

金融危機後のスクーク（イスラム債）市場を リードするマレーシア

新井 サイマ

■ 要 約 ■

1. 金融危機により一時縮小した世界のスクーク（イスラム債）市場は、その後急速な回復をみせた、2011年は過去最高の発行額を記録した。中でも、マレーシアのスクーク市場の発展は顕著となっており、昨年のグローバル発行額の69%を占めた。
2. マレーシアのスクーク市場が世界最大となった背景としては、10ヶ年計画に盛り込まれた税制改正を含む制度改革・市場整備策の推進、イスラム銀行など投資家層の拡大、中東など海外の発行体によるリング建てスクーク発行の増加、マレーシア経済の成長によるインフラ需要の拡大によるコーポレート・スクークの発行増加などがあげられる。
3. マレーシアのスクーク市場の中で比重を増しているのが政府・中央銀行により発行されるソブリン・スクークである。国内のイスラム銀行間市場の育成の為に発行されるリング建てのスクークは、イスラム銀行業界の発展に沿って拡大しており、また、国内外の投資家に向けて発行されるドル建てのスクークの投資家層は、旧来の中東中心からアジアの投資家へと移行する傾向にある。
4. 日本では、2011年の資産流動化法改正などを経て、日本国内でスクークを発行するための法的枠組みが既に整っているが、活発に活用されている状況ではない。イスラム金融の制度整備とイスラム投資家の拡大という観点で、国際イスラム金融センターを形成しつつあるマレーシアの取り組みに注目していくべきであろう。

世界のスクーク市場動向

2011年の世界のスクーク発行額は、844億ドルと過去最高額に達した¹。2008年に金融危機の影響を受け一時減少した世界のスクーク発行額は、その後順調な回復をみせた（図

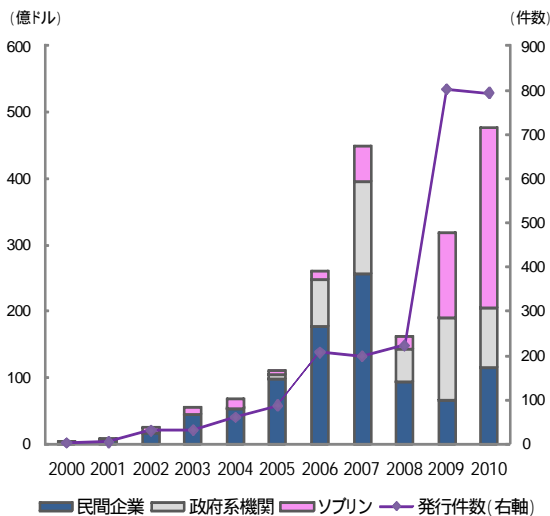
¹ Zawya Sukuk Monitor による。Zawya とは、中東・北アフリカ地域の金融ビジネスに関するオンラインのデータベースであり、スクークに関する幅広いデータを Zawya Sukuk Monitor にて提供している。

表 1)。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、急速に普及している資金調達手段として活用される証書である。イスラム教の教義であるシャリヤ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うことは可能とされている²。スクークは、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。

スクーク市場は、金融危機を区切りとし、2008 年以前と以降で違った動きを見せている。2008 年以前は比較的少額な民間企業によるコーポレート・スクークの発行が活発であった。一方、金融危機以降は、イスラム金融の発展や、金融政策や財政運営を目的とした現地通貨建てのソブリン・スクークの発行額が増加した上、国内の投資家のみならず、海外投資家をも対象とするドル建てグローバル・スクークの発行もみられるようになった。

