対する中東地域からの批判

それでは、このようなバイウ・イーナとバイウ・ダインをベースとした金融商品によってリクイディティ・マネジメントを行うことに対して、マレーシア以外の地域、特にもう1つのイスラーム金融の拠点である中東のイスラーム金融関係者はどのように捉えていたのだろうか。結論を先に述べるならば、中東地域に根拠を置く大部分のイスラーム法学者によってバイウ・イーナとバイウ・ダインのイスラームへの適合性に対しては疑問が投げかけられることになり、その影響下にある中東地域の多くのイスラーム金融機関では、バイウ・イーナとバイウ・ダインをベースとした金融商品によるリクイディティ・マネジメントは忌避された。以下では、バイウ・イーナとバイウ・ダインをめぐる中東地域からどのような批判がなされたのかについて、ロジックが重なる部分はあるが金融手法ごとに簡単に概観してみたい¹¹。

まず、バイウ・イーナについては、そもそも、近代以前からそのイスラーム法上の適合性をめぐる批判が繰り返られていた。ズハイリーによる簡潔なまとめによると、ハナフィー学派では、バイウ・イーナのような流動性の提供を目的とした二者間での二重取引は、2つの取引の間隔が十分に開いている場合や市場価格が大きく変動する場合を除いて禁じている。一方で、マーリク学派やハンバル学派では、当事者たちが利子付きローンを回避するための擬制的な取引であることを認識しながらバイウ・イーナの手法を用いた場合、そのような取引は禁じられるべきであるとしている (Zuqayl[2002: 45])¹²。

現代のイスラーム金融におけるバイウ・イーナを用いた金融商品に対する批判的見解の根拠は、以上で見てきた近代以前のイスラーム法学におけるマーリク学派・ハンバル学派の見解を引き継いでいるといっていよう。すなわち、バイウ・イーナを批判するのは、バイウ・イーナが単に利子付きローンを表面的に回避するためだけに用いられる擬制的な形態に過ぎない金融手法だと考えるからである。現代のイスラーム法学者による代表的なバイウ・イーナ批判としては、中東地域のイスラーム金融の実践に大きな影響を与えているムハンマド・タキー・ウスマーニーによるもの次のような批判が挙げられる。

現代イスラーム金融で用いられているバイウ・イーナは、その多くの場合において、単なる契約紙面上の売買のやりとりに終始している。ひどい場合には、取引される財が本当に当該取引に関わっているかどうか疑われることさえある。(中略) バイウ・イーナは、クルアーンやスンナとは相容れないものである (Usmani[2001:

113])。

ウスマーニーは、バイウ・イーナの利用の実態に言及し、このようにバイウ・イーナを利用した金融手法を批判している (Usmani[2001: 113])。ここで指摘されているような実態が、どこの地域・国におけるイスラーム金融の実践であるかについては、ウスマーニー自身は具体的な言及を避けているが、中東地域におけるウスマーニーの見解の影響力の強さを鑑みるならば、マレーシアにおけるバイウ・イーナによる取引の横行を批判しているものと考えてよいだろう

中東地域のイスラーム金融機関にそれぞれ設置されているシャリーア諮問委員会において出されたファトワーを概観すると、ウスマーニーの見解同様、バイウ・イーナのレジティマシーに疑問を投げかけるものが多く見受けられる。例えば、クウェート・ファイナンス・ハウス (1977 年設立) のファトワーでは、イスラーム金融機関が即時払いで購入したある会社の新規公開株式をムラーバハによって売却する場合、購入元の会社に売却することはバイウ・イーナにもとづく取引とみなし、このような取引を禁じている (KFH[n.d.: 228])。あるいは、エジプトで業務を行っていた国際イスラーム投資開発銀行 (1980 年設立) のファトワーでは、上記で述べたマーリク学派・ハンバル学派の見解に近い形でバイウ・イーナが禁止される理由を説明し、シャーフイー学派の見解を批判している (IIBID[n.d.: 6])。また、バハレーンを拠点に世界展開をしているアル=バラカ・グループのファトワーでも、禁止されるべき金融手法としてイーナへの言及がいくつか見られる (ABS[1983: 5], ABG [n.d.: 408])。これらのファトワーの傾向から、中東地域でイスラーム金融の実践に関与しているイスラーム法学者は概してイーナを用いることに批判的であるということが理解できる。そして、その影響下にある中東地域のイスラーム金融機関もイーナの枠組みを用いた金融商品の利用に消極的であることが推察できる。

