

イスラム金融とコーポレートファイナンス

—発行決定要因と資金調達序列の検証—

名古屋市立大学大学院経済学研究科附属経済研究所 永野 護

要約

本稿は、世界最大のイスラム債市場を持つマレーシアと、イスラム銀行市場を持つ中東湾岸6カ国に焦点を充て、同地域においてイスラム債発行、イスラム銀行借入を実施した企業の特徴を分析した。他の資金調達手段を利用する標本企業との比較分析の結果は次の通りである。第一に、イスラム金融を用いた資金調達は、債券発行、銀行借入ともに、通常の銀行借入、普通債発行等よりも、資金調達序列上、優先的に用いられている。すなわちイスラム金融は、内部資金の次に用いられ、次いで通常の外部資金調達手段が選択される。第二に、イスラム金融利用企業の条件は、規模が大きく、収益性が高いことが前提であるが、必ずしもこれらの企業の成長性や生産性が未利用企業を上回っているわけではない。つまり、イスラム金融の利用と企業の事業活動は必ずしも強い関係を持つわけではない。第三に、イスラム金融による大企業の資金調達は、同業種内他企業の資金調達に寄与している傾向が見られる。この点は、特にマレーシアにおけるビジネス・グループ内金融の存在が影響を与えているものと思われる。

JELコード：G20、G21、G32

キーワード：企業金融、債券発行、イスラム金融

1. 問題意識

2008年7月4日、トヨタ自動車が三菱東京UFJ銀行を主幹事としてクアラルンプールでイスラム債（以下スクーク）を発行している。また、ロンドン市場におけるスクーク発行額は、中東市場に匹敵する規模に拡大しており、企業金融としてイスラム金融を利用する企業は、イスラム圏内外を問わず、世界的に増えつつある。高い信用力、短い償還期間が、投資家に選好される、と言われるイスラム金融は、スクーク市場における資金調達額が2007年470億ドル、銀行借入額が293億ドルに達するなど、すでに国際金融市場ではその存在感が大きい。その存在感の大きさの一因は、メディアを通じたイスラム金融の報道があげられるが、一方で、近年の石油・資源価格高が、中東地域からの対外債券投資を拡大させていることも一因としてあげられるだろう。資源インフレによる富の移転を享受した地域にイスラム圏が

多いことも、その存在感を高める背景にあると見られる。人口規模の面でも、中国13億人、インド11億人に次ぐ市場規模を持つイスラム社会10億人のマーケットで事業展開を狙う多国籍企業には、イスラム金融による資金調達活動は魅力的である。企業金融にイスラム金融を選択することで、財・サービス市場での現地化を進める事業活動には、こうした動機づけがあると見込まれる。

資金調達市場として、世界的に利用企業が増加傾向にあるにも関わらず、イスラム金融市場の構造には未解明の部分が多い。これまで発刊された数多くのイスラム金融に関する書籍は、いずれも歴史的経緯や資金調達スキーム等の紹介にとどまっており、定量的な検証を試みた文献は国外にもほとんど見られない。本稿の問題意識は、イスラム金融を、これまでの企業金融理論に照らし合わせた場合に、いかなる評価が可能かという点にある。本稿は、企業金融に関わる全ての理論的枠組みから、イスラム金融を評価することはできない。しかし、イスラム金融を用いる企業の全般的特徴、資金調達序列上の位置づけ、イスラム金融を利用した企業はその後生産性を改善させているか、の3点からの分析を実施することで、その状況を体系的に把握することを目的とする。その意味では、本稿で明らかにしたい点は、本来は、イスラム法（シャリア）に則った資金調達手段であるイスラム金融が、その発展の過程で、市場メカニズムに適応した資金調達市場としての構造を育み、そしてそれが今日、資金調達者を急増させる結果につながっている、との仮説が妥当であるかを検証する。この仮説を、イスラム金融利用者の規定要因、内部資金及び通常の企業金融と比べた資金調達序列、利用企業の実績の、3つの個別仮説を検証することで、この全体像を確認する。

本稿の構成と分析の手順は次の通りである。まず次節では、確認のため、近年のイスラム金融の拡大がいかなる状況であったかを、スクーク市場、銀行市場を中心に概観し、その上で上記の仮説の詳細を説明する。この仮説を立証するため、続く第3節では、世界最大のマレーシア市場における、スクーク発行企業、未発行企業、それぞれの特徴を比較し、資金調達者としてのスクーク市場参加者の特徴を実証的に明らかにする。第4節では、イスラム銀行市場における借入企業と非借入企業の分析を進める。イスラム銀行市場で最も規模が大きいのが中東湾岸諸国であるため、湾岸協力諸国6カ国（アラブ首長国連邦、サウジアラビア、クウェート、バーレーン、オマーン、カタール）企業を標本として、イスラム銀行借入企業と非借入企業の特徴を比較する。第3、4節において、スクーク発行企業とイスラム銀行借入の規定要因、それぞれの資金調達序列を明らかにした後、第5節では、イスラム金融利用企業、未利用企業の全要素生産性を比較分析する。最後に、実証結果を踏まえた考察を提示し、結論を導出することとする。

2. 背景

もともと、イスラム債（以下スクーク）市場は、1995年時点では4億USドルの規模に過ぎなかったが、2000年以降この市場は急拡大し、2004年以降はさらにその増加テンポが加速化している。2007年の世界のイスラム債発行額は470億ドルに達し、前年の1.7倍に拡大、2001年比では60倍に達する。近年のイスラム債発行市場急拡大の要因は単純である。第一に、マレーシア・クアラルンプール市場の市場拡大テンポが急速に上昇したこと、第二にムラバハ・スクーク、イジャラ・スクーク、ムシャラカ・スクークと呼ばれるタイプの債券の発行額が増えたためである。このクアラルンプール市場

がイスラム債市場のメッカとなり、また後述するイスラム債市場内競争を経て優れた仕組みを持つ商品が台頭してきたことが、今日の急速な市場拡大につながっている。

世界のスクーク市場の発行体を見てみると、近年の特徴は次の2点である。第一に、マレーシアを除くと、イスラム債の主たる発行体は金融機関もしくは特別目的会社（SPC）であり、特に前者はイスラム債が金融仲介機能の役割の一部を担っている。第二に、近年の発行市場の急拡大に対し、運用側の投資規模が拡大している。特に、世界的な石油価格の上昇により現金収入が増加した中東諸国が、運用対象としてのイスラム債を重視し始めている。2001年から2008年7月までに発行されたイスラム債の償還期間の分布を見てみると、最も多いのが償還期間5年以上10年未満の債券であり全体の40%を占める。償還期間10年以上の債券も29%と、高い比率を示しており、イスラム債により調達された資金の7割近くは、5年以上の長期資金である。また、マレーシア最大の格付機関、MARCの格付けによると、マレーシア発行市場で発行されたイスラム債の格付けの分布は、“AAA”が18%、“AA”が20%、“A”が61%と“A”以上の格付けが99%を占める。発行後の流通市場の格付けを見ると、発行時点よりも信用力を悪化させる企業が若干存在するため、“BBB”、“BB”がそれぞれ4%、1%存在するが、それでも95%は“A”以上の格付けに留まっている。実際、マレーシアのみならず、全イスラム債市場のデフォルト履歴を見てみても、2001年以降に発行されたイスラム債のデフォルトは皆無である。