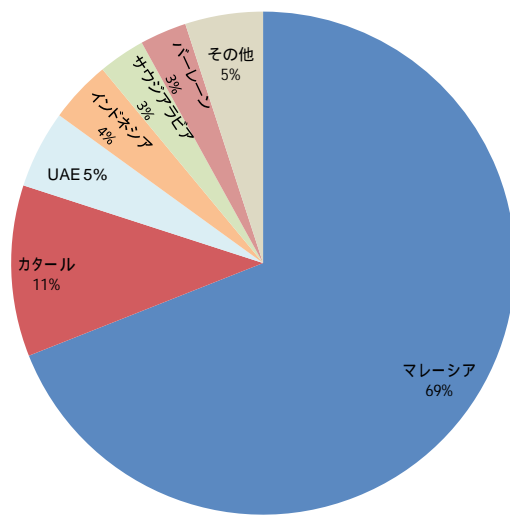
こうした中で、スクーク市場の発展に力を注いでいる国の代表格がマレーシアである。2011 年の発行額を国別に見ると、マレーシアが 69%と圧倒的なシェアを占める（図表 2）。マレーシアが世界一のスクーク市場を築き上げた背景としては、政府の長期計画に基づく政策の達成や中東の金融機関の進出、インフラ整備の資金調達への活用、国内外のスクーク市場の育成を念頭に置いたソブリン・スクークの発行がある。

図表 1 世界のスクーク発行額（フローデータ）



（出所）IFIS より野村資本市場研究所作成

図表 2 2011 年国別スクーク発行額（フローデータ）



（出所）Zawya Sukuk Review 2011 より野村資本市場研究所作成

² シャリヤとは、聖典コーランと預言者の言行録ハディースを法源とするイスラムの教義。

マレーシアのスクーク市場が拡大した背景

1. スクーク市場拡大を支援する政策的取り組み

マレーシアのスクーク市場が発展した第一の要因は、政府機関が発行する 10 ヶ年計画にスクーク市場の拡大が重要な要素として組み込まれたことがある。2001 年から 2010 年までの 10 ヶ年計画をまとめた具体的な政策文書としては、証券委員会による「資本市場マスタープラン」と、中央銀行による「金融セクターマスタープラン」がある。前者は、当時未発達であったイスラム金融分野で世界トップクラスの市場を育成することを念頭において、税制改正や規制改革を徹底した。具体的には、2004 年にスクーク発行に関するガイドラインを作成し、スキームや発行手順を明文化し、スクーク発行の簡易性をはかった。税制に関しては、政府が 2005 年度予算において、非居住者によるリング建てのスクークへの投資によって得られる収益に対する源泉徴収税の免除といった、海外の投資家が国内で発行するリング建てのスクークに投資する際の障害を取り除く措置がとられた³。後者は、中央銀行やスクークの引受を行う銀行にシャリア諮問委員会⁴を設置することで、世界の投資家に対してスクーク市場の安全性、健全性をアピールする政策を打ち出した。この結果、マレーシアのスクーク発行は、2000 年（396 億リング）から 2010 年（2,940 億リング）の間に年率 22.2%のペースで拡大した⁵（図表 3）。

上記の政策の効果もあってマレーシアのスクーク市場が拡大する中で、中東との取引を中心としたクロスボーダー取引における障害を取り除くという課題が浮かび上がった。こうした新たな課題に対応すべく、2020 年までの 10 ヶ年計画として 2011 年に公表された証券委員会による「資本市場マスタープラン 2」と、中央銀行による「ファイナンシャル・ブループリント」では、それぞれスクーク市場拡大をさらに促進する条項が盛り込まれた。例えば、前者では、多様な商品性に欠けるイスラム金融の対策として、海外の規制当局や研究機関との協働によるシャリアに関するリサーチや、イノベティブなイスラム金融商品開発などを目標とする国際的発展、後者では、ホールセールのクロスボーダー取引を行う銀行に対するイスラム銀行業務ライセンスの発行などである。どちらもグローバルなイスラム金融ハブ化を目指す構想となっている。「イスラム金融のグローバルハブ化」は、2010 年 9 月にナジブ・ラザク首相により公表されたマレーシアの高所得国家入りを目指す経済改革プログラム（ETP）でも明文化されている。こうした計画では、マレーシアのスクーク発行残高は、2010 年から 2020 年までの 10 年間に、年率 16.3%で増加すると予測されており、2020 年には 1 兆 3 千億リングの残高となる見込みである⁶。

