

湾岸諸国における金融危機とその解決策 ——ドバイ・アプローチの先進性と実効性——

川村 藍*

Financial Crises in the Gulf Countries and Their Solutions: The Innovation and
the Effectiveness of the Dubai Approach

KAWAMURA Ai

Most of the Gulf States have been working on strengthening their financial industries in order to develop another sector that would provide an alternative to their oil industry. In this phenomenon Islamic finance has expanded its province in the financial sector, especially in the United Arab Emirates (UAE). The Islamic financial market grew around 20% on average from 2000 until the global financial crisis in 2008. The Dubai shock attracted massive attention from the world as Islamic financial products were involved. However, the Dubai shock has been overcome by the initiatives of the UAE and Dubai governments. This paper will study how the Dubai shock was overcome by the process of validating the “Dubai Approach”, a new dispute resolution system for dealing with disputes related to Islamic finance in Dubai. Accordingly, this paper will examine the progress and effectiveness of the “Dubai Approach”.

I. はじめに

1970年代半ばから始まったイスラーム金融機関による事業展開は、湾岸諸国とマレーシアを拠点にして拡大し、2005年から2008年まで年率20%をこえる勢いで成長していた¹⁾。イスラーム金融の市場拡大に伴って、関係各国においてイスラーム金融の設立から運営に関わる法整備も急速に進められてきた。また、イスラーム金融は従来型金融とは異なり、独自の金融制度で安定していると思われていた。ところが、2009年末に発生した、いわゆるドバイ・ショック（アラビア語で *azma dubayy*、あるいは *azma duyūn dubayy*）では、イスラーム金融市場にも負の影響が波及し、イスラーム金融関係者に大きな衝撃を与えた。

そのような中、ドバイ・ショックの中心地となったアラブ首長国連邦(UAE)のドバイ首長国(以下、ドバイ)は、ドバイ・ショックによって生じた国内経済の混乱を收拾する必要に迫られた。その結果として、ドバイでは前例のない画期的な民事紛争の解決策が生み出された。筆者は、以前の論考[川村2013]において、この画期的なアプローチを「ドバイ・アプローチ」と名付けた。本稿では、このドバイ・アプローチを再度取り上げ、先の論考では扱わなかったドバイ・アプローチの登場に至った背景と、このアプローチの効果について考察することにした。

II. ドバイ・ショック発生の背景

本章では、ドバイ・ショックがどのような経緯で発生したのか、2002年から2008年までの不動産バブルとその崩壊に着目して概観する。レノード[Renaud 2010]によれば、ドバイにおける2002年から2008年にかけての不動産バブルは、以下の6つの要因によって引き起こされた：

* 京都大学大学院アジア・アフリカ地域研究研究科 日本学術振興会特別研究員(DC)

1) 本稿で述べる湾岸諸国は、湾岸協力会議(Gulf Cooperation Council of the Arab States, GCC)を結成したアラブ首長国連邦、オマーン、カタール、クウェート、サウジアラビア、バハレーンの6か国を指す。

- ① 不動産取引市場の開放
- ② 世界的な信用ブーム
- ③ 外国人の不動産所有権認可
- ④ 原油価格の上昇(2002年～2008年前半)と急落(2008年半ば～)
- ⑤ ドルベッグ制、ドルの下落とそれに伴うインフレーション、大規模な投機活動(2007)
- ⑥ 居住者の増加

以上の不動産バブルの6つの要因は、相互に因果関係や相関関係を有して連関している。そこで、それぞれの関係を整理し、ドバイにおける不動産バブルのメカニズムについて検討する。

不動産取引市場の開放(①)は2002年から始められたが、外資の流入を促進するための市場開放は、シェーク・ムハンマド・ビン・ラシード・アル＝マクトゥームが、2006年ドバイ首長に就任した際に発表した経済計画に端を発する。彼はドバイ首長に就任すると、ドバイの経済発展には重工業に特化した経済体制からの脱却が必要だと訴え、重工業以外の産業の発展に力を注いだ。彼が特に注目したのは、貿易、物流、専門的なサービス、観光業、建築業及び金融業といった6つの分野であった[Renaud 2010: 6]。これらの産業を活性化させるために、外資系企業に対する様々な優遇措置をとり、積極的にドバイの経済を海外に開放していった[Maktoum 2010: 139-140]。このようにドバイ経済活性化の一環として、ドバイの不動産市場が開放されたことによって、不動産バブルを膨張させる結果を招いた。またドバイの不動産取引が海外に開かれたことで、急ピッチで進められた不動産開発のための資金調達に短期でなされた。それが不動産バブルの拡大に拍車をかけることとなった[中野 2010]²⁾。

2002年5月ドバイにおける外国人の不動産自由保有権(フリーホールド)がドバイ首長令により認められ、海外の投資を呼び込むための第一段階となる基盤を形成した。2006年には同じく首長令によって外国人の不動産所有権が拡大され(③)、外国人や外資系企業が不動産を所有できるようになった。このことは結果的にドバイにおける不動産取引が海外からの投資によって左右される状況を作り出した。

バブルの形成には世界的な信用ブーム(②)という外部的要因もあった。世界的な信用ブームとはグローバル流動性の拡大に他ならない。金融機関は資産価値が高いとバランスシートを強化することができ、より多くの貸し出しを行うこととなる³⁾。このため金利に含まれるリスクプレミアムが非常に低くなり資金の流動性が高まる。そうすると資金調達が容易になり、より多くの事業が開発されて、国際的に高い流動性が確保される。こうした結果、ドバイは高い影響力を持つ成長戦略を遂行することが可能となった[Renaud 2010: 7]。さらには、上述したように海外からの投資や不動産事業に対する規制が緩和されたことも、海外からの資金調達をより容易にした。このような状況下で、ドバイも投資先の一つとして選択されたのである。

また為替相場の影響もあった。UAEの通貨であるUAEディルハム(AED)は、1978年以来、ドルベッグ制を採用しているが、2003年以降ドル安が進んだため、ドルベッグ制により、UAEの物価が高騰した(⑤)。2008年には国内物価上昇率が12%を超えたほどであった。また、2007年に外

2) また、不動産取引市場の開放は、結果的に2002年から2008年にかけて不動産バブルとその崩壊を招いたことから、不動産市場を海外に開放したことで不動産業の再生と回復に関して国内問題として処理できない新たな問題が浮上した、とレノードは指摘している[Renaud 2010: 7]。

3) グローバル流動性が世界金融危機との関連で議論されているが、その実情についてはまだ明確な定義が存在しない。しかし、グローバル流動性は国際的に資金調達が容易に行えるかが問題となる。詳細については[日本銀行金融市場局 2012]を参照せよ。

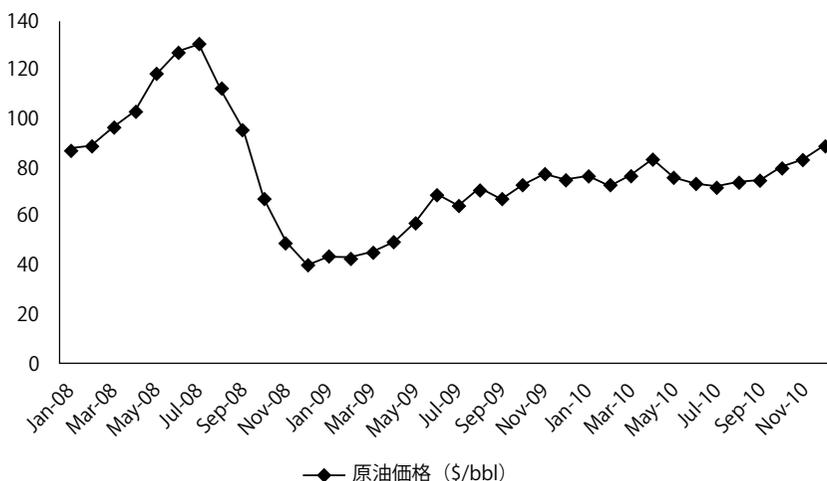
資系銀行が、UAEを含めた湾岸産油国の対ドル相場が上昇すると見越し、投機的な目的で、現地の金融機関における AED 預金を増加させた。為替相場における AED の対ドル相場の上昇が、海外投資の誘因となったのである。また、相場が不安定になってもそれを補えるアブダビの資金力があるため、UAE の相場は投資家にとって安定していると捉えられた。実効為替相場における米ドルとの連動のみならず、これも海外投資を呼び込む要因となったのである [中野 2010: 77]。

