

イスラム債券（スーク）市場の 動向と日本における動き



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

イスラム債券（スーク）に関しては、日本において2011年に日本版スークに係る法制、税制の整備が図られ、2012年4月から日本版スークの発行が可能になったが、未だ日本版スークは誕生していない。しかし世界に目を向ければ、イスラム金融資産の残高は2012年末に約1兆6,000億ドルに達し、中でもスーク市場は着実に拡大を続けている。また中東オイルマネーをはじめとした投資資金も増加しており、今後もスーク市場の拡大が予想されている。本稿では最近のスーク市場の状況、日本における動きを概観し、スーク市場の展望と拡大のための課題を指摘する。

〈目次〉

1. スーク市場の動向
2. 日本における動き
3. スーク市場拡大の可能性

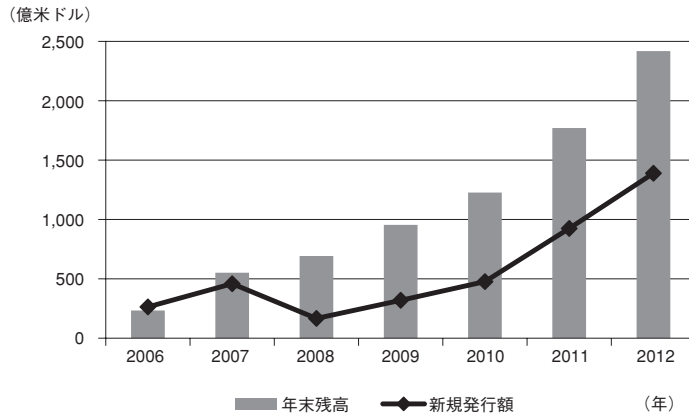
■ 1. スーク市場の動向

(1) スーク発行市場

世界における2012年のスーク発行額は前年比50.3%増の1,393億ドルと、1,000億ドルを大きく上回った（2011年は927億ドル、(図表1)）。スーク発行額は2008年には世界金融危機の影響を受けて急減したが、その後、再び増加に向かい、増加ペースも上昇している。2012年末のスーク残高は2,425億ドルとなり、中央銀行が金融政策手段として主に利用する1年未満の短期スークを除いても、残高は2,150億ドルと、2,000億ドルを超えた。因みに残高ベースでも2012年は前年比で36.7%増と急増を記録した。

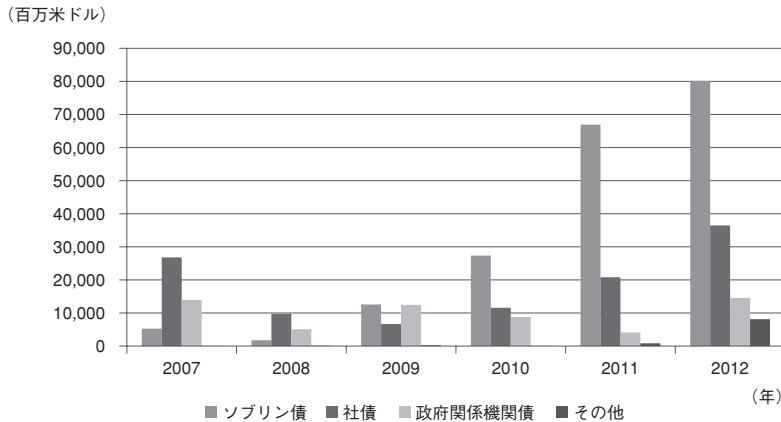
2012年のスーク新規発行を発行体別に見ると、ソブリン債が前年比19.8%増の802億ドルで、ソブリン債のシェアは57.5%と過半に上った（図表2）。しかしソブリン債のシ