一方で、上記のような 10 ヶ年計画による支援があっても、スクークの発行がコストパフォーマンス、収益性などの面で優れるものでなければ、発行額は増えることはなかった

³ リングとは、マレーシアの現地通貨。1 リング = 26.7 円（2012 年 2 月 24 日時点）

⁴ イスラム金融取引のシャリアの適格性を承認するシャリア学者により構成される委員会

⁵ 資本市場マスタープラン 2 47 ページ。

⁶ 資本市場マスタープラン 2 47 ページ。

図表3 マレーシアのイスラム金融に関連する10ヶ年計画の主な内容

2001年～2010年			
証券委員会	資本市場 マスタープラン1	目的	国際間での競争に勝るような世界トップクラスのイスラム金融市場の育成
		内容	1.イスラム金融市場における商品・サービスの多様化 2.規制緩和によるイスラム金融市場内の流動性の向上 3.イスラム資本市場の会計、税制、規制の作成・強化 4.証券委員会によるマレーシアのスクーク市場のプロモーションによる海外からの資金の呼び込み 5.スクーク発行に関する税制優遇 6.シャリア諮問委員会の設立 7.外資系金融機関や海外のイスラム金融専門家の呼び込み 8.イスラム金融機関教育機関と教育プログラムの設立
銀行	金融セクター マスタープラン	目的	イスラム金融機関とコンベンショナルの金融機関を同様に発展させる
		内容	1.人材育成、マネジメントの強化によるイスラム金融ビジネスのキャパシティーの向上 2.ライセンスの発行やオフショアビジネスによるクロスボーダー取引を可能とさせるイスラム金融インフラの発展 3.既存の銀行、イスラム金融規制強化
効果			・イスラム資本市場の規模が2000年末の約3,000億リンギから2010年末には1兆リンギに達した(年率13.6%の増加)。 ・株式市場をASEAN諸国で最も上場企業数の多い市場とし、債券市場をアジアで3番目の規模に発展させた。 ・スクーク発行の発行残高が2000年末の約400億リンギから2010年末には2,940億リンギに達した。 ・国際的なイスラム金融のガイドラインを発行するイスラム金融規制当局(IFSB)の設立 ・外資金融機関へのライセンスの発行 ・シャリア諮問委員会の設立 ・イスラム金融教育機関(INCEIF)の設立
2011年～2020年			
政府	経済変革プログラム (ETP)	目的	議論の余地のないイスラム金融のグローバルハブ化
		内容	1.シャリアスタンダードの成文化と統一 2.マレーシア政府による世界のイスラム金融規制当局への提言など 3.イスラム金融リサーチ、発展、教育などでのセンター化 4.マレーシア金融機関のイスラム金融分野におけるインドネシア、中東・北アフリカ地域への参入
証券委員会	資本市場 マスタープラン2	目的	イスラム資本市場の国際的発展
		内容	1.スクークの投資運用スケールの拡大 2.イスラム資本市場の拡大に向けてのサービスの向上とオペレーションのインフラ整備 3.シャリアリサーチや商品開発のための国際的協働 4.シャリアアドバイザーの規制強化 5.シャリア学者の増加
銀行	ファイナンシャル ブループリント	目的	クロスボーダー取引の促進
		内容	1.クロスボーダーのホールセール銀行業務や投資業務を行う銀行へのライセンスの発行 2.国際的なイスラム金融取引のスタンダードの作成 3.政府や政府系機関によるスクークの発行の促進 4.マレーシアのスクークを国際的なスクーク指数に含める
目標			・マレーシアの世界のイスラム銀行シェアを2009年の8%から2020年までに13%に引き上げ ・2020年までにマレーシアのイスラム金融機関を世界のイスラム金融機関の資産規模ランキングのトップ10に入れる ・イスラム資本市場を2010年1.1兆リンギを2020年に2.9兆リンギに引き上げる(年平均成長率:2010年～2020年:16.3%)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