一方のバイウ・ダインについては、通常の債権取引と同じように、本来の売掛金額から割り引いた価格で第三者に売却する点に対してイスラーム法の観点から批判が集中した。そのような批判の趣旨とは、売掛債権のような貨幣に準じるものを額面とは異なる価格で取引することが、貨幣同士の不等価交換に相当し、リバー概念に抵触するのではないかというものであった。

イスラーム法における債権取引については、どのような形態による取引かによって是非が分かれる。例えば、債務が生み出された当該取引の当事者同士であれば、両者が合意したどのような価格であっても、債務者がその債権を買い取ることが認められている。また、第三者に売却する場合でも、当初の債務の額でそのまま売却する場合は、等価交換であるためリバー概念には抵触せず容認されている (Rosly[2005: 437-439])。しかし、上記で説明したような債権の割引価格での第三者への売却は、そのような取引の是非を

めぐって議論が分かれている。

ズハイリーによると、近代以前のイスラーム法学においては、そのような債権の割引価格での第三者への売却はスンナ派四大法学派ともに禁止すべき取引とみなしているという（Zuqayl[1998: 24-25]）。現代のイスラーム法学の文脈においても、そのような見方が主流を占めていると言われ、例えば、1998 年の 11 月 14 日から 19 日にかけてバハレーンのマナーマで開催された OIC フィクフ・アカデミーのシャリーア諮問評議会の第 11 回会合では、次のような決議（ファトワーに相当）が出されている。

【決議番号 101（第 11 回会合における 4 番目の決議）：公的・民間セクターにおける債権の売買、債務証書のイスラーム的な代替手法について】債務者以外の者に債権を即時払いで売却することはどのような場合であっても認められない。なぜなら、それはリバー概念に抵触するからである。同様に、繰延払いでの売却も認められない。債権が貨幣の貸し借りによって発生したのだとしても、取引によって発生したのだとしても、それは同じことである（IFA[2000: 234-235]）。

この見解では、支払いの価格については述べられてはいないが、この見解が、それ以前に出されていた割引価格で取引を行うコマーシャル・ペーパーを禁止する見解に関連するものとして出されたものであるため（IFA[2000: 135]）、割引価格での第三者への売却を念頭に置いているものだと判断できる。

OIC フィクフ・アカデミーのイスラーム金融の影響力がどの地域にまでどの程度広がっているかについてはより入念に精査する必要があるだろうが、中東地域においてはバイウ・ダインにもとづく金融手法への批判的態度が主流を占めていることを考えるならば、この OIC フィクフ・アカデミーの決議は、中東地域に根拠を置く多くのイスラーム法学者の考え方を代弁しているものだと考えてよいのではないだろうか。

2. リクイディティ・マネジメント手法の多様化とグローバル化

以上で見てきたような中東地域に根拠を置くイスラーム法学者によるバイウ・イーナとバイウ・ダインへの批判を受けて、近年（2000 年代後半）はマレーシアにおいても、リクイディティ・マネジメントにおけるこれらの手法への過度の依存から脱却しようとする動きがでてきている。例えば、バイウ・イーナについて言うならば、バイウ・イーナを取り込んだ金融商品にお墨付きを与えてきたマレーシアのイスラーム法学者たちの中からも、バイウ・イーナを再考するような動きが出始めている。具体的には、2006 年 6 月 28 日から 29 日にかけてマレーシアで開催されたマレーシア中央銀行主催によるイスラーム法学者対話会議（Council in the Regional Sharī'ah Scholars Dialogue）

において、バイウ・イーナに関する次のような決議が出された（BNM[2007: 27]）。

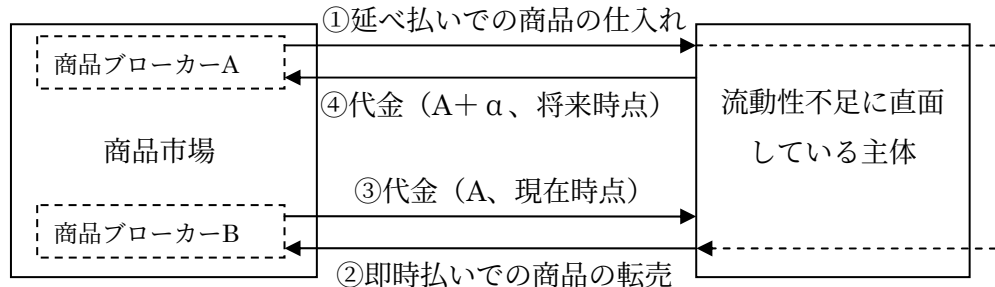
バイウ・イーナは、今もってなお、マレーシアにおける現代イスラーム金融の発展において必要とされる金融手法であるが、バイウ・イーナを取り扱う金融業務従事者たちは、厳正な手続きと書類の作成を行うことで、定められたバイウ・イーナの方法を順守しなければならない。そして、バイウ・イーナは、そのイスラームへの適合性に関して、イスラーム法学者の間で見解の統一がなされていないことから、他の金融手法の適用が困難な分野にその利用を限定することが望ましい。