イスラム銀行市場の融資規模は、2004年時点で13億ドルと、完全にスクークの急成長の陰に隠れた存在であったが、2005年以降の3年間は、85億ドル、193億ドル、293億ドルと着実に拡大の歩みを見せている。1998年以降、イスラム金融育成策を中央銀行バンク・ネガラ・マレーシアの主導により進めてきたマレーシアは、スクーク市場という直接金融型のイスラム金融育成に成功した。これに対し、中東湾岸諸国は、2005年の外国銀行への参入規制に象徴されるように、イスラム銀行市場の育成という間接金融型のイスラム金融育成を進めてきた。国別にイスラム銀行市場規模を見てみると、最も活況を示しているのがサウジアラビアでこの時期、2008年1-7月は171億ドルの融資を記録している。アラブ首長国連邦が続いて85億ドル、マレーシアが50億ドルの規模である。スクークと異なり、欧州においてもイスラム銀行市場は急拡大の過程にあり、英国が同1-7月期に48億ドルの約定契約締結、またフランスも2件の融資が行われている。特に英国は、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）が8月に入り、マレーシアでのイスラム金融子会社設立を発表するなど、英国外においても英国出身銀行の進出が際立っている。

図表 イスラム金融市場での資金調達額の地域別推移

	スクーク				銀行借入			
	計	マレーシア	中東湾岸6カ国	その他	計	マレーシア	中東湾岸6カ国	その他
2005	12,034 (100.0%)	8,747 (72.7%)	2,341 (19.5%)	946 (7.9%)	8,528 (100.0%)	102 (1.2%)	7,848 (92.0%)	578 (6.8%)
2006	27,167 (100.0%)	15,048 (55.4%)	11,191 (41.2%)	928 (3.4%)	19,273 (100.0%)	230 (1.2%)	18,443 (95.7%)	600 (3.1%)
2007	46,950 (100.0%)	26,529 (56.5%)	18,710 (39.9%)	1,711 (3.6%)	29,312 (100.0%)	70 (0.2%)	22,230 (75.8%)	7,011 (23.9%)

資料：ISI Emerging Marketsより筆者作成、単位：百万ドル

注：「中東湾岸6カ国」はアラブ首長国連邦、オマーン、クウェート、カタール、サウジアラビア、バーレーンの湾岸協力会議加盟国

図表 マレーシアにおけるタイプ別スーク発行額の推移

	計	イジャラ	ムラバハ	ムダラバ	ムシャラカ	その他
2003	4,072 (100.0%)	350 (8.6%)	920 (22.6%)	939 (23.1%)	0 (0.0%)	1,863 (45.7%)
2005	8,747 (100.0%)	2,028 (23.2%)	3,737 (42.7%)	26 (0.3%)	1,840 (21.0%)	1,116 (12.8%)
2007	26,529 (100.0%)	997 (3.8%)	8,516 (32.1%)	2,743 (10.3%)	5,806 (21.9%)	8,467 (31.9%)

資料：ISI Emerging Marketsより筆者作成、単位：百万ドル

3. 先行研究と仮説

イスラム金融の企業金融分析では、米国ではAggarwal and Yousef (2000)が著名な論文としてあげられる。Aggarwal and Yousef (2000)は、イスラム銀行の融資行動を分析し、その業務の特徴を考察している。彼らの研究は企業金融上の観点から分析を進めている点で、本稿の分析のスタンスに極めて近い。この研究の結論は、イスラム銀行による融資は調達序列上、負債による資金調達と株式発行の双方の特徴を持つとしている。この背景として、イスラム銀行融資はもともと利払いの発生を避けるため、借り手の事業からもたらされる利潤に、銀行収益が依存する点で、株式発行に近いプロフィット・シェアリング型の特徴を持つ。しかし、イスラム銀行と借り手間のエージェンシー問題は、通常先進国における銀行融資よりも深刻であるため、短期融資により借り手の信用度をモニターするという負債型の資金調達手段も色濃く持つと述べている。一方、Dhumale and Sapcanin (1999)、Errico and Farahbaksh (1998)、Iqbal and Mirakhor (1987)、Khan(1989)など、イスラム金融に関する先行研究は、世界銀行や国際通貨基金から公刊された論文が多い。これらの研究は企業金融上の点からの分析ではなく、マイクロファイナンスとイスラム金融の混合型資金調達の考察やイスラム銀行に対する検査監督のあり方など、新しい開発金融の可能性、金融行政に関する考察である¹。

むしろ本稿が参考とすべき先行研究は、企業金融分野にある。まず、債券発行の決定要因についての先行研究は、Bolton and Freixas(2001)の著名な論文がある。この論文では、理論的な枠組みを提示しながら、スタートアップから間もない中小企業が依存する内部資金、貸出約定契約条件に交渉の余地が大きい銀行借入、内部情報が資本市場で入手可能である大企業の株式発行、債券発行など、企業のタイプと用いる資金調達手段の関連を考察している。その意味では、Aggarwal and Yousef (2000)とBolton and Freixas(2001)の研究成果を踏まえた分析が、スーク発行企業・イスラム銀行借入企業の決定要因という

¹ イスラム社会の経済学的分析では、南カリフォルニア大学T・クラン教授の一連の研究が著名である。1980年代からの同教授の視点は、イスラム社会における経済開発の中でのイスラム金融がいかなる貢献を果たしているのかといった問題意識を起点としている。近年は、Kuran (2005) (2004) (2003)、に象徴されるように、より金融分析的なアプローチからの考察が進められている。

第一の実証分析になる。資金調達を選択順序については、Myers and Majluf (1984)、Harris and Raviv (1991)、Rajan and Zingales (1995)で示されるように、1980年代から現在にかけて、多くの研究者が分析を進められてきた。もし、Aggarwal and Yousef (2000)が指摘するように、イスラム金融が負債と株式発行の双方の特徴を持つのであれば、資金調達者は、その選択順位をどのように考えているか、という点が本稿の分析課題である。この点をスクークの世界的な中心地であるマレーシアと、イスラム銀行融資の中心地である中東湾岸諸国を標本として、それぞれの資金調達手段について分析を進めることとする。

3つめの研究課題は、イスラム金融を用いた資金調達活動と、事業活動との関連性である。Modigliani and Miller (1958)以降、外部資金調達の組み合わせがもたらす経営パフォーマンスへの影響は、様々な研究者により分析が進められてきた。もともとは、資金調達活動は事業活動に対して中立的であるとしたMM定理に対し、その後はエージェンシー問題や税制の存在などにより、現実的な実務の世界における適用可能性においては、様々な条件が必要とされることが明らかにされている。本稿が研究対象とするのは、イスラム債、イスラム銀行借入の利用が、その他の資金調達手段を用いた場合に比べて、企業に高い生産性他の効用をもたらしてきたのか、という負債選択に関わる問題である。この課題を、スクーク、イスラム銀行借入双方に関して実証を進めることで、両者の関係を明らかにすることを試みる。