であろう。政府は、スクーク発行のコストを低減するため、前述した 2005 年度予算だけでなく、2007 年度予算においても、スクーク発行を目的として設置される SPV (特別目的ビークル) に対する収益税の免除やスクーク発行にかかる費用に対する免税などの措置をとった。さらに、2012 年度予算においては、2012 年より 3 年間、ワカラ⁷のスキームを使用したスクークの発行にかかる費用の減税を行うと同時に、リンギ以外の通貨建てのスクークの収益税の免除の期限を 2014 年まで延長するという措置もとっている。

⁷ スクークは、様々なシャリア適格な取引をベースにして発行される。ワカラは、現在マレーシアの 5 年、10 年物のソブリン・スクークで活用されているスキームである。リース・ベースであり、有形資産が必要となるイジャラとは異なり、投資資産を裏付けとするため、有形資産を持たない発行体でも活用できるスキームとなっている。

2．中東の金融機関により発行されるリング建てスクークの増加

第二の要因として、中東の金融機関・企業によるスクーク発行の増加があげられる。マレーシアは、元々、中東のオイルマネーの呼び込みを目的としてアジア諸国の中で最も早くイスラム金融の発展に取り組んだ。しかし、マレーシアが中東に勝るスクーク市場を整備した結果、リング建てのスクークをマレーシアで発行するアジア・中東の金融機関や事業会社が増えて、マレーシアから中東への投資の動きもでてきている。最近の事例では、2011年10月のアブダビ・ナショナルエナジー⁸による35億リング（11億米ドル）のスクークや、2011年3月の湾岸投資会社⁹による35億リングのスクークがあげられる。また中東の発行体ではないが、2012年1月には、トヨタ・キャピタル・マレーシアが2億リング、同年2月には、韓国輸出入銀行¹⁰が10億、韓国産業銀行¹¹が35億のリング建てスクークを発行し、現地オペレーションの運営資金を調達した。海外の発行体がマレーシアで資金調達をする利点としては、スクークの組成と証券委員会による承認の簡易さ、多様な投資家層を有するマレーシアでの知名度の向上、低コストでの資金調達がある。

スクークの投資家の代表格といえ、年金基金、イスラム銀行やイスラム・ファンドを運用するイスラム運用会社である。マレーシアのイスラム銀行資産は、2006年から2011年にかけて年間20%の成長率で拡大し、2011年末時点で3,236億リングとなった（図表4）。これらの資産の約17%が、スクークを含む有価証券で運用されている。なお、全16行のイスラム銀行のうち、大半は大手銀行の子会社である。例えば、資産規模第3位のCIMBはアジア諸国に子会社を持つマレーシアの大手銀行であるが、CIMBイスラム銀行を設け、スクークへの投資はもちろん、引受業務などを行う。一方、イスラム運用会社の運用資産は金融危機の影響を受け2009年に激減したものの、イスラム・ファンドのマレーシアファンド市場の純資産総額に対する割合は2010年末時点で10%程度と、金融危機以前の2007年と同じ比率を保っている（図表5）。

ちなみに、スクークの投資家はイスラム金融機関だけではない。マレーシアには、イスラム金融に特化した年金基金はないが、コンベンショナルの銀行、運用会社、保険会社と同様に、ポートフォリオにイスラム金融商品を含むものもある。例えば、マレーシア国内最大の年金基金であるEPF（Employees Provident Fund、従業員積立基金）は2008年にイスラム金融投資部門を設立した。ロイター通信によると、2011年時点で900億リング相当をスクークに投資していると報じられている¹²。

⁸ アラブ首長国連邦（UAE）の政府系投資会社。アブダビ水電力庁の子会社として、エネルギー・インフラに関する投資を中心に行う。

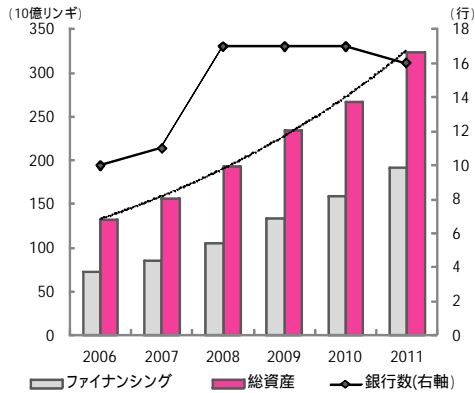
⁹ 湾岸投資会社（Gulf Investment Corporation G.S.C.）は、湾岸協力会議（GCC, Gulf Cooperation Council）の6カ国、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、UAEによって設立された投資会社で、政府や政府系機関を顧客とし、域内を中心に金融、テレコミュニケーション、ペトロケミカル、電気、工業品などを対象に投資活動を行う。