上述した4点(不動産取引市場の開放、外国人の不動産所有権の拡大、世界的な信用ブーム、ドルペッグ制とドル安によるインフレーション)は、それぞれが密接に絡み合いながら、海外投資を呼び込むことにつながった。そして不動産バブルを形成し、それに拍車をかけることになったのである。

2002年から2008年半ばまでの不動産バブルは、上述した法改正が契機となっているが、その崩壊には、ドバイ原油価格(④)と不動産価格の2つの市場価格が関連している⁴⁾。ドバイの原油スポット価格は以下のように推移した⁵⁾。2008年1月時点では1バレル当たり87.35ドルであり、2008年7月までは価格が徐々に高騰していた。しかし2008年7月のピーク時には1バレル当たり131.27ドルであったのが、2008年7月から2008年12月にかけて70%近く急落し(グラフ1参照)、2008年12月には1バレル当たり40.46ドルにまで下がった。2009年からは徐々に上がり、2010年末までには、2008年初期の価格と並ぶくらいに回復したものの、原油価格の急落はドバイ金融市場の混乱を招いた。原油価格が下落することで、石油関連のデリバティブやその他の金融取引に非常に大きな損失が生じ、これがドバイ金融市場の混乱を招いたのである。

一方ドバイにおける不動産価格もほぼ同時期に、同様の推移を示している。2008年第4四半期から2009年第1四半期にかけて、ドバイの不動産価格は50%近く下落した。それ以降、住宅価格は横ばいの状態である(グラフ2参照)。

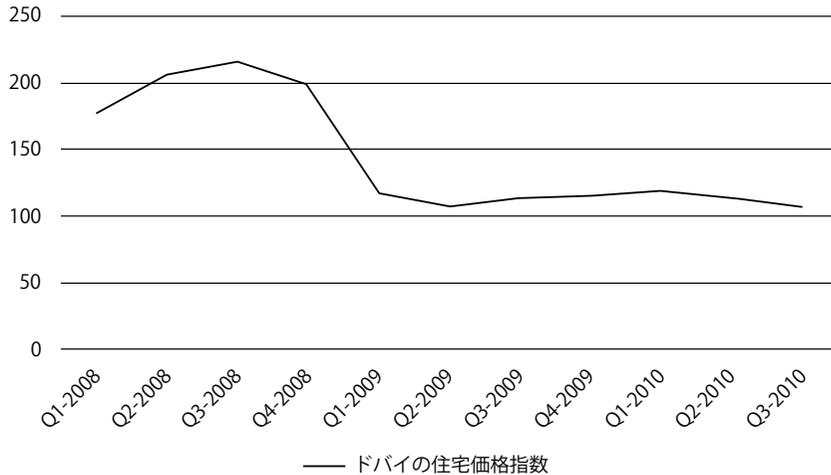
グラフ1 ドバイ原油価格の推移



出典：[Prices-OPEC 2013]より

4) このことから、レノードは原油価格の上昇と下落(④)をドバイ不動産バブルの要因の一つとしたと考えられる。
 5) ドバイ原油価格は、原油価格の代表的指標であるアメリカのウェスト・テキサス・インターミディエイト(West Texas Intermediate, 通称 WTI)とリンクしていることから同じ推移を表す[加藤 2008]。このことから、WTIを始めとする世界的な原油価格が下落した影響をドバイ原油価格も受けたと考えられる。

グラフ 2 ドバイの住宅価格指標



出典：[Colliers International House Price Index 2012] より

2000年から2005年にかけて、世界中の建設用クレーンの15%–25%がドバイに集結したといわれるほど、ドバイにおける不動産開発は急ピッチで進められていた。2004年から2008年までUAEの実質GDP成長率は6%–9%であり、順調に成長していた[SESRI 2009: 68]。レノードは、このように不動産開発が急速に発展した背景には、石油収入による潤沢な資金だけでなく、UAE国内の人口が増加していったことも要因であると指摘している(⑥)。ただこれに関して筆者は、UAEの外国人の大多数がドバイにおける建築ラッシュのための人員であったこと、および先行研究[Buckley 2012]から考慮して、レノードが指摘した人口の増減を不動産バブルの要因とすることは困難であると考えている⁶⁾。

以上レノードが挙げた以上の6つの要因を考慮に入れつつ、不動産バブルのメカニズムを検討してきたが、以下の事情を考慮すれば、不動産バブル発生の主因は、不動産取引市場を海外へ開放したこと(①)、および外国人への不動産所有権の容認(③)にこそ求められるとしてもあながちまちがいでないであろう。

上述の2002年ドバイ首長令に続いて、2006年3月13日には2006年ドバイ首長令第7号が発行された。この第4条によって、特定の地域や建造物に対してUAE国民以外にも土地の無期限所有と、不動産の用益権・賃貸借権の99年間保有が認められた。また、UAEを含む湾岸諸国の国民並びにこれらの国の株式会社には、不動産に対する所有権を認めた[Law No.7 of 2006]。したがって、2006年に制定されたこの法律は、ドバイにおける不動産投資に対して海外の投資家がより広い権利を持つことを法的に認めるものであるといえる。

これらの法整備により、不動産に対する投機的な短期投資が可能となる状況が作り出された。投機的な短期投資の実情を如実に現わすものが、不動産の転売である。実際、建設途中や着工していない不動産に対する権利の前売りが繰り返された[Renaud 2010: 8]。例えば、2005年に世界一

6) 確かに、UAEの人口は2006年に500万人お内85万人がUAE国民である。2007年にはおよそ622万人に増加したが、UAE国民は87.7万人だった。この時点で、UAE国民よりも外国人の人口が劇的に増加している[UAE NBS 2011]。しかし、それら外国人の中には、労働者として長期の労働にやってきたにもかかわらず、不動産バブルが崩壊したことで、帰国する者が多数いた[Buckley 2012]。これに対してレノードは、建築バブルのあと人口流失があまりなかったと反論している。確かに、人口の増加が不動産開発を多少なりとも加速させる要因となることは考えられないでもない。しかしながら、人口の変動や先行研究を見る限り、ドバイの不動産バブルの要因として人口の増減を関連付けることは困難であると考えられる。

高いビルであるブルジュ・ドバイの居住スペースとなっている45階から108階の700室が完成前に、販売開始からわずか8時間で完売した⁷⁾。また、ナヒール社(後述)が手掛けていた不動産事業も完成の2年前には完売していたことが報告されている[Mcsheehy and Wallis 2004]。このように、2008年に不動産バブルが崩壊するまで、完成していない不動産の転売が繰り返され、不動産価格や賃貸価格の急激な上昇がみられるようになった。不動産の転売を規制する規制監督制度の不在も、不動産バブルの進行を後押しした。

