

拡大するソブリン・スクーク（イスラム国債）

—英国と香港の発行事例—

ラクマン ベディ グンタ

■ 要 約 ■

1. 世界のイスラム教国の中では以前からソブリン・スクーク（イスラム国債）を発行している国が多数あるが、最近になって非イスラム教国によるソブリン・スクークへの関心も高まってきている。
2. 非イスラム教国家がソブリン・スクークを発行する意義としては、①資金調達手段の多様化、②コンベンショナルな国債に投資しないイスラム投資家からの資金調達、③イスラム金融市場の育成を図るイスラム諸国の政府との関係の強化、④各地域のイスラム金融ハブを目指して、新たな経済の成長エンジンとして雇用機会などを提供する産業に育て上げること、などがあげられる。
3. 英国は西洋におけるイスラム金融ハブになることを目指して、2014年6月にイスラム圏以外の国として初めてとなるソブリン・スクークを発行した。2億ポンド（約348億円）の募集に対して幅広い投資家層から約23億ポンドの応募があった。利回りは英国債と同レベルの2.036%となっている。
4. 英国に続いて、香港が2014年9月に地域のイスラム金融ハブであるマレーシアとの格差縮小を目指してソブリン・スクークを発行した。10億米ドル（約1,062億円）の募集に対して約47億米ドルの応募があり、利回りは2.005%に設定されている。
5. 非イスラム教国を含む、ソブリン・スクークの増加は、主にマレーシアに偏っているスクーク市場の成長と国際化に大きく貢献する。加えて、世界のスクークが増加するほど、現在の需要と供給の大きな差が縮まり、市場における流動性が高まるだろう。ソブリン・スクークがグローバルなイスラム金融市場の健全な成長を支えることとなるのか、今後の動向が注目される。

I. 非イスラム教国によるソブリン・スクークの増加

1. ソブリン・スクーク市場の現状

マレーシア、インドネシア、トルコ、カタール、セネガルなど、イスラム教国の中では以前からソブリン・スクーク（イスラム国債）を発行している国が多数あるが、最近になって非イスラム教国のソブリン・スクークへの関心も高まってきている。特に英国、シンガポール、香港、ルクセンブルク¹などの国際的な金融センターは、イスラム金融を自国に呼び込む政策の一環として法律改正、国内イスラム銀行の育成、ソブリン・スクークの発行などに取組んでいる。その他にアイルランド、キプロス、南アフリカがソブリン・スクークの発行を検討している。

非イスラム教国（政府）がイスラム金融（ソブリン・スクーク）に取組む意義としては、①資金調達手段の多様化、②コンベンショナルな国債に投資しないイスラム投資家からの資金調達、③イスラム金融市場の育成を図るイスラム諸国の政府との関係の強化、④各地域のイスラム金融ハブを目指して、資金、人材、技術、ノウハウなどを呼び込み、新たな経済の成長エンジンとなり、雇用機会などを提供する産業に仕立て上げる機会にすること、などがあげられる。

最近のバーゼルⅢの導入に伴って、高格付けのスクークに対する需要は増えている²。バーゼルⅢの中でも、主に流動性規制の強化によって、投資適格スクークに対する世界のイスラム銀行の需要が増加しつつある。その理由は、イスラム金融機関はイスラム法によって利子の受け払いが禁じられており、日本、ドイツや米国によって大量に発行される一般の国債を流動資産として保有することができないからである。また、湾岸諸国のような、余剰資金を有するイスラム教国の政府は国際的な市場に向けて大量にソブリン・スクークを発行する必要がなく、逆にアフリカのイスラム教国は信用力が低いために十分な量のスクークを発行できないことから、現在の高格付けのスクークに対する需要は供給を大きく上回っている。

