

行政院及所屬各機關出國報告

出國類別：其他（出席國際會議）

出席馬來西亞證券委員會舉辦之第10屆 伊斯蘭市場計畫（Islamic Markets Programme, IMP）研討會報告

服務機關：金融監督管理委員會

出國人員：證券期貨局 陳稽核志新

派赴國家：馬來西亞吉隆坡

出國期間：104年9月6日至104年9月10日

報告日期：104年11月27日

目次

第一章 前言	1
第二章 伊斯蘭金融概觀	2
一、伊斯蘭金融之核心價值	2
二、伊斯蘭資本市場與一般資本市場之比較	4
三、伊斯蘭資本市場之現況	6
四、馬來西亞之伊斯蘭資本市場發展	8
第三章 伊斯蘭金融商品與創新發展趨勢	14
一、伊斯蘭資本市場之主流商品	14
二、伊斯蘭資本市場之創新發展趨勢	19
第四章 心得與建議	25

第一章 前言

伊斯蘭金融之特性為兼顧經濟價值與社會責任，在馬來西亞，伊斯蘭金融體系與一般金融體系平行發展，並由政府積極扶植伊斯蘭金融相關產業，以提升其業務發展，並擴大國外市場之影響力。

為推廣伊斯蘭金融，馬來西亞證券管理委員會轄下之證券產業發展公司(The Securities Industry Development Corporation, SIDC)每年均舉辦伊斯蘭市場計畫 (Islamic Markets Programme, IMP) 研討會，邀集國內外金融業者、交易所及主管機關與會，2015年第10屆IMP研討會於2015年9月7日至10日假馬來西亞吉隆坡舉行，會議內容區分為二大部分，第一部分在於介紹伊斯蘭資本市場，說明其遵循伊斯蘭律法精神之架構、產業概況，相關金融商品與市場參與者，第二部分為檢視伊斯蘭資本市場發展現況，探討其未來發展趨勢與所面臨之挑戰，包括伊斯蘭群眾募資的發展趨勢、金融商品創新與社會責任投資(SRI)等。

以下章節將分別就伊斯蘭金融概觀、主流金融商品、創新發展趨勢及參訪心得予以說明。

第二章 伊斯蘭金融概觀

伊斯蘭資本市場（The Islamic capital market，簡稱ICM）是與一般資本市場（Conventional capital market）平行存在與發展的市場，其市場規模、產品及複雜度亦與時俱進。藉由主管機關、監理單位及私部門企業共同參與，ICM提供消費者更多元化的選擇，並吸引更多外來投資。ICM強調遵循伊斯蘭律法（Shariah compliant）的特色，滿足回教國家人民的金融需求，對於全球各地希望其投資或融資用途具備道德性之投資人，亦提供可靠的選擇。

第一節 伊斯蘭金融之核心價值

伊斯蘭資本市場與一般資本市場相同，其功用在於提供有效率的籌資管道，支應企業中長期資金需求，以利生產活動或各項計畫的進行。伊斯蘭資本市場特別之處在於，其交易、營運及金融服務須遵循伊斯蘭律法之原理原則與規範，伊斯蘭信仰對特定活動、風險、報酬有其禁止事項，包括禁止高利貸或支付利息(Riba)、禁止具有不確定性風險(Gharar)或賭博(Maysir)性質之活動、禁止投機、禁止投資於伊斯蘭律法禁止之活動等，並鼓勵公開透明、風險分攤、促進公眾福祉，以下就伊斯蘭律法之特色簡要說明：

（一）禁止高利貸或支付利息（Riba）：

1. 伊斯蘭律法認為，金錢僅是交易之中介者（medium of exchange），故不能由金錢本身賺取金錢，金錢須投入實質生產性活動如：銷售、租賃、投資等方能賺取收益。又傳統於金錢上收取利息，乃係將金錢視為商品，故提供利息給付的債務或債券不符合伊斯蘭律法。
2. 其他交易如有利息支付的有價證券，或是公司企業以賺取利息為主要業務（一般銀行、保險公司等），投資該等公司之股票亦不符合伊斯蘭律法。本項禁止態樣，連同其他

之禁止事項一同作為是否符合伊斯蘭律法之審查原則，並經馬來西亞證券管理委員會用於檢視交易所掛牌股票是否符合伊斯蘭律法，據以對外發佈符合伊斯蘭律法之掛牌股票名單。

- (二) 禁止內容模稜兩可或不確定性 (Gharar)：這是為了避免因缺乏瞭解或認知不完整，導致不公平對待及交易糾紛，故禁止詐欺、誤導、脅迫、不揭露等行為，要求所有的交易均須於契約中清楚約定買賣標的及定價。具體而言，金融衍生性商品如選擇權、期貨、遠期交易，在交易的當時並無所有權移轉，給付及交割均遞延至未來，市場交易者從事這一類交易多是仰賴對市場敏感度進行操作，並非基於實質經濟需求，交易本身即具有高度不確定性。
- (三) 禁止賭博(Maysir)：很明顯賭博是屬於零和遊戲，並未創造任何財富，僅是財富的移轉。贏錢靠的是機會與不確定事件，並非投入相當的努力以獲取成功。
- (四) 禁止投機：實務上，投機指的是持有證券的時間極短，如當日沖銷交易 (Day trading)，這一類交易藉由股價波動賺取價差，而非基於發行公司之前景、營運狀況來進行長期投資。
- (五) 禁止不道德行為：像是操縱、高報定價、隱瞞缺陷等，從伊斯蘭的觀點，處理交易時秉持誠實的態度非常重要，不道德行為是無法接受的。
- (六) 禁止不符伊斯蘭律法之活動：禁止投資於不符合伊斯蘭律法之公司，即該等公司的生產或收益係來自酒類、毒品類、豬肉、情色等營業活動。

會議講師強調，所有之伊斯蘭金融活動，包括產品與服務，都必

須遵循伊斯蘭律法(Shariah compliance)，而是否符合律法規範之價值判斷為除非證明其違反律法，否則均屬可參與之事項，故遵循伊斯蘭律法係以負面表列而非正面表列之方式進行，亦即除負面表列事項外，伊斯蘭金融具有充分之發展自由度。簡而言之，伊斯蘭金融具有下列之特色：