加えて、ドバイ特有の問題として、統一された信用調査機関が存在しないことも問題であった。すなわち、ある金融機関から借入を受けていても、他の金融機関と借入の記録が共有されないため、信用度の低い多重債務顧客に対して資金が貸し出されてしまうのである。事実、ドバイ・ショックの当事者となった不動産開発会社の融資担当者によると、不動産バブル期における不動産購入の審査は、購入者が資金提供を受ける銀行内でのみ行われたため、他の銀行での融資状況がわからないまま、与信がなされていたのである⁸⁾。

以上のように不動産バブルが進行する一方で、ドバイは、世界的な金融センターとしての地位を確立していった。2000年頃から2008年まで湾岸諸国は国際的な金融センターとして強い関心を持たれており、将来的にも世界的な金融拠点となることが期待されていた[Chatham House 2008; ICMA Centre 2008]。

ところが、2008年にリーマン・ショックを契機とする金融危機が世界的に波及すると、時を同じくしてドバイ不動産バブルが崩壊した。これに続くように、2009年11月25日、ドバイ政府の持ち株会社であるドバイ・ワールドが債務の返済猶予を要請したことが契機となって、ドバイ・ショックが発生した。その結果、ドバイにおける信用不安が拡大し、ドバイ・ワールド以外の企業においてもデフォルト騒動が生じていった。

ところが、リーマン・ショックによって拡大した世界金融危機の影響が長期間にわたって全世界の経済を停滞させている中、ドバイ・ショックは比較的早く收拾に向かった。その背景として、まず、ドバイ首長国政府が迅速にマクロ・レベルの救済ができる専門機関を確立していったことが挙げられる。ドバイ・ショックが表面化してから、ドバイ政府は2009年首長令第24号を公布することで官民ファンドであるドバイ金融支援基金(şundūq dubayy li-da'ama al-mālī, Dubai Financial Support Fund)を設立し、翌年の12月31日までにドバイ・ショックの收拾を行うことを明言した。このドバイ金融支援基金に対して、2009年12月14日にアブダビ政府が支援金として100億円を拠出することとなり、ドバイ政府の抱える負債が軽減されるに至った。

さらに、ドバイ・ショックで生じた民事紛争に対象を限定した、特殊な制度が構築されたことも特筆すべき点である。これが、筆者が注目している「ドバイ・アプローチ」である[川村 2013]。ドバイ・アプローチは、ドバイ・ショックによって生じた負債や損失に対して、専門の見地から迅速に紛争を処理する新たな制度である。ドバイ政府は様々な首長令を出し、特別な制度を立ち上げることで、ドバイ・ショックにより経営不振に陥った政府系企業の救済に乗り出したのである。

III. ドバイ・アプローチの理論的展開

イスラーム金融の文脈で言えば、信用不安を引き起こしたドバイ・ワールドの傘下には、資金調達にイスラーム金融を利用していたナヒール社のイスラーム型証券(ナヒール・スクーク)が含まれ

7) ブルジュ・ドバイは、2010年にブルジュ・ハリーフアに改名された。

8) 2013年9月19日にタムウィール社のアブダビ支店で実施した聞き取り調査より

ていたため、イスラーム金融市場にとって、ドバイ・ショックは衝撃的であった。ナヒール・スクークの問題は、[川村 2013] で取り上げたドバイ・アプローチによって処理されたことがわかっている。そこで、本章では [川村 2013] で触れられなかったナヒール・スクークの有する法的問題や実際の事例を取り上げ、既存の紛争処理制度が抱える課題をドバイ・アプローチがどのように解決したのかを分析する。

1. ドバイ・アプローチの概要

ドバイ・アプローチは、ドバイ政府が出した3つの首長令によって設置された特別司法委員会や特別法廷といった法的機関による紛争解決方法を指す⁹⁾。これらの首長令によって設置された3つの特別司法委員会の特徴を表3に示す。(表3を参照)

表3 特別司法委員会及び特別法廷の特徴

	ドバイ首長令第56号	ドバイ首長令第57号	ドバイ首長令第61号
対象となる案件	小切手を用いた不動産取引	ドバイ・ワールド及び関連企業	アムラーク社並びにタムウィール社及び関連企業
構成員	ドバイ裁判所の裁判官1名 +ドバイ土地局代理人2名	DIFCの裁判官3名+その他の専門家2名	ドバイ裁判所の裁判官3名 +イスラーム会計士1名
審理回数	特別司法委員会以外の法廷に提訴することは禁止	DIFCの特別法廷以外に提訴または申立することが禁じられている	特別司法委員会が審理した事例は通常の裁判で再審ができない
準拠法	1 ドバイ首長国国内法 2 イスラーム法の原則 3 既存の法令や公序良俗に反しない慣習 4 法の秩序や正義の原則及び衡平法	1 2009年DIFC法第3号(破産法)付則 2 ドバイ国際金融センター司法当局(Dubai International Financial Centre Judicial Authority, DIFCA)理事会で公布された法令 3 2004年DIFC法第10号(DIFC裁判法) 4 UAE国内法 5 商慣習 6 エクイティ	1 ドバイ首長国国内法 2 イスラーム法の原則 3 既存の法令や公序良俗に反しない慣習 4 法の秩序や正義の原則及び衡平法

出典：[川村 2013]をもとに筆者作成

特別司法委員会のうち、2009年ドバイ首長令第57号によって設置された特別法廷はドバイ国際金融センターの管轄に属し、一方の特別司法委員会はドバイ首長国の管轄にある。そのため、特別法廷と特別司法委員会の構成員や準拠法が異なっている。

後述するように、ドバイ政府司法局が公布した2011年法令第326号によって、当該首長令の対象となっている企業のうちナヒール社に関連する案件はドバイ裁判所不動産局が処理することとなった。ナヒール社に関連する案件が、親会社であるドバイ・ワールドのその他の案件から切り離された背景には、ナヒール社が発行したイスラーム型証券(ナヒール・スクーク)が通常の金融と性質が異なっていた以外にも様々な法的問題が生じていたことが考えられる。そこで、次節以降においてナヒール・スクークの構造とそれが抱える法的問題について考察する。

9) 特別法廷は、ドバイ国際金融センターの管轄に属し、一方の特別司法委員会は基本的にドバイ首長国の管轄にある。そのため、特別法廷と特別司法委員会の構成員や準拠法が異なっている。

2. ナヒール・スクークの構造

ドバイ・アプローチにおいて、3つの首長令が規定する法的枠組みのうち、2009年ドバイ首長令第57号によって提示された第2の法的枠組みを検討しつつ、ナヒール・スクークの構造を述べる。同法令第3条では、ドバイ政府に100%の株を所有されているドバイ・ワールド(Dubai World, al-Majmū'a Dubayy al-'Ālamīya)が当事者となる係争は、すべて同法令によって設置された特別司法委員会の管轄下におかれることが規定されている。これより先に出されたドバイ首長令第56号とは異なり、同法令では特別司法委員会の対象とする企業が限定される。また特別司法委員会はドバイ国内裁判所の管轄から外れるドバイ国際金融センター(Dubai International Financial Centre, DIFC)に設置されることになった。