4. データ

本実証分析で使用するデータは、ISI Emerging Markets 社のデータを使用する。イスラム金融に関するミクロデータは、ISI 社以外には、Bloomberg 社、Thomson Financial 社がある。しかし、Bloomberg 社、Thomson Financial 社のデータは、スクークのみであり、イスラム銀行借入については、ISI Emerging Markets 社以外に提供機関がないことが、同社データ採用の第一の理由である。第二の理由は、スクークのデータを用いる際、イジャラ、ムシャラカ、ムダラバ等のタイプをデータとして表記しているのが、ISI 社のみであるためである。他の2社は、スクークがいかなるタイプのものであるのか判別できないため、同社のデータを採用することとした。

ISI Emerging Markets 社のデータは、スクークについては2001年から2007年までのデータが利用可能であり、イスラム銀行借入については2004年から2007年までである。このため、スクークとイスラム銀行借入の決定要因、資金調達序列等を検証するデータセットは、標本期間が異なっている。実際、2001年から2003年にかけての中東湾岸諸国におけるイスラム銀行からの資金調達額は2004年に比べわずかな規模であるため、両者の標本期間が異なることによりもたらされる問題点は小さいと考えた。スクーク発行データ、イスラム銀行借入データと、上場企業財務データとのマッチングデータの全体像は次の通りである。2001年から2007年にかけてのマレーシアでのスクーク調達額は計670億ドル、年平均87億ドルであった。発行体数はのべ417社であったが、このうち上場企業は76社である。2001年から2006年の平均上場企業数990社のうち、スクーク発行企業数は延べ76社、未発行企業数は914社である。イスラム銀行借入額は、2004年から2007年までの中東湾岸諸国6カ国における合計額が496億ドルであり、借入企業数は延べ86社であった。このうちの29社が上場企業である。

標本企業を確認すると次の傾向が見られる。まず全般的にマレーシアでは、スクーク市場の利用における業種的な偏りは希薄であり、不動産業者や商業銀行が挙って発行したという実績はない。自動車・同部品の DRB-Hicom 社、Tracoma Holdings 等の他、マレーシアの主力産業であるエレクトロニクス分野・ソフトウェアからは Formis Resources、Symphony House などが資金調達を行っている。スクーク発行企業と未発行企業の違いは、スクーク発行企業の総資産規模、総資産利益率の平均値は、いずれも未発行企業のそれを上回っている。一方、将来の成長機会については未発行企業のトービンの Q の平均値は発行企業を上回っている。サウジアラビア、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、アラブ首長国連邦の上場企業のうち、まず規模面から、イスラム銀行を利用する企業と、そうではない企業を比較すると、商業銀行、不動産業者に借り手が多いことから、前者は後者を圧倒的に上回る。商業銀行でイスラム銀行からの借入を実績がある企業には、Emirates Islamic Bank (アラブ首長国連邦)、Qatar Islamic Bank (カタール)、Saudi British Bank (サウジアラビア)、United Gulf Bank (バーレーン) などがある。商業銀行以外にも、カタールの National Leasing 社や Kuwait Finance House など、ノンバンク企業の借入れも多い。また、その他の業種では、不動産業や装置産業が多いことも、この利用企業と未利用企業の総資産規模の格差に拍車をかけている。収益性、成長機会については、前者は、借入企業が未借入企業よりも統計的に高いとの結果が得られているが、その差は次節のスクーク発行企業・未発行企業の差ほどではない。成長機会の平均値は、借入企業と未借入企業との間で有意な差はない。つまり、成長性が高いと資本市場で評価される企業は、必ずしもイスラム銀行借入を利用していない新興企業ということになる。

図表 標本データの概要

	(a) マレーシア・スクーク発行企業データ			(b) 中東湾岸6か国イスラム銀行借入データ		
	総計	件数	うち上場企業	借入額	件数	うち上場企業
2001	680	3	0			
2002	761	4	0			
2003	4,072	25	10			
2004	4,949	48	14	1,178	4	2
2005	8,747	71	18	7,848	16	4
2006	15,048	150	18	18,443	28	10
2007	26,529	116	16	22,230	38	13
合計	60,786	417	76	49,699	86	29
年平均	8,684	60	11	12,425	22	7

資料：ISI Emerging Markets より筆者作成、単位：百万ドル、社

図表 マレーシアにおけるスクーク発行企業・未発行企業の規模・収益性・成長性

	総資産規模(百万USD)	収益性(ROA、%)	成長性(トービンのQ)
スクーク発行企業(N=48)	3,388	3.361	0.984
スクーク未発行企業(N=941)	386	1.200	1.195
発行企業・未発行企業の平均値のt検定	発行企業>未発行企業 ***	発行企業>未発行企業 ***	発行企業<未発行企業 ***

資料：ISI Emerging Markets より筆者作成

注1：「平均値の t 検定」は検定により、両者の平均値の差が有意に存在するか否かについての検定。***は1%有意水準の下でのいずれかの標本の平均値が大きいことを示す。

注2：トービンの Q = (簿価負債 + 時価資本) / 簿価総資産、資本市場が将来の成長機会を評価する際に > 1 を記録することから成長性の代理変数とした。

図表 中東湾岸諸国6カ国におけるイスラム銀行借入企業の規模・収益性・成長性

	総資産規模(百万USD)	収益性(ROA, %)	成長性(トービンのQ)
イスラム銀行借入企業(N=25)	15,489	8.734	1.594
イスラム銀行非借入企業(N=440)	4,592	5.849	3.163

発行企業・未発行企業の平均値のt検定	発行企業>未発行企業 ***	発行企業>未発行企業 *	大小いずれも非有意

資料：ISI Emerging Markets より筆者作成

注1：「平均値の t 検定」は検定により、両者の平均値の差が有意に存在するか否かについての検定。***、**、*はそれぞれ、1%、5%、10%有意水準の下でのいずれかの標本の平均値が大きいことを示す。

注2：トービンの Q = (簿価負債 + 時価資本) / 簿価総資産、資本市場が将来の成長機会を評価する際に > 1 を記録することから成長性の代理変数とした。

注3：中東湾岸諸国は、サウジアラビア、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、アラブ首長国連邦湾岸協力会議加盟6カ国を標本とした。

5. 実証分析1—イスラム金融を利用する企業の特徴—

5.1 スクーク発行の決定要因

本稿の第一の実証分析の目的は、前節において本稿が設定した、イスラム債の資金調達序列を、定量的に確認することにある。Aggarwal and Yousef (2000)が指摘するように、スクークは、伝統的な確定利付き証券と株式発行の中間的な特徴を持つ。この意味は、利払いの発生を回避するために、こうした中間的な特徴を持つに至った資金調達手段であるが、このことにより、より資金提供者が受けうる将来の便益は、より資金調達者の内部情報に依存することとなる。このスクークの資金調達序列を確認するため、本稿の実証分析では、次の実証モデルを採用した。

$$(A) \text{SUKUK}_{it} = \text{const} + \alpha_1 \text{ROA}_{it-1} + \alpha_2 \text{CFlow}_{it-1} + \alpha_3 \text{SIZE}_{it-1} + \alpha_4 \text{MBR}_{it-1} + \alpha_5 \text{BANK}_{it-1} + \alpha_6 \text{Islam_P}_{it-1} + \alpha_7 \text{DER}_{it-1} + v_{it}$$

$$(B) \text{N_BOND}_{it} = \text{const} + \beta_1 \text{ROA}_{it-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{it-1} + \beta_3 \text{Islam_P}_{it-1} + \beta_4 \text{DER}_{it-1} + \eta_{it}$$

$$(C) \text{BANK}_{it} = \text{const} + \phi_1 \text{ROA}_{it-1} + \phi_2 \text{SIZE}_{it-1} + \phi_3 \text{Islam_P}_{it-1} + \phi_4 \text{DER}_{it-1} + \mu_{it}$$