- (一) 道德性：避免不道德之商業活動，避免賭博、高利貸等伊斯蘭律法禁止之行為、控管投資事項、對客戶之困難予以包容。
- (二) 實質經濟活動：投資需用於實質經濟活動、投資標的須具有確定性（避免買空賣空）、禁止過度使用槓桿、不可將貨幣作為商品。
- (三) 治理：公司/金融機構須提供更多透明度與訊息揭露、符合伊斯蘭律法之治理、財產受託人應善盡責任、商業活動應提供明確之文件與契約以強化穩定性。
- (四) 強調合夥關係：金融活動具備合夥之精神，亦即由出資者（客戶）與金融事業（受託人）往來。有關權利義務、利潤共享、風險承擔等須於契約載明。

第二節 伊斯蘭資本市場與一般資本市場之比較

伊斯蘭資本市場與一般資本市場之差異，可由債券市場、股票市場交易是否以伊斯蘭律法為前提、投資收益或現金流是否運用於符合伊斯蘭律法之商業活動予以區分，概述如下：

	股票市場		債券市場	
	伊斯蘭金融市場	一般金融市場	伊斯蘭金融市場	一般金融市場
商業活動	僅得從事符合伊斯蘭律法之商業行為	未限制	伊斯蘭債券之發行人僅得從事符合伊斯蘭	債券發行人之商業活動未有限制

			律法之商業活動。	
收益運用	符合伊斯蘭律法	未限制	符合伊斯蘭律法	未限制
市場接受度	伊斯蘭或一般投資人均可接受	不被伊斯蘭投資人接受	伊斯蘭或一般投資人均可接受	不被伊斯蘭投資人接受
結構	-	-	資產、投資、債務	債務
資產品質要求	-	-	有要求	未要求，除非是資產基礎證券

舉例說明：符合伊斯蘭律法的交易：

1. 在禁止支付利息(Riba)的原則下，如何報償存款人或出資者？

銀行與客戶可以藉由約定雙方共享利潤或報酬，以符合伊斯蘭律法精神。如：銀行與客戶約定，將依一定比率分享存款所產生的利潤，並以股利型態支付。另，存款人或出資者在收回出資部分後，基於感謝交易相對方的貢獻，非基於雙方契約約定必須履行事項，自願額外給付報酬給交易相對方，在伊斯蘭律法裡視為存款人或出資者之禮物(hibah)，符合伊斯蘭律法精神。

2. 廣泛應用於伊斯蘭金融交易之Murabahah(Tawarruq)成本外加利潤模式，其運作方式為何？

Tawarruq之意義為Turns into silver，是一種讓客戶快速取得資金但不違反伊斯蘭律法之交易方式，客戶向銀行購買資產，約定採一定之價格加成(mark up)給付且遞延支付價款，並立即出售該資產以取得現金，如：客戶向銀行購買貴金屬，價格為1000美元，約定1年後給付，然後立即透過該銀行以900美元出售該項貴金屬（可視為請銀行擔任出售代理人），並取得900

美元所需資金。反之亦然，客戶（法人）透過銀行購買資產，並立即出售給銀行，約定由銀行採一定之價格加成(mark up)給付且遞延支付價款給客戶。

第三節 伊斯蘭資本市場之現況

伊斯蘭資本市場相較一般資本市場起步較晚，隨著伊斯蘭銀行、保險（Takaful）公司、伊斯蘭基金、退休基金以及其他伊斯蘭金融服務逐漸興盛，其管理及運用之資金規模擴大，尋找符合伊斯蘭律法精神之投資工具、金融商品之需要與時俱增。此外，政府或大型法人機構之長期國內或國際發展計劃，期望能符合伊斯蘭律法精神，卻無法在一般資本市場取得合適之投資管道，亦增強對伊斯蘭資本市場之需求。藉由伊斯蘭合作組織（OIC）¹於經濟金融議題上的整合與推動，伊斯蘭資本市場逐漸在其成員國間積極發展，並在國際金融市場扮演舉足輕重之角色。