本稿では、非イスラム教国によるソブリン・スクークの代表的な例として、2014年6月に英国が発行したスクークと、9月に香港が発行したスクークを紹介する。

2. スクークのベースとなるスキーム

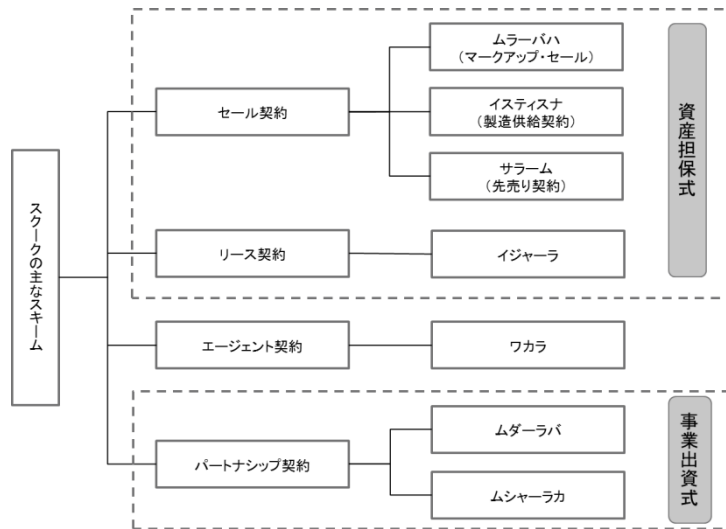
スクークには多数の種類とスキームが存在している。大別すると、①セール・ベース、②リース・ベース、③エージェント・ベース、④パートナシップ・ベースの4つのカテゴリーに分けることができる（図表1）。その中で、ソブリン・スクークによく利用されるの

¹ 米国のゴールドマン・サックス・グループは2014年9月に5億米ドル（約540億円）のスクークを発行し、イスラム金融市場に参入した。米国の銀行による初めての発行となるゴールドマン・スクークはルクセンブルク証券取引所に上場する。

² ラクマン ベディ グンタ「バーゼルⅢがもたらすスクーク（イスラム債）発行の新たな機会」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号。

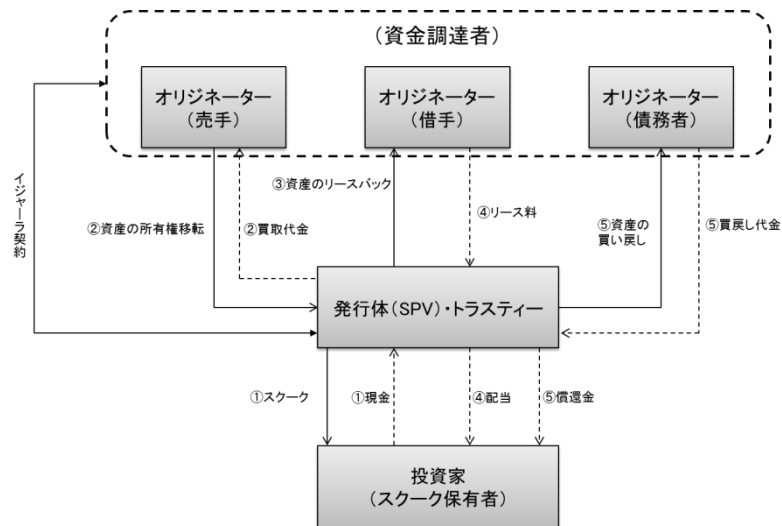
はリース・ベースの「イジャーラ」である（図表2）。理由として、イジャーラはコンベンショナル金融のリースの仕組みと似ており、非イスラム教国の発行体や投資家も馴染みやすいスキームであることと、既存の法律を大きく改正することなく、イジャーラ・スクークの発行が可能であることがあげられる。

図表1 スクークの主な種類



（出所）野村資本市場研究所作成

図表2 イジャーラ・スクークの基本的な仕組み



1. オリジネーターがSPVを設立し、資金調達のためにスクークを発行する。
2. SPVは投資家のトラスティーとして、調達した資金でオリジネーターから対象資産を購入し、スクークの発行額と同額の買取代金をオリジネーターに支払う。
3. 当該資産が予め結ばれたイジャーラ契約に基づいて、オリジネーターにリースバックされる。
4. 資産から発生するリース料がスクーク保有者に支払われる配当の原資となる。
5. スクークの償還時には予め結ばれた買取契約の施行によって、オリジネーターが資産を買戻し、買戻し代金は償還金の原資となる。