¹⁰ 韓国政府が出資する銀行で、韓国企業の貿易や海外投資などの促進のため、輸出金融や保証などの信用を供与している。

¹¹ 韓国産業銀行法に基づき設立された韓国銀行セクターを開発を目的とした政府系銀行。

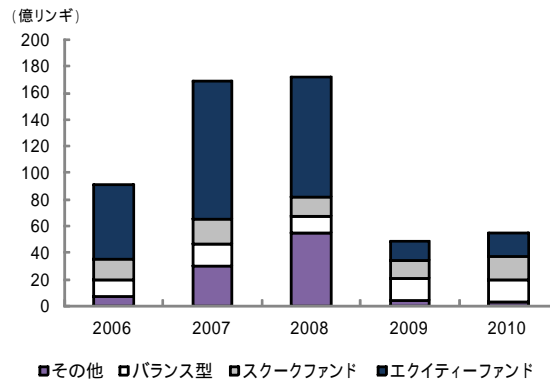
¹² “Malaysia’s EPF Raises Holdings of Global Sukuk to \$1.75 Billion”, Bloomberg, 2011年10月18日

図表4 マレーシアのイスラム銀行資産



(出所) マレーシア中央銀行より野村資本市場研究所作成

図表5 マレーシアのイスラム・ファンド



(出所) マレーシア中央銀行より野村資本市場研究所作成

実際に、前述したアブダビ・ナショナルエナジーは、このようなマレーシアのイスラム運用会社や年金基金などを投資家のターゲットとしている。2011年10月に設置されたMTNプログラムによるスクークは、幅広い投資家層の需要により、2012年2月26日の発行額が5億リングから6.5億リングに増額された。

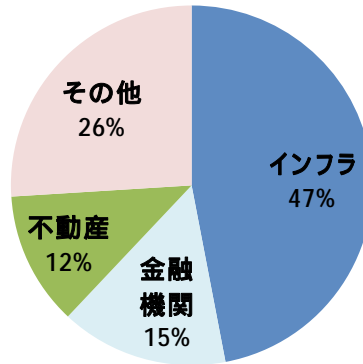
マレーシアでは、税制優遇措置などでスクークの発行条件が一般の債券と同様であるため、スケールメリットにより低コストの発行が可能となる。更にマレーシアは他のアジア諸国と比較して貯蓄率が高く、キャッシュリッチな金融機関や企業が多いことから、マレーシアでの資金調達には有意義であるといえる。一方で、特にGCC諸国の発行体にとって、低コストでリング建てのスクークで資金調達をすることはできても、その後為替変動の影響なしにドルにスワップすることができないことは問題となっている。今後、中東の投資家によるマレーシア国内での資金運用を促進するためには、スワップ市場の育成が課題であろう。

3. マレーシア経済の発展によるインフラ需要の向上

第三の要因として、大型インフラの資金調達にスクークが活用されていることがある。ラザク首相は、マレーシアにおけるほぼすべての大型インフラ案件の資金調達は、コンベンショナル(非イスラム)とイスラムの両方の投資家層をターゲットとすることができるスクークによって行われているという¹³。マレーシアにおけるコーポレート・スクークの発行体については、47%がインフラ事業会社である(図表6)。2012年1月にはマレーシア最大の高速道路運営会社プラス・エクスプレスウェイズの子会社であるプラス・マレーシアが、スクークにより306億リング(96.7億ドル)の資金調達をした。調達された資金は、マレーシアの5つの高速道路にまつわる資産の購入や負債の返済にあてられる。マ