(図表 1) 世界のスクーク新規発行額と残高推移



(出所) RAM

(図表 2) スクークの発行体別内訳推移



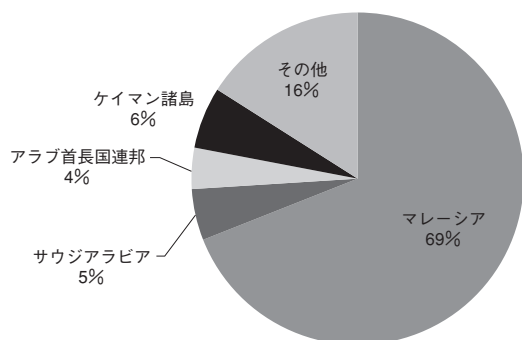
(出所) RAM

エアは前年の72.2%から低下しており、代わって社債の発行額が365億ドルと前年比75.3%の急増を記録した。

国別では、スクーク市場の中心となっているマレーシアに加え、9年振りのスクーク発行となったカタール、初めてスクークを発行したトルコ（15億ドル）、などがソブリン・ス

クーク市場の拡大に貢献した。またカザフスタン（カザフスタン開発銀行・Development Bank of Kazakhstan債、15億マレーシア・リング）が中央アジア諸国で初めてスクークを発行し、イスラム国である中央アジア諸国での今後のスクーク発行も期待されている。スクークの発行を国別に見ると、依然としてマ

(図表 3) スクーク発行体国籍のシェア (2012年 9 月末)



(出所) IFIS

レーシア、サウジアラビアが先頭に立っている (図表 3)。また地域別では、アジア (2012年 9 月までの発行金額シェア 72%) と中東湾岸諸国 (同 25%) でほとんどを占める。

2013年に入っても、スクーク発行の増加傾向は続いている。中でもサウジアラビアが活発な動きを見せている他、エジプト、ヨルダン、フィリピンなどが初のスクーク発行を予定している。さらにセネガル、ナイジェリア、南アフリカなどのアフリカ諸国の発行も計画されている。

中東、アジアからのスクーク需要の増加が、スクークの発行コストを低下させ、スクーク発行が増加するという好循環に繋がっている。また中東・北アフリカでは私募発行が増加しており、私募発行に関しては計数把握が難しいこともあり、実際のスクーク発行額は公表データを上回ることも考えられうる。私募発行は投資家の嗜好をカバーするような条件 (期

間等) で発行されることも多く、これがスクーク発行をより増加させる要因ともなっている。

スクーク発行による資金調達目的もプロジェクト資金調達から資金調達手段の多様化 (特に銀行による長期資金調達)、借り換えなど多様化している。これもまたスクーク発行増加の要因と指摘されよう。

(2) 中心となるマレーシア市場

スクークの中心的市场となっているのはマレーシアである。2012年のマレーシアにおけるスクーク発行額は971億ドルと、世界シェアは69.7%に上った。しかしサウジアラビア、アラブ首長国連邦をはじめ、中東諸国の市場も拡大しており、マレーシアのシェアは2010年の79.5%から2011年は72.7%と低下傾向にある。

マレーシアでは政府や中央銀行が定期的にスクークを発行しているのに加えて、経済開発に伴うインフラ整備のためにスクークが発行されることが多い。マレーシアで発行されたスクーク社債を業種別に見ると、インフラ・公益 (2012年の社債発行に占めるシェア 49%)、金融機関 (同 14%)、不動産 (同 11%)、持ち株会社 (同 9%) が活発にスクークを発行している。イスラム金融を取り扱うイスラム金融機関は、世界75カ国以上に600行以上存在するが、金融機関にとってスクークの発行はバーゼルⅢで強化される自己資本比率対策ともなる。

スクークに関するインフラ (法制度、監督制度、金融機関、投資家等) が世界でもっと

(図表4) マレーシア市場でスクークを発行した外国発行体

国名	発行体名	発行体業種	発行金額 (10億リンギ)
米国	世界銀行	国際機関	0.76
	国際金融公社 (IFC)	国際機関	0.5
フィリピン	アジア開発銀行	国際機関	4.2
シンガポール	First Resources Limited	資源	2
インドネシア	Golden Asset International Finance Limited	資源	5
韓国	Korea Development Bank	金融	3.5
	National Agricultural Cooperative Federation	金融、農業	3.3
	The Export-Import Bank of Korea	金融	3
	Woori Bank	金融	1
カザフスタン	Development Bank of Kazakhstan	政府機関	1.5
サウジアラビア	IDB Trust Services Limited	金融	0.5
	Tadamon Services Berhad	金融	1
アラブ首長国連邦	ADCB Finance (Cayman) Limited	金融	3.5
	Abu Dhabi National Energy Company	資源	3.5
	National Bank of Abu Dhabi	金融	3
	Dubai Department of Finance	政府機関	5
バーレーン	Gulf International Bank	金融	3.5
	Bahrain Mumtalakat Holding Company BSC	政府機関	3
クウェート	Gulf Investment Corporation	金融	4.5