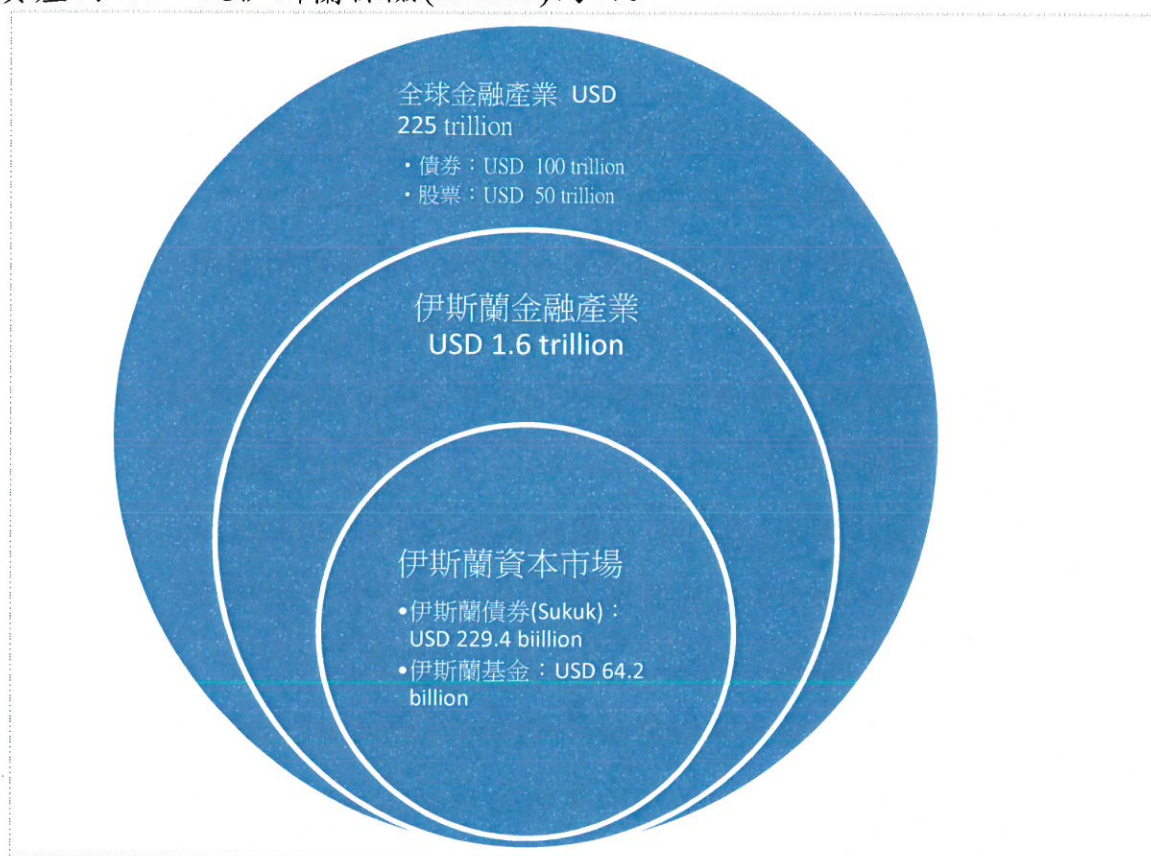
伊斯蘭資本市場之主流金融商品為：



¹伊斯蘭合作組織（OIC）是繼聯合國之後，全球第二大政府間組織，有 57 個會員遍布四大洲。該組織職責為與聯合國及其他政府間組織進行磋商與合作，以保護穆斯林利益，並協助解決各成員國間之矛盾和糾紛。

根據伊斯蘭金融服務委員會（IFSB）²2013年之統計，伊斯蘭資本市場截至2012年底，伊斯蘭債券(Sukuk)及伊斯蘭基金資產分別約2,294億美元、642億美元，相近期間內全球金融產業之債券市場計100兆美元，股權商品計50兆美元。又伊斯蘭金融產業之金融資產合計約1.6兆美元，相近期間內全球金融資產約225兆美元。相較之下，伊斯蘭金融產業仍然微小。然而，伊斯蘭金融產業已有50年發展歷史，近年來每年均有15%至20%之雙位數成長，隨著市場對伊斯蘭金融之需求逐步增加，這個產業仍深具發展潛力。

另進一步觀察可發現，伊斯蘭金融產業之金融資產占比以銀行業務為主，約占80%，其後分別為伊斯蘭債券(Sukuk)約15%，伊斯蘭基金資產約4%，及伊斯蘭保險(takaful)約1%。



² 總部設在吉隆坡，2002年11月3日正式落成並開始運營，作為監管機構的國際標準制定機構。截至2015年四月，伊斯蘭金融服務委員會的188個會員包括61個監管機構，8個國際政府間組織，以及119個機構（金融機構，專業公司和行業協會）在45管轄地區運行。

第四節 馬來西亞之伊斯蘭資本市場發展

一、伊斯蘭資本市場在馬來西亞的演變

馬來西亞的伊斯蘭金融開始於1963年成立之伊斯蘭儲蓄機構 (Pilgrims Management and Fund Board)，並基於對創建符合伊斯蘭律法的金融產業意識逐步增強，一步一步制定全面之伊斯蘭金融產業規範，重要歷程如下：

1983年：伊斯蘭銀行法 (Islamic Banking Act) 施行，成立第一個伊斯蘭銀行，並使傳統金融機構可提供與伊斯蘭律法兼容的銀行產品和服務，這個發展促進雙元金融體系-伊斯蘭金融、一般金融體系的建立。

1984年：伊斯蘭保險法 (Takaful Act) 施行，成立第一家伊斯蘭保險公司。

1993年：證券管理委員會法 (Securities Commission Act) 施行，賦予證券管理委員會發展資本市場之權責。

1994年：伊斯蘭銀行間貨幣市場建立，提高伊斯蘭銀行業之資金運用調度能力，有利其發展茁壯。

2007年：資本市場與服務法 (Capital Markets and Service Act, CMSA) 施行。

2009年至2010年：增訂伊斯蘭顧問委員會 (National Shariah Advisory Council) 之具體條文於馬來西亞中央銀行法 (Central Bank of Malaysia Act) 及資本市場與服務法。

2013年：伊斯蘭金融服務法 (Islamic Financial Services Act) 生效，取代伊斯蘭銀行法及伊斯蘭保險法。

馬來西亞之伊斯蘭金融發展，顯著的里程碑包括由外商獨資企業 (Shell MDS) 於1990年首次發行伊斯蘭債券，2005年來自中東國家的第一個外資伊斯蘭銀行 (Kuwait Finance House) 進入馬來西亞設立分支機構，及2008年一般外國銀行在馬來西亞成立伊斯蘭銀行子公司

HSBC Amanah Malaysia。開放外國伊斯蘭金融機構促進良性競爭，強化伊斯蘭金融業的活力。

近年來，隨著金融機構及跨國公司擴大取得符合伊斯蘭律法的產品（如伊斯蘭債券等）以籌集資金，馬來西亞之伊斯蘭資本市場不斷成長擴大，外匯管理規則逐步開放，亦提振伊斯蘭債券市場，陸續出現之創新發展包括：2002年成立第一檔全球主權伊斯蘭債券，2006年成立第一檔伊斯蘭房地產信託基金（REIT）。

又馬來西亞成立伊斯蘭金融服務委員會（IFSB）。這一國際標準制定組織建立全球性的審查標準和指導原則，促進伊斯蘭金融業的穩定。它的國際會員包括監管機構、政府間組織和金融市場參與者。

最近馬來西亞推動措施包括由伊斯蘭金融服務委員會和伊斯蘭開發銀行（IDB）成立專責小組負責推動伊斯蘭金融及全球金融穩定。在工作團隊的推動下，建立了國際伊斯蘭流動性管理公司（IILM），用以促進全球跨境流動性管理；並提出相關報告與具體建議，以加強伊斯蘭金融基礎設施，並促成伊斯蘭資本市場穩定論壇的建立。