ここで特筆すべきは、同法令の対象に、デフォルト騒動を起こしたドバイ・ワールドの傘下企業であるナヒール社(Nakheel PJSC)が発行したスクーク(イスラーム型証券)が含まれている点である。ナヒール社が発行したスクーク(以下、ナヒール・スクーク)は3つあり、全てのナヒール・スクークは、2006年にドバイ首長令第3号を法的根拠として設立された国営企業ドバイ・ワールドの100%子会社であるナヒール・ワールド(Nakheel World) 有限会社¹⁰⁾の傘下企業¹¹⁾が、ドバイにおける不動産業に必要な資金調達のために発行されたものである。3つのナヒール・スクークとは、2006年12月14日に発行されたナヒール・スクーク1、2007年12月5日に発行されたナヒール・スクーク2、2008年5月13日に発行されたナヒール・スクーク3である。このうち、ドバイ・ショックで償還期限の延長が求められたのは、ナヒール・スクーク1であった。そこで、本節では、ナヒール・スクーク1に着目して論じる。

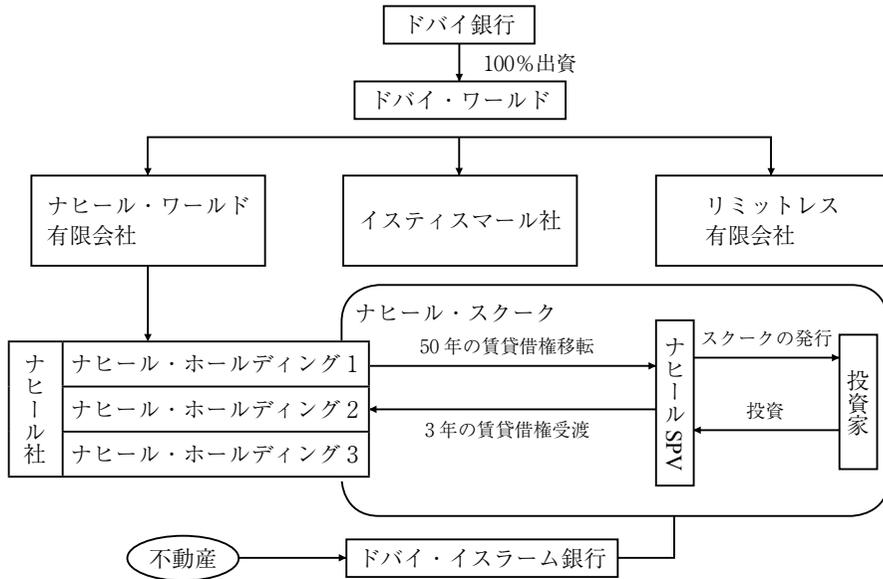
ナヒール・スクーク1は、ナヒール・ホールディングズ1(注10を参照)が所有する不動産に関わる賃貸借権をもとに構成されている。ナヒール・ホールディングズ1は、土地、建物やその他指定された不動産の50年分の賃貸借権をナヒール・スクークの特別目的会社であるナヒール開発リミテッド(以下、ナヒールSPV)に売渡し、ナヒールSPVの受託行であるドバイ・イスラーム銀行が譲渡された賃貸借権の支払いをナヒール・ホールディングズ1に行う。ただ、賃貸借権はナヒールSPVに移譲されるが、不動産の所有権はナヒール・ホールディングズ1が保持する。ナヒールSPVは、受け取った賃貸借権をナヒール・ホールディングズ2に3年の期限付きで賃貸借し、その賃料を受け取って、その資金をもとに不動産開発を行う仕組みとなっている。ナヒール・スクーク1のスキームとそれを取り巻く関連企業との関係は以下の図4で示した通りである。また資家とナヒールSPVの間で配当の割合が事前に決定されている新株予約権(Qualifying Public Offering, QPO)が発行される(図4では省略)。続いて、ナヒール・ホールディングズ2が不動産の売買によって得た利益をナヒールSPVに譲渡し、それがQPOにおいて事前に決めた割合で投資家に配当される。

これらの不動産開発を裏付けにしたナヒール・スクーク1の償還予定は2009年12月14日となっていた。

10) ナヒール・ワールドは、2003年からドバイ・ウォーターフロントなどといったドバイ国内の不動産業を営んでいた。それが2006年に国営化され、ドバイにおける更なる不動産業に貢献していくこととなった。

11) 後述するナヒール・ホールディングズ1、ナヒール・ホールディングズ2、ナヒール・ホールディングズ3のこと。3つのナヒール・ホールディングズがナヒール社を構成している。ナヒール・ホールディングズ1(Nakheel Holdings -1 LLC)、ナヒール・ホールディングズ2(Nakheel Holdings -2 LLC)、ナヒール・ホールディングズ3(Nakheel Holdings -3 LLC)が株主となって、ナヒール社の資金調達と運営を行っている。これら3つのナヒール・ホールディングズはナヒール社の株を100%所有している。ナヒール・ホールディングズ1は33.4%、ナヒール・ホールディングズ2は33.3%、ナヒール・ホールディングズ3は33.3%のナヒール社の株を所有している。

図4 ナヒール・スクークのスキームとそれを取り巻く全体構造



出典：[Registration No. OF2684]をもとに筆者作成

ところが、ナヒール・スクーク1と、これを取り巻く関連企業において、ドバイ・ショックに繋がる事件が起こった。2009年11月に、ドバイ・ワールドがその建設事業における260億ドル相当の負債を、期限内に返済不可能であることが判明したのである。問題となった負債の内35.2億ドルはナヒール・スクーク1によって生じたものであった。2009年11月25日を境にドバイ・ショックが発生すると、ドバイ・ワールドとその傘下企業が着手してきた不動産業や金融取引が停滞することで事態がより深刻化する危険性が強まった。こうした経緯から、ドバイ・ワールドの事業再生が必要となり、ドバイ金融支援基金が設置された。比較的早い段階でアブダビから100億ドルの資金援助を受けたことは、ドバイ・ワールドの負債を大幅に軽減する一助となった[Anwar 2009]。また、2009年ドバイ首長令第57号によって、ドバイ・ワールド及び関連企業が当事者となる民事紛争を全て、DIFC内に設置された特別司法委員会において処理することが規定されたのである¹²⁾。

ところで、ナヒール・スクークの問題を扱うべきDIFCの判事は、いかなる法に準拠するのか。イスラーム金融と従来型金融に関する法の管轄の問題を含め、確認しておきたい。

2009年ドバイ首長令第57号第4条には特別法廷が準拠する法令や規範が以下のように列挙されている。

- ・2009年DIFC法第3号(破産法)付則
- ・ドバイ国際金融センター司法当局(Dubai International Financial Centre Judicial Authority, DIFCA)理事会で公布された法令
- ・2004年DIFC法第10号(DIFC裁判法)
- ・UAE国内法

12) 同法令の詳細は[川村 2013: 111-112]において論じている。

- ・商慣習
- ・エクイティ [Rāshid 2009]

DIFC が国際基準をもとに英国法を準拠法としていることは、エクイティという英米法特有の原則が適用されていることから理解される。

一方、本条項では、2009年ドバイ首長令第56号にあるようなイスラーム法の原則については言及されていない。しかし、2004年DIFC法第13号がイスラーム金融のための法規定に係ることから、イスラーム金融に関する法の管轄が従来型金融と区別されていることはみてとれる¹³⁾。

また、同13号では、イスラーム金融取引を行う如何なる機関もドバイ金融サービス庁(Dubai Financial Services Authority, DFSA)の管轄下に置かれることが規定されている。同庁は、2005年から発行しているイスラーム金融規則(DFSA Rulebook Islamic Finance Rules, IFR)と2010年に発行されたドバイ金融サービス庁イスラーム金融専用ハンドブック(DFSA Islamic Finance Tailored Handbook)をもとに、従来型金融とイスラーム金融を区別し規制監督している¹⁴⁾。上記のハンドブックやルールブックはイスラーム金融と従来型金融の違いを明確にし、イスラーム法と適合する金融取引のガイドラインを示すものであるが、そこで示される指針によって、イスラーム金融取引に関連するものはDIFCにおいて従来型金融とは切り離されて管轄されることが明示されているのである。

