

## スーク（イスラム債券）の種類と日系企業による発行事例

ラクマン ベディ グンタ

### ■ 要 約 ■

1. 世界のイスラム金融の市場規模は、2013年末に約1.7兆米ドルとなり、2014年中に2兆米ドルを超えるとみられている。そのうちの78%をイスラム銀行の資産が占めており、スークは16%となっている。スーク市場はコンベンショナル（伝統的）な債券市場に比べると未だに圧倒的に規模が小さいが、世界金融危機以降、約30%の年平均成長率で急拡大している。
2. イオン・クレジット・サービス、UMWトヨタ・キャピタル、野村ホールディングス、三菱東京UFJ銀行は国際スーク市場に一早く参入した日系企業のパイオニアである。日系企業がスークを発行する意義として、①資金調達手段および調達先の多様化、②イスラム圏での現地通貨建ての調達、③イスラム教徒を対象とするビジネスに調達資金を活用すること、④現地のイスラム教徒の消費者における認知度と好感度を高め、顧客層を拡大すること、などが考えられる。
3. 日系企業にとって、スークはイスラム圏でのビジネスを拡大するための重要な調達手段になりえる。なぜなら、現在、ASEAN諸国の人口の半分近くをイスラム教徒が占めており、世界の人口の4人に1人がイスラム教徒と言われている。また、イスラム教徒の人口の増加ペースは速く、15年後には22億人に達すると試算されている。さらに、イスラム圏の所得水準の上昇に伴って、イスラム市場のグローバルなウェイトも今後高まっていく。
4. 本稿ではスークの基本的な仕組み及び、日系企業の代表的な発行事例としてイオン・クレジット・サービス、UMWトヨタ・キャピタルと野村ホールディングスのスークを紹介する。

## I. スクークの基本的な仕組み

世界のイスラム金融の市場規模は、2013 年末に約 1.7 兆米ドルとなり、2014 年中に 2 兆米ドルを超えるとみられている。イスラム金融が提供する金融商品は多数あるが、中でも目立つのは、スクーク（イスラム債券）市場の拡大である。スクーク市場はコンベンショナル（伝統的）な債券市場に比べると未だに圧倒的に規模が小さいが、世界金融危機以降、約 30%の年平均成長率で急拡大している<sup>1</sup>。

スクークとは、イスラム教の教義である「シャリーア（イスラム法）」に即して発行される債券のことを指している。中東とアジアのイスラム教諸国を中心に急速に普及しており、重要な資金調達・運用手段となってきた。さらに近年、スクークは欧州、アジア、アフリカの非イスラム教国においても注目を浴びるようになり、その例として 2014 年 6 月に英国、9 月に香港、ルクセンブルクと南アフリカによるソブリン・スクーク（イスラム国債）の発行があげられる。

