

行政院及所屬各機關出國報告

出國類別：其他

## 出席馬來西亞證券委員會第 11 屆伊斯蘭 市場計畫研討會（IMP）報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：賴宜君科員

派赴國家：馬來西亞吉隆坡

出國期間：105 年 8 月 14 日至 8 月 18 日

報告日期：105 年 10 月 31 日

## 目次

壹、前言 .....	2
貳、伊斯蘭金融簡介 .....	3
一、伊斯蘭教禁止事項.....	3
二、伊斯蘭金融常見模式.....	4
三、伊斯蘭金融商品.....	6
四、伊斯蘭資本市場之監理 .....	13
五、伊斯蘭金融市場概況.....	15
參、ESG 投資與伊斯蘭資本市場.....	23
一、ESG/SRI 投資.....	23
二、伊斯蘭金融與 ESG 投資 .....	25
三、馬來西亞資本市場 ESG/SRI 投資商品 .....	26
肆、心得與建議 .....	29
參考資料.....	32

## 壹、前言

伊斯蘭金融(Islamic Finance)為結合伊斯蘭信仰的金融制度，包括伊斯蘭銀行 (Islamic Banking)、伊斯蘭保險 (Takaful) 以及伊斯蘭資本市場 (Islamic Capital Market) 等領域。伊斯蘭金融市場中，穆斯林人口達 6 成的馬來西亞，是全球伊斯蘭債券(Sukuk) 最大市場，也是其中市場與法規較為成熟者。至 2015 年底，馬來西亞伊斯蘭資本市場的規模約 1.7 兆馬幣，占馬來西亞資本市場的約 6 成。

為推廣伊斯蘭資本市場，馬來西亞證券委員會 (Securities Commission, SC) 轄下 Securities Industry Development Corporation (SIDC) 每年於馬來西亞吉隆坡，舉辦伊斯蘭市場計畫研討會 (Islamic Markets Programme, IMP)，邀請主管機關、交易所、業者等與會。本 (2016) 年第 11 屆 IMP 研討會於 8 月 15 至 17 日舉行，會議主題訂為 Enhancing Sustainability of Global Businesses，探討伊斯蘭資本市場發展現況及未來展望，並聚焦於促進市場之永續發展，結合環境、社會與公司治理 (Environmental, social and governance, ESG) 概念，發展伊斯蘭資本市場。

本出國報告分為四個部分，除前言外，並包括伊斯蘭金融簡介、ESG 投資與伊斯蘭資本市場，以及心得與建議等節。

## 貳、伊斯蘭金融簡介

伊斯蘭金融為結合伊斯蘭信仰的金融制度，兼具傳統金融的基本功能及遵循伊斯蘭律法，秉持不收利息、不投機、不賭博等原則。近代伊斯蘭金融始於 1960 年代，主要係伊斯蘭學者鑑於傳統金融業的營業模式，例如收付利息，並不符伊斯蘭律法，爰為符合穆斯林的需求，而參考傳統金融制度，融入伊斯蘭精神，逐漸建立伊斯蘭金融制度。

### 一、伊斯蘭教禁止事項

伊斯蘭律法為形塑伊斯蘭金融交易模式的基礎，簡述其特色如次：

#### 1. 禁止利息（Riba）收入：

金錢僅為交易的媒介，並非商品，不能由金錢本身賺取金錢，金錢需投入實質生產活動，如銷售、租賃、投資，才能賺取利益。

#### 2. 禁止具風險或不確定性（Gharar）的交易：

Gharar 指買賣雙方所交易的商品，其特質為無法確知及衡量，且商品的存在具有不確定性者，換言之，買方無法事前檢視商品，賣方在交易時，也未擁有該商品，具有不確定，可能造成不公平交易，不符伊斯蘭律法。

#### 3. 禁止從事投機或賭博（Maysir）的活動：

賭博為零和遊戲，一方獲利必有一方損失，並可能導致怠於工作、貧窮、詐欺等問題，故伊斯蘭教禁止賭博或投機行為，相關博弈產業，如經營賭場、彩券等行業亦屬不得涉及的事業。

#### 4. 禁止交易非清真（Haram）的商品

常見非清真的商品包括豬肉、菸酒、軍火、色情、博弈事業、

傳統金融業等。相反的，Halal 指伊斯蘭教許可的食物、職業、行為、事物等。

## 二、伊斯蘭金融常見模式

如前所述，伊斯蘭教禁止收付利息，故伊斯蘭金融往往係透過投資方式賺取利潤。常見的交易模式包括損益共享型（profit-and-loss sharing, PLS）、non-PLS 契約，及收取費用型的商品服務（fee-based products）。

### (一) PLS Financing 類型商品：

此類型最接近伊斯蘭金融的精神，強調公平、參與，以及與實質經濟活動的連結。

#### 1. Musharakah（合資經營）

Musharakah 是一種所有合夥人共同出資、共同經營、共攤風險的契約模式。Musharakah 並分為永久型或遞減型，其中遞減型即約定其中一方將逐步增購持份，直到擁有全部所有權，多運用於例如房貸業務。

#### 2. Mudharabah（利潤分享）

Mudharabah 亦為共享利潤、共攤虧損的契約，惟是由一方提供資金，並由另一方進行經營管理，出資者原則上不干預經營。雙方按約定比例分攤利潤，如有虧損，則由出資者承擔，除非是管理者有不當或違反契約等行為。

伊斯蘭銀行主要以 Mudharabah 契約方式募資、吸收存款，此外，Mudharabah 契約亦用於基金管理上。

(二) Non-PLS 類型商品：為實務上最普遍的契約類型，多用於消費性融資或企業融資。

#### 1. Murabahah（成本加利潤銷售型）：

Murabahah 是例如由銀行先代客戶買入商品，客戶則按雙方約定的方式支付款項，雖然銀行從中賺取的利潤，類似傳統金融的利息，惟 Murabahah 被視為是延後付款的買賣交易，而非同利息是以金錢賺取金錢。

Murabahah 交易多用於貿易融資，另如銀行同業間融通亦會使用此類型的交易（Tawarruq）。

## 2. Ijarah（租賃型）：

Ijarah 是一種租賃契約，在租賃期間內，出租者擁有出租資產的所有權。部分 Ijarah 契約的模式係約定出租者將於租賃到期時，將該資產售予租用者。

Ijarah 與 Murabahah 有類似之處，包括銀行均是應客戶要求，才購入該等資產，且客戶會逐步按期支付款項，相關款項將涵蓋銀行購入資產的成本及所需利潤。惟相對於 Murabahah 各期支付額無法變動，Ijarah 各期的租金則可能隨經濟狀況等因素而有調整。

## 3. Salam（預售型）：

Salam 為先收貨款、延後交貨，例如需要資金的農民，先預售穀物以取得資金，購買種子。為降低風險，銀行可能會要求抵押品或是第三方保證等。

## 4. Istisna`（委託製造型）：

Istisna` 主要用於造船等大型製造或營建業，銀行依客戶所訂條件向製造商下單及先行按約定期間方式或按工期進度向製造商付款；銀行客戶則於收貨時或以較長期的分期方式償付銀行。

### (三) Fee-based Products

相關契約類型包括 Wakalah (代理)、Kafalah (保證) 等，例如由銀行做為客戶於貿易時的付款代理人，或銀行替客戶的債務提供保證等。此類服務例如轉帳、貿易融資、信用狀、保證、信用卡或保管服務等。

## 三、伊斯蘭金融商品

伊斯蘭律法使得伊斯蘭金融的商品結構、收益方式、投資標的等，與傳統金融有不少差異。本節簡介伊斯蘭債券、股票、基金等伊斯蘭資本市場商品。

### (一) 伊斯蘭債券 (Sukuk)

Sukuk 雖因其風險與報酬形式類似債券，而多被稱為伊斯蘭債券 (Islamic bond)，然 Sukuk 原意為投資受益憑證 (certificate)，代表對一不可分割資產群組 (及該資產群組所產生收益) 的所有權，並不同於傳統付息債券。伊斯蘭債券運作模式特色為當企業有籌資計畫時，需透過設立 SPV (special purpose vehicle) 以發行 Sukuk。以下依其伊斯蘭契約性質，簡述幾種 Sukuk 型態。

#### 1. Sukuk al-Ijara (租賃型，架構如圖 1)：

此類 Sukuk 是以租賃契約為基礎，為最常見的一種伊斯蘭債券型式。資金需求者 (可為企業或政府) 將從中扮演資產出售者 (seller)、資產承租人 (lessee)，以及期末時資產購買者 (repurchaser)。

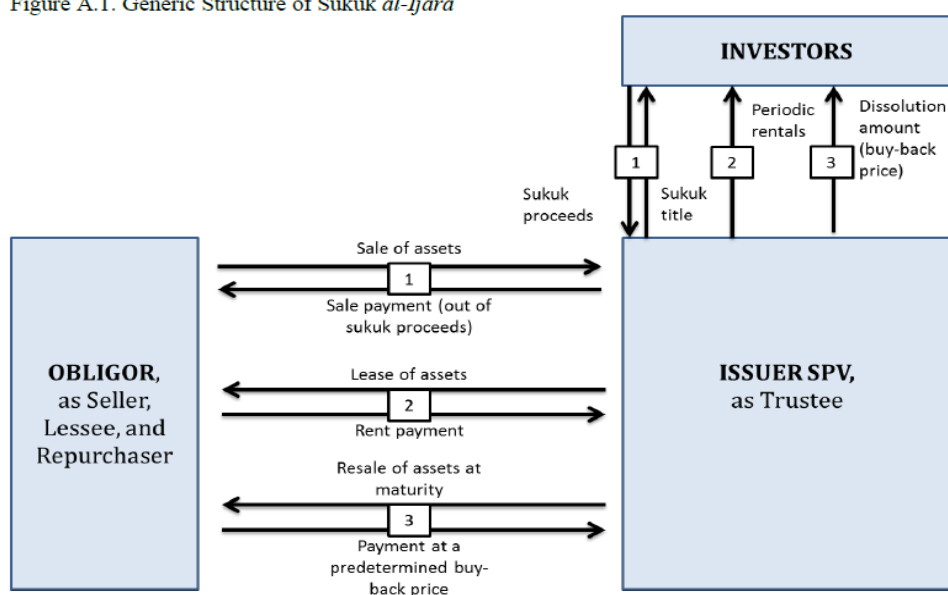
期初，資金需求者將資產 (例如土地、建築、機器) 出售予 SPV，而 SPV 透過發行 Sukuk 籌措支付購買資產的資金。之後，SPV 以 Ijara 契約，將資產租賃給資金需求者，

