

台北外匯市場發展基金會

委託研究報告

伊斯蘭銀行概述

兆豐國際商業銀行 企劃處

陳進安

民國九十五年十月

目錄

一、前言	1
二、發展近況	2
三、伊斯蘭銀行與傳統銀行之異同	5
四、伊斯蘭金融工具簡介	10
五、伊斯蘭銀行相關議題	16
六、對我國之啟示	20
附錄：回教債券案例	22
參考文獻	23

伊斯蘭銀行

一、前言

伊斯蘭銀行係指只提供遵循回教律法(Sharia)的金融服務與工具之銀行，俾滿足穆斯林希望能遵照宗教規定來處理自己的金融事務之需。一般而言，回教律法不允許涉及下列任一因素的交易，此包括：

(1)Riba，古蘭經明文禁止 Riba，Riba 在阿拉伯語中的原意是「生長、超過、增加」，後來泛指債主向債務人收取的固定利潤。按，古蘭經係從穆斯林皆兄弟的原則出發，反對當時存在的高利貸剝削現象，將任何不勞而獲的利潤或收入都定義為 Riba 而加以禁止。伊斯蘭的聖訓(Hadith)則舉例表示以金易金、以銀易銀必須等量交換，若有增加即是 Riba。由於金、銀係穆罕默德時代所使用的貨幣，因此後人據此解釋為任何金錢借貸皆不應收取利息。Riba 之含義在不同時代有不同的解釋，它不單指高利貸或利息，尚包括不當的超額報酬。由於包括 Riba 在內的許多阿拉伯語皆難以正確地意譯，以及許多伊斯蘭金融契約雖可意譯，但和性質相似的現代金融契約仍有所不同，因此國際上多以英文音譯的方式來表現其獨特的伊斯蘭本色。

(2)Gharar，其字面含義是“風險”或“不確定”，Gharar 是將存在可能性或特性不確定的物件銷售出去，由於其具有風險本質，因此使得此類交易如同賭博一般。伊斯蘭聖訓列舉了許多 Gharar 的例子，如水中魚、空中鳥、胎中仔、逃跑的動物、樹上未成熟的水果等，所有這些例子的共通點是它們皆有存在可能性的問題，如水中魚可能抓不到、胎中仔可能流產及水果可能不會成熟等。在現代金融交易中，與 Gharar 有關者為保險及金融衍生商品。

(3)賭博(Maisir)，與此有關者為具有投機性質的金融交易如期貨與選擇權。

(4)禁止(Haram)產銷的商品與活動，如豬肉、酒類與賭場等，儘管如此，對於旅館或飛機等雖非以前述項目為主要業務但仍可能提供(如酒類)者，是否應納入禁止之列，學者存有不同意見。

伊斯蘭銀行為了取信民眾，必須設立由伊斯蘭學者領導組成的回教律法顧問委員會以確保其每筆交易皆不違背教義。儘管如此，由於不同學者對同一事物的見解並不完全相同，從而使某些交易可在某些伊斯蘭金融機構承做，卻不一定能在其他伊斯蘭金融機構承做。

二、發展近況

全球首家伊斯蘭銀行最早可追溯至 1963 年的埃及，當時係由 Ahmad El Najjar 領導成立一家基於損益分享原則的儲蓄銀行，此一實驗於 1967 年告終時，埃及已有 9 家這種銀行，它們不收取也不支付利息，大多直接投資或與他人合夥經營買賣業與工業，然後與存戶分享損益。是以，這些銀行本質上屬於儲蓄投資機構而非商業銀行。1971 年成立於埃及的 Nasir Social 銀行，則聲稱係無息的商業銀行，但其業務執照並未提到伊斯蘭或回教律法。

到了 1975 年以後，隨著政經情勢的改變，中東地區才陸續出現幾家標榜符合回教律法與精神且以伊斯蘭為名的銀行，如杜拜伊斯蘭銀行(1975 年)、蘇丹 Faisal 伊斯蘭銀行(1977 年)、埃及 Faisal 伊斯蘭銀行(1977 年)、巴林伊斯蘭銀行(1979 年)及約旦伊斯蘭銀行(1979 年)等。

目前，伊斯蘭金融機構的家數已從 1975 年的 1 家增至遍佈於 75 國以上的 300 家左右，包括 180 家伊斯蘭銀行及 120 家伊斯蘭非銀行金融機構，它們主要集中在中東及東南亞(巴林及馬來西亞為最大中心)地區，但也出現在歐洲與美國¹，其全球總資產估計超過 2,500 億美元，且以每年 15% 的速度成長。此外，由美歐大型傳統銀行如：花旗、匯豐、德意志、法國興業及標準渣打等所開設之伊斯蘭金融窗口或分支機構，管理的資產總額亦達 2,000~3,000 億美元左右。

近年來伊斯蘭金融快速成長的原因，包括：(1)來自穆斯林移民及非移民的強勁需求；(2)油價飆漲使得波灣國家石油財富飛躍累積²，從而需要合適的投資；(3)9/11 事件後，由於政治氣氛的轉變，許多穆斯林將資金移出美國³；(4)許多產品具有競爭力，引起穆斯林及非穆斯林投資人的興趣。儘管如此，伊斯蘭銀行在大多數國家的發展仍相當有限⁴，且相較於全球金融體系顯得渺小。該產業若要起飛及扮演較重要角色，仍有許多障礙必須克服。

回教律法雖然禁止收付利息，但不表示其不樂見賺錢或鼓勵回歸現金或物物交易。該法鼓勵金融交易各方分擔風險與損益，伊斯蘭銀

¹ 按，歐洲及美國分別有 3,200 萬及兩百多萬的穆斯林人口。

² 據美林證券估計，中東 30 萬名民間投資人持有的資產總值達 1.1 兆美元，其中有半數屬於沙烏地阿拉伯投資人。

³ 包括擔心存款遭到凍結。

⁴ 發展伊斯蘭銀行最積極的馬來西亞及巴林，其伊斯蘭銀行資產總額占全體銀行比重僅 10% 左右，至於擁有全球最多回教人口的印尼，更只占 1.7%。

行的存戶可比擬為投資人或股東，能在銀行獲利時賺取紅利或在虧損時失去部分儲蓄，這是由於伊斯蘭契約的報酬與高品質有生產力的計劃相連結之故，從而確保財富較平均分配。

伊斯蘭金融工具採取由資金提供者與資金使用者訂定契約的方式來管理風險，在資產面，伊斯蘭銀行根據不同的契約從事投資及交易活動，在存款面，伊斯蘭銀行提供保本無息的活期存款、保本不保利的儲蓄存款及損益分享的投資存款。

伊斯蘭銀行在各國的發展狀況與業務範圍差異很大，有些國家的銀行體系已完全伊斯蘭化(伊朗及蘇丹)，其他國家則是讓伊斯蘭銀行與傳統銀行並存(如印尼、馬來西亞、巴基斯坦及阿聯大公國等)。有些國家將伊斯蘭銀行與傳統銀行清楚區隔，其他國家則允許傳統銀行設立伊斯蘭窗口，從而使大型國際銀行亦有參與伊斯蘭金融業務的可能。