以上のことから、同法令によって設置された特別法廷において、イスラーム金融をめぐる紛争を処理することは理論的には可能ではなかった。しかし、ナヒール・スクークの抱える法的問題は、DIFCの判事による紛争処理を困難にするものだった。以下ナヒール・スクークの法的問題を検討する。

3. ナヒール・スクークの法的問題

2011年8月にナヒール社は、ドバイ・ワールドの傘下企業ではなくなり、ドバイ政府によって直接所有されるに至った。さらにナヒール社に関する紛争処理の手続は、ドバイ政府司法局が公布した2011年法令第326号によって、ドバイ・ワールドの件とは異なり、ドバイ裁判所不動産局が担当することになった。これにより実質的に、ドバイ・ワールドの紛争とナヒール社の紛争は別々の管轄で処理することが決定された。そのため、ナヒール社に関する紛争処理は、DIFCの管轄からドバイ政府に移された。

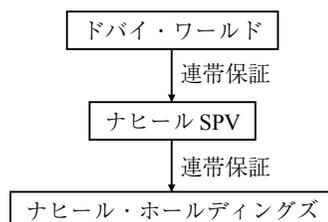
ナヒール社に関する紛争処理が、ドバイ・ワールドとは区別して処理されるにいたった原因として、ナヒール・スクークが複合的な法的問題を有していたことが考えられる。ナヒール・スクーク1に関する法的問題をサラーフ [Salah 2010] は3点指摘している。

1つ目の法的問題は、ナヒール・スクーク1において連帯保証の関係が実質的に機能しなかったことである。ナヒール社が発行した3つのスクークの債務は、それぞれ子会社である3つのナヒール・ホールディングズが個別に担っていた。これに対してナヒールSPVは、これら3つのナヒール・ホールディングズの債務を負担することを保証していた。ナヒールSPVに対してはドバイ・ワールドが連帯保証をする立場にあった(図5を参照)。

13) 2004年DIFC法第13号の第8条において、第13号の法律は2004年DIFC法第1号の特別法として位置づけられることが明記されているため、イスラーム金融に関する規定は、従来型金融とは異なり、2004年DIFC法第13号を適用することとなる。

14) 前者はDIFCにおけるイスラーム金融に関連する指針を示し、後者はDIFCにおいてイスラーム金融の規制監督制度の充実化を図るものである。

図5 ナヒール・スクークの連帯保証関係



出典：[Registration No. OF2684] 及び [Salah 2010] をもとに筆者作成

しかしながら、2009年の11月時点でドバイ・ワールドをはじめ、ナヒール SPV も弁済能力がなかったため、これらの連帯保証機関によって債権者に社債を償還することができなかった。また投資家は、ドバイ政府が親会社であることから、ドバイ・ワールドに関する損失を全面的に保証してくれることを期待していたが、ドバイ政府はドバイ・ワールドに関するいかなる負債に対しても債務返済の保証を明確にしていなかった [Salah 2010: 27]。こうした事情により、連帯保証の関係が結果的に機能しない状況に陥ったのである。

2つ目の法的問題は、所有権および投資家の保護に関するものである。事業再生や倒産の際、契約上の規定よりも、所有権の問題が非常に重要になってくる。所有権が資金調達の実体である事業主に帰属するのか、特別目的事業体 (SPV) に帰属するのかによって、損失の回収に関して違いが生じるからである。それゆえ、ここでの争点は、ナヒール・ホールディングズ 1 とナヒール SPV の間で、裏付けとなった不動産の所有権が移転されていなかったということになる [Salah 2010: 27-28]。上述したように、ナヒール・ホールディングズ 1 とナヒール SPV の間では賃貸借権の移譲が行われたが、原資産となる実物資産の所有権はナヒール・ホールディングズ 1 に帰属したまま、その用益権のみがナヒール SPV に移転した。そして、50年間の実物資産を使用する権利の内、ナヒール SPV は3年間だけナヒール・ホールディングズ 2 に賃貸借するリース契約を締結した。このように、この事例においては、所有権が保護されるセール・アンド・リースバックの構造ではなく、賃貸借権を更に賃貸する構造になっているのである。そのため、資金調達の実体であるナヒール・ホールディングズ 1 が倒産した場合、倒産隔離ができない状態とならざるを得ない¹⁵⁾。そのため投資家の保護がなされないのである。

加えて、UAE 国内法では、賃貸借によって生じる利益は物件または所有権として規定されていないため、なおさら、ナヒール・スクークの投資家にとっては、投資資金の回収は困難であった¹⁶⁾。

3つ目の法的問題は、準拠法の問題である。ナヒール・スクークの目論見書には準拠法及び司法制度に関して、英国法を適用して英国裁判所で審理するか、UAE 国内法を適用してドバイ裁判所で審理するかは契約の形態によって異なる、と記されている [Registration No. OF2684: 32]。しかし、UAE 国内法には信託や用益権の概念がないことから、ドバイ裁判所においてこれらの審理を行うことが困難であった [Salah 2010: 30]。さらに政府系企業に対して判決を強要することも困難であると考えられた。

15) 倒産隔離には、資金調達の実体であるオリジネーターの倒産によって証券化された原資産が SPV に真正に移譲されなければ、オリジネーターの影響を受けてしまうことを防ぐ効果がある。

16) ただ、投資家の保護としてナヒール・ホールディングズ 1 が有した原資産の担保権を受託行であるドバイ・イスラーム銀行が有していることから、救済としてナヒール・ホールディングズ 1 の担保権から損失を回収することができるとサラーフは主張している [Salah 2010: 29]。

ただし、ナヒール・スクークの目論見書には、ドバイ・ワールド及びその傘下企業は1988年2月6日のドバイ首長勅令の適用外であることが規定されている[Registration No. OF2684: 96]。この1988年の勅令はドバイ政府系企業に対して外国法を適用しないとするものである。したがって、理論上は英国法といった外国法をドバイ・ワールド及びその傘下企業に適用することは可能である。しかし、2005年ドバイ法令第10号の規定によれば、政府系機関を告訴することが認められているが、告訴された機関の所有物や資産をもとに負債及び債務を回収することはできない。これにより、当事者の利益を保護するため外国主権免責を得る目的で外国の司法を利用することはできるが、その判決の強制力については未知数である[Salah 2010: 31]。このため、たとえ外国法によって判決を出したとしても、それを執行できないリスクが高くなる可能性があった。しかし、ナヒール有限会社を除くドバイ・ワールドの案件については、2009年ドバイ首長令第57号で設置された特別法廷の権限が明確にされたことで、上述の問題は解消されたと考えられる。

以上の法的問題から英国法によって判決を出す DIFC において、たとえイスラーム金融のためのガイドラインがあっても、ナヒール・スクークに関する法的判断が困難であることがわかる。また、サラーフが指摘した法的問題からも、ドバイ裁判所において UAE 国内法を適用してナヒール・スクークの事業再生を行うことが困難であることが明らかである。サラーフの指摘に加えて、英国裁判所においてイスラーム金融に関する問題を審理することは、イスラームの理念を無視する結果を招く危険性があることにも言及しておきたい。事実、これまで英国裁判所で英国法をもとにイスラーム金融に関する民事紛争処理が行われ、イスラーム世界から批判を受けてきた¹⁷⁾。