SUKUK：スクーク発行額/総負債、ROA：総資産利益率、CFlow：キャッシュフロー/総資産残高、SIZE：総資産残高（自然対数）、MBR：(負債+時価資本)/総資産残高、BANK：(銀行借入+企業間信用+その他負債)/総負債、Islam_P：当該年度までのスクーク発行額/総負債、N_BOND：普通社債発行残高/総負債、DER：総負債/時価資

本、この他、業種ダミー変数 DUM1～DUM4、年次ダミー変数 Year01～Year05 を加えている。業種ダミーは、DUM1：不動産・ビル資材・エンジニアリング・建設=1、DUM2：石炭・ガス・鉱業・石油・石油ガス供給サービス=1、DUM3：銀行・保険・ベンチャーキャピタル・投資ファンド・その他金融会社=1、DUM4：エレクトロニクス・インターネット・半導体・ソフトウェア・通信=1とした。

推計式 (A) ～ (C) で採用した被説明変数、説明変数は、次の目的から採用されている。まず (A) 式は、スクーク発行による資金調達、内部資金力 (ROA、CFlow)、銀行借入額 (BANK) と、いかなる関係にあるのかを把握することを目的としている。その上で、資本構成の決定要因に関わる先行研究に倣い、企業規模 (SIZE)、企業の成長機会 (MBR)、負債比率 (DER) を変数として加え、そのスクーク発行に対する影響の確認を試みている。併せて、過去のスクーク発行経験 (Islam_P)、普通債発行残高 (N_BOND) を変数として加え、債券発行による資金調達の過去の実績が今期の調達活動に与える影響を確認した。(B) の推計式は、スクークの発行が普通社債の発行に与える影響を確認している。過去のスクーク発行実績が今期の普通社債の発行に与える影響を確認することが、その推計の目的である。(C) 式は、同様に過去のスクークの発行が与える銀行借入等への影響について検証することを目的とした。

推計結果は次の通りである。たとえば総資産利益率とキャッシュフローに関わる変数など、まず (A) 式は、互いに相関の可能性が高い説明変数が重複しないよう、6種類の推計を実施した。これを見ると、(a) ～ (f) 式の推計結果を総合すると、次の特徴が検出されている。6種類の実証結果の共通の特徴は、企業規模がスクークの発行において有意に正の影響を与えていることである。このことから、大規模企業ほど、スクークによる資金調達市場にアクセスしやすいことがわかる。次の特徴は、推計式 (e) および (f) において示されるように、スクークは過去に発行実績がある企業ほど、当該期においても資金調達手段として採用されやすい傾向がある。また、この発行実績は、スクークのみならず、普通社債の発行実績もスクークの発行にプラスに働く。これらの実証結果を総合すると、スクークを発行できる企業は、過去にスクークの発行実績を持つ大企業という結論が導かれる。これは設立後経過年数が長い大企業ほど、スクーク引受機関との関係が深いためと考えられる。

スクークとその他の調達手段との調達序列を検証するための推計式(B)(C)の結果は次の通りである。まず (B) 式の推計結果 (g) が示す特徴は、過去のスクーク発行実績は、当該年度の普通社債の発行に対し、有意にマイナスの影響を与える点である。推計結果 (f) では、前年度の普通社債の発行はスクーク発行に影響を及ぼさないという結果が示されている。これと併せて解釈すると、スクーク発行による資金調達は普通社債に、順序として優位することが示唆されている。さらに、実証結果 (h) は、このスクーク発行は、銀行借入他の資金調達手段に対しても順序的に優位する可能性を示している。ただし、推計結果 (d) では、前年度の銀行借入他と今期のスクーク発行との関係は非有意であった。一方で (h) は過去のスクーク発行残高は銀行借入他に対し有意に負のパラメータを示していることから、スクーク発行による資金調達は、銀行借入他の資金調達手段にも順序的に優位する可能性が示されている。

図表 スクーク発行決定要因の実証結果

	(a) Dep. Var.= Sukuk		(b) Dep. Var.= Sukuk		(c) Dep. Var.= Sukuk		(d) Dep. Var.= Sukuk		(e) Dep. Var.= Sukuk		(f) Dep. Var.= Sukuk	
ROA	4.1E-05	(0.010)										
CFlow			-1.2E-04	(-0.040)								
SIZE	0.001 *	(1.840)	0.001 *	(1.790)	0.001 *	(1.880)	0.001 *	(1.850)	0.001 **	(2.000)	0.001 **	(2.140)
MBR					1.6E-04	(0.260)						
BANK							-2.2E-07	(-0.010)				
Islam_P									0.004 *	(1.710)		
N_BOND											6.7E-05	(0.690)
DER	-0.001 ***	(-2.560)	-3.7E-04 ***	(-2.560)	-0.001 ***	(-2.580)						
Dum1	-0.001	(-0.570)	-0.001	(-0.560)	-0.001	(-0.550)	-0.001	(-0.560)	-0.001	(-0.620)	-0.001	(-0.620)
Dum2	0.011 ***	(2.860)	0.011 ***	(2.870)	0.011 ***	(2.820)	0.011 ***	(2.910)	0.009 ***	(2.740)	0.009 ***	(2.760)
Dum3	-0.004	(-1.300)	-0.004	(-1.270)	-0.004	(-1.300)	0.000	(-1.360)	-0.004	(-1.480)	-0.004	(-1.480)
Dum4	-0.001	(-0.610)	-0.001	(1.180)	-0.001	(-0.640)	-0.001	(-0.600)	-0.001	(-0.560)	-0.001	(-0.550)
Year01	0.003	(1.350)	0.003	(1.350)	0.003	(1.340)	0.003	(1.340)	0.002	(1.310)	0.002	(1.310)
Year02	0.002	(1.170)	0.002	(1.180)	0.002	(1.170)	0.002	(1.140)	0.002	(1.110)	0.002	(1.100)
Year03	0.005 **	(2.440)	0.005 **	(2.430)	0.005 **	(2.430)	0.005 **	(2.500)	0.005 **	(2.410)	0.005 **	(2.400)
Year04	0.005 **	(2.210)	0.005 **	(2.210)	0.005 **	(2.200)	0.005 **	(2.230)	0.004 **	(2.170)	0.004 **	(2.160)
Year05	0.002	(1.030)	0.002	(1.030)	0.002	(1.040)	0.002	(1.030)	0.002	(1.260)	0.002	(1.260)
Const	-0.002	(1.040)	-0.004	(-1.480)	-0.005	(-1.520)	-0.004	(-1.520)	-0.004	(-1.720)	-0.004	(-1.710)
Wald chi2	22.060 **		21.960 **		22.130 **		22.550 **		22.330 **		22.490 **	
rho	0.005		0.007		0.005		0.005		0.003		0.001	
Likelihood Ratio of sigma_u	11.130 ***		10.220 ***		10.120 ***		21.160 ***		17.040 ***		15.010 ***	
Observations	4,620		4,602		4,620		4,708		5,064		5,059	
Firms	955		954		955		951		973		973	
	(g) Dep. Var.= N_BOND		(h) Dep. Var.= BANK									
ROA	-1.2E+00 ***	(-15.610)	-5.241 ***	(-3.740)								
CFlow												
SIZE	-0.005	(-0.460)	2.019 ***	(4.140)								
MBR												
Islam_P	-0.570 *	(-1.910)	-0.335 *	(-1.750)								
DER	-0.004 **	(-2.170)	-3.3E-01 ***	(-2.782)								
Dum1	-0.006	(-0.110)	-0.989	(-0.320)								
Dum2	0.110	(1.160)	-0.010	(-0.180)								
Dum3	0.151 **	(2.050)	-6.636	(-1.550)								
Year01	0.064	(1.230)	0.537	(0.670)								
Year02	0.036	(0.680)	0.305	(0.380)								
Year03	0.103	(1.940)	0.924	(1.140)								
Year04	0.303	(0.580)	1.225	(1.500)								
Year05	0.032	(0.570)	0.386	(0.470)								
Const	0.043	(0.590)	-12.614 ***	(-4.560)								
Wald chi2	262.610 ***		32.560 ***									
rho	0.007		0.747									
Likelihood Ratio of sigma_u	37.210 ***		27.560 ***									
Observations	4,617		4,483									
Firms	955		942									