二、馬來西亞對伊斯蘭金融之監管：

（一）符合IOSCO的精神：

下列IOSCO的證券監理原則與目標，同等適用於伊斯蘭金融：

- 1.保護投資人：包括避免誤導、操縱、詐騙手段，與及時並充分的揭露資訊。
- 2.確保市場公平、效率、透明：監管措施必須能偵測、制止及懲罰市場操縱及其他不公平交易，必須確保投資人參與市場交易的過程能受公平對待。
- 3.降低系統風險：降低金融市場中介者的違約或倒閉風險，促進及開放有效管理風險之相關措施。

根據IOSCO任務小組於2004年出具對伊斯蘭金融的審查報告結論認為，一般資本市場監管架構與原則，同等適用於伊斯蘭金融，後者尚包含是否符合伊斯蘭律法的認可（或認證）過程，整體而言，並不需要為伊斯蘭資本市場另外創設監管規範，IOSCO的證券監理原則與目標可以適用於伊斯蘭資本市場。

另外，根據IOSCO於2008年出具有關伊斯蘭證券是否符合IOSCO監理原則之分析報告認為，伊斯蘭金融之產品與服務，與IOSCO的核心原則相符，並未發現伊斯蘭證券市場相較於IOSCO的核心原則，有其他需要特別考慮之處。

（二）監管的核心原則：

馬來西亞對於一般金融商品與伊斯蘭金融商品有清楚的監理架構，適用一般金融商品之監理要求，同樣適用於伊斯蘭金融商品，但後者另外有符合伊斯蘭律法之監理要求，就監理重點說明如下：

	一般性監管要求	特別監理要求—符合伊斯蘭律法
債券/Sukuku	受託（保管）、信用評等、合格業者	符合伊斯蘭律法之原則、伊斯蘭顧問、收益運用
基金 /Islamic unit trust	經理公司、受益人、投資承諾	伊斯蘭顧問、投資標的、每年由伊斯蘭顧問驗證是否符合伊斯蘭律法
REITs/Islamic REITs	最少五成投資於房地產	伊斯蘭顧問、承租人之活動與租金收益必須符合伊斯蘭律法要求

(三) 馬來西亞之伊斯蘭律法審查制度 (Shariah Screening)：

1. 發展歷程：

1995年：馬來西亞證券管理委員會轄下之伊斯蘭顧問委員會(The Shariah Advisory Council, SAC) 提出伊斯蘭審查原則。

1997年：SAC正式公布符合伊斯蘭律法之掛牌證券名單。

1998年：今年起每年公布2次名單。

1999年：馬來西亞證交所推出吉隆坡伊斯蘭指數 (Kuala Lumpur Shariah Index)。

2000年：每年固定於4月、10月公布符合伊斯蘭律法之掛牌證券名單。

2004年：馬來西亞證券管理委員會公布掛牌證券是否符合伊斯蘭律法之審查原則。

2007年：改於每年5月、11月公布符合伊斯蘭律法之掛牌證券名單。

2012年：馬來西亞證券管理委員會宣布，修正掛牌證券是否符合伊斯蘭律法之審查原則。

2. 修正後伊斯蘭律法之審查原則介紹：

伊斯蘭律法審查制度的建立，使馬來西亞證券管理委員會得因應監理需要，要求掛牌公司提供相關資訊，建立相關的準則或指導規範如：有價證券未符合伊斯蘭律法之處理準則等，並使掛牌證券之發行公司於遵循伊斯蘭律法之相關決策上更具一致性，最重要的一點是強化投資人對符合伊斯蘭律法證券之信心。

修正後伊斯蘭律法之審查原則自2013年起生效，修正的重點在於重新界定營業活動型態指標、財務比率指標，並強化營業活動型態的認定，說明如下：

(1) 量化標準改變：

A. 原規範營業活動型態未符合伊斯蘭律法者，佔營業收入、

稅前淨利之比率必須低於規定比率，計區分4種控管比率，如：從事一般銀行業務、一般保險業務、賭博、酒精或豬肉相關事業等須低於5%；從事煙草相關活動比率須低於10%；源自不符合伊斯蘭律法之租金收益須低於15%；源自旅館與住宿業務、股票經紀業務等須低於25%。修正後之標準將相關活動重新劃分，計區分2種控管比率（5%、20%），並增列其他由SAC認定為不符合伊斯蘭律法之營業活動。

B. 新增財務比率規範，要求負債佔總資產比率、現金及約當現金佔總資產比率需小於33%，其中負債僅包含有利息負擔之債務，不含伊斯蘭債券，現金僅包含存放於一般銀行（非伊斯蘭銀行）帳戶者。

(2) 質化標準強化：強化營業活動型態的認定，參酌社會大眾之認知或觀感。

伊斯蘭律法之審查原則修正前後之比較如下表，可以看出新的審查原則較為嚴謹，故實施初期，符合伊斯蘭律法之掛牌證券數量下降，然隨著市場接受度提高，符合伊斯蘭律法證券檔數佔總掛牌數之比重已由2013年11月之71%逐步增加至2015年5月之75%，市場份額之占比亦由2013年11月之60.50%逐步增加至2015年5月之61.81%：

	修正後				修正前
	2015/5	2014/11	2014/5	2013/11	2013/5
符合伊斯蘭律法證券檔數	674	673	665	653	801
總掛牌檔數	903	905	905	914	910
占比	75%	74%	73%	71%	88%
市場份額(馬幣RM，計價單位：billion)					

符合伊斯蘭律法證券檔數	1047.59	1061.07	1046.70	1011.15	1017.75
總掛牌檔數	1694.81	1731.43	1736.82	1671.35	1611.75
占比	61.81%	61.28%	60.27%	60.50%	63.15%