いずれにせよ、上述の法的問題を考慮するならば、イスラーム法との適合性を必要とするナヒール社は、UAE 国内法やイスラーム法を準拠法とすることが必要であることから、ドバイ・ワールドから切り離されたと考えることができるのであり、ナヒール社に關係する紛争だけをドバイ・ワールドの事業再生手続から切り離したことが理解できるのである。

4. ドバイ・アプローチの事例検証

2009年ドバイ首長令第56号及び第61号には類似点が多くみられる(表3参照)ものの、両者には異なる点も存在する。2009年ドバイ首長令第56号が不動産取引で用いられる小切手を対象としているのに対して、2009年ドバイ首長令第61号は、アムラク社及びタムウィール社という企業を対象を限定している。また法令第61号によって設置された特別司法委員会では、審理に参加する構成員にイスラーム金融の専門家が加わっていることも重要な相違点であった。

以下では、イスラーム金融に最も関わりの深いと考えることのできる2009年ドバイ首長令第61号をもとに、イスラーム金融をめぐる民事紛争がどのように処理されているのかを、実際の判例をもとに検証する¹⁸⁾。

ここで取り上げる判例の概要は以下の通りである。原告は UAE 国民の私人であり、被告はドバイで登記された金融機関である。原告は2005年から被告との間でムラーバハ契約を締結し、1200万ディルハムを被告から借り入れていた。2007年5月に原告が期限内の返済が困難になったこと

17) こうしたことから、筆者は英国法をイスラーム金融の法的問題を解決する準拠法として選択することは適切ではないと考える。

18) 筆者が2011年にドバイで行ったフィールド調査において、この事例が2009年ドバイ首長令第61号を適用した先駆的な位置づけにあることが現地の弁護士への聞き取り調査で明らかになった。この事例は、ドバイをはじめとする湾岸諸国での法律業務を担当するアッタミー法律事務所 (Al Tamimi & Co) が担当した事例である。このアッタミー法律事務所は現地ではアムラク社とタムウィール社が関わる事例を担当していることで知られている。

から返済計画の見直しを被告に対して主張した。これに対して被告は返済額の残りの返済方法について見直した新たな契約を原告と締結した。この新たな契約において、原告は65万1775ディルハムを支払うこととし、さらに返済残高の確認を被告に依頼した。しかし、原告の支払い能力と被告の提示した返済計画が合致しなかったため、再度、返済計画の見直しを原告が要請した。しかしながら、合意にいたらなかったために、原告は最初に締結したムラーバハ契約の無効をドバイ第一審裁判所に訴えた。これに対して、被告の金融機関は事実誤認を根拠に、2009年6月裁判所に訴えの取消を求めた。2009年7月に被告は原告に対する反訴を提出した。さらに2009年10月には、先に被告がドバイ第一審裁判所に和解契約を提出した。この和解契約には、原告が被告に対し1655万8千ディルハムを支払うムラーバハ契約を締結したことが明記されていた。加えて原告はこの和解契約において、和解契約作成の11ヶ月前にムラーバハ契約の期限が切れていることを認めていた。被告の金融機関は、ムラーバハ契約が期限切れになっていたにもかかわらず、原告の支払い能力に見合うように、ムラーバハ契約の見直しと100万ディルハムを16回に分けて返済する方法を提案した[Abdallah and Baroudi 2011]。しかしながら、この和解契約は当事者双方の合意を得られなかったために、無効となった。

2009年11月にこの案件がドバイ第一審裁判所に提訴されたが、2010年2月にドバイ首長令第61号の対象となる案件であると判断されたため、特別司法委員会で審理されることとなった。ここで注目すべき点は、2009年11月の時点でイスラーム金融商品のイスラーム法との適合性について、イスラーム会計学の専門家が加わった上で、判断されたことである。このイスラーム金融会計士は、原告と被告が交わしたムラーバハ契約の金額が妥当かどうかを確認し、その調査結果を特別司法委員会に提出した。

イスラーム会計士の調査結果も考慮に入れて、2010年2月に2009年ドバイ首長令第61号に基づき、特別司法委員会による審理が開始された。特別司法委員会に対して原告は以下のように主張した。

- (1) 本件のムラーバハ契約は付合契約である。
- (2) 原告への資金提供は、原告が得た資金を被告が指定した金融仲介会社に委託するため、原告が自らの資産を運用する機会を奪うものであり法的効力がない。
- (3) 本件のムラーバハ契約はイスラーム法との適合性を有さない。なぜなら、どの商品が本件のムラーバハ契約の対象となっているのかが示されていないためである[Abdallah and Baroudi 2011]。

2010年4月にイスラーム会計士による最終報告書が提出され、それに基づいて、特別司法委員会による判決が出された。判決では、ムラーバハ契約の無効と本契約が一方的に契約条件を定めた約款であると主張する原告に対し、特別司法委員会はムラーバハ契約の特徴を整理し、本件のムラーバハ契約は無効でないとして原告の訴えを退けた。

この判例からわかるように、法的側面について特別司法委員会が争点を審理し、契約で扱われた資金や貸付などといった金融的側面についてはイスラーム会計士がイスラーム法との適合性を審理した結果、法的側面と金融的側面——イスラーム法との適合性という高度な専門性を必要とする側面も含め——の双方から事例を検証することが可能となったのである。

IV. ドバイ・アプローチの先進性と実効性

ドバイ・アプローチは、ドバイ・ショックにより生じた金融市場の混乱の收拾に大きな役割を果たした。後述するようにドバイ・ショックでデフォルト騒動を生じさせたナヒール社は、以前と同

様に不動産開発業に復帰することができ、アムラク社やタムウィール社といった大企業に対する事業再生や救済もなされた。本章では、このドバイ・アプローチの先進性と実効性について検討する。

1. ドバイ・アプローチの先進性

ドバイ・アプローチの先進性は、次の2点に集約できる。

1点目は、ドバイ・アプローチが裁判所と裁判外紛争解決制度 (Alternative Dispute Resolution, 通称 ADR) を折衷した制度であり、それぞれを補完するものとなっているということである。ドバイ・アプローチに分類される特別委員会及び特別法廷による紛争処理制度の特徴は、通常裁判所および ADR と比較すればより明らかになる (表6を参照)。特別司法委員会には通常裁判所や ADR が行う仲裁や調停とは相違する点が多くみられる。ドバイ・アプローチは、執行力がある点については裁判所と類似しているが、法廷の形式、審理期間、構成員については ADR と類似性を有している。裁判所は審理期間が長く、非公開でないため信用や評価を下げるリスクが大きい。他方 ADR では、解決策を新たな契約で締結するが、執行力を有さないため、その解決策は当事者の善意によって左右され、解決策を強制したい場合は裁判所に提訴するしかない。以上の点から見て、ドバイ・アプローチは通常裁判所と ADR が抱える問題を解消しているともいえる。

表6 ドバイ・アプローチの特色

	通常裁判所	ドバイ・アプローチ	ADR
法廷	公開 (民事手続法)	非公開	原則非公開
審理期間	1年以上	半年以内	1年以内
構成員	1~3名の裁判官	裁判官+その他の専門家	1~3名
審理回数	三審制	上訴不可 (一審制)	一審制
執行力	有	有	実質的に無

出典：[Abdallah and Baroudi 2011; Dispute Resolution Practice 2009; Hākim Dubai 2009; Rāshid 2009] をもとに筆者作成