5. 2 イスラム銀行借入企業の特徴

スクーク発行の決定要因を検証した前節に対し、本節は、イスラム銀行借入を利用する企業の特徴について検証する。前節の実証分析における結論は、スクークは、過去のスクークの発行実績がある大企業が発行市場にアクセスが容易であり、そのうちエネルギー産業の場合には利用可能性はさらに高まることが示されている。一方、イスラム金融の中でも銀行借入が資金調達手段の主流である中東諸国の場合には、イスラム銀行借入はどのような企業によって利用されているのだろうか。その借入企業の特徴と、資金調達序列順序の検証を目的として、本節では次の推計式を採用した。

$$(D) \quad IslamB_{it} = const + \chi_1 ROAB_{it-1} + \chi_2 SIZEB_{it-1} + \chi_3 DERB_{it-1} \\ + \chi_4 BANKB_{it-1} + \chi_5 IslamB_P_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

IslamB: イスラム銀行借入額/総負債、*ROAB*: 総資産利益率、*SIZEB*: 総資産残高(自然対数)、*BANKB*: (銀行借入+企業間信用+その他負債)/総負債、*Islam P*: 当該年度までのイスラム銀行借入残高/総負債、*DERB*: 総負債/時価資本、その他、業種ダミー変数 DUM1~DUM3、国ダミー変数 CDUM1~CDUM3、年次ダミー変数 Year01 ~Year03 を加えている。業種ダミーは、DUM1: 不動産・ビル資材・エンジニアリング・建設=1、DUM2: 石炭・ガス・鉱業・石油・石油ガス供給サービス=1、DUM3: 銀行・保険・ベンチャーキャピタル・投資ファンド・その他金融会社=1、とした。また国ダミー変数は CDUM1: アラブ首長国連邦、CDUM2: クウェート、CDUM3: バーレーン、CDUM4: オマーン、CDUM5: カタール (その他がサウジアラビア)。

上記の推計式 (D) は、次の観点から説明変数選択を採用している。まず *ROAB* は、ほう本企業の内部資金力を示し指標であり、内部資金力が与えるイスラム銀行借入への影響を検証する目的で採用した。*SIZEB* は、標本企業の総資産規模の自然対数値である。負債の規模効果の存在を確認するため、同変数を採用した。*BANKB* は、銀行借入・企業間信用・その他負債の対総負債比である。これらの残高規模 (シェア) が大きい場合に、イスラム銀行借入に影響を与えるか否かを検証するため、説明変数として採用した。*IslamB_P* は過去においてイスラム銀行借入の実績がある場合に、継続的にこの資金調達手段を選択しているか否かを検証するために採用した変数である。推計結果 (i) と (j) は、互いに関係が深い説明変数同士の採用の重複を避けるため、推計を2回に分けて実施した。共に推計方法はパネル・トービット推計である。(k) は、頑健性を確認する意味を含めてGMMシステム推計を実施している。実証結果とその解釈は次の通りである。

まず標本企業の内部資金力とイスラム銀行借入との関係は、推計結果 (i) ~ (k) いずれもこの係数が負の有意な値を示している。このことから、スクーク発行規定要因とは異なり、イスラム銀行借入の場合には、十分な内部資金力を持つ企業はイスラム銀行借入を実施しないことを示している。一方、スクーク発行規定要因と共通の実証結果が、企業規模の要因である。イスラム銀行借入においても、企業規模が大きい企業ほど、この資金調達手段を利用する傾向が強いことが示されている。また、業種ダミー変数を見てみると、

不動産・ビル資材・エンジニアリング・建設業を示すダミー変数が、3式ともに正の有意な結果を示している。このことから、大規模企業の中でも、不動産・建設関連企業がこの資金調達手段をより高い頻度で用いていることが分かる。

図表 イスラム銀行借入決定要因の実証結果

	(i) Dep. Var.= IslamB		(j) Dep. Var.= IslamB		(k) Dep. Var.= IslamB	
IslamB(-1)					0.036	(0.673)
ROAB	-8.9E-03 ***	(-3.060)	-0.002 *	(-1.660)	-0.009 *	(1.900)
SIZEB	0.009 **	(2.430)	0.003 *	(1.750)	0.005 *	(1.880)
DERB	0.002 *	(1.768)	0.006	(1.490)	0.182	(1.540)
BANKB	-0.002	(-0.690)			0.181 **	(2.540)
IslamB_P			0.181 ***	(4.430)		
Dum1	0.258 **	(2.190)	0.367 **	(2.120)	0.219 ***	(3.560)
Dum2	0.007	(0.260)	0.238	(0.620)	0.301	(0.570)
Dum3	-0.003	(-0.300)	-0.005	(-0.340)	-0.008	(-0.400)
cdum1	0.011	(0.590)	0.265	(1.030)	0.327	(0.930)
cdum2	-0.003	(-0.210)	-0.001	(-0.000)	-0.002	(-0.500)
cdum3	-0.079 ***	(-3.410)	-0.009 ***	(-4.030)	-0.016 **	(-2.370)
cdum4	0.097	(0.530)	0.153	(0.590)	0.188	(0.530)
cdum5	0.004 ***	(3.180)	0.003 ***	(2.840)	0.037 **	(2.080)
Year01	0.053	(0.750)	0.051	(0.500)	0.116	(1.460)
Year02	-0.004	(-0.270)	0.256	(1.040)	0.362	(1.060)
Year03	-0.006	(-0.330)	0.997 ***	(3.800)		
Const	-0.008	(-0.200)	-1.873 **	(-1.860)	-3.166 **	(-2.060)
Wald chi2	22.340 **		32.480 **		13.490 *	
rho	0.094		0.139		18.000	
Likelihood Ratio of sigma_u	27.200 ***		3.910 *			
Observations	1,502		1,502		653	
Firms	481		481		365	
Number of Instruments					18	