(出所) RAM “Sukuk Focus”, December 2012

も整備されているマレーシア市場では中東、アジア諸国もスクークを発行しており、最近では韓国も積極的な発行を進めている(図表4)。

(3) スクーク流通市場と投資家動向

Ernst & Young (Global Islamic Banking Center of Excellence) は、スクークに対する需要は2013年の3,000億ドルから2017年には9,000億ドルに増加すると予測しており、現在でもスクークの発行額は需要額を大幅に下回っているとされる。

2012年のスクーク発行に対する応募状況を見ても、募集額の3～5倍を記録する例が多く、投資家の需要を満たすまでには至っていない。欧州債務危機やアラブの春による中東

社会情勢の不安の中でも、スクークは安全資産として投資家の需要は高まっている。

スクークの発行増加、1銘柄当たりの発行金額の増加は、これまでのアジア、中東の投資家に加えて、欧州等の投資家を惹きつけるなど投資家ベースの拡大に繋がっている。HSBC Amanahのデータによれば、スクークの投資家は地域的には中東、アジアが多いが、欧州や米国の投資家も銘柄によっては高いシェアを持っている。特にマレーシア、インドネシアのスクークでは投資家の地域的な広がりが見られる。また投資家の種類では銀行、ファンド、保険会社で大半を占めている。投資家の分散が見られる2021年期日のマレーシアの10年債(8億ドル)を例にとると投資家の地

域別シェアはアジア29%、ヨーロッパ21%、米国15%、中東・北アフリカ7%、その他28%であり、投資家の業態別シェアはファンド45%、銀行26%、保険19%、その他10%となっている。

またイスラム教徒（ムスリム）の投資家は満期までスクークを保有する持ち切り（buy and hold）型が多く、これがスクークの流動性をより少なくする要因ともなっている。持ち切り型の投資スタンスに加えて、スクーク投資家の裾野は広がりを見せるものの、未だ限定的になっていることがスクークの価格発見機能を大きく阻害していると言える。スクーク発行額の増加が続き、同一あるいは同程度の発行体による発行が頻繁になることで、持ち切りの投資スタンスも徐々に変化していくことが期待される。

スクークを発行形態別に見れば（2012年9月末時点）、アセットバック型が65%、アセットベース型が22%、ハイブリッド型が10%、プロジェクトバック型が3%と、アセットバック型が過半に上る。アセットバック型は資金調達者（オリジネーター）と発行体（通常はSPV）との間で真正な資産の売買を行うもので、対象資産の所有者はSPVとなる。これに対してアセットベース型は通常の債券をイスラム債に作り替えたもので、資産を裏付けにはしているが、資金調達者の信用力に依拠している。現実問題としてはアセットベース型が好まれることが多く、また目論見書にはアセットバックなのか、アセットベースなのか明記されていないケースも多い。