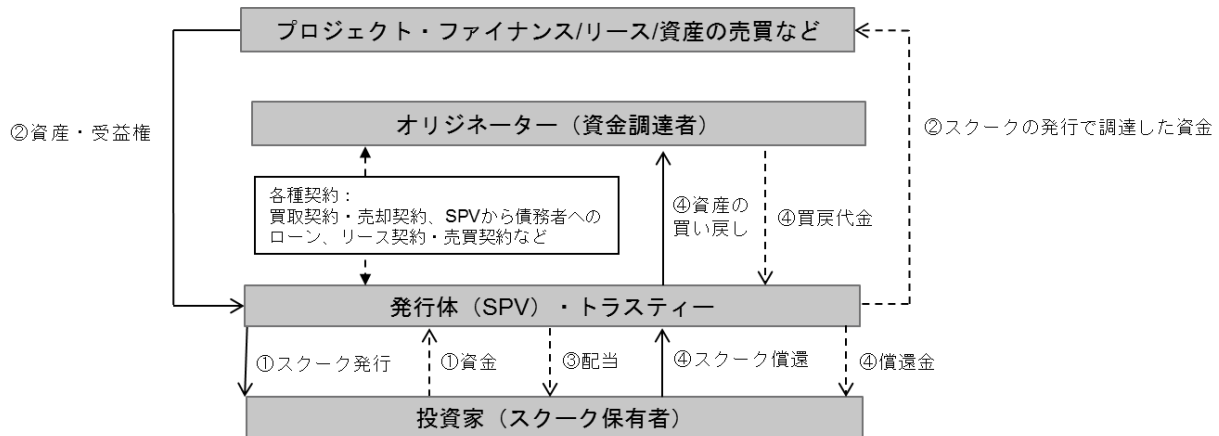
イスラム金融では「利子」の受払いが禁止されており、その代わりに取引や原資産から発生する「利益配分（配当）」や「手数料」が投資家に支払われる。スクークの場合には、資産または事業プロジェクトの持分が裏付けとなり、対象資産・プロジェクトから発生する収益が一定期間配当としてスクーク保有者（投資家）に支払われる。そして、予め定められた満期日にオリジネーター（資金調達者）または第三者に対象資産を売却することによって元本がスクーク保有者に返済される。従って、「イスラム金融の債券」として知られるスクークは、実質的にコンベンショナル債券と同等の経済的機能を持つ一方で、金利系の金融商品であるコンベンショナル債券と異なり、「債券」よりも「出資証券」に近いものであると言える。イスラム金融機関会計監査機構（Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, AAOIFI）はスクークを「有形資産・用益権及びサービスの所有に対する、又は特定のプロジェクトもしくは特別な投資活動に係る資産の所有に対する不可分な持分権を表象する同価値の証書」（抄訳）と定義している<sup>2</sup>。

スクークの基本的な仕組みでは、オリジネーターがまず特別目的事業体（Special Purpose Vehicle, SPV）を設立し、その SPV を通じてスクークを発行することによって投資家から資金を集める。SPV は投資家のトラスティー（受託者）として、資金を対象資産または事業に投資し、その後、裏付資産から発生した利益がスクーク保有者への配当の原資となる。償還時にオリジネーターが裏付資産を買い戻し、買戻代金が償還金の原資となる（図表 1）。

<sup>1</sup> IFIS スクーク・データを基に計算。

<sup>2</sup> Standard Number 17 of the Shariah Standards for Islamic Financial Institutions (2008).

図表 1 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が調達した資金で、オリジネーターから裏付資産を購入する。
3. 資産から発生する収益を投資家に分配する。
4. スクークの償還時にはオリジネーターが資産を買い戻し、買戻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。

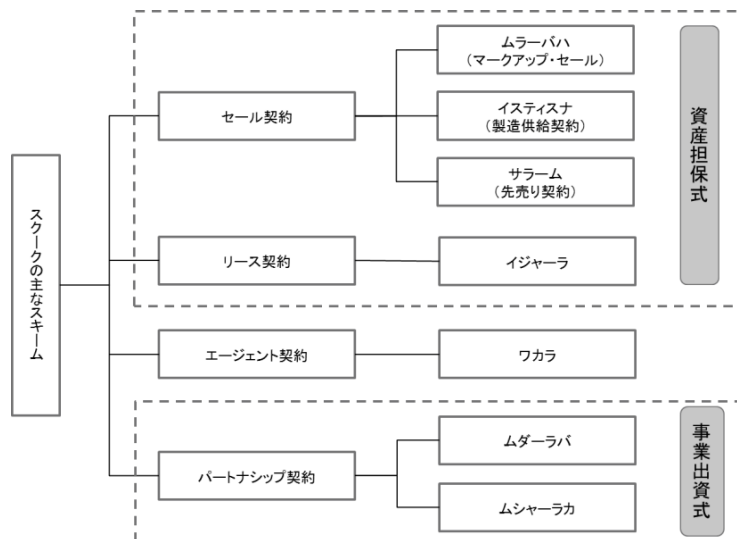
（出所）野村資本市場研究所作成

## Ⅱ. スクークの種類

### 1. スクークの主な種類

イスラム金融市場においては国際的な規制の標準化が未だに進んでいないこともあり、イスラム金融商品の多様化が進んでいる。スクークのスキームを大別すると、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パートナーシップ・ベースの4つのカテゴリーに分けることができる（図表2）。