即該資金需求者成為 SPV 所持有資產的承租人，於約定期間內，按期支付租金予 SPV。

SPV 並將各期收取的租金收入分配給投資人，而投資人所分配到的租金，即為其投資報酬。契約期末到期或提前解約時，資金需求者則按約定價格向 SPV 購回資產，並由 SPV 以該筆資金向投資人贖回 Sukuk。

圖 1：租賃型伊斯蘭債券之架構

Figure A.1. Generic Structure of Sukuk *al-Ijara*



資料來源：Kusuma and Silva(2014)

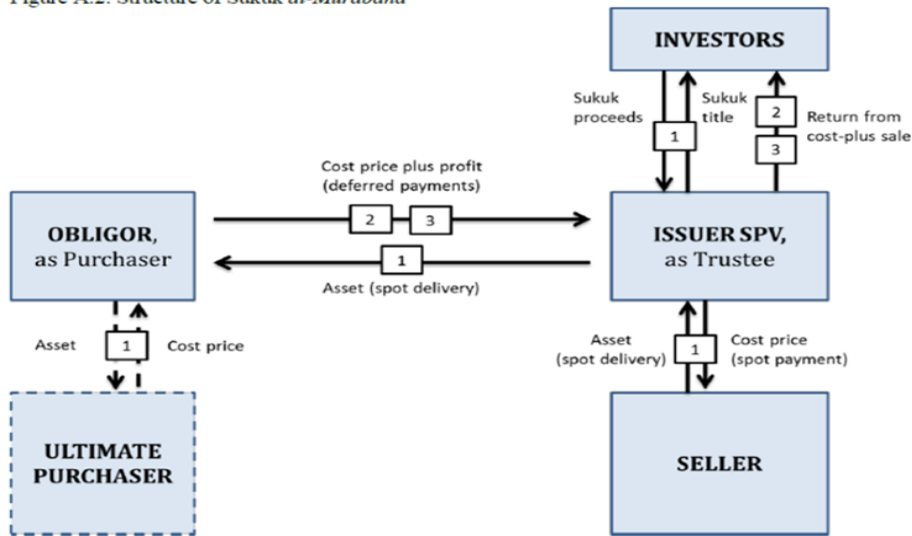
## 2. Sukuk al-Murabana (成本加利潤銷售型，圖 2)

此型 Sukuk 係以買賣契約為基礎。期初，SPV 發行 Sukuk 籌措資金購入資產後，立即用更高價格（成本加上利潤），以分期付款的方式，將該等資產出售予資金需求者（資金需求者再將該等資產出售予他人，獲得資金）。後續，資金需求者分期向 SPV 支付款項，SPV 並以此收入作為分配給 Sukuk 投資人的投資報酬。



圖 2：成本加利潤銷售型伊斯蘭債券之架構

Figure A.2. Structure of Sukuk al-Murabaha



資料來源：Kusuma and Silva(2014)

### 3. Sukuk al-Mudharaba (利潤分享型，圖 3)

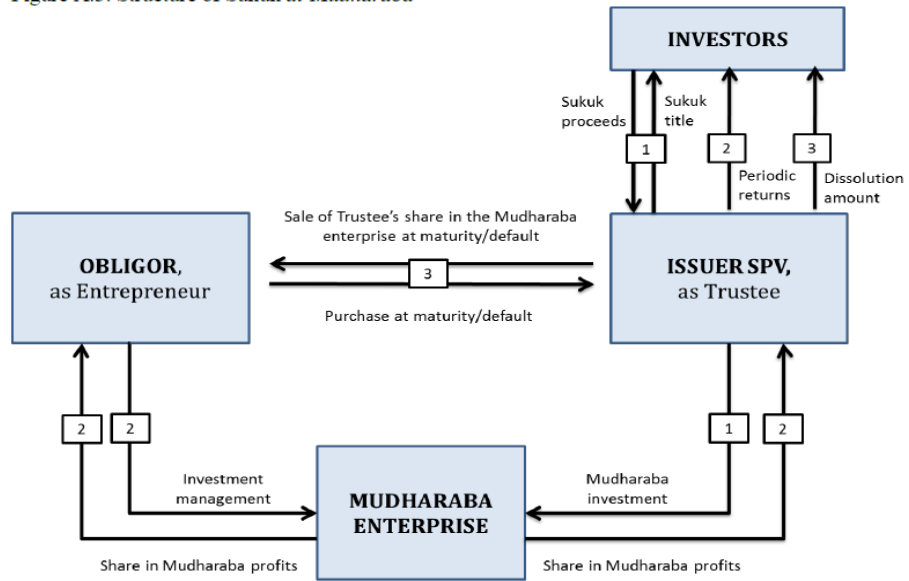
此型 Sukuk 係以投資人（透過 SPV）與債務人間之合夥或利潤分享協議為基礎。SPV 將發行 Sukuk 所獲資金，用於與資金需求者合夥投資事業，其中，SPV 為提供資金的一方，而資金需求者為提供經營管理的一方，雙方按約定比例分享收益。Sukuk 到期時，則由資金需求者買回 SPV 對該投資事業的持分。

### 4. Sukuk al-Salam (預售型)：

此型 Sukuk 係以投資人（透過 SPV）與資金需求者間的遠期合約為基礎，約定資金需求者先收取貨款，並於未來分期交付貨物給 SPV。SPV 取得貨物後將再出售（通常是賣回給資金需求者）以取得現金支付投資人。

圖 3：利潤分享型伊斯蘭債券之架構

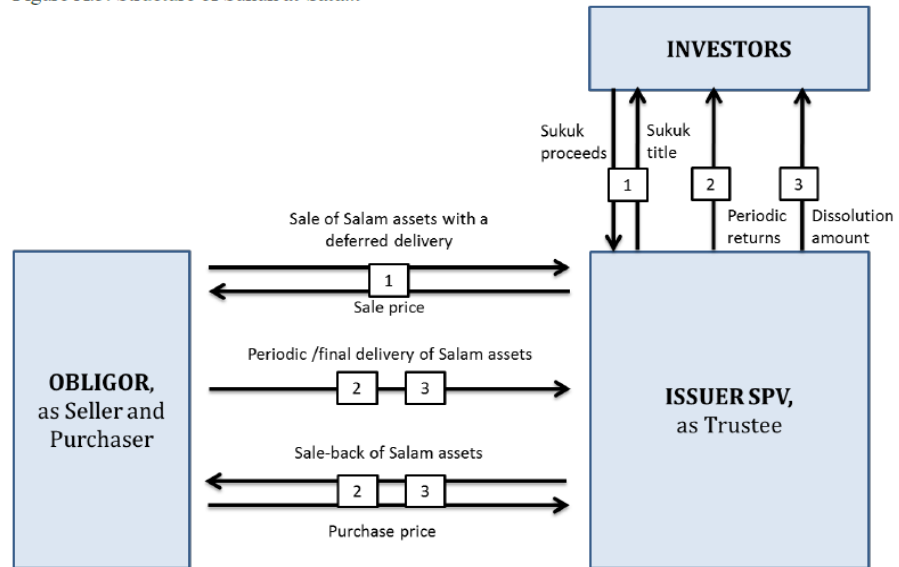
Figure A.3. Structure of Sukuk *al-Mudharaba*



資料來源：Kusuma and Silva(2014)

圖 4：預售型伊斯蘭債券之架構

Figure A.5. Structure of Sukuk *al-Salam*



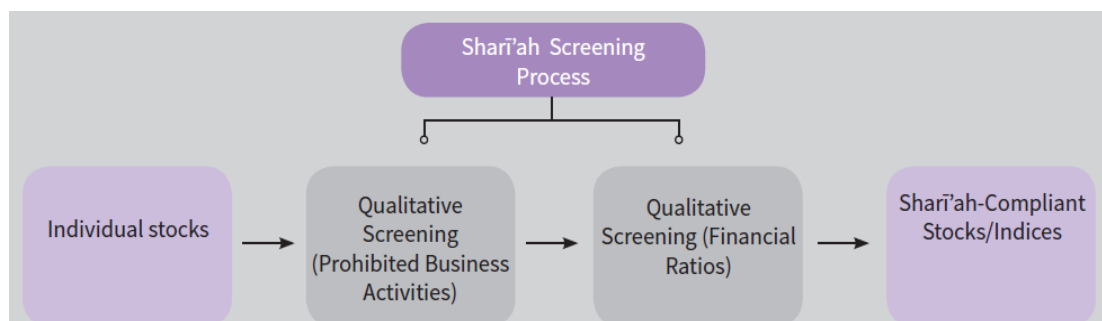
資料來源：Kusuma and Silva(2014)