この決議からは、マレーシアのイスラーム法学者のイーナの利用に対する姿勢が、以前の決議と比べて変化してきていることが読み取れる¹³。すなわち、この決議からは、マレーシアにおいてもイーナの利用をできるかぎり制限していくべきだという考えが主流になりつつあることを読み取ることができる。このことは、マレーシアにおけるイーナを容認する見解が、必ずしもマレーシアのイスラーム法学者の間におけるコンセンサスとはなっていないことを明らかにした近年の研究からも指摘できる（Rosly and Seman[2003]）。

そのような中で、バイウ・イーナやバイウ・ダインに依らないリクイディティ・マネジメントのための様々な手法の開発と利用が模索されるようになってきている。マールーンは、2000 年以降にバハレーン、マレーシア、スーダンにて用いられるようになったリクイディティ・マネジメントのための様々な手法を解説しており、コモディティ・ムラーバハ、ムダーラバ・スクーク、サラム・スクーク、イジャーラ・スクーク、ムシャーラカ・スクークなどを取り挙げている（Maroun[2002: 171-175]）¹⁴。これらの手法のうち、イスラーム金融の実践の地域的多様性の観点から興味深いのは、コモディティ・ムラーバハである。

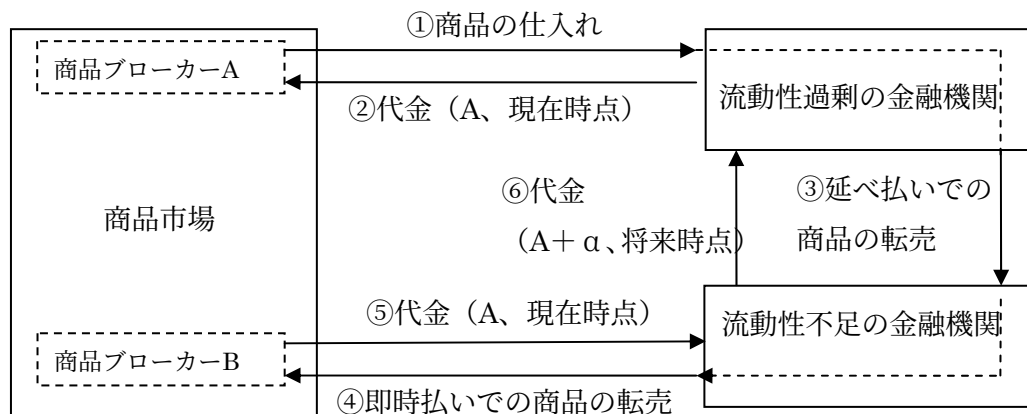
コモディティ・ムラーバハの基本的なしくみとは、流動性不足に直面している者が、財の所有者からムラーバハを用いた延べ払いで財を購入し、すぐさま第三者に即時払いで転売することで、現金の取得を可能にする手法である（図 10 参照）。バイウ・イーナと比べた場合、ムラーバハを用いた延べ払いによる取引と即時払いによる取引の組み合わせという点で、コモディティ・ムラーバハはバイウ・イーナに近い金融手法だと言えるが、取引される財が、最終的に第三者に転売されるという点が大きく異なっている。

図 10：コモディティ・ムラーバハの基本的なしくみ



金融機関のリクイディティ・マネジメントで用いられているコモディティ・ムラーバハでは、次のようなメカニズムを取ることで金融機関の間での流動性の融通を可能にしている（図 11 参照）。まず、流動性過剰に直面している金融機関 A が商品市場から財を購入する。そして、流動性不足に直面している金融機関 B は、金融機関 A が仕入れた財をムラーバハによって仕入価格よりも高い価格で購入する。その後、金融機関 B は、その財を商品市場に転売することで換金を行う。一般に、財の仕入れ先と転売先は、巨大マーケットを形成する商品取引所である場合が多く、取引される財は、亜鉛、青銅、ニッケル、錫、銅のように金属が多い。そして、コモディティ・ムラーバハのスキームを利用する際には、一連のメカニズム（仕入れから転売まで）を必ず履行するという条件が付く場合が多い。