在伊斯蘭金融領域中成長最快速者為回教債券(Sukuk)市場，例如：馬來西亞的回教債券即占全體債券未償還餘額的 25%。國際回教債券市場的發行者可分為主權(及準主權)及公司兩類。巴林貨幣局於 2001 年發行 3 及 5 年期回教債券，係首家中央銀行發行者。德國薩克森安和邦於 2004 年發行 1 億歐元的回教債券，則是首位非穆斯林發行者。去年回教債券發行總額約 400 億美元，今年以來更有杜拜港發行有史以來最大額的 35 億美元債券，收到的訂單總額達 110 億美元以上，可見市場買氣相當活絡。儘管回教債券迅速發展，但仍屬初級市場，因為購買者多持有至到期日終了，以致次級市場交易量相當有限。有鑑於此，道瓊及花旗集團已於今年 4 月推出 Dow Jones Citigroup Sukuk 指數，供做回教債券的市場價格指標，俾能促進次級市場交易及有助於不同資產等級間的交叉市場相對價值交易。

在股票方面，1999 年開始出現兩個符合回教律法與精神的股價指數，一是巴林的道瓊伊斯蘭市場指數(DJIM)，另一是 FTSE 公司編製的全球伊斯蘭指數系列(GIIS)，迄今全球已有 40 個以上此類指數，雖然這些指數廣泛公諸於世，但其仍處於初始階段，對伊斯蘭金融市場的助益相當有限。

近年來，業者已開發出許多新的伊斯蘭金融產品，且使用量逐漸增加中，此包括股票與債券之交易及投資、回教保險、伊斯蘭聯貸、伊斯蘭集合投資計劃及其他財富與資產管理產品。

波灣國家及馬來西亞的伊斯蘭投資基金頗為興盛，主要包括：股

票基金、房地產基金、Murabahah 基金、商品基金及租賃基金等，其中又以伊斯蘭股票基金最受歡迎，1997~2003 年期間全球總資產成長 25%以上。馬來西亞的伊斯蘭投資基金從 1995 年的 7 個擴增至 2004 年的 71 個，資產額占所有基金的比重亦由 10%擴增至 25%左右。另，許多國家也使用伊斯蘭金融工具來融通政府投資計劃及購買產品與勞務。

三、伊斯蘭銀行與傳統銀行之異同

伊斯蘭銀行由於不能收支利息，因此在許多業務領域與傳統銀行有顯著不同。

以存款業務而言，主要差別有：(1)兩者雖皆提供零息的活期存款，但傳統銀行允許存戶透支，從而藉此賺取手續費及利息收入，伊斯蘭銀行則不允許透支，因此存戶必須維持帳戶有餘額；(2)傳統銀行提供保本保息的定期存款與儲蓄存款，伊斯蘭銀行則是提供保本不保利(銀行視獲利情形酌量配利)的儲蓄存款⁵及不保本也不保利(按約定比率分享投資損益)的投資存款與特定投資存款⁶。

以房貸業務而言，傳統銀行係以房屋為抵押，直接由借款者的薪水帳戶扣款償付每月應繳之房貸本息，為了避免抵押品嚴重受損及借款者意外死亡導致無法還款，通常要求人屋保險以保障債權。伊斯蘭銀行則嘗試以其他非以放款為基礎的替代方案來提供類似服務。例如：英國伊斯蘭銀行的 Manzil 計劃係先由客戶與賣方議定房價，再由銀行代客戶購買，並立即以買價加成的方式轉變給客戶，客戶必須以現金支付買價的 25% 以上，餘款可遞延於 5、7.5、12.5 或 15 年內每月直接於薪水帳戶扣款。

以消金業務而言，傳統銀行提供融資供顧客購買大額的消費性耐久財如汽車、家電或房屋修繕等，採固定或浮動利率計息，二至三年分期付款的方式。許多伊斯蘭銀行也提供類似的融資服務，但為了避免違反回教律法，通常採先租後買的方式，也就是由銀行出資購買耐久財轉租給客戶租金，並於租期結束後賣給客戶。

以小型企業融資而言，傳統銀行通常以辦理個人放款的方式來從事小型企業融資，對於高風險的新設企業小額融資多要求個人資產如房屋為擔保，對設立較久且有定期現金流量與良好營運計劃者則可能給予信用貸款，但不會入股投資。相形之下，伊斯蘭銀行的損益分享模式似乎頗適合入股投資，但由於銀行必須分擔一部分的企業經營風險，因此除非預期有高報酬，否則多不願參與入股。此外，尚有資訊

⁵有些伊斯蘭銀行的儲蓄存款與投資存款類似，既不保本也不保利，所差別者為儲蓄存款對於提款及維持最低餘額的規定不若投資存款嚴格，且其資金主要用於相對低風險的短期投資計劃。

⁶ 特定投資存款帳戶係以大額投資人與機構投資人為對象，這些帳戶與一般投資存款的差別在於其係與特定投資計劃有關，投資人可藉此直接投資其所偏好的銀行投資計劃。

不對稱的道德風險問題，企業可能低報獲利以避免分派較多的股息給銀行。

實務上，最盛行的伊斯蘭金融交易為 Murabahah(成本加利潤銷售)融資，主因是此類融資具有低風險本質，反映企業需求與許多經濟活動的交易本質，且與傳統銀行的融資型態無顯著不同。第二盛行的融資方式是租賃(Ijarah)，主因也是低風險(以租賃標的為擔保品)及與傳統銀行提供者頗為類似之故，兩者最大的差別在於傳統銀行係透過專業分支機構提供租賃服務，而伊斯蘭銀行則視之為主流活動及核心業務之一。

許多伊斯蘭銀行使用傳統銀行的財務管理、外匯、資產組合投資及投資銀行服務，這是因為傳統的大型國際銀行經營這些業務具有規模經濟之故，相形之下，伊斯蘭銀行多分佈於回教世界，當地的需求以核心銀行服務為主，而非此種高度專業化的金融服務，是以在業務量不大的情形下，將這些業務委外操作利大於弊。

以財務管理而言，許多伊斯蘭銀行不能有利的管理現金餘額，因為它們不能剩餘資金暫時拆放給其他機構以賺取利息收入。傳統的大型國際銀行能接受這些存款，然後用之於 Mudarabah 融資以產生利潤，再將其中一部分配給伊斯蘭銀行。伊斯蘭銀行當然也能從事 Murabahah 融資，但他們的顧客基礎十分有限，相形之下，國際銀行每個工作天都有交易融資到期，同時由於業務規模較大之故，能比小型國內銀行有較佳的獲利率。當伊斯蘭銀行將資金存放傳統銀行，必須確認不會用於違反回教律法的事務，特別是與其他傳統存款分開。傳統銀行為了取信於伊斯蘭銀行，將由受認可的回教律法顧問或委員會檢視受託資金的運用報告。若傳統銀行只是擔任伊斯蘭銀行的顧問或引介潛在的資金使用者，則是賺取顧問費與佣金，不須提存準備及負擔自有資本。