## (二) 伊斯蘭股票

伊斯蘭股票為所有股票的一個子類別，係指經過檢視，刪除投機、非清真等不符規範之企業，篩選其營業活動符合伊斯蘭律法的一類股票。

一般伊斯蘭律法審查制度（Shariah Screening，例如圖 5）包含質化與量化標準兩部分。其中，在質化審查部分（qualitative screening），若企業的核心業務為不符伊斯蘭律法者，例如傳統銀行業、菸酒等產業，則予以剔除。其次，量化審查部分（quantitative screening），則檢視企業的財務活動，例如利息收入的比重，是否符合伊斯蘭律法，以及若企業有部分營業收入係來自不符伊斯蘭規範的項目，例如超市若亦販賣酒類產品，則計算該等營業收入所占比重是否超過門檻等<sup>1</sup>。

圖 5：伊斯蘭律法審查制度流程



資料來源：IFSB(2016)

以馬來西亞證券委員會（Securities Commission，以下簡稱 SC）為例，係於 1995 年提出伊斯蘭審查原則，每年定期公布符合伊斯蘭律法的掛牌證券名單。馬來西亞 SC 並於 2012 年修正伊斯蘭律法審查原則，修訂營業活動型態指標與財務比率指標。

<sup>1</sup>進行伊斯蘭律法審查的單位除大型指數編製者（如 Dow Jones、FTSE、S&P、MSCI、Russell）以外，亦可能是金融主管機關，例如馬來西亞 SC，另亦可能由包括基金經理人等金融業者、研究機構、甚至交易所，進行伊斯蘭律法審查。

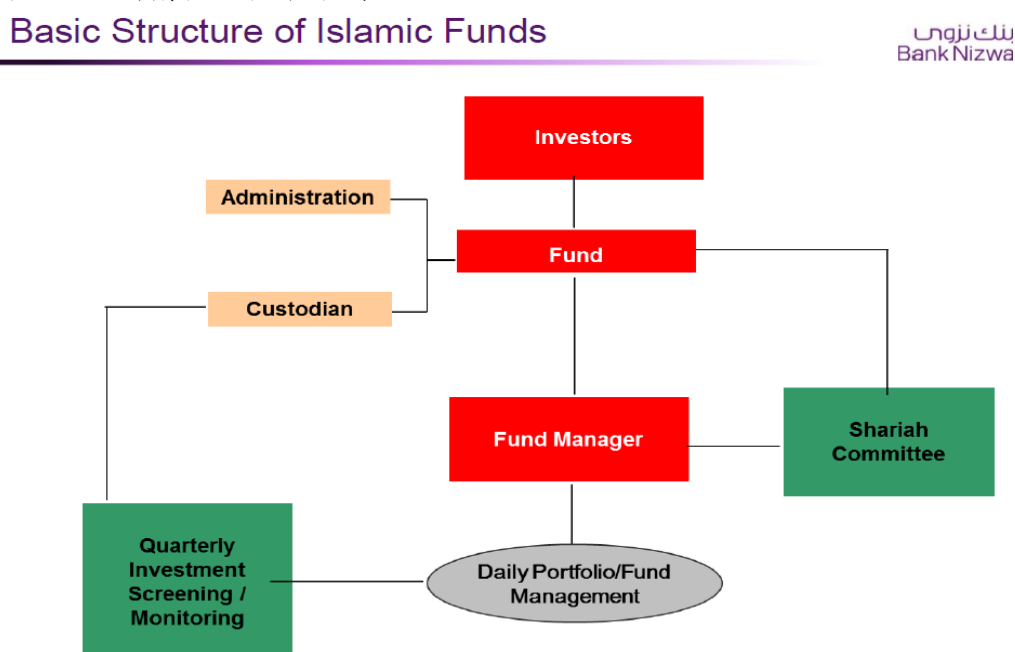
按馬來西亞 SC 的量化標準，企業不符伊斯蘭律法營業活動占整體營業收入或稅前淨利之比率，需低於規定門檻，按業務別分為 5% 或 20%。其中，例如傳統銀行、保險、博弈、菸、酒、豬肉相關、非清真食物、傳統銀行帳戶或金融商品之利息收入等業務之收入，其比重不得超過 5%；另如飯店與住宿、股票經紀等業務，則比重不得超過 20%。

此外，馬來西亞 SC 並有財務比率相關的量化標準，包括負債占總資產的比率、現金與約當現金占總資產之比率，需低於 33%。惟所稱現金僅指存放於傳統銀行帳戶者，不含投資伊斯蘭銀行者，而所稱負債亦不含伊斯蘭債券。

### (三) 伊斯蘭基金

伊斯蘭基金與一般基金的運作架構類似（圖 6），惟伊斯蘭基金為符伊斯蘭律法規範，於投資標的選擇與審查上，有不同於一般基金的特別要求。

圖 6：伊斯蘭基金基本架構



資料來源：研討會投影片 (Bank Nizwa, “Driving the sustainability in agenda”)

1. 需選擇符合伊斯蘭律法規範的投資標的：

伊斯蘭基金不得投資於菸酒、博弈、色情、豬肉相關等產業，此外，由於伊斯蘭律法禁止利息、投機或具不確定性之交易，因此傳統銀行業亦為禁止標的；另如財務槓桿過高或經營行為過於投機的企業，亦是不得投資之標的。

2. 需審查投資標的符合伊斯蘭律法規範：

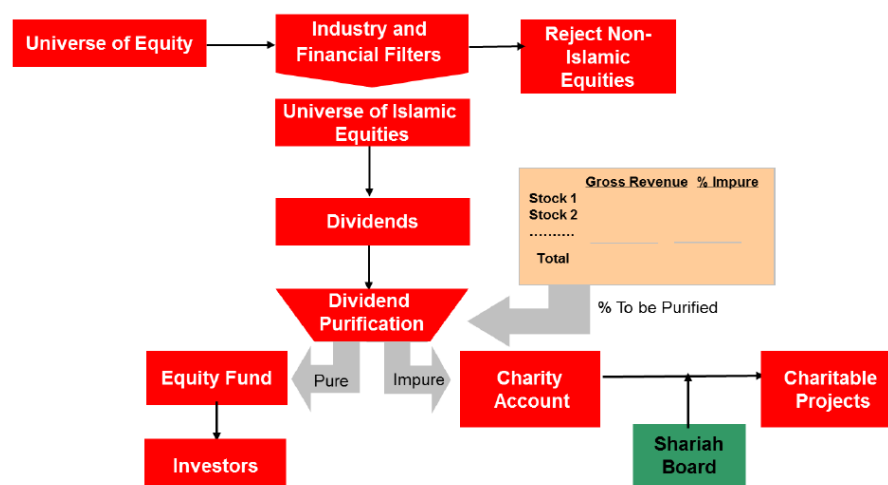
為確保伊斯蘭基金的投資組合符合伊斯蘭律法規範，伊斯蘭基金多會聘請伊斯蘭顧問，定期進行檢視。如被投資公司有從符合伊斯蘭律法變成不符合規範的情形，則伊斯蘭基金應將該檔股票出售。

3. 淨化程序：

淨化程序指雖然投資標的公司的主要業務是符合伊斯蘭律法規範，惟其部分收益，例如傳統銀行所給付之利息，並不符伊斯蘭律法，則基金應將該等不符合伊斯蘭律法的收益，捐給慈善團體，作為淨化（圖 7）。

圖 7：淨化程序

Purification Process - Dividend / Interest Income



資料來源：研討會投影片 (Bank Nizwa, “Driving the sustainability in agenda”)

#### 四、伊斯蘭資本市場之監理

按國際證券管理機構組織 (IOSCO) 對證券監理所定基本原則與目標，包括：

1. 投資人保護：使其免於被誤導、操縱與詐騙，並即時揭露充分資訊；
2. 確保市場公平、效率、透明：監理運作須能偵測、制止及懲罰市場操縱與其他不公平交易，以及確保投資人受公平對待；
3. 降低系統性風險：降低市場中介機構的違約風險，以及促進有效風險管理。

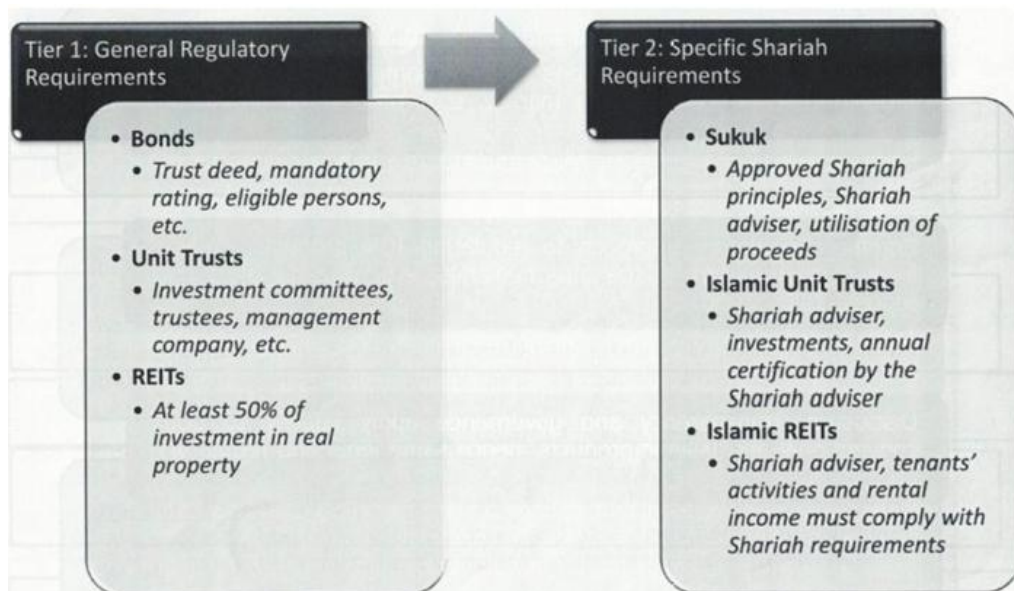
關於伊斯蘭金融，IOSCO 任務小組於 2004 年評估報告認為，雖然伊斯蘭資本市場須遵循伊斯蘭律法且有相關認證程序，惟一般資本市場之監理原則與目標，亦適用於伊斯蘭資本市場，IOSCO 的證券監理原則與目標可以適用於伊斯蘭資本市場。