2点目は、ドバイ・アプローチが経営不振に陥った企業に対する不良債権処理の法的整理と私的整理の二つの側面を持っていると考えられる点である。法的整理と私的整理は倒産処理の手続である。法的整理は会社更生法や民事再生法といった法律に則した手続であり、裁判所の認可が必要である。一方の私的整理は、債権者の合意によって、会社を清算、事業再生計画について話し合っ決定する手続である。不良債権に関する私的整理の原点として挙げられる代表的なものがロンドン・アプローチである。ロンドン・アプローチは細かな規定を定めたものではなく、銀行と他の利益関係者が事業再生のためにより良い解決策を見出すための枠組みであり、コモン・センスや他の規定を参照して柔軟に審理されるものである [Smith 1996: 223]。

しかし、ドバイ・アプローチは、ロンドン・アプローチのような私的整理の性質に加えて、ドバイ首長令において規定されていること、およびドバイ裁判所や DIFC の判事が加わることから法的整理の側面も有している。ドバイ・アプローチでは、案件は最初から特別司法委員会や特別法廷に提訴されるのではなく、最初ドバイ裁判所へ持ち込まれ、特定の首長令に該当する場合は特別司法委員会や特別法廷に移送される。この特別司法委員会や特別法廷に持ち込まれると、審理内容が裁判判決とは異なり非公開となる。さらに法曹のみならず、非法律分野を専門とする構成員が加わる。このことから、ドバイ・アプローチは私的整理と法に則って裁判官が出す決定を当事者に強制させ

ることができる法的整理の両側面を持ち合わせていると考えられるのである。

2. ドバイ・アプローチの実効性

ドバイ・アプローチの実効性については、このアプローチの対象となった企業のその後の経過を見ることで明らかにできるであろう。

まず、2009年ドバイ首長令第57号の対象となったドバイ・ワールドのナヒール社について述べる。ナヒール社は、当初ドバイ・ワールドの傘下企業として処理されていたが、DIFCにおける特別法廷以降、ドバイ・ワールドの事業を立て直すために次のような処置が施された。まず2011年6月に負債の60%を回収するためスクークを発行して事業再生に乗り出した[Emirates 24/7 2011]。

さらに、ナヒール社は、2011年8月にドバイ・ワールドから切り離され、ドバイ土地局によって直接管理されることになった。これによりナヒール社は実質的にドバイ政府の管理下におかれることとなった。この際、ナヒール社が所有する資産は210億ドルに減価償却され、2008年時点で3818名いた従業員は986名にまで削減された[Fattah and Sharif 2011]。これらの取り組みの結果、2013年の第1四半期には収益が2012年の同時期より57%の増加があったことが報告されている[Nakheel 2013]。なお2014年の第1四半期には、2015年に償還する予定の債務の内、23.5億ディルハムを第1四半期に、16.5億ディルハムを第3四半期に前払いし、合計40億ディルハムを先払いすることが発表された[Nakheel 2014]。新たに発行された事業再生証券は2015年9月に68億ディルハム、2016年3月に2億ディルハムそして2018年3月に9億ディルハムを償還することとなっている。

ドバイ首長令第61号の対象となったアムラク社やタムウィール社は、ドバイ・アプローチ登場以前、2008年9月に元執行部の最高責任者が詐欺容疑で次々と逮捕されたことに象徴されるように会社の経営状態が悪化していた。その帰結として、2008年11月23日にUAE金融省がアムラク社及びタムウィール社が合併し国営化される計画があることを発表し、このことでこれらの二大不動産会社が危機的状況に追い込まれ、事態が深刻になっていることが表面化した[Anwar and Mathew 2008]。

しかし両不動産会社をめぐる状況は、ドバイ・アプローチ以後、様々な処置によって改善しつつある。2009年12月30日付けのロイター報道で、2010年初頭を目途に両社を合併させるための話し合いが特別司法委員会においてなされていると伝えられたが[Walid 2009]、その後、2010年9月には、ドバイ・イスラーム銀行がタムウィール社の株を57.33%所有して実質的に同社を吸収したことで、タムウィール社とアムラク社の合併が白紙に戻った[Sayegh 2011]。さらに、UAE連邦政府によってアムラク社の負債に対する切り下げがなされた[Fattah 2012]。

以上のようなドバイ・アプローチ後の対象企業の経過を概観するならば、ドバイ・アプローチを通過した結果、救済措置や負債の切り下げ、企業の再編や返済のリスケジュールといった事業再生が試み始められていることが見て取れる。このことから、ドバイ・アプローチは純粋な私的整理だけではなく、法的整理の性質を有していると再度言うことができるだろう。UAEの国内法には、信託や受益権といった従来型金融及びイスラーム金融に関わってくる金融の法的概念が確立されていないという欠点が見られるものの、ドバイ・アプローチによってこの問題を補完することができると考えられる。ドバイ・アプローチを経たUAE経済は、IMF第4条協議の報告書で景気の振幅が是正され、安定してきたと報告されている[Press Release No. 13/283]。今後の動向を見守っていく必要はあるものの、ドバイ・アプローチは、事業再生の観点から十分に実効性のあるものだと結論づけることができる。

V. 結論

本稿は、ドバイ・ショックによって生じた紛争の新たな処理制度としてドバイ・アプローチに着目し、これまで経験したことのない金融危機に対処するために、ドバイ・アプローチという新たな形態を有した処理制度が登場したこと、およびその意義を考察した。イスラーム金融の観点からこのアプローチを評価するならば、それは、紛争の解決のためにイスラーム法の要素を考慮しつつ、法の欠缺を補完する点において画期的であった。近年、世界各国でイスラーム金融の実践が拡大していくにつれて、イスラーム金融に関わる民事紛争も増加している。イスラーム金融をめぐる民事紛争を迅速かつイスラームの理念と抵触しない形で処理する解決策は、既存の民事紛争処理制度の枠組みの中で議論されてきた。しかし、こうした状況下で、イスラーム金融に関わる民事紛争は、西洋法ではなくイスラーム法を考慮して解決すべきだとの声が高まっている。本稿で取り上げたドバイ・アプローチは、今後のイスラーム金融に関わる民事紛争の解決方法を既存の枠組みに囚われない新たな枠組みを提示したものと言って過言はないであろう。

さらにドバイ・アプローチは、裁判制度とADR制度を折衷する第三の制度であることに加えて、私的整理と法的整理の2つの側面をもち事業再生のための機能も備えているものでもあるという点で、従来型金融にとっても大きなインパクトを持っている。金融危機によって企業の事業継続が困難になった場合、金融機関や利害関係者の間の調整方法や、事業再生に向けて取るべき手続について、現状では定まった解決方法が存在していない。そのような試行錯誤の状態の中で、事業再生に実効性のあるドバイ・アプローチは、紛争処理および事業再生のための新たな方策を提起したと考えることができる。

湾岸諸国では、イスラーム金融はもちろんのこと、従来型金融についても、今後さらなる成長が見込まれる。金融取引の「出口」の部分に相当する紛争解決と事業再生のあり方は、これまで以上に重要な課題になってくるであろう。本稿で取り上げたドバイ・アプローチは、一つの国に限られた事例を契機として登場したものはあるが、イスラーム金融に対しても、従来型金融に対しても、紛争処理の在り方について非常に重要な提起をしているという意味において、今後の湾岸諸国の金融セクターの動向における重要な画期をなす方策として位置づけられていくだろう。