註：每年5月、11月公布符合伊斯蘭律法之掛牌證券名單。

第三章 伊斯蘭金融商品與創新發展趨勢

一、伊斯蘭資本市場之主流商品：

(一) 股票市場：

伊斯蘭股票係指發行公司之營業活動符合伊斯蘭律法規範，並經伊斯蘭專家學者定期檢視認可，除前述馬來西亞發展之伊斯蘭律法審查原則，國際間廣為接受之審查標準尚包括道瓊伊斯蘭市場指數 (Dow Jones Islamic Index Series, DJIM) 及富時全球伊斯蘭指數 (FTSE Global Islamic Index Series, GIIS)。

目前馬來西亞證交所掛牌，符合伊斯蘭律法審查原則之掛牌證券，佔總掛牌數之比重約74%，市場份額佔比約61%，顯示伊斯蘭證券已成為馬來西亞證券市場之主流商品，近期發展說明如下：

	2015年6月	2014年6月
符合伊斯蘭律法證券	674	666
總掛牌家數	905	906
占比	74.5%	73.5%
市場份額(馬幣RM，計價單位：billion)		
符合伊斯蘭律法證券	1022.63	1087.91
總掛牌家數	1659.02	1770.42
占比	61.6%	61.4%

(二) 債券市場 (伊斯蘭債券)：

伊斯蘭債券又名回教債券，英文名稱為sukuk，是一種可在次級市場交易之債務工具，有別於一般債券，這些交易必須遵從伊斯蘭律法規定，通常以信託憑證(trust certificates)或參與憑證(participation securities)的形式發行。

馬來西亞是第一個發行伊斯蘭債券的國家，在2002年推出第一檔五年期總值60億美元的伊斯蘭債券。近年伊斯蘭債券市場大幅增長，主要因為波斯灣地區的石油帶來了可觀的收入，現在，除波斯灣地區外，非以伊斯蘭為主要宗教信仰之日本及中國，均有發行伊斯蘭債券。

伊斯蘭債券與傳統的資產擔保證券很相似，但交易成本一般較高，因為涉及遵循伊斯蘭特定法律之規範，在發展初期，由於投資人多數會持有債券至到期日，幾乎沒有次級市場，近年來隨發行量擴大，次級市場交易逐漸活躍，惟流動性仍然比不上一般傳統債券。

Sukuk與傳統債券（Bond）的差別簡要區分如下：

Sukuk

- 債券持有人擁有資產
- 債權人與發行人間以各種契約關係來規範雙方權利義務，如：銷售、租賃、股權、合夥等
- 持債的報酬或利潤來自銷售、租賃、合夥等。
- 可以是股權型態或債券型態，依契約關係而定。
- 可交易性依標的資產特性而定
- 必須投資於符合伊斯蘭律法的商業活動。

Bond

- 債權持有人擁有現金流量
- 債權人與發行人間僅存在債務關係
- 報酬來自利息給付
- 可交易性沒有限制
- 投資的範圍沒有限制

馬來西亞的伊斯蘭債券交易蓬勃發展，歸功於政府為伊斯蘭債券建構了完善的金融基礎服務如：報告、交易及結算系統等，在馬來西亞，發行伊斯蘭債券是由是馬來西亞證券管理委員會監管，並需符合伊斯蘭債券相關準則之要求，所有伊斯蘭債券均必須通過伊斯蘭顧問認可。

馬來西亞的Sukuk規模，由2000年的馬幣(RM)396億元增長至2010年的馬幣2940億元，複合成長率22.2%，至2014年底達馬幣5,763億元，跟馬來西亞一般債券相比，2015年上半年Sukuk發行量為馬幣589.8億元，佔同期間債券總發行量1113.2億元之53%，2015年上半年Sukuk流通量為馬幣5,807億元，佔同期間債券總流通量10,817億元之53.7%，顯示Sukuk已成為馬來西亞債券市場的主流。

(三) 伊斯蘭基金：

在馬來西亞、印尼等多數東南亞國家，基金通常指的是單位信託，較正式的定義是集合投資計畫(CIS)，由領有何格執照的基金公司管理基金資產，並指派基金經理人負責基金投資操作。

伊斯蘭基金與一般基金的運作架構相似，主要差異在於投資原則、具備伊斯蘭顧問、採取淨化程序等，說明如下：

1. 投資原則：伊斯蘭基金必須投資在符合伊斯蘭律法之有價證券或資產，所以除了符合主管機關的基金監理要求，伊斯蘭基金還必須檢視其投資是否符合伊斯蘭律法規範。

2. 伊斯蘭顧問：

- (1) 伊斯蘭基金必須聘請伊斯蘭顧問，確保該基金的運作及管理均符合伊斯蘭律法規範，包括投資標的之選擇。此外，基金經理人還必須遵循伊斯蘭顧問所提出的指導，

有關投資標的（產業）審查方式、財務比率等。每一檔股票在基金買入、持有期間均比需是符合伊斯蘭律法的股票，大部分伊斯蘭顧問會按季檢查基金投資狀態，實務上基金持有的股票名單以及每一季的股票買賣交易狀況都會提供給伊斯蘭顧問審查。

(2) 如果被投資公司由符合伊斯蘭律法轉成不符合，依據多數伊斯蘭學者的意見，這檔證券必須立即出售，但可以保留資本利得。如過立即出售會造成損失，基金經理人可以持有該證券直到損益兩平再出售，但過程中收到的配股配息都要納入損益計算，例如：基金經理人以每股10元買進A股票，後來該股票被排除於符合伊斯蘭律法之證券名單，如當時每股市價達11元，應立即出售，如當時每股市價為9元，可以暫不出售，但若持有期間獲配股利1元，則已達損益兩平點，應立即出售。

3. 淨化程序：指的是辨識收益組成來源的過程。如果一檔股票，其主要商業活動符合伊斯蘭律法規範，但是有部分收入，例如傳統銀行給付之利息是不符合伊斯蘭律法的，則對於那些不符合伊斯蘭律法的收益，基金必須捐贈給慈善機構以求淨化。

