

スクーク（イスラム債）の日本国内発行への道を開いた 資産流動化法の改正

新井 サイマ

■ 要 約 ■

1. 2011年5月17日に可決・成立した「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」では、イスラム金融市場の制度的なインフラ整備を目的とした制度改正も実施された。これにより、日本の事業会社や金融機関によるスクーク（イスラム債）の日本国内での発行が促されるものと期待される。
2. 今回の制度改正の第一のポイントは、スクークの法律上の位置づけが明確化されたことである（社債的受益権）。すなわち「イジャラ」と呼ばれるリースを活用したスキームで発行されるスクークは、資産流動化法が規定する特定目的信託が発行する社債的受益権とされた。
3. 第二のポイントは、日本国内でのスクーク発行を促進し、海外の投資家が購入しやすくするための制度改正が実施された点である。具体的には、①債券の場合と同様の、スクークへの投資によるインカム・ゲインやキャピタル・ゲインに対する非課税措置、②スクークの発行時における国内募集要件の緩和、③スクークのスキーム上、生じうる税制上不利な取り扱いの解消、という三つの措置が講じられた。
4. 日本の事業会社・金融機関による日本国内でのスクークの発行は、資金調達先の多様化のほか、イスラム諸国での認知度の向上といった意義があると考えられる。

I 日本のイスラム金融市場拡大に向けた制度改正

2011年5月17日に可決・成立した「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」では、イスラム金融市場に関する項目として、①スクーク（イスラム債）の法律上の位置づけの明確化（社債的受益権）と、②イスラム圏の投資家をはじめとする海外投資家による日本で発行されたスクーク保有を促すための制度改正、という二つが盛り込まれた。これにより、日本の事業会社や金融機関によるスクークの日本国内での発行が促されるものと期待される。

1. 社債的受益権としてのスクークの法的位置づけの明確化

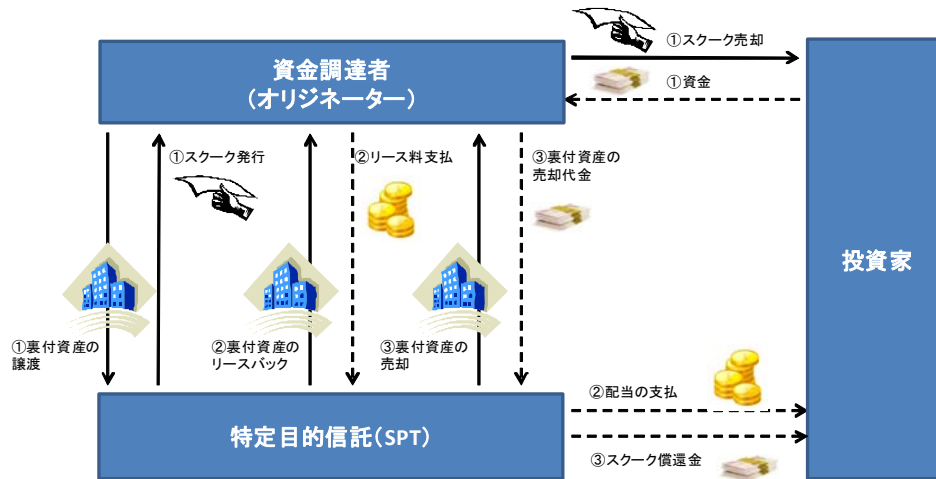
スクークとは、「イスラム債」とも呼ばれ、イスラム圏を中心に、最近では英国をはじめとする欧米の非イスラム諸国においても急速に普及している資金調達手段である。イスラム教の教義であるシャリアでは利子の受払いが禁止されている一方で、資産や事業から生み出される収益を配当として受払いすることは可能とされている。スクークは、この点に注目して、資産ないし事業プロジェクトの持分を裏付資産として発行されるものである。裏付資産が生み出す収益を一定期間「配当」として投資家に支払い、さらにあらかじめ定められた期日に当該資産を事業者ないし第三者に売却することで「元本」が投資家に支払われるというスキームが採られる。これにより、スクークは、実質的に「債券」と同等の経済的機能をもつ金融商品となっている。