（注）点線の矢印はキャッシュフローを示す。

（出所）各種資料を基に野村資本市場研究所作成

基本的なイジャラ・スクークでは、発行体（SPV）は集めた資金でオリジネーター（資金調達者）が保有している実物資産（不動産等）を買取り、当該資産をオリジネーターにリースバックする。リース期間の間、オリジネーターが SPV に支払うリース料はスクーク保有者（投資家）に支払われる配当の原資となる。償還時に、オリジネーターが SPV から当該資産を買戻し、買戻し代金はスクーク保有者に支払われる償還金の原資となる。買取代金も買戻し代金も予め定められた金額で、スクークの発行額と同額である。

後述する英国と香港のソブリン・スクークはイジャラをベースとするものである。

II. 英国のソブリン・スクーク

英国政府は 2014 年 6 月にイスラム圏以外の国として初めてのソブリン・スクークを発行した（図表 3）。今回の発行は 2 億ポンド（約 348 億円）、期間は 5 年であり、利回りは英国のコンベンショナル国債と同レベルの 2.036% となっている。中東とアジア諸国のソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）、中央銀行、英国国内や国際金融機関など、幅広い投資家層からおおよそ 23 億ポンドの応募があった。ソブリン・スクークを発行する背景には、政府のイスラム金融への本格的な取組みを示す意図のほか、国内のイスラム銀行の流動性管理ニーズに応えることがある³。さらに、イスラム金融産業の育成によって国内雇用機会を増やし、イスラム教諸国からの投資を増加させるなどの長期的な目的があげられている⁴。つまり、今回のスクークの発行は英国政府の資金需要に応えることよりも、政治的、戦略的な要因が強かったと言える。

英国は西洋におけるイスラム金融ハブになることを目標として、様々な活動をしている。国内では、既に西ヨーロッパにおいて最も多くのイスラム銀行が事業を行っており、12 校以上の大学・専門学校でイスラム金融に関する勉強が可能となっている。加えて、政府は 2013 年に「イスラム金融タスク・フォース」を設立し、「国内のイスラム金融市場の成長や海外のイスラム教国から英国への投資を推進することなどを含め、世界のイスラム金融市場にとって英国の重要性を高める」といった目的で活動を進めている⁵。さらに、英国のムスリム人口は 4.6% しか占めていないにもかかわらず、シャリーア適格な確定拠出年金制度を開始させたほか、シャリーア適格の学生ローン、住宅ローン、ベンチャーキャピタルや起業を支援する補助金制度（Enterprise Allowance Scheme）などの導入を予定している⁶。

³ Matthew Amlot, “UK Sukuk slated for September launch”, *CPI Financial*, Feb. 20, 2014.

⁴ George Osborne, “London can lead the world as an Islamic finance hub”, *Financial Times*, Oct. 28, 2013.

⁵ UK Government Press Release, “Government launches first Islamic Finance Task Force”, Mar. 11, 2013.

⁶ George Osborne, “London can lead the world as an Islamic finance hub”, *Financial Times*, Oct. 28, 2013 及び “UK government pushes Islamic finance in the country, introduces a Shariah compliant mortgage aid scheme”, *Islamic Finance News*, Feb. 12, 2014.

図表 3 英国のソブリン・スクーク（2014年6月発行）の概要

| | |
|----------------|--|
| スクーク名 | UK Sovereign Sukuk |
| 債務者 | コミュニティ地方政府大臣 (Secretary of State for Communities and Local Government) と財務省 (HM Treasury) |
| 発行体、 トラスティー | HM Treasury UK Sovereign Sukuk PLC |
| スキーム | イジャーラ |
| 裏付資産 | ロンドンの政府関連のオフィス・ビル (3 件) |
| 発行日 | 2014 年 6 月 25 日 |
| 発行額 | 2 億英ポンド |
| 発行目的 | 政府の西洋におけるイスラム金融ハブ戦略の支援 |
| 年限 | 5 年 |
| 満期償還日 | 2019 年 7 月 22 日 |
| 利回り | 2.036% |
| 主幹事・ 共同幹事 | HSBC, Barwa Bank (カタール)、National Bank of Abu Dhabi, Standard Chartered Bank, CIMB (マレーシア) |
| 上場 | ロンドン証券取引所 |
| 準拠法 | 英国法 |