¹³ “Malaysia Market Able to Absorb Railway Sukuk, Badlisyah Says”, Bloomberg, 2011年4月1日

図表 6 マレーシアのセクター別スクーク発行額



(注) 2011年の1月～6月末までの発行額。

(出所) Rating Agency Malaysia より野村資本市場研究所作成

レーシアに限らず、イスラム諸国では経済成長率が高く、設備投資が多額に行われていることがスクーク市場の発展に繋がっている¹⁴。

マレーシアの国債市場の現状とソブリン・スクークの増加

第四の要因として、政府により発行されるソブリン・スクークの増加があげられる。ここでは、マレーシアの債券市場と共に、スクークの種類と、その中でのソブリン・スクークの重要性を解説する。

1. マレーシアの債券市場の現状

マレーシアでは、コンベンショナルの債券市場とスクーク市場が併存している。マレーシアの債券市場には、国により発行される国債、国富ファンド（SWF）などの政府系機関が発行する政府系機関債と、民間の金融機関や事業会社が発行する社債の3種類が存在する（図表7）。2005年から2011年にかけて国債については、年率13%で成長している一方、政府機関債は年率マイナス8%と減少している。社債については、年率5%で成長しており、国債に比べ成長率は低い。

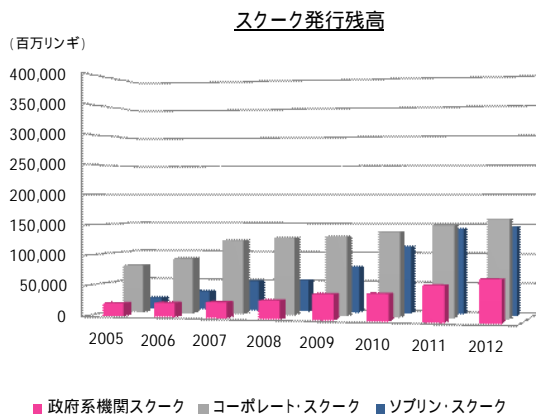
イスラム金融機関を投資家として期待できないコンベンショナルの金融商品とは違い、スクークは、幅広い投資家層の確保が可能となるため、発行額が増加傾向にある。2011年のスクーク発行残高は全体の債券発行残高の42%となった。

¹⁴ 中東では2009年から2010年にかけては、インフラ案件の資金調達には銀行の融資が多くみられたが、欧州の経済低迷とバーセルによる銀行規制の強化により、債券市場へのシフトがみられている。サウジアラビアを例にとると、2011年10月9日のサウジアラムコとトタル（仏）による石油精製プロジェクトの資金調達としての37億サウジアラビア（約10億ドル）のスクークや、2012年1月18日にサウジアラビア民間航空庁により、首都ジェッダに新設される航空の建設費の調達として10年物の150億サウジアラビア（約40億ドル）のスクークが発行されている。

スクークの発行体は、一般の債券と同様、国により発行されるソブリン・スクーク、SWF などの政府系機関が発行する政府系機関スクークと、民間の金融機関や事業会社が発行するコーポレート・スクークの 3 種類が存在する（図表 8）。ソブリン・スクークは、中央銀行がイスラム銀行間市場の為に定期的に発行するスクークと、政府が財政運営を目的として資金調達をする為に発行するスクークがある。ソブリン・スクーク発行額の増加は、コンベンショナルな国債と似た動向がみられる。政府系機関スクークは、SWF であるカザナ・ナショナルや、モーゲージの証券化を行うチャガマス¹⁵が定期的に発行しているスクークなどがある。チャガマスのように、債券とスクークを両方発行している政府系機関がある一方、カザナ・ナショナルのような SWF はスクークのみを発行しているため、政府系機関のフィクストインカムについては、債券が 2005 年から 2012 年の間に減少している一方、スクークは同時期に増加傾向にある。