以外匯交易而言，伊斯蘭銀行提供匯兌及外幣存放款服務，無可避免地常面臨顧客的外匯供需不匹配情形，從而必須於銀行間市場拋補多餘外幣部位，如此一來，勢必與傳統銀行打交道，因為花旗、匯豐等大型國際銀行能提供最廣泛範圍的外匯服務(如最多幣別的現貨與遠期交易)及最有競爭力的外幣買賣價格。對此，目前大多數的回教學者仍認為伊斯蘭銀行只能從事外匯現貨交易，因為遠期及期貨交易可能不會實際進行交割，通常於到期前依市場價格與約定價格之差出清部位結算損益，是以被視為形同賭博不為回教律法所許。儘管如此，亦有某些回教學者主張遠期與期貨交易預先確定匯價，使簽約者

勿須仰賴不確定的未來現貨匯率，因此不應被視為賭博而遭禁止。

以資產組合投資而言，伊斯蘭銀行提供共同基金給客戶，可能使用國際銀行與基金管理集團的服務，因為它們擁有許多專家及研究人員，是小型機構所無法比擬的。伊斯蘭銀行在使用這些服務時，必須確認包含於資產組合中的公司為穆斯林投資人所接受，換言之，即將公司主要業務涉及教義禁止產品(如菸酒、豬肉、武器等)者，及過於仰賴舉債融資者予以剔除。

以投資銀行業務而言，其主要服務項目包括金融衍生商品交易、併購顧問、安排及承銷債券等，但衍生商品交易及發行茲息債券皆不符回教律法，至於其他如併購顧問則被允許。實務上，大多數回教國家鮮少有併購活動，因為這些國家的公司多專注於國內市場，且主要屬國營而非民營的公開發行公司。惟，隨著全球化及多國籍公司的成長，回教世界的許多公司日漸缺乏競爭力，只能藉由關稅、配額等保護措施才能生存。對於加入世貿組織的回教國家而言，這些保護措施將逐漸去除，從而可能迫使國內公司尋求多國籍公司的入股合作，在此情形下，伊斯蘭銀行可望提供相關融資服務，並需要投資銀行的專業顧問。另，伊斯蘭銀行雖不能發行傳統債券，但仍可經由投資銀行的協助發行回教債券，它們的報酬係基於損益分享而非利息。

要言之，伊斯蘭銀行的主要特性有：

(1)禁止收付固定或預先決定的利率，而以損益分享模式取而代之，在此情形下，報酬率未知且無法事先固定，只能事後基於投資實質部門活動的損益結果來決定實際報酬率。

(2)要求以伊斯蘭融資模式操作，從而影響銀行財報的資產面及負債面。這些模式可分為兩類，一是損益分享模式，另一則是非損益分享模式，前者包括 Mudarabah、Musharakah 及直接投資等，後者包括 Murabahah、Bay' Salam 及 Ijarah 等(詳見後述)。

(3)要求擔保品的能力相當有限，一般而言，伊斯蘭銀行經由損益分享模式對客戶融資，不應要求擔保品來抵減信用風險，但亦有例外，銀行偶而會要求擔保品來減少道德風險，藉以防止企業家採取過高風險及欺騙的行為。另一方面，伊斯蘭銀行若經由非損益分享模式對客戶融資，則能要求擔保品。

(4)投資存款不保本且不保利，一旦銀行採取錯誤的投資決策致遭受虧損時，存戶可能損失部分或全部的存款額。存戶與銀行間的唯

一契約協議是決定分享損益比率。

(5)活期存款保本零息，理由是該存款的主要作用係交予銀行安全保管。

(6)多採取兩級損益分享模式，例如在負債面，由存戶與銀行簽訂無限制的 Mudarabah 契約，授權銀行集合管理運用存款來融通許多不特定的投資計劃，再分享集體投資損益；在資產面，則由銀行與企業家簽訂有限制的 Mudarabah 契約以融通該企業家的特定投資計劃，再按既定比率分享該計劃之損益。

茲將前述關於伊斯蘭銀行與傳統銀行之比較，摘要如附表。

附表：伊斯蘭銀行與傳統銀行之比較

	伊斯蘭銀行	傳統銀行
保本：		
活期存款、儲蓄存款	是	是
定期/投資存款	否	是
存款報酬率	活期存款沒有報酬，儲蓄及投資存款則不確定，亦不保證。	確定且有保證(一般而言)。
規範存款報酬的機制	視銀行的投資績效/獲利而定	與銀行的投資績效/獲利無關
運用損益分享原則	是	否
使用伊斯蘭的損益分享及非損益分享模式	是	沒有使用
關於擔保品的裁量權	損益分享模式：不可用來抵減信用風險，但可用來減少道德風險。非損益分享模式：可使用。	是，總是使用

綜上所述，值得注意者有以下幾點：

- 由於採用損益分享模式之故，伊斯蘭銀行較傳統銀行有能力吸收外來衝擊，這是因為一旦出現虧損，即能扣減投資存款的金額來降低負債，從而使其面臨的不健全風險較傳統銀行為低。

- 採兩級損益分享模式的銀行仍有資產負債不匹配的風險，因為：(1)活期存款保本，存戶可隨時提領；(2)活期存款可能被用來融通長期性的風險投資計劃；(3)沒有特定的存款準備要求⁷。

- 伊斯蘭銀行的營運方式與傳統的投資公司(包括共同基金)頗為類似，因為他們的投資存款不保本也不保息，且基本上係以其專業知識將存戶資金集合管理運用。儘管如此，兩者仍有差異，例如投資公司係銷售資本給民眾，而伊斯蘭銀行則接受民眾存款。此意味投資公司的投資者，由於具有股東身份之故，是以擁有許多權利包括：定期收到公司業務發展的資訊，及就影響股本的重大事項(如投資政策)行使投票權等，此使得他們處於被告知投資決策的地位，從而監督公司的績效表現及影響策略決定。相形之下，伊斯蘭銀行的投資存款戶只有根據合約按約定比率分享銀行損益的權利，且只能於到期時提領存款。

- 伊斯蘭銀行與客戶間的關係為夥伴關係，相形之下，傳統銀行則是債權人與債務人的關係。

⁷ 通常的做法是活期存款保有相當多的準備金，投資存款則很少，有時甚至為零。

四、伊斯蘭金融工具簡介

(1) 融資契約

Musharakah(分享、股本參與)

這種做法類似於傳統的合資經營。企業家和投資者都不同程度的繳納經營所需的資本（資產、技術與管理經驗以及營運資金等），並同意按事先確定的比例分享收益（以及分擔風險）。關於 Musharakah 與傳統以利率為基礎的融資之差異，如下表所示。

以利率為基礎的融資	Musharakah
融資者事先決定固定的放款報酬率，不管債務人是否獲利或虧損	報酬率基於合夥者的實際獲利情形
融資者不分擔損失	融資者分擔損失
結果是對債權人或債務人不公平。若債務人遭受虧損，債權人仍要求固定的利潤似乎對債務人不公，反之，若債務人賺取高額利潤，而債權人只能獲取小部分利益則對債權人不公。	債權人的報酬與企業的實際獲利連結，企業獲利越豐，債權人的報酬率也越高。若企業賺取高額利潤，其將無法獨得而必須分享給銀行的存款人。

Mudarabah(盈利分享)

Mudarabah 是提供資本的一方立下合約，給另一方（商人）做生意，雙方將依照同意的比例分享盈利。這種方法與委託專業經理人掌管共同基金類似。經理人只有相當有限的責任，且能就業績表現獲取足夠的獎勵。