(出所) 英国財務省の資料を基に野村資本市場研究所作成

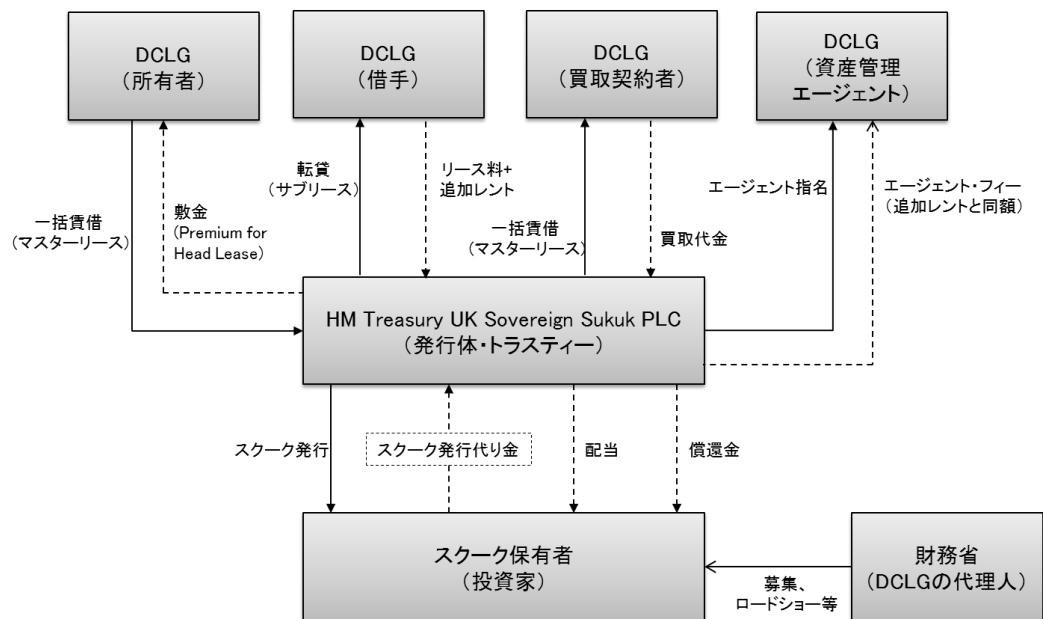
英国スクークはイジャーラ・スキームをベースにした仕組みとなっており、その理由として、①イジャーラは世界でよく知られ、イスラム金融における基本的なスキームであること、②イスラム教国が発行するソブリン・スクークもイジャーラに基づいていること、③2009年財政法 (Finance Act 2009)、オルタナティブ・ボンド投資に関する付則 61 で実物資産のセール・アンド・リースバックのフレームワークが規定されていること、があげられている⁷。

今回の発行にあたって一つの大きな課題は、シャリーア適格性を守りながら、英国法に基づく発行書類を作成することであった。これらの課題を克服するために、例えば、英国法上、財務省が実物資産（不動産）を所有してはいけないことから、イジャーラ・スクークにおける裏付資産の所有者、または発行体とオリジネーターの間で予め結ばれる買取契約の契約者として、コミュニティ地方政府大臣 (DCLG) が提携債務者となっている。

英国スクークの仕組みは図表 4 の通りである。

⁷ “UK Sovereign Sukuk: A commitment to becoming the Western hub of Islamic Finance”, *Islamic Finance News*, Jul. 9, 2014.