以本次舉辦研討會之馬來西亞證券委員會 (Securities Commission) 為例，馬來西亞 SC 對於伊斯蘭金融商品之監理，分為兩個層面 (如圖 8，摘自研討會資料)：首先，一般適用於傳統金融商品之監理要求，同樣適用於伊斯蘭金融商品，其次，伊斯蘭金融商品並須符合伊斯蘭律法規範。以 Sukuk 為例，Sukuk 除須同一般債券，符合信託、信評、經理人適格性等規範外，亦須符合遵循伊斯蘭律法規範、聘用伊斯蘭顧問等要求。

至於商品是否符合伊斯蘭律法，係由伊斯蘭律法顧問委員會等作認定。例如馬來西亞，在主管機關層級，設有國家伊斯蘭律法顧問委員會，該委員會係由伊斯蘭學者專家所組成，發布相關規範標準，而金融機構如有伊斯蘭金融業務，亦須依規

設立伊斯蘭律法委員會或聘請顧問，檢視商品或服務是否符合伊斯蘭律法（圖 9）。

圖 8：兩階段監理方式



資料來源：研討會投影片（Securities Commission Malaysia, “Islamic Capital Market in Malaysia and Development Role of the Regulator.”）

圖 9：伊斯蘭律法規範架構



資料來源：同上

## 五、伊斯蘭金融市場概況

### (一) 全球伊斯蘭金融市場概況

近年伊斯蘭金融市場逐步成長，Hussain, Shahmoradi 與 Turk (2015)分析原因，主要為各地穆斯林對於符合伊斯蘭律法之金融商品與服務的需求增加，以及中東/西亞地區國家經濟成長所致。另就部分地區，例如印尼、馬來西亞等，該等國家之政策支持、完整監理架構，以及公平競爭環境等，亦是其伊斯蘭金融市場得以發展的原因。

至 2015 年間，全球伊斯蘭金融的規模已達約 1.88 兆美元（表 1），其中以伊斯蘭銀行的比重最高，資產規模近 1.5 兆美元，其次為伊斯蘭債券與伊斯蘭基金。另按地區別，則有逾 7 成係集中於中東北非地區（MENA）。

伊斯蘭資本市場中，伊斯蘭債券於 2008 年金融海嘯後快速成長，2009 年至 2014 年間，全球 Sukuk 餘額年平均 CAGR 達 19.56%，截至 2014 年底，Sukuk 流通在外餘額約 3 千億美元。按地區別分析，2015 年 Sukuk 發行量，以馬來西亞最高，約占半數，其次是印尼(13.2%)、沙烏地阿拉伯(11.8%)；至於非屬伊

表 1：伊斯蘭金融市場規模

Breakdown of Islamic Finance Segments by Region (USD billion, 2015 YTD\*)

Region	Banking Assets	Sukūk Outstanding	Islamic Funds' Assets	Takāful Contributions
Asia	209.3	174.7	23.2	5.2
GCC	598.8	103.7	31.2	10.4
MENA (exc. GCC)	607.5	9.4	0.3	7.1
Sub-Saharan Africa	24.0	0.7	1.4	0.5
Others	56.9	2.1	15.2	-
Total	1496.5	290.6	71.3	23.2

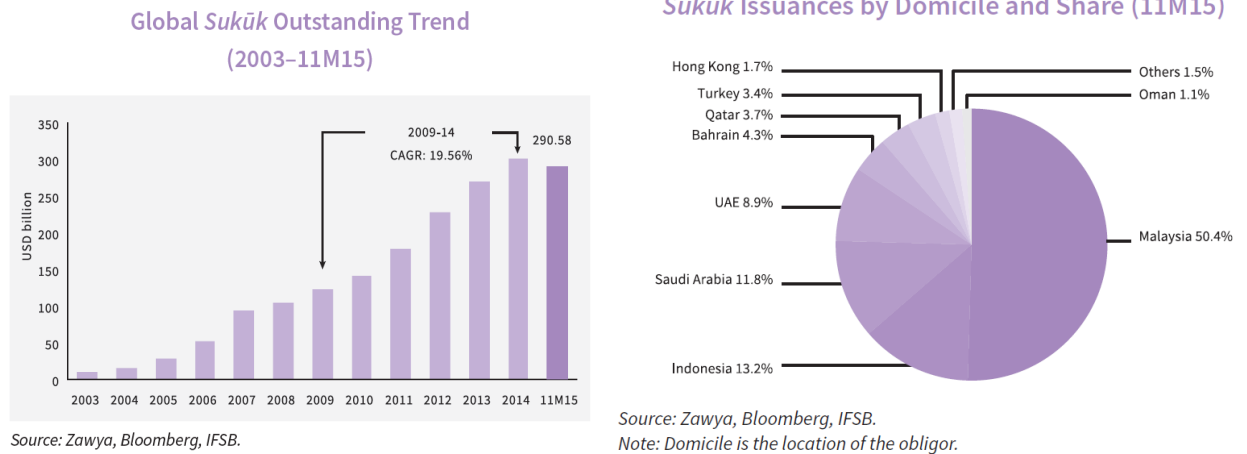
\*Data for banking and takāful as of 1H2015, while for sukūk and funds as of 11M15.  
Source: IFSB Secretariat Workings.

Note: Data are mostly taken from primary sources (regulatory authorities' statistical databases, annual reports and financial stability reports, official press releases and speeches, etc.). Where primary data are unavailable, third-party data providers have been used, including Bloomberg, Zawya, EY and World Islamic Insurance Directory 2015. In only a few instances where there were still information gaps were data estimated based on historical growth trends and country-specific assumptions. Takāful contributions are used as a basis to reflect the growth in the takāful industry. The breakdown of Islamic funds' assets is by domicile of the funds, while for sukūk outstanding it is by domicile of the obligor.

資料來源：IFSB(2016)



圖 10：伊斯蘭債券餘額與發行區域別

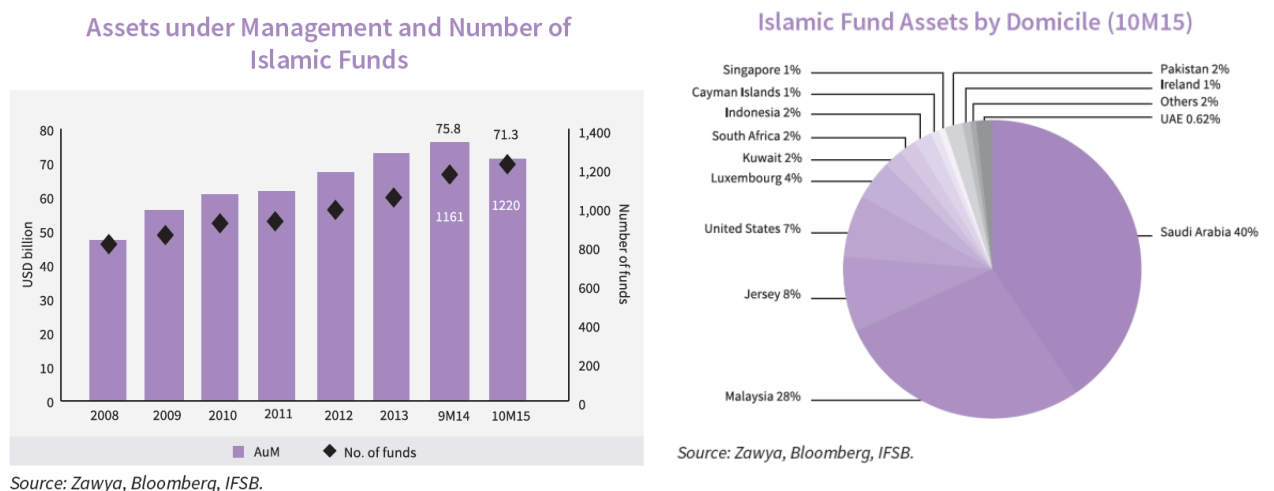


資料來源：IFSB (2016)

斯蘭合作組織(Organization of Islamic Cooperation, OIC)的地區中，僅少數地區，如香港及美國(世界銀行)，有發行伊斯蘭債券。另觀察發行機構業別，則以政府及金融業之比重最高，各占逾4成與3成，其餘發行企業尚有運輸、電力、營建等產業。

近年伊斯蘭基金穩定成長，自2008年約800檔，至2015年間已逾1,200檔，基金規模(AUM)約713億美元。其中，以股票基金與貨幣市場基金為多數，合計約占7成；其餘尚有投資不動產、Sukuk或大宗商品類，約各6~10%。

圖 11：伊斯蘭基金資產規模與區域別



資料來源：IFSB(2016)

按地區別分析，沙烏地阿拉伯為最大市場，約占 4 成，其次為馬來西亞（近 3 成），另在非 OIC 地區部分，美國、英屬澤西島、盧森堡則各約佔全球市場的 5~10%。