マレーシアのスクーク市場は、ソブリン・スクークの発行額がコーポレート・スクークと並ぶようなイスラム諸国でも独特な市場となった。例えば、2007 年から 2011 年の GCC 諸国のスクークの発行をみると、およそ 8 割が政府系機関とコーポレート・スクーク、2 割がソブリン・スクーク¹⁶である。一方、マレーシアでは、それぞれ約 3 割、7 割となっている。2008 年以降のコーポレート・スクークの成長は安定的なインフラ需要により、6%と順調な成長率を保っている。一方、国内のスクーク市場の発展を目的として発行されるソブリン・スクークは、年率 30%と急速に伸びている。2000 年代初頭は発行額の多くをコーポレート・スクークが占めていたマレーシアだったが、国内ではソブリン・ス

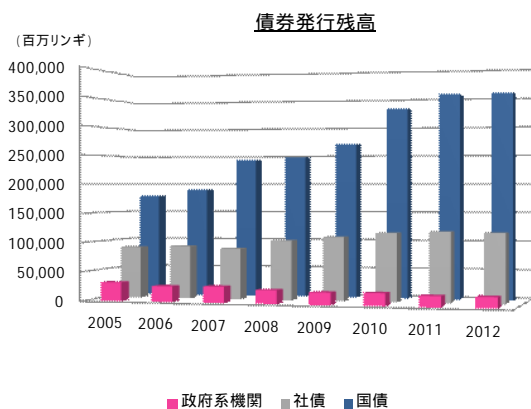
図表 7 マレーシアの債券発行残高



(注) 2012 年は 1 月末時点。

(出所) Bond Pricing Agency Malaysia より野村資本市場 (出所) Bond Pricing Agency Malaysia より野村資本市場研究所作成

図表 8 マレーシアのスクーク発行残高



(注) 2012 年は 1 月末時点。

(出所) Bond Pricing Agency Malaysia より野村資本市場 (出所) Bond Pricing Agency Malaysia より野村資本市場研究所作成

¹⁵ マレーシアのセカンダリーモーゲージ市場育成の為に 1986 年に設立された。金融機関や非金融機関から住宅ローンを購入し、証券化する。

¹⁶ Kuwait Financial Centre “Markaz” Research, “GCC Bonds&Sukuk Market Survey 2011 Highlights”による。Kuwait Financial Centre “Markaz”とは、クウェート証券取引所に上場する投資銀行。リサーチ部門では、GCC 諸国、中東・北アフリカ地域のインハウス、アウトソースベースのリサーチを行っている。

スクークの存在感が次第に高まっている。2000年代初頭に、利子が支払われる国債を保有できないイスラム金融向けに発行されていたソブリン・スクークの発行額が小さく、スクーク市場の流動性が低いことが「資本市場マスタープラン 1」で指摘された。政府の積極的な発行額は、2008年から2010年の間、年率18%で成長した国内のイスラム銀行の拡大に沿って伸びたものと考えられる。

2. ドル建てグローバル・スクークの復活

ソブリン・スクークは、国内のスクーク市場の流動性の向上やイスラム金融インフラ整備の為に発行される現地通貨建てスクークと、図表7に含まれない国内外両方の投資家への販売を念頭に発行されるドル建てスクークがある。

マレーシア政府はこれまで、国内外の投資家向けに3本のドル建てスクークを発行している。初めてのドル建てスクークは、2002年に発行されたが、その後、金融危機の影響などで主要投資家となる中東などの地域経済が落ち込んだことから、その後発行はみられなかった。スクーク市場の復活に伴い、2本目のドル建てスクークが、2010年に発行され、更に2011年にも以前と異なるスキームを活用したスクークが発行された。ドル建てスクークの発行は、世界のスクーク市場の流動性の向上に加え、中東の投資家からの国内への資金の呼び込みが目的であると一般的にいわれてきた。しかし、投資家層を地域別に見ると、中東からアジアへシフトする動きがみられる。例えば、2002年に発行されたドル建てスクークは、中東の投資家が50%超を占めていたのに対し、2010年には、それが26%に減少している（図表9）。一方マレーシアを含むアジアの投資家は、2002年の発行時には30%であったのに対し、2010年には39%になり、2011年の5年物のスクークでは44%となっている。