図表4 英国スクークの仕組み



(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。

(出所) HM Treasury UK Sovereign Sukuk Offering Circular を基に野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 香港のソブリン・スクーク

香港政府は2014年9月に10億米ドル(約1,062億円)、5年のイジャラ・スクークを発行した(図表5)。背景として、地域におけるイスラム金融ハブを目指して、マレーシア、シンガポールとのギャップを縮めようとしているほか、国内のイスラム資本市場の発展の支援、中国系企業によるコーポレート・スクーク投資の呼び込み、調達手段の多様化があげられている⁸。利回りは2.005%であり、英国の5年スクークより約3bps低く、米国5年国債より23bps高く設定されている。9月上旬に開始されたアジア、中東、ヨーロッパ、米国におけるロードショーの結果、10億米ドルの発行額に対して約47億米ドルの応募があった。投資家層には、コンベンショナル金融機関とイスラム金融機関が含まれ、スクークは合計で120社の機関投資家に売却された。地域別で見ると、アジアは47%、中東は36%、米国は11%、ヨーロッパは6%を占めている(図表6)。投資家別の比率では、銀行は56%、SWFは30%、ファンドは11%、保険会社は3%の割合となっている(図表7)。

今回の発行はアジアにおいて初めての非イスラム教国による発行、また世界初のAAA格付を付与された米ドル建てソブリン・スクークとなり、日本を除くアジアにおける米ドル建てソブリン発行にあたって最低のスプレッドを記録している⁹。

⁸ Rupert Walker, "Hong Kong's sukuk ambitions cause a stir", *FinanceAsia*, May 19, 2014.

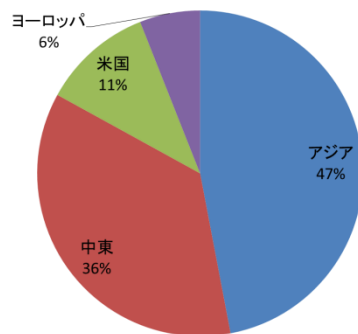
⁹ Hong Kong Monetary Authority Press Release, "HKSAR Government's Inaugural Sukuk Offering", Sept. 11, 2014.

図表 5 香港のソブリン・スクーク（2014年9月発行）の概要

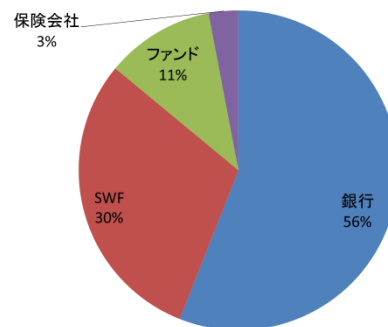
| | |
|----------------|---|
| スクーク名 | HKSAR Government Sukuk |
| 債務者 | 香港金融管理局(政府代理人として) |
| 発行体、 トラスティー | Hong Kong Sukuk 2014 Limited |
| スキーム | イジャラ |
| 裏付資産 | 香港の商業用不動産(2件) |
| 発行日 | 2014年9月11日 |
| 発行額 | 10億米ドル |
| 発行目的 | 国内債券市場の発展の支援 |
| 年限 | 5年 |
| 満期償還日 | 2019年9月18日 |
| 利回り | 2.005% |
| 主幹事・ 共同幹事 | HSBC, National Bank of Abu Dhabi, Standard Chartered Bank, CIMB(マレーシア) |
| 上場 | 香港証券取引所、ブルサ・マレーシア、ナスダックドバイ証券取引所 |
| 準拠法 | 香港法と英国法 |

(出所) 香港政府の資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 6 香港スクークへの地域別投資比率



図表 7 香港スクークへの投資家別投資比率



(出所) 香港政府の資料を基に野村資本市場研究所作成

香港のソブリン・スクークが呼び水となって、スクークの発行を検討している中国系企業も増えている。ブルームバーグによれば、スタンダードチャータード銀行は既に、コーポレート・スクークの発行を検討している中国系企業との会談を進めている¹⁰。香港は世界で最も多くの銀行が事業を行っている国の一つであり、世界の大手100行のうち、71行が香港で事業を行っている。また、香港にはアジアにおいては最大の投資ファンドが集まっており、「中国へのゲートウェイ」とされている。今回のソブリン・スクークの成功事例をきっかけにコーポレート・スクークの発行が開始され、イスラム金融機関も香港での

¹⁰ Yudith Ho and Liao Y-Sing, "StanChart Sees China Opening on Hong Kong Debut: Islamic Finance", *Bloomberg*, Sept. 9, 2014.