Musharakah 與 Mudarabah 可用於下列領域：資產面的短/中/長期融資、計劃型融資、中小企業的創業融資、大型企業融資、進口融資、信用狀融資、過渡型融資、出口融資(裝船前)、週轉金融資等。

關於 Mudarabah 與 Musharakah 的差別，詳見下表所示。

Musharakah	Mudarabah
所有合夥人出資	只由投資人出資
所有合夥人參與業務經營及管理	委託專業經理人管理，投資人無權過問
所有合夥人按出資比例分擔損失	只由投資人承擔損失，因為專業經理人並未出資，但此必須由投資人詳細評估。
合夥人的償債責任沒有上限，若企業的負債超過資產且進行清算，則不足抵償之負債應按比例由所有合夥人分擔。	投資人的償債責任限於投資額，除非其允許專業經理人代表他舉債。
合夥人的資本集中運用，所有的資產依出資比例由他們共同擁有，因此即使未銷售獲利他們也能受益於資產升值。	由專業經理人所購買的商品屬投資人所有，專業經理人只能藉由銷售商品來分享獲利。

Murabahah(成本加利潤銷售)

係一種特殊形態的銷售，賣方必須告知產品成本，加上利潤後售予買方。若賣方未揭露成本，則屬一般銷售。Bai Murabahah 係由銀行代顧客購買商品，再以成本加利潤的方式轉賣給顧客。簡單的 Murabahah 係銀貨兩訖，Murabahah Muajjal 係買方遞延付款，從而形同賣方提供給買方購物融資。雖然 Bai Murabahah 與傳統銀行有交易基礎的融資方式頗為類似，但差別在於前者賺取利潤，後者賺取利息。此為最廣泛使用的伊斯蘭金融交易，適用於原料、存貨、設備、資產、進口、出口(裝船前)、消費品、汽車、房屋與土地等的短/中/長期融資。

Bay ʿ Salam(先付款、後收貨)與 Bay ʿ Mu ʿ Ajjal(先收貨、後付款)

Bay ʿ Salam 係買方按約定價格預付全額貨款，在經過一定的期限後，由賣方交付約定數量及品質的產品。Bay ʿ Mu ʿ Ajjal 則正好相

反，係由買方先獲得全部產品交貨，貨款延後至約定期限內一次付清或分期付款，且不必為拖延而繳納額外的費用。

Ijarah (租賃)

租賃係產權擁有者將約定期間的使用權移轉給租戶，其有許多不同的形式，包括最終改為購買的融資性租賃（所有權同時轉移給承租人）等。伊斯蘭金融機構能使用的融資性租賃有其限制條件，不僅是將利息與擔保品更名為租金與租賃資產而已，如：租金必須迨租戶收到資產後才能開始計算等。此為另一種相當流行的工具，約占伊斯蘭金融交易量的 10%。

Istisna' a(預付貨款)

Istisna' a 的字義為製造，主要用於營建融資，係按製造或建造進度分期支付貨款，其支付總額通常低於一次性付款購買現貨的價格。

(2) 財富管理工具

1. 股權投資基金

只要是合法企業且其業務不違背回教律法，皆是穆斯林可持有的股票，在此情形下主要經營業務為傳統銀行業、豬肉相關產品、菸酒業、國防及賭場等，或財務比率顯示利息相關操作占相當比重者⁸均在屏除之列。儘管如此，穆斯林仍無法確知其他個別產業或企業是否符合回教律法，事實上，在 Wilshire 5000 指數所涵蓋的 5000 大美國上市公司中，只有 700 家可被納入道瓊伊斯蘭市場美國指數(IMUS)之中。在此情形下，伊斯蘭股票型投資基金便應運而生，這類型基金利用其專業能力挑選符合回教律法的股票，讓穆斯林省卻選股的煩惱。

拜近幾年來油價飆漲之賜，回教產油國財富激增，從而使伊斯蘭股票型投資基金成為伊斯蘭金融體系中另一個快速成長的部門，其資產規模從 1996 年的 8 億美元擴張至 2004 年的超過 50 億美元，平均年成長率達 68%，目前全球約有 100 檔左右的此類基金。儘管如此，由於其強調的是投資標的符合回教律法，而非滿足投資者的需要(如績效表現等)，是以過去幾年來亦有不少此類基金因績效不佳而關

⁸例如：道瓊伊斯蘭市場指數的遴選標準即是要求負債、現金與茲息證券之和、應收帳款等三者占過去 12 個月股票平均市值之比率皆必須低於 33%。

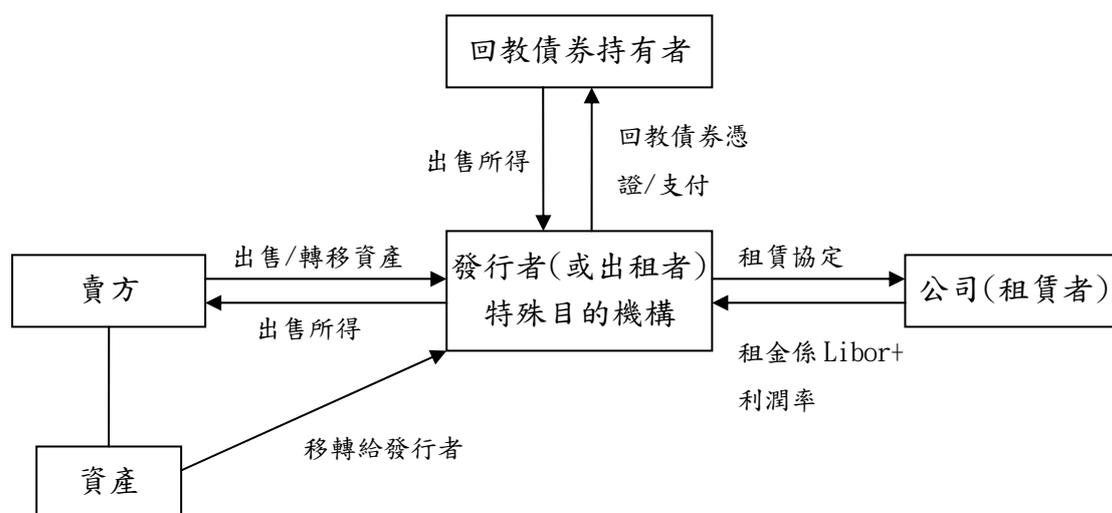
閉。伊斯蘭股票型基金主要以高財富個人及企業為銷售目標，最低投資額從 5~100 萬美元不等，有關全球各檔伊斯蘭基金的資訊可至 Failaka.com 網站查詢。

2. 回教債券(Sukuk)

回教債券與傳統債券類似，所不同者在於回教債券係將伊斯蘭金融契約予以證券化，並可依這些契約的融資結構本質分為租賃 (Ijarah)型、盈利分享 (Mudarabah)型、股本參與 (Musharakah)型、預付貸款 (Istisna)型等回教債券，但沒有 Murabahah(成本加利潤銷售)型債券，理由是若將其證券化出售給第三人則形同買賣應收帳款，必須按回教律法規定以貨幣換貨幣必須等價交換原則，不得有溢價或折扣，從而難以形成可交易的證券所致。