このスクークは、比較的新しい金融商品であったこともあり、これまで日本では制度上の位置づけが必ずしも明確ではなかった。今回の制度改正では、「イジャラ」と呼ばれるスキームで発行されるスクークを念頭に置いて、これを不動産などの証券化を柔軟に行えるようにすることを目的とした資産流動化法が規定する、特定目的信託が発行する受益権、すなわち社債的受益権として位置づけた。具体的には今回、資産流動化法が改正され、第230条第1項2号において、「信託期間中の金銭の分配について、あらかじめ定められた金額の分配を受ける種類の受益権」として定義される社債的受益権の要件に、「社債的受益権の元本があらかじめ定められた時期に償還されるものであること」と「当該社債的受益権に係る受益証券の権利者が権利者集会の決議について議決権を有しないこと」という2つが新たに盛り込まれた。これにより、スクークを資産流動化法の規定に従って発行することによって、債券と同等の経済効果をもつ受益権として構成できることが明文化されたと言える。一般的にスクークは資産を裏付けとする証券化商品に類似する商品であり、日本法上では資産流動化法上の特定目的信託の受益権が最も近い性質を持つと想定されることから、スクークを社債的受益権として発行するために、今回の措置が講じられたと考えられる。

なお、イジャラとは、リースの手法を活用したスクークの発行スキームで、マレーシアをはじめイスラム金融が発達している諸外国で普及している、典型的なスキームの一つである。イジャラの基本的なスキームは、以下の通りである（図表1）。

- ① 資金調達者（オリジネーター）の保有資産から、スクークの裏付けとなる資産を特定化し、当確資産をオリジネーターは特定目的信託（SPT）に譲渡する。その対価として SPT が発行するスクーク（社債的受益権）を受け取る。オリジネーターはスクークを投資家に売却し、資金を調達する。
- ② スクークの残存期間中、オリジネーターは SPT から資産のリースを受け、対価としてリース料を支払う。リース料は、SPT を通じてスクーク保有者に支払われる「配当」の原資となる。
- ③ スクークの償還時には、オリジネーターは SPT から資産を買い戻す。その際に SPT に払われる対価が、スクーク保有者への「元本返済」の原資となる。

図表 1 特定目的信託を使ったスクークの基本スキーム（イジャーラ）



(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

2. 海外投資家によるスクーク保有を促すための制度改正

今回の制度改正の第二のポイントは、日本国内で発行されるスクークを海外、特にイスラム圏の投資家が購入しやすくするための制度改正が実施された、という点である。具体的には、①社債の場合と同様の、スクークへの投資によるインカム・ゲインやキャピタル・ゲインに対する非課税措置（以下の a と b）、②スクークの発行時における国内募集要件の緩和（c）、③スクークのスキーム上、生じうる税制上不利な取り扱いの解消（d）、という三つの措置が講じられた。具体的には、以下の通りである。

- 社債的受益権に対する配当等の非課税化。国内で発行された社債的受益権を非居住者が所有する場合、当該非居住者が受け取る配当・償還差益に対して、従来は15%の所得税の源泉徴収課税が行われていたが、今回の改正により非課税とされることとなった。
- 外国法人に対する社債的受益権の譲渡益課税の適用除外措置。社債的受益権として発行されるスクークについては、外国法人がその譲渡を通じて得た所得が課税対象から除外されることとなった。
- 社債的受益権の導管性要件の緩和措置。一般的に受益権については、国内募集割合を50%超とする要件が設けられているが、スクークの主な投資家が海外に居住するイスラム圏の投資家であるものと想定されることから、社債的受益権についてはその適用対象外とされることとなった。
- 対象資産の流通税等に関する措置。スクークの償還時に、オリジネーターによるSPTからの資産買い戻しに際して、所有権移転登記に際しての登録免許税（不動産評価額の2%）・不動産取得税（同4%）の課税が免除されることとなった。

II 今回の改正の意義と今後の見通し

1. 本邦企業にとっても重要性を高めるイスラム金融

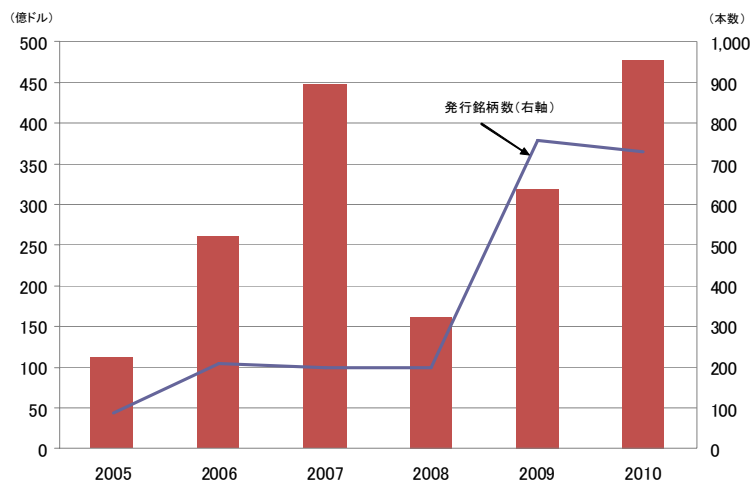
今回の制度改正は、2010年12月に金融庁から打ち出された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」の一項目として「アジアと日本とをつなぐ金融」が掲げられたことを受けて、実施されたものである。