事業に取組めば、国内のみならず、地域におけるイスラム金融市場の発展にとって重要な標石となる。

IV. 今後の動向

近年、世界各国の政府でイスラム金融市場、特にスクークに対する関心が高まっている。一方で、イスラム機関投資家の投資需要も拡大しており、イスラム教国ではなく、非イスラム教国によるスクーク発行に対する期待が強くなってきている。特に国際的なイスラム銀行にとっては、金融規制の強化に伴って流動性が高い投資適格スクークに対する需要が強いこと¹¹、発行者にとっては、急成長しているイスラム金融市場への参入、以前はアクセスできなかったイスラム投資家からの資金調達、国内のイスラム金融市場の育成などが関心の背景としてあげられる。

ルクセンブルク政府は2014年9月末に2億ユーロ規模のソブリン・スクークを発行した。加えて、国内初のイスラム銀行のライセンス承認も予定されており、政府のイスラム金融に取組むコミットメントは明確となっている¹²。英国、香港とルクセンブルクの発行に続いて、様々な国がイスラム金融への取組みを進めている。

ヨーロッパではアイルランド、フランス、ドイツ、イタリア、キプロスやスペインもイスラム金融を呼び込むための規制改正やイスラム銀行ライセンスの発行を検討している。例えばドイツでは、バーレーンのクウェート・ファイナンス・ハウスの子会社である *Kuveyt Turk* イスラム銀行が既にライセンスを申請しており、関係者によれば、政府がイスラム金融において遅れを取らないよう、承認プロセスを集中的に進めている¹³。ちなみに、ドイツではかつてザクセン・アンハルト州が2004年に発行額1億ユーロ、5年のイジャラ・スクークを発行したことがある。

アジアでは依然として、マレーシアとインドネシアによるソブリン・スクークの発行が続いている。一方、バングラデシュは中期的な観点でソブリン・スクーク発行の予定を発表している。フィリピンと韓国もイスラム金融へのある程度の関心を示しているが、現時点ではスクークが発行される可能性が低いと考えられる¹⁴。市場関係者によればその理由は、イスラム金融に関する法律改正が進んでいないことと、イスラム金融に絶対反対という姿勢をとっている政治家の存在が指摘されている。

アフリカにおいては、イスラム金融を推進するための様々な動きがあり、2014年7月のセネガルによるスクーク発行に続いて、南アフリカ、チュニジア、ガーナ、ケニアが2014年中の発行を予定しており、モロッコもソブリン・スクークを検討している。

¹¹ 脚注2を参照。

¹² Bernardo Vizcaino and Mirna Sleiman, "Gulf investors plan first euro zone Islamic bank in Luxembourg", *Reuters*, Nov. 26, 2013.

¹³ "Anlegen mit Allahs Segen - Deutschland wartet auf eine Islam-Bank (Investing with Allah's blessing - Germany awaits an Islamic Bank)", *Wirtschafts Woche*, Jan. 22, 2013.

¹⁴ "Sovereign sukuk issuance to rise as new governments enter Islamic capital markets", *Moody's*, Sep. 04, 2014.

以上のような動きは今後のグローバルなスクーク市場にとって非常に重要な進歩だと考えられる。まず、非イスラム教国を含む、様々な国でソブリン・スクークの発行が実現すれば、湾岸諸国とアジアのイスラム諸国（主にマレーシア）に偏っているスクーク市場の成長と国際化に大きく貢献する。また、政府がスクークを発行するための規制改正の進展、英国や香港のソブリン・スクークに対する需要の強さなどは、各国においてコーポレート・スクークの道を開く可能性を示している。そして、世界のスクークが増加するほど、現在の需要と供給の大きな差が縮まり、スクーク市場における流動性が高まるだろう。そうになると、非流動性を背景とするスクークとコンベンショナル債券の発行コストの差も消えるのではないか。さらに、英国、香港、ルクセンブルクなどによる、高い信用格付が付与されたスクークの増加は、バーゼル規制によって高まっているイスラム銀行の投資適格な流動性資産に対する需要の一部を満たすことになる。ソブリン・スクークによって世界のイスラム金融市場の健全な成長が支えられることとなるのか、今後の動向が注目される。