図 11：イスラーム金融におけるリクイディティ・マネジメントのためのコモディティ・ムラーバハ



ちなみに、コモディティ・ムラーバハは、金融機関のリクイディティ・マネジメント以外にも、長岡〔2008〕でも詳細に論じられているように、イスラーム金融における消費貸借手法としても 2000 年代以降、中東地域のイスラーム金融機関で用いられ始めており、こちらの手法を指す場合には、イスラーム法学で言及のあるタワッルク (*tawarruq*) の名称を使うことが通例であるが、しくみ自体は、コモディティ・ムラーバハもタワッルクも同じである。イスラーム法学の観点から金融手法をカテゴライズするならば、コモディティ・ムラーバハもタワッルクの一種と表現すべきところだが、通例に従って、本研究では、コモディティ・ムラーバハの語を用いることにする。

マフムード・エル＝ガマルの指摘によるならば、コモディティ・ムラーバハは中東地域、それも湾岸諸国において近年、最も多く用いられているリクイディティ・マネジメントの手法であるとされている (El-Gamal[2006: 69])。一方で、バイウ・イーナやバイウ・ダインをベースとしたリクイディティ・マネジメントの手法に依存してきたマレーシアにおいても、近年、コモディティ・ムラーバハによるリクイディティ・マネジメントが注目を集めている。2005 年 7 月 28 日に開催されたマレーシア中央銀行のシャリーア諮問委員会の第 51 回会合において、リクイディティ・マネジメントのための金融手法として、コモディティ・ムラーバハを用いることが承認された (BNM[2007: 21-22])。そして、2007 年 4 月には、マレーシア中央銀行が、ヤシ油を取引対象商品とするコモディティ・ムラーバハを用いたリクイディティ・マネジメントを可能にするプログラム (コモディティ・ムラーバハ・プログラム、CMP) をスタートさせ、コモディティ・ムラーバハを用いたリクイディティ・マネジメントに積極的な姿勢を見せている¹⁵⁾。

また、世界レベルで見ると、バハレーン、ブルネイ、インドネシア、マレーシア、パキスタン、スーダンとイスラーム開発銀行の手によって 2002 年にバハレーンに設立された国際イスラーム金融市場 (International Islamic Financial Market, IIFM) は、2008 年 10 月に、コモディティ・ムラーバハによる国際取引で円滑に進めるためのガイドライン (Master Agreement for Treasury Placement, MATP) を策定するなど、世界各地のイスラーム金融機関の流動性を包括的に管理するための具体的なアーキテクチャが形成されつつある。

このような近年のイスラーム金融におけるリクイディティ・マネジメントのための金融手法の動きを見るならば、1990 年代に見られたようなマレーシアと中東地域の地域的な差異としては捉えることができなくなっていることが明らかとなるだろう。

1. 結論

以上の考察からは導くことのできる結論について、別稿（長岡[2008]）での結論との整合性を考えながらまとめてみたい。第 1 に、消費貸借手法の検討で明らかになった 1990 年代における中東地域とマレーシアの間での「西厳東緩」の傾向については、リクイディティ・マネジメントの手法についても傾向自体があることは確認できた。しかしながら、1990 年代初頭からそのような傾向が必ずしも観察できたわけではないことに注意すべきである。というのも、1994 年にスタートしたマレーシアのイスラーム銀行間市場においては、当初はすでに見てきたように多様な金融商品がリストアップされ、「西厳東緩」の傾向の立役者でもあるバイウ・イーナとバイウ・ダインにもとづく金融商品以外の手法（例えば、MII）も広く利用が試みられていたからである。

各金融商品の具体的な利用割合の数値については、本研究では明らかにできなかったが、リクイディティ・マネジメントの手法において「西厳東緩」の傾向が見られるようになるのは、消費貸借手法の場合よりも若干時間軸がずれて、1990 年代後半から 2000 年代前半までの間とするのが適切ではないかと思われる。ただし、この点は数値データおよび多くの事例の提示等によってタイムスパンを厳密に確定させていく作業が必要であるのは言うまでもない。