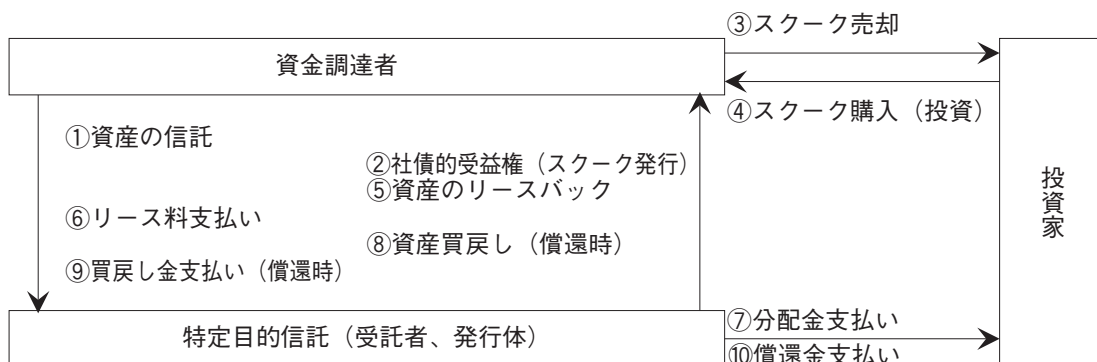
スクークで発生したデフォルトの事例はアセットベース型のみと指摘される（Abdul Karim Abdullah）。2012年にはアラブ首長国連邦の天然ガス製造会社であるDana Gas社のスクーク（9億2,000万ドル）が10月末にデフォルトとなった。同社は11月に主要なスクーク保有者との間で、一部の現金返済と新たなスクークの発行で、債務転換の合意に至った。Dana Gas債の場合には比較的小さなスクークで、金融システムも余裕があったために大きな問題とはならなかった。しかし2009年にデフォルトを起こし、ドバイ・ショックとなったDubai Worldは未だにリストラの最中にある。スクークの投資家はスクークの発行形態はもとより、発行体のキャッシュフローや格付等、一般債と同様の投資判断を求められると言える。

■ 2. 日本における動き

スクークの市場拡大のためには、法規制の整備がカギを握っている。その意味では各国政府のスクークへの取組み姿勢が問われることになる。

日本においては、2008年12月に改正銀行法規則が施行され、銀行、保険会社の子会社、兄弟会社に限ってイスラム金融業務が認められた。続く2011年5月には「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立、公布された。同法の施行を受け、資産流動化法に基づく特定目的信託の枠組みの下、社債的受益権によっ

(図表5) 日本版スクーク (イジャーラ・スクーク) の基本的スキーム



(出所) 各種資料より作成

て、日本版スクーク発行の法的な整備が図られた。イスラム圏の外国政府や外国企業が、自ら本国において発行したスクークを特定目的信託の受託者に信託することで、いわゆる「サムライ・スクーク」の発行も可能となった。日本版スクークは東京AIMが創設したTokyo PRO-BOND Marketにおける上場対象ともなっている。また税務上、スクークの分配金も社債の利子と同様に取り扱うべく、海外投資家が受けるスクークの分配金や不動産の登録免許税、不動産取得税などの非課税化措置も導入された。但し、税制上の措置は時限措置とされ、日本版スクークの発行実績を見て、非課税措置の延長や恒久化が検討されるとしている。

このように日本は段階的にイスラム金融やスクークに関する制度の整備を進めてはいるが、その歩みは遅く、日本におけるイスラム金融の拡大については当局も懐疑的であると言えよう。本稿では日本版スクークの制度に関しては詳述しないが、制度改正で念頭に置

かれたリース形式のスクーク (イジャーラ・スクーク) の基本的なスキームは (図表5) の通りである。

日本版スクークに向けた法制、税制の整備が行われ、日本版スクークの発行が可能になったが、1年経過しても未だに日本版スクークは誕生していない。それはどうしてなのか。欧州債務危機をはじめとした国際金融情勢が不安定であったこと、世界景気が低迷する中で先進諸国の金融緩和が進み、低金利の環境が続いたことなど、国際経済金融情勢の要因も指摘されよう。しかしその中であっても、前述のようにアジアや中東におけるスクーク発行は着実に増加している。

日本版スクークに向けた制度整備は、現在の日本の法制、税制をいかに活用して日本版スクークの制度を整備するかという方向から考えられたものであり、スクークの側から、スクークに適合するように制度整備を進めるという方向性ではないように思える。日本の

発行体を想定するのであればそれでもよいだろうが、海外の発行体にとっては、社債的受益権の概念等は分かりにくい、馴染のないものであろう。信託という概念は先進国でこそ一般的であるが、新興国では「信託法」も存在しない国がある。したがって日本で制度が整備されても、それだけではそれを活用して海外の発行体が日本でスクークを発行するという動きは起こらない。また日本の発行体にとっては、敢えてスクークの発行を志向するメリットが見当たらない。このため制度整備が日本版スクークの誕生に結び付かなかったのではないか。