其中以租賃型(Ijarah)回教債券最為盛行，最近由德國薩克森安和邦、巴林王國及巴基斯坦發行的回教債券皆屬此類。其典型結構為賣方(為政府或公司)以固定價格出售特定資產(諸如土地、建築物或機器)給特殊目的機構(SPV)，SPV 發行面額等同於購買資產價格的回教債券給投資人以籌措資金，回教債券持有人則獲取 SPV 資產的租賃收益。SPV 被指定為債券持有人的受託人及代理人，且持有受託資產。SPV 租賃資產(按 Ijarah 契約)給公司(租戶)，租戶係賣方的分支機構或賣方本身。公司支付租金給 SPV，租金係以 Libor 加上利潤率為基準。SPV 收取租金，再按持有比率分配給債券持有人。在租約到期或提早解約時，SPV 以約定價格出售資產給賣方(參見圖一)。

圖一 租賃型回教債券之結構



近年來回教債券市場的快速成長可歸因於其具有提供流動性管理的潛力，而此正是伊斯蘭銀行與金融業進一步發展的一項關鍵因素。由於回教律法禁止收付利息，因此使得伊斯蘭銀行無法參與傳統短期貨幣市場，從而導致在有限的資產投資機會下，其帳上常維持高額流動性。近年來回教債券的興起，已為短中期資金配置創造新的可能性。

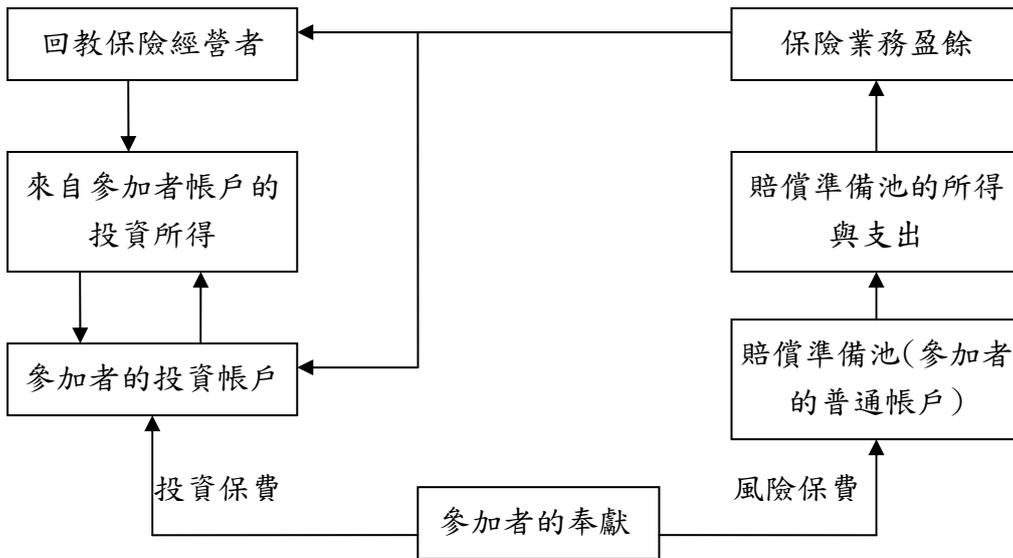
3. 回教保險(Takaful)

由於傳統保險包含出險的不確定(Gharar)成份，出險後理賠的賭博(Maisir)成份，及保險公司將保費收入用於投資長短期債券的利息(Riba)成份等，因此為回教律法所禁止。

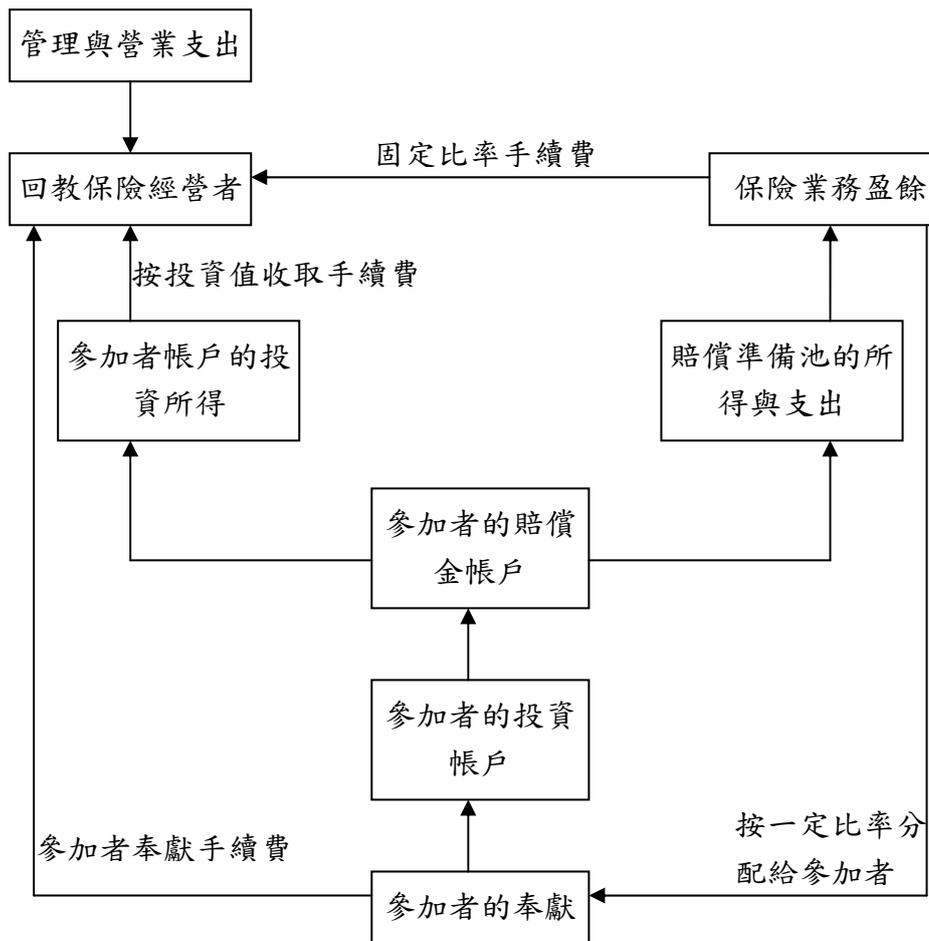
但保險的基本理念——分擔風險，以及集合眾人資源以幫助需要者並未違反回教律法，是以早在 1400 年前的穆罕默德時代即有共同分擔風險的回教保險存在。1979 年於蘇丹首度出現基於古代合作保險原則的回教保險，隨後於 80 年代迄今已先後成功引進馬來西亞及波灣等回教國家。目前全球有 60 家以上的保險公司提供回教壽險及非壽險產品，市場主要集中在馬來西亞、沙烏地阿拉伯、伊朗及巴林等國。

實務上，回教保險採取的模式大致可分為 mudarabah(有限責任合夥)及 wakala (代理人)兩種。mudarabah 模式係由出資合夥人(投保人)及服務提供者(回教保險經營者)共同組成有限責任合夥關係，他們按事先同意的比率分享營運獲利，但服務提供者並不分擔業務損失(參見圖二)。Wakala 模式則是由服務提供者擔任合夥人的代理人，其只領取事先決定的手續費並不分享營運獲利，合夥人以奉獻而非保費的名義注入資金，營運損益由合夥人分擔(參見圖三)。