第 2 に、消費貸借手法の検討では 2000 年代にはイスラーム金融の多様性は必ずしも地域的差異という構図によっては描くことができないことが明らかとなったが、この点については、コモディティ・ムラーバハによる世界規模でのリクイディティ・マネジメントを円滑に行っていくためのアーキテクチャ作りが中東地域と東南アジアの国々が参加している国際イスラーム金融市場のイニシアティブで進められているという点や、マレーシアがバイウ・イーナやバイウ・ダインに依存しないリクイディティ・マネジメントにシフトさせつつある動きからも、同様の結論を導くことができると思われる。

本研究では、スクークを用いたリクイディティ・マネジメントの手法については、スクークの地域的差異や多様性を考えること自体が 1 つの大きなトピックとなるため考察の対象から外してきたが、スクークについてもバイウ・ダインに依存せざるをえないムラーバハ・スクークへの依存からマレーシアが脱却し始めているとい分析（Nagaoka [2007: 91]）があることから、リクイディティ・マネジメントの手法の多様性の分析の中にスクークを含めたとしても結論に代わりはないものと思われる。

2. 残された課題—Back to the 1970/80s—

最後に、リクイディティ・マネジメントの手法の検討の文脈において「西厳東緩論」を再考するために本研究ではなしえることができなかった課題についていくつか列挙しておきたい。

本研究では、1980年代から2000年代までのマレーシアにおけるリクイディティ・マネジメントの手法の変遷とそれに対する中東地域の批判的反応を見ることで、「西厳東緩」の傾向が一時期見られることを明らかにしたわけであるが、肝心の中東地域におけるリクイディティ・マネジメントがどのように行われていたかの実態についてはまったく明らかにできなかった。

一部の研究においては、同時期中東地域の多くのイスラーム金融機関では潜在的な流動性不足に直面するのに備えて、過剰な流動性を抱えていたと述べられている (Salman[2006])。このことは、2001年に当時のバハレーン通貨庁 (現：バハレーン中央銀行) が行ったサンプル調査で、調査対象となったイスラーム金融機関の資産総額136億米ドルのうち、半分の63億米ドルが流動資産であることを明らかにしていることから支持できる見解である (Khan and Ahmed[2001: 147])。このような過剰な流動性を抱えていることが、果たしてリクイディティ・マネジメントの手法の欠如の産物なのか、あるいは、そうではなくリクイディティ・マネジメントのための金融手法があったにもかかわらず十分に機能していなかったのか。これらの問いに対しては今後の現地調査で明らかにしていくべきであろう。

リクイディティ・マネジメントの手法を取り上げた本研究、および消費貸借手法を取り上げた別稿 (長岡[2008]) では、1990年代 (あるいは1990年代後半から2000年代前半まで) に見られた「西厳東緩」の傾向の一過性を、2000年代 (あるいは2000年代後半) との対比によって描いてきた。しかし、1970年代のイスラーム金融の本格的展開から1980年代に至るまでの中東地域のイスラーム金融機関におけるリクイディティ・マネジメントの経験を明らかにしない限りは、1990年代の「西厳東緩」の傾向を一過性と断じるわけにはいかない。イスラーム金融におけるリクイディティ・マネジメントを扱った近年の多くの研究においては、1970年代から80年代までの中東地域における当該の歴史的経験がほとんど程度捨象されている¹⁶。

さいわい歴史的経験に対して見通しを与えてくれる数少ない貴重な研究の中で、1980年代の中東地域のイスラーム金融機関が、ロンドン金属取引所 (London Metal Exchange, LME) を通じてコモディティ・ムラーバハによるリクイディティ・マネジメントを行っていたことがわずかながら明らかにされており (Wilson[2007: 3], Tag El-Din[2007])、この事実を手がかりに同時期中東地域のイスラーム金融機関におけるリクイディティ・マネジメントの実態に迫る必要があると思われる。同時に、当時の

コモディティ・ムラーバハと現在拡大しているコモディティ・ムラーバハのあり方の違いや連続性についても検討することで、近視眼的になりがちな昨今のイスラーム金融研究に対して一石を投じることができるであろう。

また、本研究では、主にイスラーム金融内部の動態からリクイディティ・マネジメントの手法の多様性やその変遷について論じてきたが、当然のことながらこれらのダイナミズムが、イスラーム金融が展開している地域の政治・経済・社会動態から規定されることも忘れてはならない。例えば、マレーシアを含めた東南アジア地域では、1990年代後半に起きたアジア通貨危機が金融システムのあり方に大きな影響を与えており、同地域のイスラーム金融の展開のあり方、さらにはそこで用いられるリクイディティ・マネジメントの手法のバリエーションにも何らかのインパクトがあったものと考えられる¹⁷。したがって、今後は、そのようなイスラーム金融外部のアクターや突発的ショックとの関係性も視野に入れて考察を進めていく必要があるといえる。