雖然伊斯蘭資本市場在過往幾年成長快速，惟在 2015 年，伊斯蘭債券餘額與基金規模則略呈修正。

1. Sukuk 市場方面，由於 2015 年發行量減少，且新興市場貨幣貶值，造成以美元計價的流通餘額反略低於 2014 年底，此外，受到 Fed 升息預期，以及投資人因新興國家貨幣貶值與美國經濟改善，而轉向投資美元計價或其他避險貨幣計價債券商品等之影響，Sukuk 次級市場報酬波動幅度亦擴大。
2. 伊斯蘭基金方面，雖然 2015 年基金檔數增加，惟因股市下跌及新興市場貨幣貶值，特別是印尼、馬來西亞，2015 年伊斯蘭基金規模略低於 2014 年。平均每檔基金規模下降，有恐未能達經濟規模的隱憂。

## (二) 馬來西亞伊斯蘭資本市場

馬來西亞伊斯蘭資本市場有 Sukuk、股票、ETF、REITs 等各類型商品（圖 13）。按馬來西亞 SC 之統計資料（表 2），截至 2015 年底，馬來西亞伊斯蘭資本市場的規模約 1.7 兆馬幣，較 2014 年成長 6.7%，約占馬來西亞整體資本市場的 6 成。

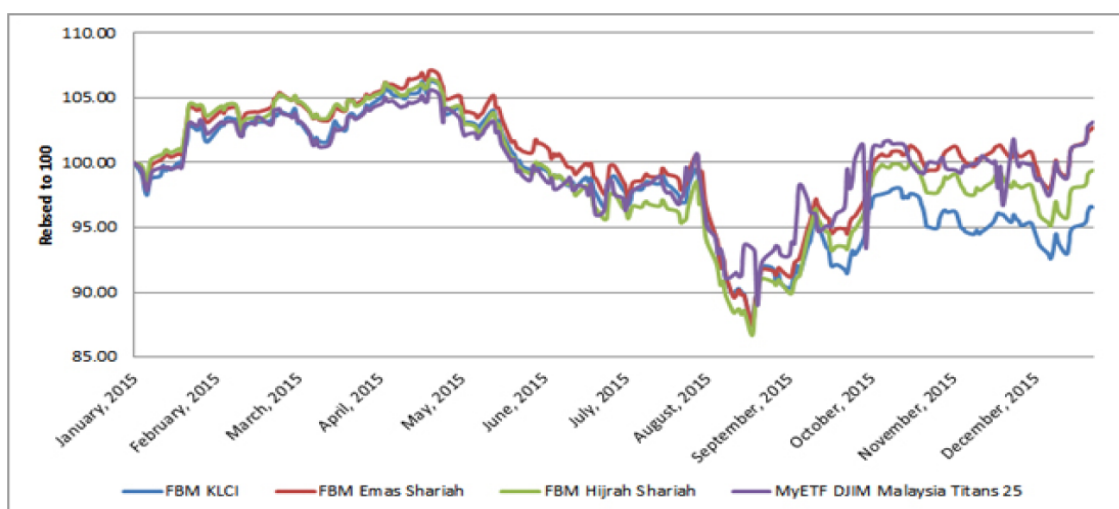
馬來西亞並為全球最大 Sukuk 市場，該國 Sukuk 流通在外餘額為 6,079.3 億馬幣，占全球市場的 54.3%；伊斯蘭股票部分，馬來西亞交易所（Bursa Malaysia）掛牌的 903 支股票中，有 667 支為遵循伊斯蘭律法（shariah-compliant）的股票（簡寫為 *i-Stock*），約占整體市值的 64.1%；此外，伊斯蘭基金規模（AUM）為 1,323.8 億馬幣，占整體資產管理業之 19.8%。相關統計資料詳表 2，另馬來西亞資本市場參與機構架構如圖 12。

表 2：馬來西亞伊斯蘭資本市場概況

單位：馬幣	2015 年			2014 年	
	伊斯蘭市場 (1)	整體產業 (2)	伊斯蘭市場所 占比重=(1)/(2)	伊斯蘭市場	整體產業
<b>股票</b>					
股票數	667 支	903 支	73.9%	673 支	906 支
股票市值	1.0862 兆	1.6948 兆	64.1%	1.0121 兆	1.6512 兆
<b>債券</b>					
債券發行額	1,177 億	2,702 億	43.6%	2,627.6 億	4,922.3 億
債券餘額	6,079.3 億	1.1248 兆	54.0%	5,763.1 億	1.1097 兆
<b>基金</b>					
基金 AUM	1,323.8 億	6,678.8 億	19.8%	1,106.0 億	6,299.8 億
資料來源：馬來西亞證券委員會網站					

馬來西亞股票市場指數表現

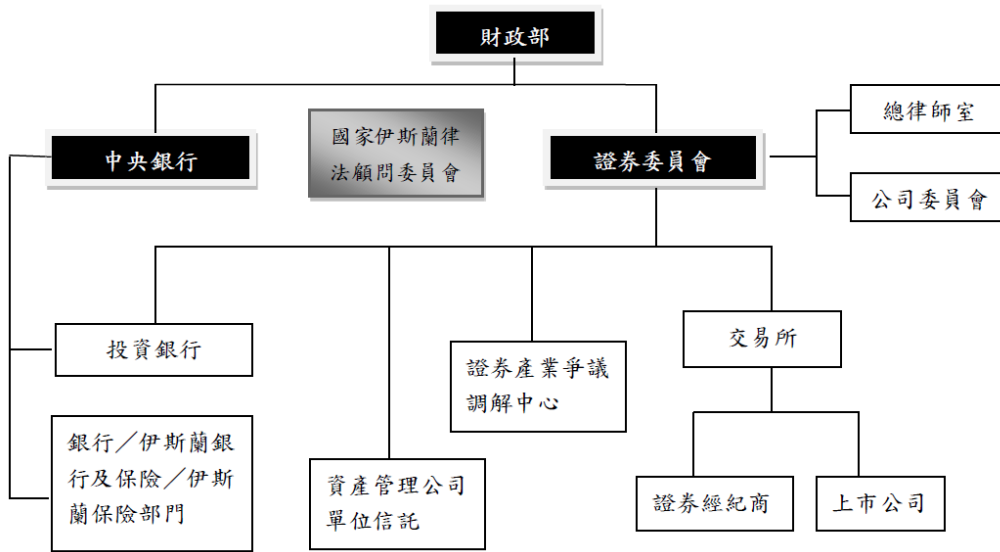
指數	2015/12/31	2014/12/31	變動率
FBM KLCI	1,692.51	1761.25	-3.9%
FBM EMAS Shariah	12,800.65	12,507.03	2.3%
FBM Hijrah Shariah	14,322.58	14,468.70	-0.9%
DJIM Malaysia Titans 25	1,033.82	1,005.75	2.8%



資料來源：馬來西亞證券委員會網站

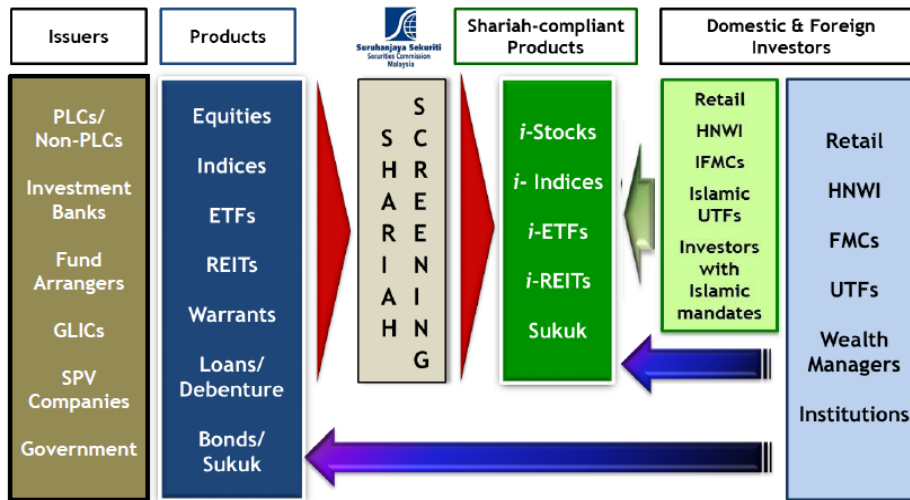
圖 12：馬來西亞資本市場機構架構

圖：馬來西亞資本市場之機構架構



資料來源：陳秋月(2013)

圖 13：馬來西亞資本市場概況



SECURITIES	DERIVATIVES	ISLAMIC	OFFSHORE
Main Market: 795 cos ACE Market: 109 cos • 18 Sectors that cover 60 economic activities • Total Market Cap: RM 1.67 trillion PRODUCTS: • 644 Structured Warrants • 57 Warrants • 16 REITs • 10 Foreign Listings • 8 ETFs • 4 SPACs • 1 Stapled Securities • 1 Closed-End Fund	12 DERIVATIVES PRODUCTS: • 5 Commodity Futures • 3 Financial Futures • 2 Equity Futures • 1 Commodity Options • 1 Equity Options	Bursa Suq Al-Sila' ("BSAS") is a commodity trading platform specifically dedicated to facilitate Islamic liquidity management. OTHER SHARIAH-COMPLIANT OFFERINGS: • 669 i-Stocks • 4 i-ETFs • 4 i-REITs • 3 ETBS • 2 i-SPACs	TOTAL MARKET CAP: USD\$27 billion • 22 Bond Listings • 11 Sukuk Listings

資料來源：研討會資料 (Bursa Malaysia, "Facilitating Greater Islamic Capital Market Retail Participation")

### (三) 伊斯蘭金融市場之展望

#### 1. 2017 年展望

此次研討會並邀請 S&P 講師分享對伊斯蘭金融市場 2017 年展望之看法，按其分析，由於預期未來 2 年油價應不會大漲，產油國為平衡預算，恐須減少支出，將影響其對伊斯蘭金融服務之需求，故該講師認為未來 1~2 年伊斯蘭金融成長速度可能趨緩。其中，有關 Sukuk 市場，S&P 講師預期 2017 年 Sukuk 市場將持續修正，並分析 Sukuk 未來面臨之挑戰與機會如次：