圖二 Mudarabah 回教保險模式



圖三 Wakala 回教保險模式



五、伊斯蘭銀行相關議題

(1) 風險管理問題

伊斯蘭銀行雖沒有以利率為基礎的金融工具，從而未直接面臨利率風險，但有較傳統銀行為高的作業風險，這是因為：(1) 損益分享模式的管理遠較傳統銀行複雜，這些模式隱含許多非傳統銀行執行的活動，如決定投資計劃的損益分享比率，以及持續監督投資計劃以確保受到良好的治理及維持適當的價值；(2) 伊斯蘭金融產品的非標準化本質，原則上，伊斯蘭銀行能從事的活動幾乎沒有限制，加上它們能經由損益分享及非損益分享模式的組合產生無限多的提供資金方式，從而難以讓產品標準化；(3) 缺乏有效且可靠的回教律法訴訟制度來執行金融契約，伊斯蘭銀行經由 Mudarabah 契約提供資本供企業家進行實質經濟活動，卻沒有法律手段來加以控制，致企業家可完全不受限地依其最佳判斷經營企業。銀行只能依約分享企業經營損益。在 Musharakah 及直接投資契約，伊斯蘭銀行有較佳機會來監督投資企業，因為這些契約允許合夥人影響企業經營及運用投票權。

實務上而言，損益分享模式並不流行，只占伊斯蘭金融交易相當小的比重，主因是其有較傳統銀行業務嚴重的資訊不對稱、逆向選擇、道德風險及交易成本等問題。

以下就這些問題略述之，首先就資訊不對稱觀之，由於每個人皆擁有較他人為多的自身資訊(包括意圖及能力等)，且他人資訊的取得必非免費，其質量與使用者付出的時間與金錢呈正比，是以每個人所擁有的資訊均不相同也不完整(也就是不對稱)所致。由此衍生的問題，包括逆向選擇與道德風險等。前者係指銀行所能獲得的投資資訊不如借款人，因此可能選到較差的借款人及投資計劃，後者係指借款人可能隱藏真正的利潤或經由未授權的獎金分派等方式來讓自己獲得更多利益。

這些問題並未對傳統銀行的存戶造成困擾，因為他們的存款既保本又保息，是以幾乎不需要關心銀行或企業的經營與財務狀況。相形之下，伊斯蘭銀行的投資存款存戶則是在損益分享的原則下，直接分擔資金使用者(企業)的營運風險，因此為了保護本金及確實得到公平合理的報酬起見，對資訊揭露的要求遠高於傳統銀行存戶，包括銀行的政策目標及營運策略等，俾能監督銀行的績效表現。

對於伊斯蘭銀行而言，為了緩和前述問題，必須儘量收集資訊，再就其所擔心的風險依序列出相關項目並給予評分，例如在企業家信

譽方面的遴選標準有：過去的紀錄、可信度與誠實性、由可靠來源推薦、企業家自籌部分資金等；在企業家經營技巧方面有：企業家對市場的熟悉度、企業家評估風險能力、企業家持久經營的能力等；在產品市場方面有：產品對現存市場的刺激效果、市場的成長性等。此外，制定獎懲方案，則能鼓勵投資後的良好行為。

投資後的監督以確保使企業家行為符合出資者利益，更有其必要性，因為許多投資契約屬長期性質，且投資前所獲得的資訊可能因時空環境的改變而與投資後不相關，從而使投資後的行為決定投資契約的最終價值。但監督是相當昂貴的活動，導致金融交易成本隨之增加，是以伊斯蘭銀行必須根據成本效益原則決定最適監督水準。

非損益分享模式雖有較少的風險及較類似於傳統銀行的融資機制，但也有其特定風險。例如：Bay ` Salam(先付款、後收貨)契約使伊斯蘭銀行暴露於信用風險及商品價格風險，這是因為銀行同意支付貨款購買未來交割的商品，且收到商品後也將持有至能變現為止之故。Ijarah(租賃)也有相似風險，這是因為其與傳統租賃契約的最大差別在於租賃期間內租賃資產的所有權必須屬於伊斯蘭銀行之故。

除了前述特定風險外，尚有其他較一般性的因素使得伊斯蘭銀行的營運較傳統銀行更有風險及較少獲利，這些因素包括：

(1)較少的避險工具與技巧。由於回教律法禁止利息且某些伊斯蘭學者對 Gharar(風險、不確定)的解釋，因此使得伊斯蘭銀行不能使用許多基於傳統工具如選擇權、期貨及遠期等的避險策略與技巧。

(2)貨幣市場及政府證券(由於難以依據損益分享原則規劃短期政府融資工具)的低度發展或不存在。此使得伊斯蘭銀行的流動性管理困難，從而有較大的流動性風險脆弱度。由於缺乏合於回教律法的伊斯蘭短期政府證券(如國庫券)及高品質的民營企業商業本票，因此使得伊斯蘭銀行容易出現資產負債不匹配的情形。雖然伊朗及蘇丹在發展政府證券及短期工具方面頗有進展，但距離有效管理政府債務及貨幣仍有相當大的努力空間。

(3)各國對伊斯蘭銀行的管制及監理實務相當分歧，主要差異之處包括伊斯蘭金融機構的法律地位、自有資本計算及如何獲得中央銀行提供的流動性機制等。

影響所及，伊斯蘭銀行通常被迫持有相對大比重的資產在中央銀行的準備帳戶或通匯帳戶，由於這些帳戶的報酬為零或很低，因此已

顯著影響其獲利能力，從而不利其競爭力。

(2) 未來發展的挑戰

伊斯蘭金融發展仍面臨許多挑戰，首先是伊斯蘭貨幣市場工具由於難以定義報酬率而未有明顯進展，缺乏此類非茲息證券已使得採取雙軌銀行制者的貨幣管理範圍受到限制。這是因為銀行負債具有流動性本質(此與短期存款居於主宰地位有關)，若無良好組織及具有流動性的貨幣市場供其拋補頭寸，則勢必導致其更為偏重持有短期資產，從而阻礙金融中介及市場深化。

其次是如何發展一套治理、監督及管制伊斯蘭銀行的架構，迄今伊斯蘭銀行所在國之間並無共同的監理方式，兩大主流觀點中的一派(例如：馬來西亞及葉門)認為，中央銀行監理伊斯蘭銀行的制度應與傳統銀行截然不同；另一派(例如：巴林及卡達)雖承認伊斯蘭銀行活動的單一性，但仍偏好將它們置於監理傳統銀行的制度中，僅略做修改及頒布特定的指導原則。

從 90 年代末期以來，伊斯蘭銀行世界已加強監理制度的標準化。例如：伊斯蘭發展銀行(IDB)在發展國際可接受的標準與程序及強化該部門架構扮演重要角色，其他許多國際機構包括伊斯蘭金融機構會計與稽核組織(AAOIFI)、伊斯蘭金融服務理事會(IFSB)等，則致力於訂定遵循回教律法的標準及調和這些標準的跨國間差異。

許多國家與機構已採用 AAOIFI 所發展的會計標準，該標準可補國際財務報告標準(IFRS)之不足。IFSB 旨在提倡伊斯蘭金融服務業的審慎經營與透明化，及頒布有效監理準則供伊斯蘭金融業者參考。IFSB 最近完成資本適足及風險管理的標準，且在發展公司治理標準有所進展。一旦這些國際標準發展完成且被接受，將有助於監理者致力伊斯蘭金融世界的健全、穩定及誠實。