一方、日本の企業や金融機関の動向を見ると、日系企業はイオン・クレジット・サービス（2007年）、トヨタ・キャピタル・マレーシア（2008年）、野村ホールディングス（2010年）が既にスクークを発行したが、マレーシア市場での発行である。前2社はマレーシア現地法人での発行である。しかしその後は日本企業によるスクーク発行事例はない。日本のメガ銀行3行はイスラム金融業務に参入しており、協調融資等でのイスラム金融の取扱い実績も出ているが、これもマレーシア現地法人が担っている。

そもそも日本企業がスクークを発行したり、日本の金融機関がイスラム金融ビジネスに取り組む場合に、敢えて非イスラム国の日本市場でという選択肢は出て来ないと言えよう。したがって日本版スクーク発行の法制、税制の整備を図っただけでは、日本において

スクーク市場が立ち上がることは期待できない。スクーク市場を日本で創設するには、制度整備に加えて、さらに他のスクーク市場にはない日本市場の特徴を活かした特別の取り組みが必要である。イスラム圏の発行体を念頭に制度整備を進めた上で、豊富な投資資金、進んだ金融技術、円をはじめとした国際通貨での取引など、日本市場が提供できるメリットを活かした方策の呈示が求められよう。

■ 3. スクーク市場拡大の可能性

(1) スクークの問題点と課題

スクークの問題点と課題を指摘すれば次の通りである。

①よく指摘される点として、スクークのシャリヤ適格性が上げられる。スクークのシャリヤ適格性に関するイスラム法学者の意見の相違が特に国境を越えたスクークの売買阻害要因として指摘され続けている。イスラム金融に関する統一的会計監査基準等を定める国際機関であるAAOIFI（Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions）の基準によればシャリヤ不適格とされるスクークは2012年9月末の時点で全体の28%に上っている。前述のようにスクークには様々な発行形態があるのに加えて、AAOIFIの基準ではシャリヤ不適格とされるスクークも多数存在する。こうしたスクークの複雑性が投資家のスクーク投資を躊躇わせる要因

となっていると見られる。特に非ムスリムの投資家にとっては、スクークは代替的投資手段と位置付けられ、その際にスクークの形態、シャリア適格性などがスクークの信用力に関わることを考えれば、このようなスクークの基本的な特徴は投資判断に当たっての大きなポイントとなるものと思われる。

- ②IMFは、スクーク流通市場の拡大は、銀行間資金市場の手段となりうる短期のスクークが育つかどうかに依存すると指摘している。現在までのところ、マレーシアとバーレーンがこうした資金市場を調節する手段を有しているが、その後が続くところは現れていない。
- ③マレーシア市場が世界のスクークの中心市場となっていることは前述した。法制度が整っていることが市場としての価値を高めており、また投資資金を集めやすく、中東の発行体もマレーシア市場で容易にスクークを発行し、資金を調達できる。しかし調達できる資金はマレーシア・リングであり、必ずしも発行者が必要とする通貨建てではない。必要とする通貨にスワップする必要が生まれ、スワップ後に競争力のある資金調達手段となるかどうかの検討を迫られることになる。通貨の点からもスクーク市場は制約を受けていると言えよう。
- ④スクークの流通市場が限られていることは、スクークを市場価格で評価することを難しくする。これは投資家にとっては収益

把握を困難にするもので、結果的にスクーク投資を躊躇わせることに繋がる。

以上のようにスクーク市場が拡大していくためには、未だ課題は多い。しかし一方で、スクーク市場拡大に向かう要因も存在する。

- (a)スクークに対する需要は引き続き大きい。特に最近ではオイルマネーで潤う中東資金がアジア、アフリカ向けのインフラ投資に積極的に目を向けている。インフラ開発関連の資金調達はスクークがもっとも馴染む分野と言える。
- (b)ムスリムの人口増加に加え、ムスリムの多いアジア、中東で経済成長が進んでおり、イスラムの教義に基づいた、食品をはじめとしたハラール産業は今後、大きく拡大することが予想されている。イスラム金融もハラール産業の一つであり、ハラール産業の拡大はイスラム金融の拡大にも繋がっていきう。
- (c)前述した通り、スクーク市場はマレーシア、中東が中心であるが、スクーク発行体、発行国は順調に拡大している。今後は特にアフリカ諸国でスクークが拡大に向かうことが予想される。またアラブの春以降、混乱を続けるアラブ世界では、その経済復興に当たって大きな資金需要が生まれ、その際にスクークをはじめとしたイスラム金融の利用が拡大することも考えられる。さらに経済成長を続けるアジアではインフラ開発に伴う資金需要も多く、マレーシアで見ら