##### (1) Sukuk 市場面臨 3 項挑戰，包括：

- Fed 政策轉趨緊縮，造成全球流動性減少、資金成本上升；
- 油價下跌造成產油國經濟成長趨緩、政府支出與投資減少，影響其融資需求下降；
- Sukuk 發行程序複雜，可能造成企業轉而尋求傳統債券商品。實際上，2015 年 GCC 國家之 Sukuk 發行量雖減少 15.2%，惟同期間，GCC 國家的傳統債券發行量卻創下新高，成長率達 148.2%。

##### (2) Sukuk 市場之機會：

- 2017 年 Sukuk 市場仍可望受惠於 ECB QE 措施，以及伊朗開放，帶入新的投資人；
- BASEL3 實施在即，金融業可能會發行 Sukuk，以充實資本。

#### 2. 伊斯蘭金融商品標準化議題

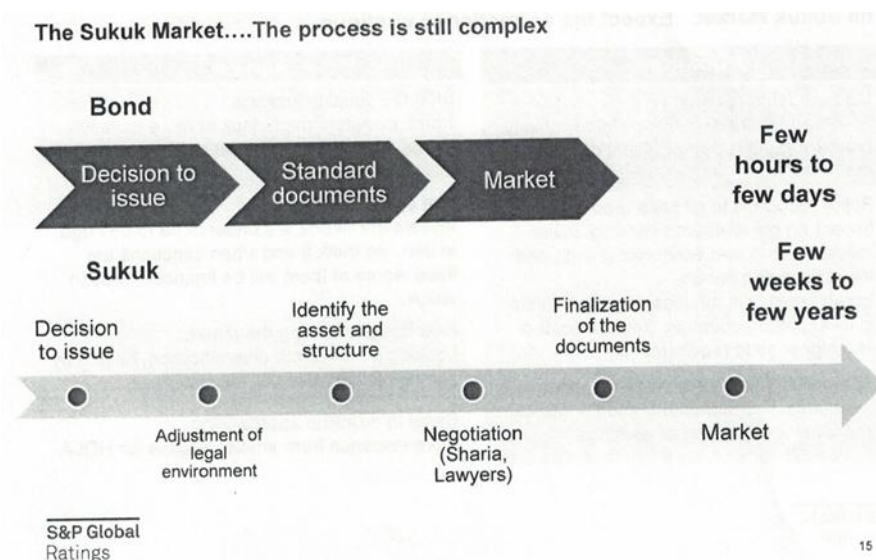
此次研討會部分講師並提及伊斯蘭金融商品標準化問題，指出伊斯蘭金融商品相對發行程序複雜，為其面臨的挑戰之一。以 Sukuk 為例，自決定發行後，相較傳統債券有標準化文件，

可於數日內完成發行，Sukuk 過程較傳統債券複雜，尚須確認資產與商品結構、進行有關伊斯蘭律法規範之討論（各地對伊斯蘭律法的解釋或有不同）等，所需的時間可能為數週，甚至數年（圖 14）。

除耗時、增加成本外，缺乏標準化也造成 Sukuk 移轉不易，影響其流動性<sup>2</sup>，亦即各商品間因此難以直接比較且較難定價，加上可否移轉亦受限於商品結構，例如若要轉手 Salam 型態的商品，恐有不符伊斯蘭律法之虞。該等現象都使得投資人的決策更為複雜，遠不如傳統債券的投資直接。

伊斯蘭金融市場參與者長期呼籲推動標準化，伊斯蘭金融相關機構組織雖已著手進行，包括 AAOIFI、IFFM 與 IDB 研議相關文件或條款的標準，惟似尚需時間（圖 15）。

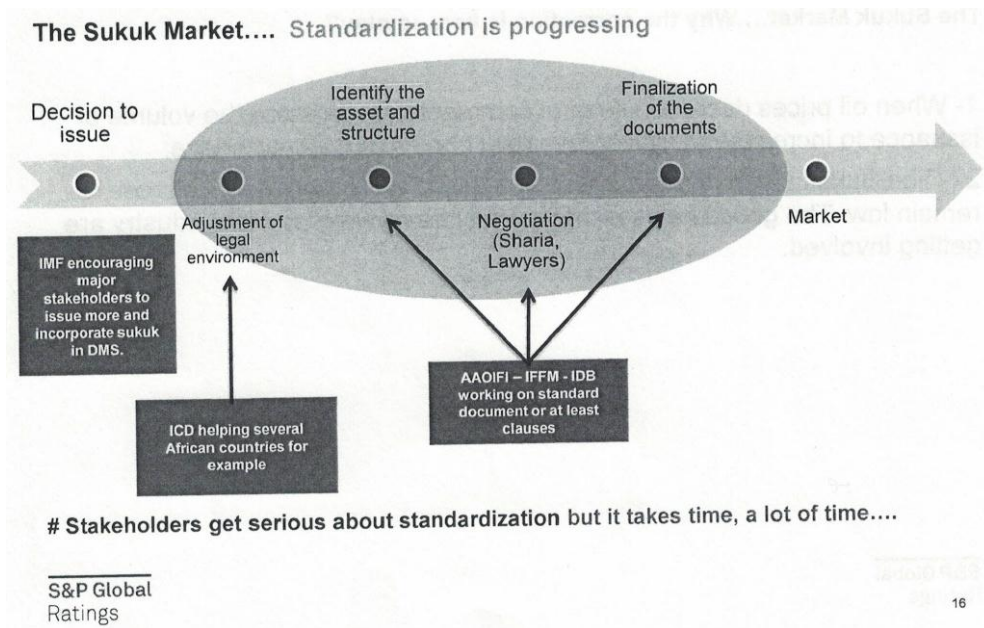
圖 14：伊斯蘭債券與傳統債券發行程序比較



資料來源：研討會投影片（S&P Global, “Islamic Finance Outlook 2017”）

<sup>2</sup> Kusuma, Ketut Ariadi; Silva, Anderson Caputo. 2014. “Sukuk markets : a proposed approach for development.” Policy Research working paper ; no. WPS 7133. Washington, DC : World Bank Group.

圖 15：伊斯蘭債券市場推動標準化



資料來源：研討會投影片（S&P Global, “Islamic Finance Outlook 2017”）

## 參、ESG 投資與伊斯蘭資本市場

此次研討會一大重點為提倡結合環境、社會與公司治理 (Environmental, social and governance, ESG) 投資，促進馬來西亞伊斯蘭資本市場的永續發展。

### 一、ESG/SRI 投資

近年隨著消費者對環保、人權、經濟結構調整等議題之關切，永續發展逐漸成為企業策略重點，投資人亦漸將投資標的企業在環境、社會、公司治理 (ESG) 等議題之表現，納入其投資考量。其中，E (Environment) 指對於環境的關懷，例如氣候變遷、環境污染、天然資源；S (Social) 係指對社會及文化的考量，例如勞工工作條件、工作安全、健康、文物保存、貧窮、人權、消費者保護等；而 G (Corporate Governance) 則指公司治理，強調公司管理透明公開，關注公司內部控制、企業結構、董事會結構、股東權益、董事酬勞、稅賦政策等議題。

按 CFA 2015 年對全球投資人之調查，受訪的投資人中，有 73% 表示會將 ESG 議題納入其投資分析與決策之考量。另有調查顯示，全球 10 大退休基金中，有 7 個表示會將 ESG 因素納入考量，包括日本 GPIF、挪威政府退休基金、南韓 NPS、美國 Federal Retirement Thrift、加州公務員退休基金等。

目前 ESG 尚無統一標準，評估條件會因投資人、被投資公司之產業別等，而有差異，例如對於銀行而言，相對於環境因素，將更重視公司治理。主要的 ESG 倡議包括聯合國責任投資原則<sup>3</sup>

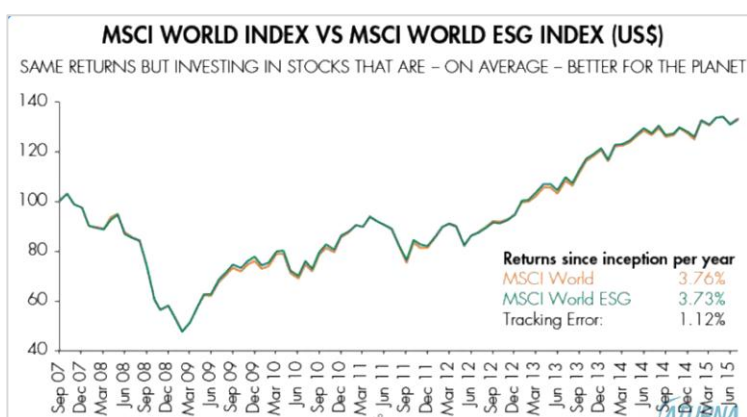
---

<sup>3</sup>聯合國前秘書長安南於 2005 年召集部分全球大型機構投資人，聯合推動責任投資原則 (Principle of Responsible Investment, PRI)，包括：1. 我們會將 ESG 議題納入投資分析及決策制定過程；2. 我們將成為積極的所有權人，並將 ESG 議題整合至所有權政策與實務；3. 對於所投資機構，將促使其適當揭露 ESG 資訊；4. 將促進投資業界接受及執行 PRI 原則；5. 將共同努力，強化本原則之執行效果；6. 對於執行本原則，將個別報告進度。