目前仍持續爭論不休者為，伊斯蘭銀行並未將基金管理與投資活動自商業銀行業務中分離出來。從監理的觀點而言，伊斯蘭銀行常與綜合銀行及共同基金相比擬，但此可能遭致技術性難題。例如：當伊斯蘭銀行擔任損益分享契約的投資管理者時，將其視為基金管理人可能較銀行更合適，是以有些監理者認為應採取適用於傳統基金管理人的監理方式。此外，將不同風險加總至單一伊斯蘭工具且於單一金融機構提供者亦不乏其例，因此仔細檢視這些交易的特性為有效監理所必須。基於這些契約的風險，有人主張監理範圍必須延伸至銀行業務

部門以外，何況負債合約的損益分享本質已引起關於資本定義及資本適足率的問題。

另，有人基於伊斯蘭金融中介的特殊風險本質，主張其監理架構必須較傳統銀行更為強調作業風險管理及資訊揭露。投資風險係影響伊斯蘭銀行損益分享活動的最重要作業風險，因為該模式除了可將風險直接移轉給存戶外，也將使伊斯蘭銀行暴露於通常由股票投資人而非債權持有人所承擔的風險。損益分享模式包括傳統銀行業務以外的活動，諸如決定投資計劃的損益分享比率等。若投資計劃出現虧損，銀行必須承受損失，不能要求企業家全額還款。

第三個挑戰是資料收集，由於缺乏集體合計資料致無法進行伊斯蘭銀行的跨國比較，加上沒有共同的財報與會計標準，使得監理者的工作更為複雜。某些國家的中央銀行(巴林、馬來西亞及土耳其)已在其年報中另闢伊斯蘭銀行專章，將這些銀行歸屬一類，有集體合計資料可提供該國伊斯蘭銀行規模及成長資訊。儘管如此，仍需要多邊努力來收集及整合跨國資料。

最後是資本市場，伊斯蘭工具及政府證券市場仍屬淺盤市場，國際伊斯蘭金融市場尚處於發展初期階段。該部門必須改善資產與負債類證券的範圍與精緻度，發展新的工具與金融技巧使伊斯蘭銀行能分散風險。

對某些金融工具採取共同的立場，有助於伊斯蘭金融的發展及改善其全球競爭力。例如：許多關於投機及使用衍生商品的問題必須先獲得解決，才能使伊斯蘭股票市場茁壯發展。除了回教律法不允許套利及賣空外，其他金融交易顯然在實務上受限於各方不同的解釋。例如：涉及買賣債務契約的次級市場交易只見容於馬來西亞。

解決前述重要問題及採用監理與會計的最佳實務，為未來市場與產業發展的重要關鍵。在可預見的未來，監理當局將持續面臨了解產業及如何在有效監督與協助產業發展間求取均衡的雙重挑戰。

若相關國家的中央銀行與機構能加強多邊合作，及創造適當的環境與條件(公平競爭市場及提供業者市場導向發展所需的基本建設)，則這些挑戰能被克服。健全及良好營運的伊斯蘭金融制度，除了有助於相關國家的區域金融整合外，也能融通經濟基本建設及創造就業機會從而對經濟社會發展有所貢獻。

六、對我國之啟示

面對近年來快速發展的伊斯蘭金融市場，我國因應此一新興趨勢之道，似乎可借鏡參考歐美等非回教國家的發展伊斯蘭金融經驗。

一般而言，他們採取的途徑有二：一是於國內市場發展伊斯蘭金融產品，其中尤以英國最為積極，例如：首家伊斯蘭銀行-The Islamic Bank of Britain 已於 2004 年 9 月 22 日開張，第四大銀行-Lloyds TSB 銀行則於今年在全英 2,000 家分行提供伊斯蘭活期存款，及於英格蘭與威爾斯地區開辦伊斯蘭房貸⁹。匯豐銀行雖也提供伊斯蘭產品，但規模不若 Lloyds TSB。此外，由於倫敦身為全球最大的國際金融中心，因此亦有許多國外大型及中東傳統銀行提供伊斯蘭產品。前述銀行皆係以英國的 180 萬穆斯林為主要對象，另，今年 3 月獲准成立的歐洲伊斯蘭投資銀行(EIIB)，則係以發行回教債券的方式來吸引波灣地區資金投資英國的房地產。

美國目前有 9 家金融機構提供伊斯蘭金融產品，它們通常提供 Murabahah、回教租賃及 Musharakah 等融資工具，供消費者購買房屋、汽車及小型企業貸款之用。其中，匯豐銀行係唯一的大型銀行，除了由海外部門提供全球伊斯蘭金融服務外，美國地區的伊斯蘭金融活動則多集中在紐約州。此外，尚有某些伊斯蘭投資機構如 Saturna Capital、Azzad Asset Management 及 Allied Asset Advisor 等提供伊斯蘭投資基金，管理的資產規模估計達 1,120 億美元。

在東南亞地區，除了馬來西亞及印尼等回教國家外，泰國因為境內有 320 萬名回教徒，是以其國會於 2004 年通過伊斯蘭銀行管理條例，並於 2005 年 8 月首家伊斯蘭銀行正式對外營業。新加坡則憑藉財富管理方面的專長¹⁰，正致力於通過提供伊斯蘭金融產品來吸引中東地區的資金，此包括 Murabahah 交易、伊斯蘭投資基金及回教保險等。最近新加坡股票交易所與 FTSE 集團及 Yasaar Research 合作推出 FTSE SGX Asia Shriah 100 指數，由日本、新加坡、臺灣、南韓及香港等地的 100 檔符合回教律法股票組成。此外，亦積極參與伊斯蘭金融的國際組織及培育伊斯蘭金融人才，並調整稅法使伊斯蘭金融產品的相關稅率與傳統銀行的類似產品相一致¹¹。

⁹ 該行估計伊斯蘭房貸市場規模可達 45 億英鎊。

¹⁰ 去年底由新加坡金融機構管理的資產總額達 7,204 億美元，較一年前的 5,726 億美元成長 26%。

¹¹ 如將伊斯蘭金融交易中與不動產交易有關的印花稅予以免除，Murabahah 交易

另一則是於國外或國際市場發展伊斯蘭金融商品，以利用回教世界(尤其是中東產油國)的豐富油元，例如：花旗銀行及匯豐銀行已在中東地區及馬來西亞提供伊斯蘭銀行服務；巴黎銀行(BNP Paribas)於2003年在巴林成立伊斯蘭部門；瑞士銀行(UBS)於2004年在杜拜設立獨立的伊斯蘭私人銀行以迎合中東最富者的需要。標準渣打銀行於2004年進入阿聯大公國(UAE)的伊斯蘭金融市場，目前已提供一系列消費金融產品，包括伊斯蘭個人金融、伊斯蘭租賃(中小企業)金融及活期存款等。西方銀行的伊斯蘭產品之所以能對當地穆斯林具有吸引力，除了民眾不信任本國銀行¹²外，它們能提供較精緻的服務也是原因之一。