伊斯蘭基金是伊斯蘭金融體系的重要一環，根據統計，截至2013年，全球伊斯蘭基金的管理資產估計約560億美元，過去5年的複合成長率約9.41%，基金數量由2004年之285支基金，成長至2013年約1065支基金，這樣的高度成長主因是伊斯蘭資本市場的進步與發展，提供基金公司與基金經理人有更寬廣的投資標的選擇。在2013年，基金類型仍以股票型為主流（佔54%），組合型次之（佔16%）、債券型（Sukuk funds）次之（佔15%），貨幣市場型再次之（佔12%）。

全球伊斯蘭基金的主要註冊地國家為馬來西亞、沙烏地阿拉伯及盧森堡，約佔71%，其中，沙烏地阿拉伯的基金成長主要歸因於大量高淨值客戶之貢獻。馬來西亞主要的基金購買者則為一般投資人。馬來西亞的基金淨資產價值 (NAV)，從2000年的1.7億馬幣，至2010年為24億馬幣，複合成長率達30.3%，2014年約為46.66馬幣，在馬來西亞、印尼，伊斯蘭基金的快速成長反映了一般投資人傾向使用基金投資作為降低整體資產配置風險的選項。

截至2015年8月，馬來西亞的伊斯蘭基金 (Islamic-based) 與一般基金 (Conventional) 之發展情形如下 (針對Unit trust funds)：

基金公司家數	37
已核准基金 (包括已核准但尚未發行)	641
– Conventional	442
– Islamic-based	199
已發行基金	617
– Conventional	427
– Islamic-based	190
流通單位數 (10 億 units)	451.225
– Conventional	347.937
– Islamic-based	103.288
持有基金戶數	17,876,435
– Conventional	15,358,778
– Islamic-based	2,517,657
淨資產價值 NAV (RM billion)	340.599

- Conventional	292.722
- Islamic-based	47.877

二、伊斯蘭資本市場之創新發展趨勢：

(一) 伊斯蘭群眾募資 (Islamic Crowdfunding)：

群眾募資係指利用網際網路向線上社群或一般大眾籌募資金，用以支應特定計畫或個別創業所需資金，它是一種另類金融工具，有別於傳統金融體系提供融資之作法。群眾募資的運作型態包括三種參與者：計畫發起者提出創新想法及具體計畫、個人或社群支持該計畫、一個適合的組織（通常為網路平台）提供管道讓計畫發起者從群眾得到資金來啟動計畫。

群眾募資提供一個相當有彈性的籌資管道，透過向群眾籌募小額資金累積足夠的創業資本，各種想法或創意都可能具體實現，群眾募資的發展，起初是為慈善事業或藝術創作事業提供資金，近年來的強勁成長來自作為另類金融投資工具，知名的網站為2009年開展之Kickstarter。

近年來全球的群眾募資網站（平台）協助公司或個人籌集資金總額持續高速成長，2010年為0.89億美元、2011年、2012年分別為14.7億美元、26.6億美元，多數的募資發生在北美，在2012年約16億美元，目前全球有超過1000個募資平台，估計到2015年可達350億美元之籌資規模，估計亞洲可能超越歐洲成為此項金融工具快速發展區域。

群眾募資的型態可以區分為：報償型募資（Rewards Crowdfunding）創業者以預先銷售(pre-sell)的方式取得資金，未產生相關負債或改變股權，或權益型募資（Equity Crowdfunding）出資者得到股權，通常在公司發展初期參與。群眾募資的投資對象包括：新創事業：這一類事業具備創新想

法或新商業模式，未來發展令人期待，但投資人相對承擔高風險、中小企業 (SMEs)：這一類企業處於成長期，提供資金可以填補其發展所需缺口，但投資人須承擔企業管理不善或違法行為受罰之風險、不動產投資：可以投入東南亞快速發展的不動產市場，風險是缺乏有效管理不動產的機制。

近年來新興的伊斯蘭群眾募資，其特色在於投資於符合伊斯蘭律法之商業活動，如：清真企業，並且強調不使用貸款、風險承擔與利潤共享、並希望發揮正面的社會影響力，東南亞著名的群眾募資平台包括：Club Ethis、KpitalBoost、SkolaFund.com、pitchIN等，以下以東南亞著名之Club Ethis群眾募資平台為例，說明伊斯蘭群眾募資的營運模式：

1. Club Ethis在2014年3月推出，在不到一年的時間就募得超過100萬美元的資金，是世界上最大的伊斯蘭地產及商用集資平台。擁有近1000名私人投資者，成員超過11個國家，包括新加坡、澳大利亞、汶萊、埃及、印尼、馬來西亞、沙烏地阿拉伯、斯里蘭卡、阿拉伯聯合大公國、英國及美國等。
2. 印尼是該平台主要投資目的地。由於穩定和快速增長的經濟成長，及龐大的新興中產階級，造就印尼房地產市場的蓬勃發展，為了替印尼的窮人開發更多經濟用房，該平台與PT Ethis合作，其為新加坡註冊之獨資房地產開發商，可以取得土地和資產的直接所有權、從事建築工程、房地產交易，以及獲得私人投資。其資金來源為Club Ethis、個人投資者、機構投資者及伊斯蘭銀行。PT Ethis已經建立超過2000個房屋，並有5000多名家庭在等待名單上。
3. Club Ethis對融資、投資項目採取嚴格的審慎調查流程，以確保它們符合法律、技術、商業、道德及伊斯蘭律法之標準，

篩選合適的項目提供給Club Ethis成員。

伊斯蘭群眾募資目前仍處於初期發展階段，目前尚未有針對該產業訂定完整的法規制度，但未來監理方向可以從下列幾個方向思考：

1. 資訊揭露：應確保投資人可以獲取公開、透明的資訊。
2. 籌資：應針對發行股票、吸收存款等籌資行為訂定規範。
3. 運作效率：應建立各平台均需遵循的基本內控標準。
4. 法律保障：對於出資者、計畫發起者間的權利義務關係訂定基本要求與規範。
5. 教育宣導：強化投資人對這個新興金融工具的認知，並使計畫發起者清楚相關程序及應盡的責任。

(二) 社會責任伊斯蘭債券(Sustainable & Responsible Investment, SRI)