スクークの発行額は、2000年代に入って増加基調をたどっている。IFIS（イスラム金融情報サービス）の調査によると、2010年に世界で発行されたスクークの発行額は477億ドルと、グローバル金融危機直前の2007年の水準を上回った（図表2）。こうしたスクーク発行の増加基調の背景としては、世界最大のスクーク市場を擁するマレーシアにおいて、2003年にスクーク発行を促す税制改正が行われたことや、いくつかのイスラム圏諸国が国債のスクーク版であるソブリン・スクークを発行して国内のイスラム金融市場の拡大を図ろうとしたことなどが考えられる。

こうした状況の中で、本邦企業の間でも近年、資金調達先の分散化、あるいはイスラム圏での知名度向上などを目的として、スクークの発行に乗り出す動きが見られ始めている。2007年にイオンがマレーシアにおいて、現地法人を通じてスクークの発行を行ったのを皮切りに、翌年にはトヨタもマレーシアで発行した（図表3）。2010年には、日本の金融機関として初めて、野村ホールディングスがスクークを発行した。

このように、日本にとってもスクークに代表されるイスラム金融の位置づけが次第に高まりつつある中で、スクーク市場の制度的なインフラを整え、日本国内でのスクーク発行を促そうとする今回の措置は、時機に適ったものと評価することが可能であろう。

図表2 世界のスクークの発行額の推移



(出所) IFIS より、野村資本市場研究所作成

図表3 日本の事業会社・金融機関によるスクークの発行事例

発行会社	イオン・クレジット・サービス (マレーシア法人)	UMWトヨタ・キャピタル (現トヨタ・キャピタル・マレーシ ア、マレーシア法人)	野村ホールディングス
発行年	2007年	2008年	2010年
スキーム	ムシャーラカ	ムシャーラカ	イジャラ
発行額	4億リンギ (CP・MTNの発行枠の合計)	10億リンギ (CP・MTNの発行枠の合計)	1億米ドル
年期	15年	7年	2年
リターン率	NA	NA	LIBOR+1.6%
上場	なし	なし	マレーシア証券取引所
引受会社	マレーシア東京三菱UFJ銀行、 CIMB インベストメント・バンク、 アセアンバンカーズマレーシア	マレーシア東京三菱UFJ銀行、 CIMB インベストメント・バンク	クウェート・ファイナン ス・ハウス(マレーシア)

(注) ムシャーラカとは、共同出資の形を採ったスキームで、イジャラと並び、イスラム圏でのスクーク発行において広く普及・活用されているスキームの一つ。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

2. 諸外国で進むスクーク市場の制度インフラ整備の動き

なお、イスラム金融が拡大している諸外国の状況を見ると、例えば世界最大のスクーク市場を擁するマレーシアでは、政府や企業が発行する債券とスクークの課税制度を同等にする措置が2004年より講じられた。また、非イスラム国の中で特に、国内のイスラム金融市場の発展に積極的な英国においても、2007年より、スクークの「配当」を税制上、一般の債券の「利子」とみなす措置が採られている。他方、香港や韓国などでは、債券とスクークの税制上の取り扱いを同等とする取り組みが試みられているが、現時点ではそうした制度改正は実現していない。

こうした動きを踏まえれば、今回の日本における制度改正は、国内イスラム金融市場の発展を促そうとする諸外国の取り組みに遅れをとらないためにも必要な措置であったと考えられる。

3. 今後の見通し

日本の事業会社・金融機関にとって、スクーク発行による資金調達の意義は潜在的に大きいと考えられる。それは、イスラム諸国の政府系ファンド（SWF）や富裕層などといった新たな投資家層向けにスクークを発行することを通じて資金調達先を分散・多様化させるといったことだけにとどまらず、相対的に高い経済成長が期待されるイスラム諸国、アジアへの事業展開において、現地での知名度の向上にも資するからである。例えば、高成長が期待されるマレーシアに、「パイオニア・ステータス」と呼ばれる同国経済の発展に貢献するとみなされる海外企業を対象とした税制優遇措置を活用して進出しようとする電機メーカーなどにとっては、スクーク発行の意義は特に大きいものと思われる。また、中東で拡大するインフラ投資の案件獲得を目指す事業会社にとっても、同様であろう。

今回の制度改正を契機に、日本におけるイスラム金融への注目が高まり、ひいてはイスラム金融市場の誕生・発展に繋がることが期待される。