注：***、**、*はそれぞれ、1%、5%、10%有意水準を示す。

6. 実証分析2—イスラム金融を利用する企業の株価効果—

前節では、スクーク発行とイスラム銀行借入の規定要因と、資金調達手段としての序列順位に関する実証分析を行った。ここでのひとつの結論は、スクーク発行は、少なくとも他の外部資金調達手段より優先的に用いられるものの、企業にとって使い勝手が最も良い内部資金との関係が不明確であったこと、そしてイスラム銀行借入の場合は、明確に内部資金に選択順序上、劣後する。これらの実証分析から生まれるさらなる疑問は、なぜスクーク発行と内部資金との関係が不明確なのか、ということである。もし、内部資金がスクーク発行に無関係であるとする、豊富な内部資金を持つ企業も時としてスクークを発行していたことになる。そして、豊富な内部資金を持つ企業が発行していたとすると、これらの企業は、必ずしも資金調達手段としてスクーク発行を最重要視していたわけではない。考える最大の目的は、スクーク発行を通じた製品・サービス市場での国際競争力強化である。

スクーク発行体関係者からのインタビューをもとに、本節が設定した仮説は、製品の品

質に極端な差がない限り、イスラム社会の製品・サービス市場では、シャリア適格なファイナンスを営む企業の製品が選好される、このため、スクーク発行は企業価値の増大につながるものとするものである。この仮説を検証するため、本節では、スクーク発行前後の発行体の株価と、普通社債発行企業の株価の比較分析を行った。手法は、イベントスタディと呼ばれる、Brown and Warners (1985)の手法において検証した。つまり、債券発行250日前から20日前までの発行体の株価変動率と市場インデックスとの関係を事前に推計し、実際に債券発行前後にこれらの理論値から実績値がどの程度上回ったのか、そして、スクークと普通社債の発行では有意な違いがあるのか、を検証した。

結果は次の通りである。短期的な株価効果と長期的な株価効果の双方を検証するため、このウィンドウは、(-1, 1)、(-5, 5)、(-10, 10)、(-20, 20)の4種類の累積超過収益率を算出したが、いずれもスクーク発行直後の株価は理論値を大きく上回っている。一方で、普通社債発行直後の発行体の株価は、短期的にも長期的にも「0」である可能性を棄却できず、その資金調達そのものが企業価値、株価を上昇させている、と判断することは難しい。さらに、スクーク発行体の累積超過収益率と普通社債発行体のその平均値の差も、前者が後者を有意に上回ることが確認されている。

図表 スクーク発行の株価効果

		(i) スクーク発行企業 (1)	(j) 普通社債発行企業 (2)	(k) (i) - (j) (2)-(3)	
(-1, 1)	平均	3.11% *** [5.71]	-0.14% [-0.37]	3.25% ***	[5.08]
	中央値	1.85% *** [5.53]	-0.06% [-0.47]	1.91% ***	[4.58]
(-5, 5)	平均	12.43% *** [6.03]	0.51% [0.38]	11.92% ***	[5.04]
	中央値	8.36% *** [6.30]	-0.17% [-0.02]	8.53% ***	[3.93]
(-10, 10)	平均	20.39% *** [6.71]	1.15% [0.52]	19.24% ***	[5.26]
	中央値	15.26% *** [6.45]	0.30% [0.33]	14.96% ***	[5.09]
(-20, 20)	平均	31.88% *** [6.77]	2.65% [0.59]	29.23% ***	[4.40]
	中央値	23.76% *** [6.07]	0.47% [0.01]	23.29% ***	[5.28]
標本数		72	91		

注：***、**、*はそれぞれ、1%、5%、10%有意水準を示す。

7. 実証分析3—イスラム金融と企業の生産性

前節の実証分析では、スクーク発行とイスラム銀行借入では、その資金調達手段を選択できるか否かの規定要因に大きな違いがあることが示された。具体的には、スクーク発行は、内部資金力の大小に関わらず、選択される傾向があり、過去に発行実績のある大規模企業ほどその傾向が強いことが示されている。一方、イスラム銀行借入が選択可能な企業も過去に借入実績がある大規模企業であるが、内部資金力が大きい場合にはこの資金調達

手段は回避される傾向がある。ここでもたらされる疑問は、スクーク発行はなぜ内部資金力や銀行借入残高と無関係に選択されるのかである。

本節の仮説は、マレーシアのスクーク発行企業がこの資金調達手段を選択する理由は、発行企業が事業を実施する財・サービス市場の消費者からの信認獲得を目的とし、この資金調達手段を用いることが、経営パフォーマンスの改善という実物面でプラスの効果があると考えている。換言すれば、スクーク発行という資金調達手段を選択することで、財・サービス市場において「イスラム金融を用いる企業」として競争力を身につけ、自社の業績にプラスの影響をもたらされているのではないかと考えられる。この仮説を検証するため、本節では次の実証分析を行った。

$$(E) \quad GTFP_i = const + \omega_1 SUKKA_i + \omega_2 SHARE_i + \omega_3 (SUKKA_i * SHARE_i) + \omega_4 (SUKKA_i)^2 + \omega_5 (SHARE_i)^2 + Ijara_i + Musharakah_i + Mudharabah_i + \zeta_i$$

$$(F) \quad GTFP_i = SALES_i + \lambda * LABOR_i + \kappa * MATERIAL_i - (1 - \lambda - \kappa) * CAPITAL_i$$

GTFP : 全要素生産性伸び率平均 (2002-06年)、*SUKKA* : スクーク発行額/総負債平均 (2002-06年)、*SHARE* : 売上高シェア、*IJARA* : イジャラ・スクーク=1、他=0、*Musharaka* : ムシャラカ・スクーク=1、他=0、*Mudharabah* : ムダラバ・スクーク=1、他=0、この他、業種ダミー変数 DUM1~DUM4、を加えている。業種ダミーは、DUM1 : 不動産・ビル資材・エンジニアリング・建設=1、DUM2 : 石炭・ガス・鉱業・石油・石油ガス供給サービス=1、DUM3 : 銀行・保険・ベンチャーキャピタル・投資ファンド・その他金融会社=1、DUM4 : エレクトロニクス・インターネット・半導体・ソフトウェア・通信=1とした。尚、全要素生産性伸び率の算出は、*SALES* : 売上高伸び率、*LABOR* : 従業員数伸び率、*MATERIAL* : 原材料費伸び率、*CAPITAL* : 資本ストック伸び率、 λ 、 κ はそれぞれ労務費、原材料費の売上高に対するシェア。売上高及び原材料費はGDPデフレーターにより実質化。

データは、前節とは異なり、2002年から2006年までの各変数の平均値を採用している。このため、標本数は上場企業数と等しくなるが、データ欠損値の存在のため、必ずしもこの限りではない。また市場シェアの説明変数は、企業*i*の売上高を同業種の上場企業合計値で除した値であり、この値も2002年から2006年までの5年平均値を採用している。業種はThomson Reuters社のWorld Scopeの産業中分類の業種分類を採用した。実証結果は次の通りである。まずスクーク発行額(対総負債比5年平均値)の係数は、被説明変数である全要素生産性伸び率(5年平均値)に対し正の有意な値を示している。また市場シェアと全要素生産性伸び率との関係そのものは非有意であるが、市場シェアとスクーク発行額の交差項が正の有意な値を示している。本節では、頑健性のチェックのため、(E)の推計式に、内部資金力、企業規模、負債比率の3つの変数を加えた推計を併せて行っている。新たな変数が加わることにより標本数は減少するが、スクーク発行額、スクーク発行額と市場シェアの交差項のパラメーターは、ともに同様の結果が得られている。