(注)

¹ この「西厳東緩」という表現では、中東地域を西、マレーシアを東に位置づけている。このような方向づけを行う根拠は、イスラーム金融の実践が環インド洋を囲むようにして（遠くはヨーロッパも含んで）展開されているところにある。

² われわれになじみのある利子にもとづいた金融商品のみを取り扱っている金融システムをどのように呼ぶかについてはきわめて難しい問題をはらんでいると筆者は考える。イスラーム金融を扱っている英語文献では、conventional という言い方が定着しているが、日本語文献においてはまだ定まった言い方がない（コンベンショナル、従来型、在来型、利子付きなど）。筆者は、これまでの自著論文の中で、そのような金融のことを「在来型金融」と呼んできた。しかし、イスラーム金融の歴史的な位置づけを考える場合、近代資本主義とともに新たに誕生し、その展開とともに発達してきた金融システムに対して「在来」という修飾をつけることは必ずしも適切ではないと思われる。従って、筆者はより時間・地域限定的な意味合いを帯びる「近代資本主義型金融」という語を用いることを提唱したいと考えており、本研究でもこの方針に従うことにする。

³ このような準備金を設けることについては、ムダーラバ本来の理念から逸脱するものとしてイスラーム法学の観点から批判がある（Saeed[1999(1996): 57-58]）。

⁴ 現代のイスラーム金融の文脈では、イスラームが禁じているリバーはすべての利子に相当するというコンセンサスが成り立っている。したがって、以下の叙述ではリバーと利子を同義のものとして扱う。

⁵ 現代イスラーム金融では、ムラーバハの支払いは、繰延払いで行われることが多いため、ムラーバハの原理自体が繰延払いを伴っていると思われることが多い。しかし、元来、イスラーム法では、ムラーバハの支払いは、即時払い・繰延払いのどちらも認めているため、このような繰延払いが主流を占めるようなムラーバハのあり方は現代的な特徴であるといえよう。マレーシアでは、即時払いによるムラーバハと繰延払いによるムラーバハを区別するために、前者を単にムラーバハと呼び、後者を、バイウ・ビサマン・アージュル（bay¹ bi-thaman ²ajjal）、あるいはその頭文字をとってBBAと呼ばれている（バイウ・ムアッジャル、bay¹ mu²ajjal と呼ぶ場合もあり）（Rosly[2005: 88]）。ただし、中東地域やパキスタンでは、繰延払いによるムラーバハも単にムラーバハと呼ばれているため注意が必要である。

⁶ 例えば、近代資本主義型の金融機関とイスラーム金融機関のバランス・シート上の特徴を比較した研究では、イスラーム金融機関の方が、自己資本比率が相対的に高く、ROE（株主資本利

益率)が低くなっていることが明らかにされている (Tilva and Tuli [n.d.])。

⁷ 以下のマレーシアにおける金融機関のリクイディティ・マネジメントに対するインフラの提供の変遷の記述については、Wilson 2002; Hakim [2007] を参照した。

⁸ これらの各手法の詳細な説明については、Hakim [2007] の 164～168 頁を参照。

⁹ [森本 1970: 72-73] を参照。

¹⁰ 具体的な商品のアラカルトや規模については、長岡 [2008] を参照。

¹¹ 批判の詳細とマレーシアに根拠を置くイスラーム法学者からの反批判については、Nagaoka [2007] および長岡 [2008] を参照。本研究の以下の記述は、これらの論考と重なる部分があることをあらかじめ断っておきたい。

¹² ちなみに、シャーフィイー学派については、バイウ・イーナを基本的に認められる取引として捉えているとするのが一般的であるが、その根拠は、取引の一連の過程が適切に完了し、利子付きローンを回避するという意図が明るみにならないとすれば問題ないとするシャーフィイーの見解にあるとされている (Norzrul Thani et al.[2003: 68])。