參與伊斯蘭金融市場也是常被採用的方式，例如：國際投資者看好波灣經濟發展前景，而常溢額認購波灣發行的回教債券；此外，非穆斯林國家也開始發行回教債券，除了前述的德國薩克森安和邦外，美國的Gulf East Cameron Parthers公司已於最近發行1筆1.66億美元的回教債券，另據亞洲華爾街報載，中國大陸一家國營電力公司打算委由科威特金融公司(Kuwait Finance House)的馬來西亞分支機構發行回教債券。歐美銀行及法律事務所則運用其專業協助伊斯蘭金融市場發展，例如：花旗銀行、德意志銀行、匯豐銀行、美林證券及瑞士銀行已成立多檔伊斯蘭股權投資基金；匯豐銀行的HSBC Amanah係去年全球第二大的回教債券管理者，共承銷發行了7筆總額達8.82億美元的回教債券。

就我國而言，儘管國內穆斯林人口稀少，但或可仿效面臨相同處境的新加坡之做法，允許金融機構推出伊斯蘭金融產品，尤其是財富管理工具(如伊斯蘭投資基金)以吸引中東資金投入國內建設。此外，國內企業至國外發行回教債券或由銀行安排Murabahah貿易融資等，亦屬便捷可行之道。另，國內銀行至回教世界設立分行雖可考慮成立伊斯蘭金融窗口，惟此涉及層面較廣且必須與當地業者競爭，因此是否有利可圖仍待業者自行審慎評估。

中購買非住宅不動產所發生的買賣價差可免消費稅等，詳見吳國禎(2006)。

¹²按，2001年發生於土耳其的Ilhas Finance倒閉事件已嚴重損害存款者的信心。

附錄：回教債券案例

2003年10月8日卡達政府發行一筆7億美元的7年期回教債券，募集所得將用來開發哈馬德醫療城，其結構是首先由卡達政府、卡達國際伊斯蘭銀行及匯豐銀行合資成立一個名為 Qatar Global Sukuk QSC 的特殊目的機構(SPV)，再由 SPV 向卡達政府購買醫療城座落所在的土地區塊，以發行土地共同持分信託憑證(即回教債券)的方式轉售給投資人。

配利日為債券期間內的每年4月9日及10月9日，頭4個配利日的配利額為：

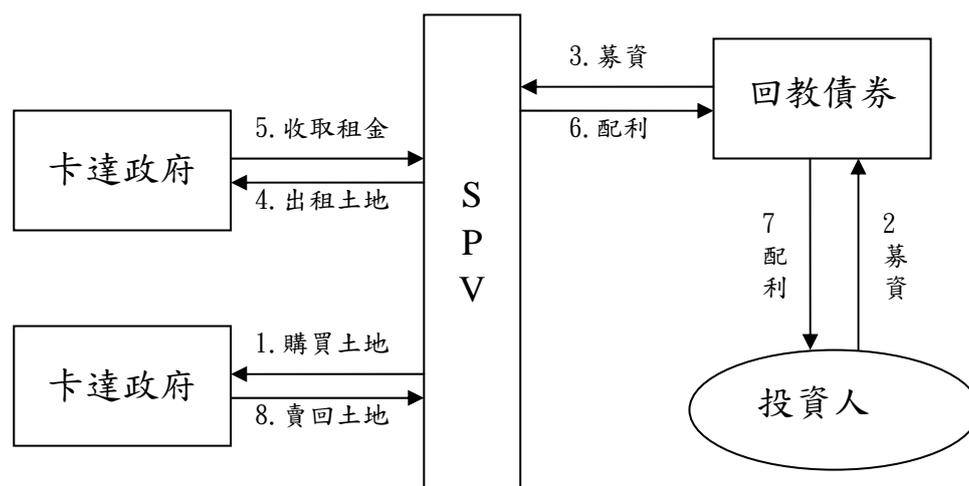
$(\text{六個月期 LIBOR} + 0.4\%) \times 7 \text{ 億美元} \times (\text{茲利期實際日數} / 360 \text{ 日})$

其餘配利日的配利額為：

$\text{分期贖回額(買回土地持分)} + (\text{六個月期 LIBOR} + 0.4\%) \times 7 \text{ 億美元} \times (\text{茲利期實際日數} / 360 \text{ 日})$

SPV 代理投資人將土地租回給卡達政府，俾其進行醫療城的開發建設，租金額(包括分期買回土地額)等同於配利額¹³，至期末由於卡達政府已付清買回土地價款，因此土地所有權又重回其手中。此筆債券由卡達政府擔保，是以 S&P 給予 A+ 的債信評等，等同於卡達的主權評等。

結構圖



¹³ 至第五個付租日(含)以後的租金將包括分期買回土地所有權款項，其金額等同於回教債券的分期贖回額。

參考文獻

- Aquil B., Autumn 2005, “Tracking the Progress of Sukuk” *Islamic Banking and Finance*.
- Aziz Z., June 2005, Islamic Banking and Finance Progress and Prospects Collected Speeches: 2000–2005. (*Bank Negara Malaysia*)
- Chiu S., May 2005, “Islamic Finance in the United States: a Small but Growing Industry” *Chicago Fed Letter*, Federal Reserve Bank of Chicago, United States.
- Edwardes W., September 2001, “Demystifying of Islamic Banking and Finance” *Treasury Management International*.
- El-Gamal M., June 2000, “A Basic Guide to Contemporary Islamic Banking and Finance” (*Houston, United States*)
- El-Hawary D., Grais W., and Iqbal Z., March 2004, “Regulating Islamic Financial Institutions: The Nature of the Regulated” *Policy Research Working Paper 3227*, World Bank.
- Foot M., September 22 2003, “The Future of Islamic Banking in Europe” UK Financial Service Authority.
- Gassner M., June 2004, “Islamic Finance: Short in Gambling, Long in Trade” *Swiss Derivatives Review*.
- Iqbal, M., and D. Llewellyn(eds.), 2002, Islamic Banking and Finance: New Perspective on Profit-Sharing and Risk. (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Publishing, Ltd.)*
- Jaffer S. (ed.), June 2005, Islamic Retail Banking and Finance : Global Challenges and Opportunities. (London, United Kingdom: Euromoney Books)*
- Matthews O., October 31 2005, “How the West Came to Run Islamic Banks” , *Newsweek*.
- Obaidullah M., 2004, Islamic Financial Markets: Towards Greater Ethics & Efficiency. (*New Delhi, India: Istitute of Objective*

Studies)

Qorchi M., December 2005, “Islamic Finance Gears Up” , *Finance and Development*, IMF.

Shameen A., August 8 2005, “Islamic Banks: A Novelty No Longer” *Business Week*.

Sundararajan V., and Errico L., 2002, “Islamic Financial Institutions and Products in the Global Financial System: Key Issues in Risk Management and Challenges Ahead” IMF Working Paper(Washington: International Monetary Fund).

Tariq A., September 2004, “Managing Financial Risks of Sukuk Structures” , Loughborough University, UK.

Usmani M., 2002, Meezanbank’ s guide to Islamic Banking. (*Karachi, Pakistan: Darul Ishaat*)

吳國禎, 2006 年, “金融立國新加坡的伊斯蘭金融振興措施”, 取材自日本 *國際金融月刊* 1168 期, 2006 年 9 月 1 日出版。