(UN PRI)、碳揭露專案 (Carbon Disclosure Project, CDP)、永續性證券交易所 (Sustainable Stock Exchanges, SSE) 等。該等倡議簽署機構數量持續成長，其中，UN PRI 已有逾來自 50 個國家以上的 1,500 個簽署機構，管理資產規模達 60 兆美元，而 SSE 亦已有 50 個交易所加入，所代表的市值達 48 兆美元。

ESG 投資人與其他投資人一樣，重視投資報酬表現，只是優



先支持符合其認同價值的企業。然而，ESG 投資的報酬表現不見得劣於一般投資，例如比較 2007 年 9 月以來 MSCI World 與

MSCI World ESG 的平均年報酬率，兩者差異不大。另有部分研究<sup>4</sup>指出，ESG 可增加企業價值，永續性佳的公司股票市場的表現

表 3：全球 SRI 規模

	SRI 資產金額(單位:10 億美元)		SRI 占整體管理資產比重(%)	
	2012 年	2014 年	2012 年	2014 年
歐洲	8,758	13,608	49%	58.8%
美國	3,740	6,572	20.2%	31.3%
加拿大	589	945	11.2%	17.9%
紐澳	134	180	12.5%	16.6%
亞洲	40	53	0.6%	0.8%
合計	13,261	21,358	21.5%	30.2%

資料來源：研討會投影片 (SC, “ICM in Malaysia and development role of the regulator”)

<sup>4</sup>Robert G. Eccles & Ioannis Ioannou & George Serafeim(2014), “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance,” Management Science.  
Clark, Gordon L. and Feiner, Andreas and Viehs, Michael (2015), “From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance”.

優於永續性不佳的公司等。

至 2014 年，全球 SRI 投資資產總額約 21.4 兆美元（表 3），以美國、歐洲為主，亞洲僅有其中 530 億美元，有相當的成長空間。

## 二、伊斯蘭金融與 ESG 投資

如同前文所討論，伊斯蘭金融相當強調公平對待、道德、促進社會福祉等原則，同 ESG 投資均有道德性訴求，且同樣須經額外的篩選過程（screening），確認投資標的符合要求。

比較兩者類似之處，包括：

- 均訴求道德性投資、兼顧投資人的認同感與信念。
- 重視實質經濟活動，例如期能改善生活環境、社會公平，並避免貿易或商業中的不公義情形。
- 重視環境保護。
- 禁止投資菸酒、博弈、色情、核能、軍火等產業。
- 避免過高風險的投資。
- 認為符合條件之企業應較不會有不當行為，以及較不會涉及環境、人權或公司治理等方面之訴訟。

惟兩者仍有不同之處，例如：

- 兩者禁止投資的範疇有異，例如伊斯蘭教禁止豬肉產業，而 SRI 則可能不投資能源產業，認為該產業對環境有負面影響。
- 伊斯蘭教禁止利息及不確定性投資，ESG 則無此要求。
- 伊斯蘭金融對融資型態或金融商品之結構有要求規範，而 ESG 並無此類條件。

儘管伊斯蘭投資與 ESG 投資仍有不同，惟研討會多位講師認為，兩者所提倡的價值相近，以馬來西亞交易所的 ESG 指數（FTSE4Good Bursa Malaysia Index）為例，其成分股即有逾三分

之二，亦同時為伊斯蘭股票；鑑於兩者的近似度，相對於其他市場，伊斯蘭資本市場更能與 ESG 無縫連結，更具備發展 SRI/ESG 投資的潛力，建議伊斯蘭資本市場應積極掌握 ESG 商機，以促進市場發展。

### 三、馬來西亞資本市場 ESG/SRI 投資商品

目前馬來西亞資本市場已有 ESG 指數、SRI Sukuk 等商品。簡介如次。

#### (一) ESG 指數

馬來西亞交易所與 FTSE 已於 2014 年 12 月合作推出 ESG 指數 FTSE4Good Bursa Malaysia Index，篩選自 FTSE Bursa Malaysia EMAS Index 的 200 支股票，目前有 38 支成分股（表 4），其中，並有 25 支股票同時為伊斯蘭股票。

表 4：FTSE4Good Bursa Malaysia Index 成分股

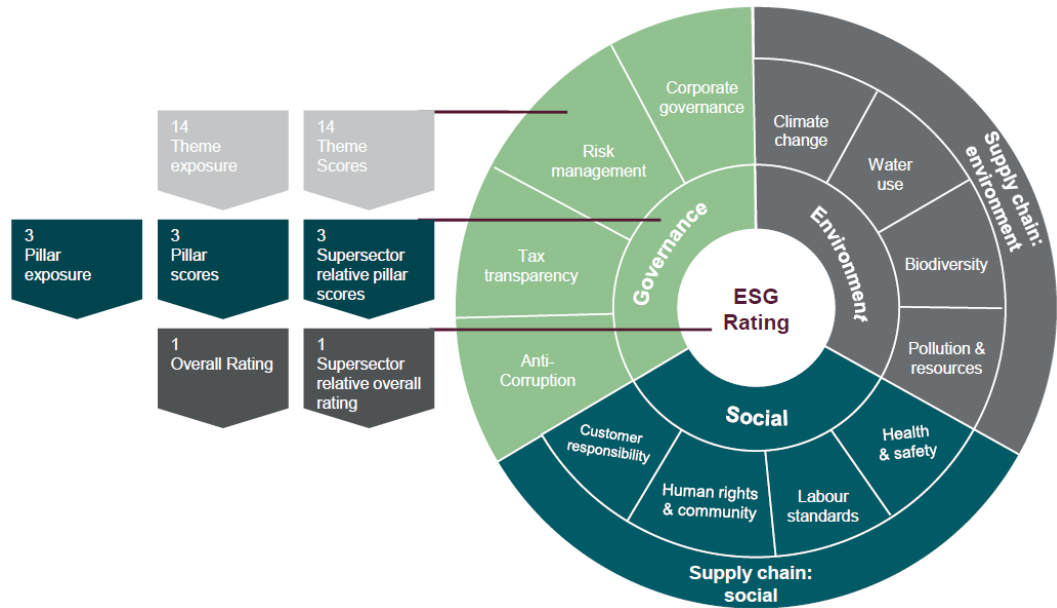
No	Company Name	Bursa Sector	FBM Index @ June 2015 Review	Shariah-compliant
1	AEON CREDIT SERVICE (M) BHD*	FINANCE	FBM70	
2	ALLIANCE FINANCIAL GROUP BHD	FINANCE	FBM70	
3	ASTRO MALAYSIA HOLDINGS BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	
4	AXIATA GROUP BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
5	BUMI ARMAHA BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM70	
6	BURSA MALAYSIA BHD	FINANCE	FBM70	
7	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	FINANCE	FBM4LCI	
8	DIGI.COM BHD	INFRASTRUCTURE PROJECT COS.	FBM4LCI	YES
9	GD EXPRESS CARRIER BHD*	TRADING/ SERVICES	FBM70	YES
10	HARTALEGA HOLDINGS BHD	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM70	YES
11	HUME INDUSTRIES BHD*	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM70	
12	KLCC PROP & REITS-STAPLED SEC	REITS	FBM4LCI	YES
13	KPJ HEALTHCARE BHD*	TRADING/SERVICES	FBM70	YES
14	LAFARGE MALAYSIA BERHAD	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM70	YES
15	MALAYAN BANKING BHD	FINANCE	FBM4LCI	
16	MALAYSIA AIRPORTS HOLDINGS BHD	TRADING/ SERVICES	FBM70	
17	MALAYSIA MARINE AND HEAVY ENG	TRADING/ SERVICES	FBM70	YES
18	MALAYSIAN RESOURCES CORP	PROPERTY	FBM70	YES
19	MAXIS BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
20	MEDIA PRIMA BHD	TRADING/ SERVICES	FBM70	
21	MISC BHD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
22	MY E.G. SERVICES BHD*	TRADING/ SERVICES	FBM70	YES
23	PETRONAS CHEMICALS GROUP BHD	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM4LCI	YES
24	PETRONAS DAGANGAN BHD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
25	PETRONAS GAS BHD	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM4LCI	YES
26	PRESTARIANG BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM5CAP	YES
27	PUBLIC BANK BHD	FINANCE	FBM4LCI	
28	SALCON BHD	TRADING/ SERVICES	FBM5CAP	YES
29	SIME DARBY BHD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
30	SURWAY BERHAD	PROPERTY	FBM70	YES
31	SURWAY CONSTRUCTION GROUP BERHAD	CONSTRUCTION	FBM70	
32	SURWAY REAL ESTATE INV'T TRUST*	REITS	FBM70	
33	TELEKOM MALAYSIA BHD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
34	TEJAGA NASIONAL BHD	TRADING/ SERVICES	FBM4LCI	YES
35	TOP GLOVE CORPORATION BHD	INDUSTRIAL PRODUCTS	FBM70	YES
36	UEM EDGEHITA BERHAD	TRADING/ SERVICES	FBM70	YES
37	UEM SUNRISE BERHAD	PROPERTY	FBM70	YES
38	UNISEM (M) BHD	TECHNOLOGY	FBM5CAP	YES

資料來源：研討會資料（Bursa Malaysia, “Facilitating Greater Islamic Capital Market Retail Participation”）