¹³ マレーシアには、国内のイスラーム金融に影響力のあるシャリーア諮問委員会が2つ存在する。

1つは、マレーシア国内のイスラーム金融機関の証券業務に関する見解を出すマレーシア証券委員会に設置されたシャリーア諮問委員会 (Shariah Advisory Council of Securities Commission, 1996 年設置)、もう1つは、イスラーム銀行およびイスラーム保険会社を統括し、それらの業務に関する見解を提示するマレーシア中央銀行に設置されたシャリーア諮問委員会 (Shariah Advisory Council of Bank Negara Malaysia, 1997 年設置) である。最初にイーナに関する見解を提示したのは、マレーシア証券委員会のシャリーア諮問委員会であり、1997 年 1 月 29 日に開催された第 5 回会合において、イーナに関するイスラーム法学派間の見解の相違を検討したあとで、イーナを容認するシャーフィイー学派 (とそれに近い見解を持つザーヒル学派) の見解を受け入れる旨の決議を出した。その上で、イーナの具体的な応用方法として、手持ちの財を売買することによる短期の流動性確保の方法を取りあげている (SC[2006(2002): 22])。一方のマレーシア中央銀行のシャリーア諮問委員会も、翌年 (1998 年) 12 月 23 日に開催された第 8 回会合において、イーナのレジティマシーを俎上に載せ、イスラーム金融機関が近代資本主義型金融機関との競争力を維持するために安定した流動性の確保が必要との認識から、まず、イスラーム銀行間市場におけるイーナを用いた取引を容認する決議を出すことになった (BNM[2007: 25-26])。

¹⁴ 本研究では、これらの金融手法の具体的なしくみについて詳述する余裕はないため、詳細は Maroun [2002] の当該箇所を参照。

¹⁵ *Arab News*, 2007 年 6 月 18 日。

¹⁶ 次の文章で述べるように、コモディティ・ムラーバハは、1980 年代にロンドン金属取引所を通じて中東地域のイスラーム金融機関によってリクイディティ・マネジメントの手法として用いられていた。しかし、デュスキの論考では、コモディティ・ムラーバハによるリクイディティ・マネジメントの実践は、昨今初めて登場してきたものと述べられており、1980 年代の経験がまったく捨象されている。(Dusuki[2008: 181])

¹⁷ このような外部アクターとの関係性を視野に入れた考察の必要性については、本研究会の主査である福田安志氏から多くの示唆を受けた。

[参考文献]

<日本語文献>

長岡慎介 2008. 「イーナとタワッルクからみた現代イスラーム金融のダイナミズムー地域の多元性から東西市場の融合へ」『イスラーム世界研究』2 (1) : 163-182.

<英語・アラビア語文献>

Abdul Majid, A. R. 2003. “Development of Liquidity Management Instruments: Challenges and Opportunities,” presented at *International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision* (30 Sept. - 3 Oct. in Jakarta, Indonesia).

ABG (Al-Baraka Banking Group) n.d. *Sharia Opinions (Fatwa) on Murabaha*. Manama: Department of Research & Development at Al-Baraka Banking Group (ABG), No. 408.

ABS (1st Al-Baraka Seminar). 1983. *Fatwā Dalla al-Barakah fī Nadwa al-Baraka al-ḥadīth*. No. 5.

Adam, N. J. and A. Thomas eds. 2004. *Islamic Bond: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books.

BNM (Bank Negara Malaysia) 2007. *Shariah Resolutions in Islamic Finance*. Bank Negara Malaysia.

Dusuki, A. W. 2008. “Commodity Murabahah Programme (CMP): An Innovative Approach to Liquidity Management,” in M. D. Bakar and E. R. Adawiah eds., *Essential Readings in Islamic Finance*. Kuala Lumpur: CERT Publications, pp. 169-192.

El-Gamal, M. 2006. *Islamic Finance: Law, Economics and Practice*. New York: Cambridge University Press.

Hakim, S. R. 2007. “Islamic Money Market Instruments,” in K. Hassan, and M. K. Lewis. I *Handbook of Islamic Banking*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 161-171.

al-Harran, S. ed. 1995. *Leading Issues in Islamic Banking and Finance*. Petaling Jaya: Pelanduk Publications.

Haron, S. 1997. *Islamic Banking: Rules and Regulations*. Petaling Jaya: Pelanduk Publications.

Haron, S. and B. Shanmugam. 1997. *Islamic Banking System: Concepts and Applications*. Petaling Jaya: Pelanduk Publications.