近年來綠色債券和社會影響債券(Social Impact Bonds)在全球金融市場的版圖日漸重要，可持續和負責任的投資受到投資人的歡迎，並成為重要國際機構與組織持續推動的目標。

第一個社會影響債券出現在2010年3月，英國政府發行的這一檔債券用於提供受刑人再生計畫所需資金，如果提供受刑人再生服務的第三方機構，其服務對象再犯罪比率低於全國受刑人再犯比率7.5%，則英國政府將提供資金補助。

作為全球伊斯蘭債券市場的領先者，馬來西亞在2015年6月18日推出第一檔SRI Sukuk，發行規模1億馬幣，票面利率4.3%，資金將運用於學校教育推動機構(Yayasan AMIR, YA)的教育輔助計畫，以下為該債券的簡介：

1. 發行人為Ihsan Sukuk Berhad (學校教育推動機構Berhad 為有限公司)，由CIMB Islamic Bank Berhad及Amanie

Advisors Sdn Bhd擔任伊斯蘭律法顧問。

2. 訂定KPI指標（Key performance indicators），要求學校教育推動機構YA的教育輔助計畫在5年的執行期間必須輔導至少20家學校，最少有5成被輔導學校的教師在期間結束時，其教學能力達到規定標準以上，最少有5成的學校高階領導人在期間結束時，其領導能力達到規定標準以上，最少有5成的學生在期間結束時，其課業表現達到規定標準以上。KPI由獨立第三方機構負則審計，並定期提供報告予債券持有人。
3. 發行總金額1億馬幣，以面額發行，期限25年，評等為AAA，收益率（YTM）原則上為4.3%，並依KPI的結果而不同，如果KPI達到標準，收益率將為3.5%，贖回本金將以發行價下調6.22%（即乘以93.78%），如果KPI未達標準，收益率仍維持4.3%，贖回本金為面額。
4. 此債券允許投資人轉換或消除其投資金額，改為捐贈，並享有相關之租稅減免優惠。

（三）伊斯蘭跨境集合投資計畫（Islamic cross-Border collective investment schemes）

東協資本市場論壇（ACMF）於2014年8月25日宣布，馬來西亞、新加坡、泰國（成員國）之集體投資計劃跨境發行（CIS）業務，已可於東協架構下進行。

此架構允許成員國管轄的合格且對一般大眾銷售之集合投資計畫CIS，如單位信託基金，可以在簡化授權程序後，在其他成員國銷售。在這個框架內，在馬來西亞的合格基金公司現在有機會直接提供產品給新加坡及泰國之投資者。相對的，馬來西亞的投資者將受益於來自其他成員國，更多元的投資產品。

符合上開框架的基本要求為：

1. 基金經理人必須已經在本國註冊，並具備5年的資歷。
2. 基金經理人所管轄資產規模不得少於5億美元。
3. 基金公司的股本不得少於1百萬美元並維持適當的資本規模。
4. 基金的發行計畫必須符合東協對CIS架構所制訂的各項規範。
5. 基金單位數不得出售五成以上至本國以外市場。
6. 中介機構及經銷機構必須遵循基金銷售當地國（Host Regulator）之規範。
7. 每一檔基金均需獲得本國及銷售當地國之許可。

截至目前，跨境集合投資計畫的執行情形如下：

基金註冊國	公司	基金	註冊國許可	銷售國許可
新加坡	Maybank Asset Management	Maybnak Asian Equity Fund	許可	
		Maybank Asian Income Fund	許可	
	Nikko Asset Management	Singapore Dividend Equity Fund	許可	
		Nikko AM China Equity Fund	許可	
	Phillip Capital	Phillip Income Fund	許可	
馬來西亞	CIMB-Principal Asset Management	CIMB-Principal ASEAN Total Return Fund	許可	獲得新加坡MAS許可
		CIMB-Principal Asia Pacific Dynamic Income Fund	許可	
		CIMB Islamic DALI Equity Theme Fund	許可	
		CIMB-Principal Malaysia Equity Fund	許可	

	Maybank Asset Managemet	Mybank Boserá Greater China ASEAN Equity-I Fund	許可	
泰國	ONE Asset Management Limited	ONE STOXX ASEAN Select Dividend Index Fund	許可	

第四章 心得與建議

馬來西亞證券管理委員會每年舉辦伊斯蘭市場計畫（Islamic Markets Programme, IMP）研討會，向國內外主管機關、金融業者介紹伊斯蘭資本市場之發展趨勢，並針對最新市場關注議題進行討論，促進與會學員相互學習及增加經驗交流。本次研討會主要探討伊斯蘭金融市場如何持續成長，新興之產品/創新作法及金融監理變革。

參與本次研討後，綜觀伊斯蘭金融的發展歷程，對於馬來西亞主導伊斯蘭金融的發展，並居於國際伊斯蘭金融市場之領先地位印象深刻，就其成就及發展策略分析說明如下：

- 一、馬來西亞當局推動伊斯蘭資本市場發展的成就有目共睹，以伊斯蘭資本市場最主要的商品—伊斯蘭債券（Sukuk）為例，2002年由馬來西亞政府發行第一檔主權伊斯蘭債券以來，截至2013年第3季，全球Sukuk流通量約249,393百萬美元，馬來西亞佔59.5%，且馬來西亞為Sukuk的主要發行地，截至2013年第3季，馬來西亞Sukuk的新發行量佔全球總發行量70.1%，遠大於排名第二之沙烏地阿拉伯的9.9%。另馬來西亞亦推動伊斯蘭金融商品多元發展，2006年推出第一檔於交易所掛牌之伊斯蘭不動產投資信託（I-REIT）、2007年推出第一檔符合伊斯蘭律法之結構型商品、2008年推出亞洲第一檔伊斯蘭ETF（I-ETF）、2009年建立第一個伊斯蘭商品交易所（Bursa Suq Al-Sila）、2011年推出人民幣Sukuk、2013年推出第一檔交易所掛牌Sukuk。
- 二、隨著伊斯蘭金融市場的成長，商品趨向複雜化、多元化，需要更有效的架構來促成金融服務的提供，滿足市場需求，並於金融目的與道德或社會目的間取得平衡。為促進伊斯蘭金融健全發展，馬來西亞主管機關於監理架構、法規制度等各方面予以改善，積極建立一個有利於伊斯蘭金融市場發展之環境，綜合本報告前述伊斯蘭金融的介紹，歸納馬來西亞主管機關於建構伊斯蘭金融發