参考文献

- 加藤裕己 2008 「原油価格高騰とその要因(原油価格高騰特集)」『エネルギー経済』34(2), pp. 28–38.
- 川村藍 2013 「イスラーム金融の民事紛争処理における『ドバイ・アプローチ』の登場：裁判と金融ADRを補完する第三の制度」『日本中東学会年報』29(1), pp. 97–127.
- 日本銀行金融市場局 2012 「日銀レビュー『グローバル流動性』について—BISグローバル金融システム委員会の報告書をもとに—」日本銀行 <http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2012/data/rev12j04.pdf> (2014年1月30日閲覧)
- 中野瑞彦 2010 「ドバイ経済危機をどう見るか」『経済経営論集』52(2), pp. 67–88.
- Abdallah, S. and M. Baroudi. 2011. “Murabaha Contracts,” *Law Update* 237. <<http://altamimi.newsweaver.ie/Newsletter/10kva26yoha>> (2013年7月30日閲覧)
- Al Maktoum, M. R. 2012. *My Vision: Challenges in the Race for Excellence*. The Dubai Government Media Office.
- Anwar, H. and S. Mathew. 2008 (Nov 23). “U.A.E. Takes Over Mortgage Lenders Amlak, Tamweel (Update 4),” *Bloomberg*. <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ayg4qgY5.VQc>> (2014年1月27日閲覧)

- Anwar, H. 2009 (Dec 14). “Abu Dhabi Bails Out Dubai World with \$10 Billion,” *Bloomberg*. <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aqHghOxWdO00>> (2013年11月15日閲覧)
- Buckley, M. 2012. “From Kerala to Dubai and Back Again: Construction Migrants and the Global Economic Crisis,” *Geoforum* 43, pp. 250–259.
- Colliers International House Price Index. 2012. *Dubai House Price Index: Second Quarter*. <<http://www.colliers.com/~media/files/emea/uae/research/hpi/overview-hpi-q2-2012.pdf>> (2013年11月12日閲覧)
- Chatham House (The Royal Institute of International Affairs). 2008. *The Gulf as a Global Financial Centre, Growing Opportunities and International Influence: A Chatham House Report*. London: Chatham House.
- Dispute Resolution Practice. 2009. <<http://altamimi.newsweaver.ie/Newsletter/1igemv6axos>> (2013年7月30日閲覧)
- DIFC (Dubai International Finance Centre). 2010 (Jan 26). “Practice Direction No.1 of 2010 Claims Relating to the Special Tribunal for Dubai World,” *DIFC*. <http://difccourts.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2725&record_id=4462&element_id=4115&highlight=Dubai+Decree+No.+57+of+2009#r4462> (2013年11月15日閲覧)
- . 2011 (Feb 1). “DIFC Weekly Economic Commentary December 19,” *DIFC*. <<http://www.difc.ae/difc-blogs/difc-weekly-economic-commentary-december-19-2010>> (2013年11月15日閲覧)
- Emirates 24/7. 2011 (May 23). “Nakheel Dh4.8bn Sukuk in June: Move Part of Debt Settlement and Split from Dubai World,” <<http://www.emirates247.com/business/corporate/nakheel-dh4-8bn-sukuk-in-june-2011-05-23-1.396225>> (2014年1月7日閲覧)
- Fattah, Z. 2012 (Mar 20). “Amlak’s Debt Drops \$1.1 Bln After Sales, Accords, Al Bayan Says,” *Bloomberg*. <<http://www.bloomberg.com/news/2012-03-20/amlak-s-debt-drops-1-1-bln-after-sales-accords-al-bayan-says.html>> (2014年1月28日閲覧)
- Fattah, Z. and A. Sharif. 2011 (Sep 13). “Nakheel Wrote Down Real Estate Assets by \$21 Billion After Market Crashed,” *Bloomberg*. <<http://www.bloomberg.com/news/2011-09-12/nakheel-wrote-down-its-property-assets-by-21-billion-after-market-crashed.html>> (2014年1月27日閲覧)
- Hākīm Dubayy. 2009 (Dec 27). “Marsūm Raqm (61) li-Sana 2009 bi-Sha’n Tashkīl Lajna Qaḍā’ī Khāṣṣatan li-l-Faṣl fī al-Munāza‘āt al-Muta‘alliqā bi-Sharika Amlāk li-l-Tamwīl (sha, mīm, ‘ain) wa Shirka Tamwīl (shīn, mīm, ‘ain),” *al-‘Adad 345 min al-Jarīda al-Rasmīya*.
- ICMA Centre. 2008 (May 7). “The Competitive Position of the Gulf as a Global Financial Centre,” London: University of Reading. <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research-2008/The%20Competitive%20Position%20of%20the%20Gulf%20as%20a%20Global%20Financial%20Centre_ExecutiveSummary.pdf> (2013年11月18日閲覧)
- Nakheel. 2013 (July 9). “Nakheel’s H1 2013 Profit Soars by 57 Per Cent,” <<http://www.nakheel.com/en/media/news/nakheels-h1-2013-profit-soars-by-57-per-cent>> (2013年7月31日閲覧)
- . 2014 (Jan 5). “Nakheel to Prepay Bank Debt of AED4 Billion in 2014,” <<http://www.nakheel.com/en/media/news/nakheel-to-prepay-bank-debt-of-aed4-billion-in-2014>> (2014年1月7日閲覧)
- Press Release No. 13/283. 2013. “IMF Executive Board Concludes 2013 Article IV Consultation with United Arab Emirates,” *IMF Press Releases*. <<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13283.htm>> (2013年8月20日閲覧)
- Prices-OPEC. 2013. “Selected Spot Crude Oil Prices, 1982-2012 (US Dollars per Barrel),” <<http://www>

- opec.org/library/Annual%20Statistical%20Bulletin/interactive/current/FileZ/XL/T52.HTM> (2013年11月12日閲覧)
- Rāshid, Muḥammad ibn. 2009 (Dec 14). “Tashkīl Lajina Khāṣṣ li-faṣl fī al-Munāza‘āt al-Muta‘alliqā bi-Taswiya al-waḍ‘ al-Mālī li-Dubayy al-‘Ālamī,” *Al-Bayān*. <<http://www.albayan.ae/across-the-uae/1250780116720-2009-12-14-1.502219>> (2013年7月30日閲覧)
- Renaud, B. 2010. “Dubai’s Real Estate Boom and Bust of 2002-2008: Dynamics and Policy Responses,” *Housing Finance International* 24 (4), pp. 6–17.
- Salah, O. 2010. “Dubai Debt Crisis: A Legal Analysis of the Nakheel Sukuk,” *Berkeley Journal of International Law* 4, pp. 19–32.
- SESRIC (Statistical, Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries), 2009. “Annual Economic Report 2009: On the OIC Countries,” <<http://www.sesric.org/files/article/315.pdf>> (2014年2月4日閲覧)
- Smith, M. T. R. 1996. “The London Approach and Trading in Distressed Debt,” *Bank of England Quarterly Bulletin* 36 (2), pp. 222–225.
- UAENBS (United Arab Emirates National Bureau of Statistics). 2011. *Population Estimates 2006-2010*. Abu Dhabi: National Bureau of Statistics. <<http://www.uaestatistics.gov.ae/ReportPDF/Population%20Estimates%202006%20-%202010.pdf>> (2013年9月1日閲覧)
- Walid, T. 2009 (Dec 30). “Dubai Panel to Settle Tamweel, Amlak Disputes,” *Reuters*.
- Wilson, R. 2009. *The Development of Islamic Finance in the GCC*. Working Paper, Kuwait Programme on Development, Governance and Globalisation in the Gulf States.

公文書

Regulatory Law DIFC Law No.1 of 2004

Law Regulating Islamic Financial Business DIFC Law No.13 of 2004

Law No.7 of 2006, Concerning Real Property Registration in the Emirate of Dubai

Regulation No.3 of 2006 Specifying Areas Where Non-Locals Can Own Property in the Emirates of Dubai

Insolvency Law DIFC Law No.3 of 2009

Registration No. OF2684