ちなみに、2011年に発行された20億ドルのスクークは、今までにない2つの期間の異なるトランシェから構成されたものである。ひとつは12億ドルの5年物、もうひとつは8億ドルの10年物のグローバルソブリンスクークである。後者のトランシェの投資家層をみると、45%が運用会社であることから、運用会社が特に長期のスクークを求めていることがわかる。

なお、EPFは、2010年にドル建てグローバル・スクークに対する投資額を6.5億ドルと設定したが、運用先の多様化の観点から、2011年には、グローバル・スクークに対する投資額を17.5億ドルに引き上げており、こうした年金運用の状況からもドル建てスクークの需要は拡大していると見られる¹⁷。

¹⁷ 脚注12参照。

図表9 マレーシア政府発行・ドル建てスクークの事例

発行年	2002年	2010年	2011年	
発行体	1 Malaysia Sukuk Global Berhad	1 Malaysia Sukuk Global Berhad	Wakala Global Sukuk Berhad	
発行額	6億ドル	12.5億ドル	20億ドル	
裏付資産	NA	12件の病院	リース資産、シャリア適格株式、コモディティー・ムラバハ	
募集超過	2倍	6倍	4.5倍	
期間	5年	5年	5年	10年
投資家居住地域				
投資家内訳	NA			

(注) 投資家居住地域、投資家内訳については、発行時に当該スクークを購入した投資家の内訳。

(出所) Malaysia International Islamic Financial Centre “Malaysia’s Value Proposition: Sukuk” を含む各種資料より、野村資本市場研究所作成

3. 今後の展望

このようにマレーシアは、国をあげてイスラム金融市場の発展をはかり、中東からの資金の呼び込みを拡大しただけではなく、現在では中東が資金を求める市場となった。これからも、2020年へ向けての10ヶ年計画の達成を目標として、インフラ整備に活用されるコーポレート・スクークと、スクーク市場の流動性向上や財政運営のニーズを満たすソブリン・スクークの双方で、発行額の増加が期待される。

日本では、2010年12月に金融庁が「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「アジアと日本とを繋ぐ金融」が掲げられたことがきっかけとなり、2011年5月に資産流動化法を改正することでスクークを社債的受益権と位置づけた¹⁸。また、社債的受益権に係る税制を改正し、非居住者が受け取るスクークの配当が非課税となると同時に、外国法人が社債的受益権の譲渡を通じて得る所得が課税対象から除外することとした。これらの制度改正は、海外の投資家が日本国内で発行されるスクークを保有した際のリターンを高め、イスラム・マネーを国内に呼び込むことを目的としたものである。現在までのところ、上記の新制度を活用して日本の金融機関や事業会社がスクークを国内で発行し、海外の投資家に売却した事例は出ていないが、日本の中でスクークに対する注目が高まるきっかけを作った動きであった。また、資産流動化法の改正

¹⁸ 新井サイマ「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」『資本市場クォーターリー』2011年夏号参照。

では、日本の発行体のみならず、海外の企業・機関が日本に発行体を設置し、日本国内でスクークを発行するという仕組みも期待されている。海外の投資家が、金利が低く、資金の潤沢な日本で資金調達することが有意義なケースも考えられ、今後の動きが注目されよう。

一方、日本の金融機関や事業会社がスクークを使ってアジアや中東の投資家から資金調達をする場合には、海外の市場を直接活用する方が容易なケースも多いであろう。例えば、2010年に野村ホールディングスが日本の金融機関として初めて発行したスクークは、マレーシアのラブアン島で発行され、海外の投資家に売却されたものである。東南アジア諸国において事業の拡大や設備投資を検討している日本企業等にとっては、欧米の資本市場が金融財政危機などを背景に不安定化するなかで、域内資本市場の活用が重要な課題となってくる可能性もある。

上記のような観点から、イスラム金融の制度整備を進め、国際イスラム金融センターを形成しつつあるマレーシアの取り組みは日本にとっても示唆を持っており、特にスクーク市場の発展は、今後も注目されていくものと思われる。