図表 スクーク発行と全要素生産性に関する実証結果

	(k) Dep. Var.= GTFP		(l) Dep. Var.= GTFP	
SUKKA	1.4E+00 ***	(2.790)	1.576 **	(2.000)
Share	-0.110	(-1.070)	-1.2E-01	(-0.740)
SUKKA*Share	0.565 ***	(2.940)	0.587 *	(1.810)
SK^2	-0.253	(-0.080)	9.1E-02	(0.380)
SH^2	0.094	(0.760)	0.123	(0.510)
ROAA			-5.3E-05	(-2.782)
SIZEA			-0.011	(-1.290)
DERA			0.001	(0.310)
Ijara	0.032	(0.320)	0.053	(0.460)
Musharakah	0.064	(0.490)	0.030	(0.150)
Mudharabah	0.001	(0.322)	0.017	(0.300)
Dum1	-0.009	(-0.460)	-0.005	(-0.180)
Dum2	0.034	(1.020)	0.052	(0.880)
Dum3	-0.003	(-0.120)	0.016	(0.410)
Dum4	-0.004	(-0.200)	0.013	(0.340)
Const	0.011	(1.530)	0.059	(1.590)
Adj R-squared	0.005 ***		0.004 ***	
Observations	970		616	

注：***、**、*はそれぞれ、1%、5%、10%有意水準を示す。

8. 考察

日本企業がマレーシアにおいてスクークを発行した事例を見ると、これらの事例も本稿の実証分析の結果を裏付けている。例えば、2007年にはイオンクレジット・サービスが1月、5月、10月の3回に渡り、ムシャラカ・スクークを発行することにより計5,800億USドルの資金調達を実施している。またトヨタ自動車も2008年5月に3.0億USドルの調達を実施している。これらの企業は、自己資本比率が高く、また収益性も高いことから、金融機関にとっても安全な融資先である。少なくとも、この限られた事例を見る限りでも、スクーク発行は、企業金融上の目的からのみ実施されているのではなく、他の目的と併せて実施されている可能性が窺える。

一方、イスラム銀行借入の場合には、本稿の実証分析では、資金調達としての位置づけを色濃く持つとの結論が導出されている。内部資金が豊富な企業は、イスラム銀行借入よりも内部資金の利用を優先し、特に都市開発に携わる不動産業者が主たる利用者として、資金調達活動にこのスキームを用いている。不動産業者は、製造業・他のサービス業に比べバランスシートの規模が資産側・負債側双方ともに巨大である。このため、本稿の実証結果は、大規模企業のみがイスラム銀行市場にアクセス可能との結果を示唆しており、新しい企業金融の一つの手段として、近年の中東湾岸諸国における不動産ブームの中で活用されてきた背景となっている。したがって、スクーク発行とイスラム銀行借入では、企業金融上の位置づけが大きく異なり、後者は資金調達手段のひとつとしての色彩を強く有する。2007年から2008年にかけての、中東湾岸諸国市場でのイスラム銀行借入の急増は、この不動産開発事業からの資金需要の拡大がその背景にある。当然、大規模な不動

産開発事業では、単独企業の内部資金力では賄えないため、湾岸協力会議加盟国全体からの資金供給を募る意味で、イスラム銀行市場が急拡大したものと考えられる。

スクーク市場はイスラム銀行市場とは異なり、不動産業者などの特定の産業が資金調達者となるといった特徴がない一方、資金調達序列としての位置づけが曖昧である。スクーク発行は、発行体の内部資金力との関係が希薄である。これは、内部資金力が極めて潤沢な企業であってもスクークを発行していた可能性があることを示唆する。一般銀行借入との序列関係も明確ではない一方で、やはり大規模企業はスクーク市場にアクセスしやすいといった特徴も持つ。本稿のスクーク発行の調達序列に関する実証分析を通じて得られた一つの結論は、スクーク発行は企業金融としての側面を持つ一方、財・サービス市場での自社製品・サービスの競争力強化を意図した可能性があるというものである。その意味では、間接金融型の中東湾岸諸国地域におけるイスラム銀行借入よりも、直接金融型のマレーシアにおけるスクークの方が、イスラム社会での国際展開を目指す企業にとって利用手続きの利便性も高かったと思われる。

Friedman(1970)による「企業」の定義は「法制度、倫理に基づく社会規範に従う限り、用いる生産手段を活用した可能な限り収益を上げる民間所有資産」である。これに対する近年の議論では、社会規範を順守することにより、企業の所有者である株主の利潤を減少させることの是非が議論されてきた。企業の生産活動を「生産要素の提供者同士の法的契約のつながり」と考える Jensen and Meckling (1976)や Easterbrook and Fishel (1991)の議論に基づけば、社会への奉仕活動により株主の利潤が減少することは許されるべきものではない。Butler and McChesney (1999)はこのため、将来の社会資本への企業の投資は株主の利益に反するものと断言する。しかし、Sheehy (2005)や Gabaldon (2006)のように、株主への利益還元趣旨に反したとしても、広義の意味で財・サービス市場の利害関係者となりうる消費者に対し、事業活動の社会的責任義務を負うことは、株主・企業所有者の利益を毀損するものではない、と考える。Lyon and Maxwell (2004)や Vogel(2006)は、上記の対極的な考え方に基づけば、利益を犠牲にする社会貢献活動が、生産性・企業価値を改善させる企業が、企業の財・サービス市場での信認を通じて、企業の経営パフォーマンスを安定化させると説明している。その意味で、スクーク発行による資金調達は、イスラム社会の理念に適う企業金融手段を用いることで、債券発行企業が財・サービス市場で消費者からの信認を獲得し、生産性、企業価値双方の増大に貢献していると解釈することもできる。

Jensen et al. (2002)や Heinkel et al. (2001)、Graff Zivin and Small (2005)は、こうした社会貢献活動は、財・サービス市場における消費者からの信認獲得のみならず、金融資本市場においてもこうした理念に共鳴する投資家からの資金を引き出すことが可能であると述べている。本考察の結論は、イスラム金融はスクーク発行とイスラム銀行借入では、その意味合いが大きく異なり、前者の資金調達手段を用いることは多様な目的を発行体側が追及している。その一つが、人口11億人と言われるイスラム社会での財・サービス市場での

信認獲得により、企業の差別化戦略のひとつとなること、ふたつ目は、金融資本市場においても特定の投資家からの資金提供を受けやすいこと、この2つの理由が存在するのではないかと考えられる。