れるように、インフラ開発に合わせてスクークの発行が増加していくことも期待される。新興国の経済成長はスクーク市場拡大にとっての大きな刺激となろう。

このようにスクーク発行を増加させる要因は多く指摘できる。現在、スクークの発行は投資家の需要を満たすまでに至っていないことは前述したが、発行が増加すれば徐々に投資家の需要は満たされていこう。発行の増加に当たっては、発行額のみではなく、発行体、発行市場が拡大していくことも必要である。あわせて投資家のベースも拡大していくことがスクーク市場をより一層、また持続的に拡大させることに繋がる。

前述の①～④の課題を踏まえれば、②、③はスクーク市場拡大に向けてのインフラ整備として課題克服に向けた積極的な取組みが求められる。④は投資家のベースが拡大し、投資スタンスの変化が促され、流通市場が育成されていけば解消に向かうものである。①はスクークが根源的に抱える問題であり、根本的に解決されるものではない。しかし市場の拡大に合わせて、市場の現実がこの影響を薄めていくようなものであろう。

2008年に国際金融危機を受けてスクーク発行額が急減を示した。スクークの市場環境も国際金融情勢の影響を大きく受ける。先行きの不透明感が拭えない国際金融情勢がスクーク市場にも大きな影響を及ぼすことは留意しておかねばならない。

(2) 日本はスクークにどのように取り組むべきか

最後に、こうしたスクークに対して日本はどのように取り組んでいくべきか。前述のように日本は法制、税制で日本版スクークの環境を整えたが、それが活用されるに至っていない。日系企業のスクーク発行も邦銀のイスラム金融ビジネスも日本ではなく、マレーシア中心に行われている。法制、税制を取り敢えず整備しただけでは、非イスラム国の日本でスクーク市場が誕生、発展していくことは考えられない。

アジアを一つのスクーク市場と捉え、アジア地域としてスクーク市場の育成を進め、その中で日本のスクーク市場を位置付けるという方向性が必要であろう。スクーク市場の育成には制度整備等の当局による積極的な関与が前提となる。各国が各々対応を行うのではなく、アジアとしての統一的な取組みを行い、ソブリン・スクークの発行を開始する。統一的な取組みはスクークの標準化にも繋がり、前述①の課題克服にも向かうものである。各国が発行するソブリン・スクークは各国が信用供与のための担保としても使用すれば、②の課題を解決に向かわせることになる。日本のソブリン・スクークをアジアでビジネス展開を行う日本企業が現地銀行からの借入の担保とするなどの活用策も考えられよう。

アジアの新興国においては、国債も国際債として外国市場で発行する例も多い。これには当該国での投資家の育成が進んでいないな

どの要因があるが、こうした場合には投資資金の大きな東京市場でサムライ・スークの発行を促すこともできる。

さらに日本としては、前述したようなスークの通貨上の問題点を克服すべくスワップ等の市場を提供することで、スーク市場としての魅力を高め、東京市場をスークの流通市場として育成していく方向も考えられる。

スーク市場の将来性を踏まえれば、スーク市場創設に向けたさらなる取組みが求められ、その際、スークの発行に関しては、

日本として個別に対応していくのではなく、最大のスーク市場であるマレーシアと連携し、アジア地域としての取組みを進める。これに加えてスークの発行や売買をさらに促す方策として、市場規模の大きさや金融技術の高さ、市場の透明性といった東京市場のメリットを活かす東京市場としての取組みを積み重ねていく。日本でのスーク市場の創設、育成にはこうした多段階でのアプローチが必要であろう。