篩選的方式主要分為三步驟。首先，使用各公司的公開資料，按 300 多個指標（分為 E、S、G 3 大類、14 個子主題，如

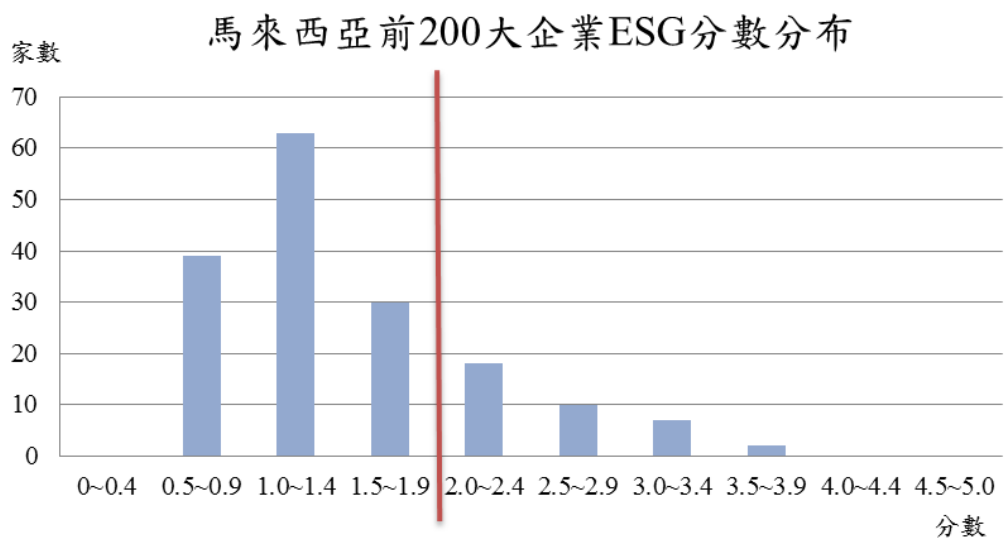
圖 16) 計算各公司的 ESG 分數 (ESG rating)，分數介於 0~5 分，5 分最高。其次，刪除未達門檻者，目前門檻為 2 (分數分布情況如圖 17)。最後，再進行產品與爭議性篩選 (apply product and controversy screen)，刪除例如菸草、軍武產業者。

圖 16：ESG Rating



資料來源：Bursa Malaysia 網站

圖 17：馬來西亞前 200 大企業 ESG 分數分布



資料來源：研討會資料 (Bursa Malaysia, “Enhancing Sustainability of Global Businesses: Role of the Islamic Capital Market”)

## (二) 社會影響力伊斯蘭債券 (Social Impact Sukuk)

馬來西亞證券委員會為利社會責任投資之發展，於 2014 年 8 月發布永續發展投資伊斯蘭債券框架準則 (SRI Sukuk framework)。SRI Sukuk 除適用一般 Sukuk 之規定，SC 並就 SRI Sukuk 之資金運用、投資標的及其揭露與申報等訂定規範。

馬來西亞國庫控股 (Khazanah Nasional Berhad，馬來西亞的主權基金) 透過旗下 Ihsan Sukuk Bhd (SPV)，於 2015 年 6 月發行馬來西亞第一檔 SRI Sukuk，金額 1 億馬幣、7 年期、報酬率 4.3%，由當地 RAM Rating Service Bhd 評等 AAA。該 SRI Sukuk 的資金將運用於馬來西亞 AMIR 基金會信託學校計劃 (Yayasan AMIR Trust Schools Programme)，一項透過公民營合作，提升公立學校教育品質的計畫。

該 SRI Sukuk 並訂有 KPI 指標，例如要求輔導計畫在 5 年內必須輔導至少 20 家學校，輔導結束時，至少 5 成被輔導學校教師之教學能力應達標準以上，最少 5 成的學生，在期間結束時，課業表現達到標準以上等指標。KPI 將由獨立第三方機構檢視，並定期提供予 Sukuk 投資人。

## 肆、心得與建議

### 一、心得

#### (一) 馬來西亞積極掌握國際潮流，發展具伊斯蘭特色金融商品

馬來西亞為全球伊斯蘭金融的重要中心之一，也是全球伊斯蘭債券（Sukuk）最大市場。探究其得成功發展伊斯蘭金融的原因，包括眾多的伊斯蘭人口、政府政策支持、訂定標準與規範、重視伊斯蘭金融人才培育、提供租稅優惠，以及積極促進國際合作等因素。

該國並持續創新，力求維持其於全球伊斯蘭金融市場之領先地位。本次研討會重點之一為連結新興的社會責任投資，發展伊斯蘭金融市場，至今該國已推出 SRI 伊斯蘭債券、ESG 指數，反映馬來西亞積極掌握國際潮流，發展具伊斯蘭特色之金融商品，吸引多元投資人。

#### (二) 伊斯蘭金融未來似仍面臨挑戰

伊斯蘭金融受惠於中東地區經濟成長、各地穆斯林對符合伊斯蘭律法金融商品之需求增加等因素，於過往幾年間快速成長，2015 年間，全球伊斯蘭金融市場規模已成長至 1.88 兆美元。

然而，伊斯蘭金融未來發展似仍面臨一些挑戰，例如伊斯蘭金融商品較難標準化、不同地區對伊斯蘭律法見解差異、商品設計成本較高、市場規模不足、商品流動性較低、缺乏避險工具，以及來自傳統金融業之競爭等，有待伊斯蘭金融市場參與者積極因應。

### 二、建議

#### (一) 我國產業結構完整或為吸引伊斯蘭資金投資我國之利基

臺灣證券交易所著眼於伊斯蘭國家廣大投資族群，已於

2008 年 11 月與富時合作發布「臺灣伊斯蘭指數」(FTSE TWSE Taiwan Shariah Index)。該指數以富時指數環球股票指數系列的大型和中型市值成分股中，在臺灣證券交易所上市的公司作為採樣母體，選擇符合伊斯蘭律法的成分股編製而成(由伊斯蘭律法顧問服務公司 Yasaar，負責進行成分股篩選)，主要成分股包括鴻海、中華電信、台塑、台化、台達電、南亞、統一等(表 5)，得作為投資臺灣市場符合伊斯蘭律法之股票的參考依據。

我國伊斯蘭人口少，可能不如伊斯蘭國家具發展優勢，惟伊斯蘭金融強調與實質經濟活動之連結，我國產業結構完整，上市櫃股票中，製造業、科技業之比重高，該等產業多符合伊斯蘭對投資產業特性之要求；我國企業產能與研發能力優秀，或為我國吸引海外伊斯蘭資金投資我國股市之利基。

表 5：臺灣伊斯蘭指數前 10 大成分股

**Top 10 Constituents**

Constituent	Country	ICB Sector	Net MCap (TWDm)	Wgt %
Hon Hai Precision Industry	Taiwan	Electronic & Electrical Equipment	1,182,302	18.88
Chunghwa Telecom	Taiwan	Fixed Line Telecommunications	420,027	6.71
Formosa Plastics Corp	Taiwan	Chemicals	381,342	6.09
Formosa Chemicals & Fibre	Taiwan	Chemicals	370,574	5.92
Delta Electronics	Taiwan	Electronic & Electrical Equipment	364,383	5.82
Nan Ya Plastics	Taiwan	Chemicals	354,032	5.65
Uni-president Enterprises	Taiwan	Food Producers	283,987	4.53
Advanced Semiconductor Engineering	Taiwan	Technology Hardware & Equipment	234,749	3.75
Asustek Computer Inc	Taiwan	Technology Hardware & Equipment	197,221	3.15
Pegatron	Taiwan	Technology Hardware & Equipment	153,664	2.45
<b>Totals</b>			<b>3,942,280</b>	<b>62.95</b>

資料來源：FTSE 網站 (FTSE TWSE Taiwan Shariah Index Fact Sheet)

## (二) 持續強化公司治理

如同此次研討會所提，近年來社會永續投資逐漸發展，投資人除投資報酬外，並漸將投資企業在環境、社會、公司治理(ESG)、企業社會責任等議題之表現，納入其投資考量。

我國多年來積極推動公司治理，並於 2013 年發布強化我國公司治理藍圖，提出型塑公司治理文化、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 5 計畫項目，成果包括於 2015 年發布第一屆公司治理評鑑結果，以及按評鑑結果，編制發表「臺灣公司治理 100 指數」(上市 100 家)及「櫃買公司治理指數」(上櫃 60 家)。另為強化上市(櫃)公司非財務性資訊之揭露，善盡企業社會責任，並規範金融、食品、化學產業及資本額 100 億元以上之公司，自 2015 年起應編製公告 CSR 報告書，資本額 50 億元~100 億元之上市(櫃)公司自 2017 年起應編製公告 CSR 報告書等。

強化公司治理一直以來為國際上重要議題，為健全資本市場之重要一環，公司治理優良之企業不僅能提升企業本身競爭力、有助於企業長期永續發展，亦能增進投資人信心及吸引投資，對企業、投資人或市場，皆能產生正面效益，建議持續推動強化。



## 參考資料

梁敏蒂、黃博怡與陳漱石（2011），*伊斯蘭金融-另一個 13 億人口的另類金融*，財團法人台灣金融研訓院。

陳志新（2015），出席馬來西亞證券委員會舉辦之第 10 屆伊斯蘭市場計畫研討會報告，公務人員出國報告書。

陳秋月（2013），出席馬來西亞證券委員會辦理伊斯蘭市場計畫－開拓伊斯蘭金融之市場連結研討會出國報告，公務人員出國報告書。

Islamic Financial Services Board. 2016. "Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016." Kuala Lumpur: IFSB

Kusuma , Ketut Ariadi; Silva, Anderson Caputo. 2014. "Sukuk markets : a proposed approach for development." Policy Research working paper ; no. WPS 7133.

Washington, DC : World Bank Group.

Mumtaz Hussain, Asghar Shahmoradi, and Rima Turk, 2015. "An Overview of Islamic Finance," IMF Working Papers 15/120, International Monetary Fund.

Malaysia Securities Commission, 2016. "Malaysian Capital Market Grows Across All Segments Expands To Reach RM2.82 Trillion," Press Release 10 March 2016.