- IFA (Islamic Fiqh Academy). 2000. *Resolutions and Recommendations of the Council of the Islamic Fiqh Academy*. Jeddah: Islamic Research and Training Institute.
- IIBID (Islamic International Bank for Investment and Development). n.d. *Al-Fatwā al-Sharīyah fī Muʿmalāt al-Bunḳ*. al-Qāhirah: Al-Maʿrif al-Islām al-Duwalī li-l-Istithmār wa al-Tanmīyah, No. 6.
- Ismail, A. G. and S. Shahimi 2007. "Profit Equalization Researve Decisions: An Empirical Analysis of Islamic Banks in Malaysia," *Working Paper in Islamic Economics and Finance* No. 0605, Islamic Economics and Finance Research Group, Universiti Kebangsaan Malaysia.
- KFH (Kuwait Finance House). n.d. *Al-Fatwā al-Sharīyah fī al-Masʿūl al-Iqtīdīyah*. al-Kuwayt: Bayt al-Tamwīl al-Kuwaytī, No. 228.
- Khan, M. S. 1987. "Islamic Interest-Free Banking: A Theoretical Analysis," in M. S. Khan and A. Mirakhor. *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*. North Haledon: Islamic Publications International, pp. 15-35.
- Khan, T. and H. Ahmed. 2001. *Risk Management: An Analysis Of Issues In Financial Industry Islamic Research*. Jeddah: IRTI/IDB.
- Maroun, Y. S. 2002. "Liquidity Management and Trade Financing," in S. Archer and R. A. Abdel Karim eds., *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 163-175.
- Mirakhor, A. 1989. "Theory of An Islamic Financial System" in B. al-ʿAsani and A. Mirakhor eds., *Essays on Iqtīd: The Islamic Approach to Economic Problems*. Silver Spring: NUR Corp., pp. 169-198.
- Nagaoka, S. 2007. "Beyond the Theoretical Dichotomy in Islamic Finance: Analytical Reflections on *Murābahah* Contracts and Islamic Debt Securities." *Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies* 1(2), pp. 72-91.
- Norzrul Thani, N. and et al. 2003. *Law and Practice of Islamic Banking and Finance*. Petaling Jaya: Sweet & Maxwell Asia.
- Rosly, S. A. 2005. *Critical Issues on Islamic Banking and Financial Markets*. Bloomington: Author House.
- Rosly, S. A. and A. C. Seman. 2003. "Juristic Viewpoint on *Bayʿ al-ʿīnah* in Malaysia: A Survey," *IIUM Journal of Economics and Management* 11(1), pp. 87-111.
- Saeed, A. 1999(1996). *Islamic Banking and Interest: A Study of the Prohibition of Riba and its Contemporary Interpretation*. 2nd ed. Leiden: Brill.

- Salman, S. A. 2006. "Liquidity Risk and Liquidity Management in Islamic Banks," presented at *Distance Learning Course: Current Issues in Islamic Finance*, Lecture 4 by IRTI/IDB.
- SC (Securities Commission). 2006 (2002). *Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council*. 2nd ed. Kuala Lumpur: Securities Commission.
- Siddiqi, M. N. 1983. *Banking without Interest*. Leicester: Islamic Foundation, Originally published in Urdu in 1969.
- Siddiqui, S. H. n.d. "Islamic Banking: True Modes of Financing" from www.islamic-banking.com/aom/ibanking/sh_siddiqui.php
- Tag el-Din, S. 2007. "Experience of Islamic Banking in Britain," presented at Takushoku University, Japan, 21 July.
- Tilva, R. and J. Tuli. n.d. "Islamic Banking: A New Era of Financing," from www.globalwebpost.com/farooqm/study_res/i_econ_fin/tilva_tuli_ibanking.pdf
- Usmani, M. T. 2001. *Riba (Interest): Given by The Supreme Court of Pakistan 23rd December 1999*. Petaling Jaya: The Other Press.
- Wilson, R. 2002. "The Evolution of the Islamic Financial System," in S. Archer and R. A. Abdel Karim eds., *Islamic Finance: Innovation and Growth*. London: Euromoney Books, pp. 29-41.
- , 2007. "Islamic Finance in Europe," *RSCAS Policy Papers* 2007/02, Robert Schuman Centre for Advanced Studies, European University Institute.
- Zuqayl, W. 1998. *Bay' al-Al-dayn fī al-Sharī'a al-Islāmiyya*. Jidda: Markaz al-Abqath al-Iqtiḍā al-Islāmī.
- , 2002. *Al-Muḥmalāt al-Māliyya al-Muḥira*. Dimashq: Dār al-Fikr.