9. 結語

本稿において示された結論と今後の展望を示すと次の通りである。本稿は、イスラム金融を利用する企業の実証分析を通じて、まずスクーク発行・イスラム銀行借入を用いる企業の特徴、資金調達手段としての序列順位の2つの検証を行っている。そこで得られた結論は、スクーク発行・イスラム銀行借入ともに、大規模企業かつ過去に利用実績がある企業が近年、調達手段の機会を増やしている傾向が示された。一方、スクーク発行を用いる企業に産業別の偏りが少ないのに対し、イスラム銀行借入を用いる企業は不動産関連企業に集中していることが、この2つの資金調達手段の違いとしてあげられている。また調達順位序列では、イスラム銀行借入が情報コストが小さい内部資金よりも優先順序が劣位するのに対し、スクーク発行は資金調達序列を明確にすることができない、すなわち、他の資金調達手段の利用に関わらず用いられている可能性を指摘した。

この発行企業の特徴・調達序列順位の実証結果を踏まえ、次にスクーク発行を利用する企業についてさらなる詳細な検証を実施した。スクーク発行企業の生産性は、未発行企業のそれよりも統計的に高い傾向が示されている。また、スクーク発行企業の株価効果を、普通債発行企業との株価と比較することにより、企業価値・株主価値への影響も検証した。この結果、スクーク発行はより高い投資家価値をもたらしていることから、生産性の上昇と併せて、企業の経営パフォーマンスを改善している可能性を指摘した。その経営パフォーマンスの改善の源泉については、本稿の中では具体的に確認することができていないが、先行研究を踏まえた考察では、イスラム社会における社会・倫理規範に適う企業金融を実施することが、財・サービス市場での消費者からの信認の増強、金融資本市場における投資家からの信認の高まりにつながっている可能性に言及した。つまり、企業はもともと所有者である株主に対して利益還元を行うことを前提として、資金調達や生産要素の利用が認められるが、講義の意味でのステークホルダーとしての社会規範を順守することにより、生産性や投資家価値の改善を手に行っている、持続可能性が高い資金調達活動であるとの結論が導出されている。

最後に、本研究では追及することができなかった、今後の研究課題を示しておきたい。本稿は、これまで制度や歴史的な側面から研究されてきたイスラム金融という資金調達手段を、企業金融のアプローチから実証的に検証することで、この資金調達手段が世界的に普及しつつある理由を考察したことが、新たな貢献である。この過程では、スクーク発行企業の実証分析、投資家価値の改善効果の源泉として、先行研究サーベイをもとに考察を展開した。今後は、この生産性、投資家価値改善効果の原因についても定量的な検証を進める必要がある。具体的には、財・サービス市場ならびに金融資本市場からの発行体への信

認の改善がスーク発行へ向かわせていることを、直接的に実証モデルにおいて検証する必要がある。

【参考文献】

Aggarwal, R. K., and T. Yousef (2000), "Islamic Banks and Investment Financing," *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (1) pp.93-120.

Butler, H., and F. S. McChesney (1999), "Why They Give at the Office: Shareholder Welfare and Corporate Philanthropy in the Contractual Theory of the Corporation," *Cornell Law Review* 84(July): 1195.

Dhumale, R., and A. Sapcanin (1999), "An Application of Islamic Banking Principles and Micro Finance: Technical Note," *World Bank Working Paper* 23073.

Easterbrook, F., and D. Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*.

Errico, L., and M. Farahbaksh (1998), "Islamic banking: Issues in Prudential Regulations and Supervision," *IMF Working Paper* 98/30. International Monetary Fund, Washington, D.C.

Friedman, M., (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits," *The New York Times Magazine*, September 13.

Gabaldon, T. A., (2006), "Like a Fish Needs a Bicycle: Public Corporations and Their Shareholders," *Maryland Law Review* 65: 538.

GraffZivin, J. and A. Small, (2005), "A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social Responsibility," *B. E. Journals in Economic Analysis and Policy: Topics in Economic Analysis and Policy* 5(1): pp. 1-19.

Heinkel, R., A. Kraus and J. Zechner (2001), "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(4): p.431-449.

Iqbal, Z., and A. Mirakhor (1987), "Islamic Banking," *IMF Occasional Paper* 49.

International Monetary Fund, Washington, D.C.

Jensen, M., and W. Mechling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3(4): pp.305-360.

Jensen, K., P. Jakus, B. English and J. Menard, (2002), "Willingness to Pay for Environmentally Certified Hardwood Products by Tennessee Consumers," University of Tennessee, Department of Agricultural Economics, Study Series No. 01-02.

Khan, M., (1989), "Islamic Banking: Experiences in the Islamic Republic of Iran and Pakistan," *IMF Working Paper* 89/12, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Kuran. A., (2005), "The Logic of Financial Westernization in the Middle East." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 56 (April 2005): pp. 593-615.

Kuran. A., (2004), "Why the Middle East Is Economically Underdeveloped: Historical Mechanisms of Institutional Stagnation." *Journal of Economic Perspectives*, 18 (Summer 2004): 71-90.

Kuran. A., (2003), "The Islamic Commercial Crisis: Institutional Roots of Economic Underdevelopment in the Middle East." *Journal of Economic History*, 63 (June 2003): 414-46

Lyon, T. and J. Maxwell (2004), *Corporate Environmentalism and Public Policy*, Cambridge University Press: Cambridge.

Samad, A. and Kabir Hassan (1999), "Performance of Malaysian Islamic bank during 1984-1997: An Exploratory Study," *International Journal of Islamic Services*1(3).

Sheehy, B., (2005), "Scrooge The Reluctant Stakeholder: Theoretical Problems in the Shareholder-Stakeholder Debate", *University of Miami Business Law Review* 14(Fall/Winer): 193.

Vogel, D., (2006), *The Market for Virtue*. Washinton, D.C., Brookings Institution Press.

APPENDIX： 使用データについて

1. スクーク発行企業と未発行企業数

	スクーク発行企業数		普通社債発行企業数		スクーク未発行企業数	標本計
	うち上場企業		うち上場企業			
2002	4	0	303	25	708	708
2003	25	9	112	27	763	772
2004	48	14	158	42	834	848
2005	71	18	375	41	904	922
2006	150	18	390	42	924	942
2007	116	15	505	71	953	968
	414	74	1,843	248	5,086	5,160

2. タイプ別スクーク発行企業数

	(A)全スクーク発行件数	(B)上場企業による発行	(B)/(A)	(a)~(e)/(B)計
(a)イジャラ・スクーク	57	4	7.0%	5.4%
(b)ムシャラカ・スクーク	46	2	4.3%	2.7%
(c)ムダラバ・スクーク	10	3	30.0%	4.1%
(d)BBA	82	14	17.1%	18.9%
(e)他	219	51	23.3%	68.9%
計	414	74	17.9%	100.0%

3. イスラム銀行借入企業と未借入企業数

	イスラム銀行借入企業数		イスラム銀行未利用企業数	標本計
	うち上場企業			
2004	16	4	437	441
2005	28	9	485	494
2006	39	11	511	522
2007	86	12	465	477
	169	36	1,898	1,934

4. 4 国別イスラム銀行借入企業数

	(A)全イスラム借入件数	(B)上場企業による借入	(B)/(A)	(a)~(e)/(B)計
(a)サウジアラビア	62	8	12.9%	22.2%
(b)アラブ首長国連邦	63	11	17.5%	30.6%
(c)クウェート	15	7	46.7%	19.4%
(d)カタール	20	6	30.0%	16.7%
(e)オマーン	3	1	33.3%	2.8%
(f)バーレーン	38	3	7.9%	8.3%
計	201	36	17.9%	100.0%