展環境之努力包括：

(一) 建立一致性遵循標準：

1. 馬來西亞主管機關將所謂符合伊斯蘭律法之商業活動，由概念上的認知，具體化為可遵循的標準，發布相關的指導規範，例如在證券市場建立伊斯蘭律法審查制度，每年公布2次符合伊斯蘭律法之掛牌證券名單，並隨社會環境與金融市場變化適時更新（馬來西亞證券管理委員會於2012年重新修正該審查原則）。
2. 又如馬來西亞證券管理委員會103年8月推出了永續發展投資（SRI）伊斯蘭債券框架及相關準則，以促進伊斯蘭債券市場的發展及引進新型態產品，這些規範除了促進國內金融機構在推出伊斯蘭金融商品或服務上可以採取更佳作法，也廣泛被其他發展伊斯蘭金融產業的主管機關援引，作為審查參考的原則。

(二) 確保金融交易秩序與穩定：

1. 因為伊斯蘭金融交易以伊斯蘭律法為核心原則，交易架構的設計仰賴各種契約來約束買賣雙方的權利義務，以達成符合律法規範下的交易，如：Mudharabah 模式強調損益共享、Murabahah 強調成本加成、Musharakah 強調合夥關係、Wakalah 強調代理關係等。
2. 為了使金融交易順利完成，各種契約的設計與執行至關重要，馬來西亞建立了司法系統的支援，包括高等法院由專責法官負責審理金融交易爭議案件、成立吉隆坡仲裁中心(The Kuala Lumpur Regional Centre for Arbitration ,KLRCA)，訂有專責法規用以處理伊斯蘭金融契約爭議，這個獨特的制度設計，確保遵循伊斯蘭律法訂定的金融交易契必須被履行，保護投資人權益，釐清賠償責任，並強化市場監理基礎。

(三) 推動公正透明的公司治理：

主管機關制訂的監管架構在伊斯蘭金融市場扮演重要角色，監管法規要求金融機構在各方面符合伊斯蘭律法，如：流動性、透明度、風險管理、公司治理及消費者保護等。不論是執行必要程序或從事商業活動，這些規範提供清楚明確的方向，使金融機構可以符合伊斯蘭律法要求。例如，在伊斯蘭資產管理業，資產管理公司必須設立伊斯蘭委員會或指派伊斯蘭顧問，負責審查投資行為及公司營運符合伊斯蘭律法規範。

(四) 積極利用國際交流機會：

馬來西亞為因應國際化發展，除檢討修正相關法規，提升伊斯蘭金融產業國際化與自由化，提供賦稅優惠，吸引國外伊斯蘭金融機構與人才至馬來西亞服務，並與世界各主要金融中心建立金融與經濟合作，協力推廣伊斯蘭金融，又經由加入東南亞國協，利用東協經貿實力（2.3兆美元GDP、2.5兆美元貿易額、1080億美元之外國直接投資等），擴展其金融產業之發展機會，如：透過東協架構下之伊斯蘭跨境集合投資計畫，其基金管理公司可以更簡便的銷售基金至相關國家，增加商業效益。

(五) 參酌國際發展潮流，發展具伊斯蘭特色之金融商品：

伊斯蘭金融強調道德、公平、社會福祉，鼓勵發展經濟價值的同時兼顧社會價值，這與社會責任投資有相同的理念。按聯合國為促進全球各國重視企業社會責任，推動機構投資人將永續經營概念納入投資策略，2006年4月於紐約交易所向全球推出「責任投資原則」(Principals for Responsible Investment, PRI)，自此以後，全球金融機構於此方面之投入即不斷增長，目前已有超過1300家機構（所代表資產約45兆美元）簽署上開聯合國之PRI原則，估計2014年全球社會責任投資基金約3.7兆美元，未來並將持續成長。針對綠色債券和社會影響債券在全球金融的上升趨勢，

為強化馬來西亞在全球伊斯蘭債券市場的領先地位，馬來西亞證券管理委員會103年8月推出了永續發展投資（SRI）伊斯蘭債券框架及相關準則，這一框架促進債券發行者的參與，並進一步加強該國作為伊斯蘭金融及永續發展投資中心的價值主張。

三、啟示：

我國伊斯蘭人口少，發展伊斯蘭金融商品不具經濟效益，然伊斯蘭金融強調之公平、公正及社會責任等普世價值，在近年來世界各國重視永續投資及企業社會責任之趨勢下，對市場投資人具有一定吸引力，推動相關商品之發展，可為金融市場創造新的投資機會。

本會近年積極推動公司治理，於民國102年發布「2013強化我國公司治理藍圖」，提出形塑公司治理文化、促進股東行動主義、提升董事會職能、揭露重要公司治理資訊及強化法制作業等五大目標，並於104年2月將編製公司治理指數納入證券市場揚升計畫，由證交所於104年6月推出「臺灣公司治理100指數」，以公司治理評鑑結果、流動性與財務指標篩選出成分股。在目前我國ETF市場成交量及商品逐漸成長之際，上開指數之推出，可使金融業者用以發展相關商品，引導資金投入，促進上市公司重視公司治理，並提供投資人新種投資選擇，對金融業者、上市公司及投資人均有益處。

又我國產業結構相較於亞洲國家，在資訊科技產業方面具有發展特色及競爭力，且資訊科技公司的生產或收益組成，基本上符合伊斯蘭律法對產業特性之要求，如能充分利用此利基推出相關商品，將有助於發展伊斯蘭市場可接受之金融商品。近期104年10月新聞報導指出，證交所與馬來西亞交易所達成共識，未來二個市場將互相授權發行ETF，並建構區域性指數，可利用此一機會，作為發展相關商品之契機。