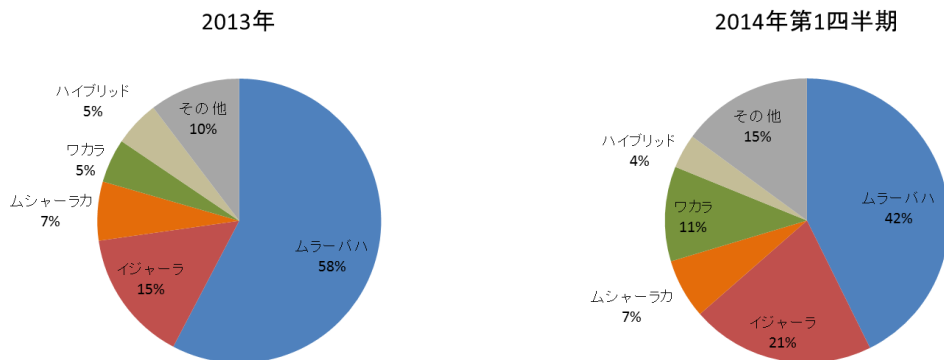
図表 2 スクークの主な種類



（出所）野村資本市場研究所作成

ストラクチャー別でみると、2013 年と 2014 年第 1 四半期に最も発行されたスクークはセール・ベースの「ムラーバハ・スクーク」であり、ムラーバハ系のスクークは 2013 年に世界のスクークの発行額のおよそ 60%を占めた。同様に、リース・ベースの「イジャラ・スクーク」は 15%、パートナーシップ・ベースの「ムシャラカ・スクーク」は 7%、エージェント・ベースの「ワカラ・スクーク」は 5%の割合である（図表 3）。

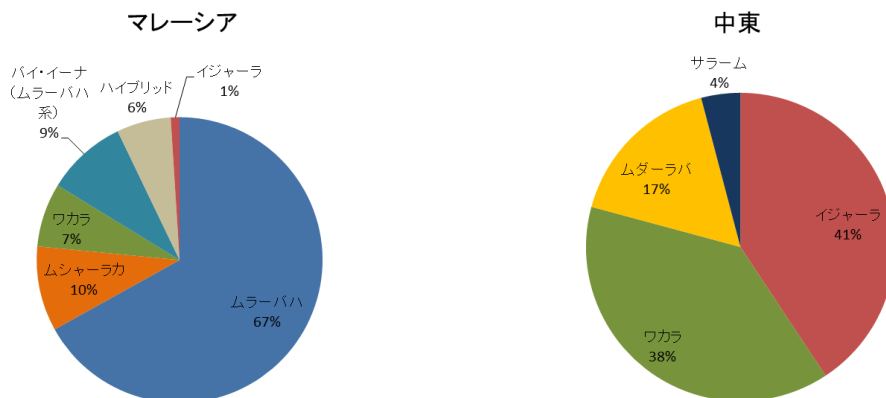
図表 3 2013 年と 2014 年第 1 四半期におけるスクーク発行：ストラクチャー別構成比



（出所）IFIS, Rasameel Investment Bank Dubai, Bloomberg, Zawya の各種資料を基に野村資本市場研究所作成

地域によって、利用されているスクークの種類は大きく異なる（図表 4）。その理由として、①イスラム法学者による「シャリーア適格性」に関する解釈の違い、②各国のスクークに関する法律のあり方、③オリジネーターの保有資産や調達ニーズなどが考えられる。

図表 4 スクークの地域別・ストラクチャー別構成比（2014 年第 1 四半期）



（出所）Rasameel Quarterly Global Sukuk Report April 2014 を基に野村資本市場研究所作成

中東では、スクークの最も基本的なスキームとされる「イジャラ・スクーク」と、特定の実物資産だけではなく、投資資産プールを裏付けとする「ワカラ・スクーク」が大半

を占めている<sup>3</sup>。それに対してマレーシアでは「ムラーバハ・スクーク」（主にコモディティ・ムラーバハ・スクーク）が大半を占めている。マレーシアでムラーバハ系のスクークが多く利用される主な理由は、スクークの裏付けとなりうる資産を所有しない発行者でも活用できるスキームであること、またはシンプルなストラクチャーで、発行に係るシャリーア適格承認コストもその他のスクークに比べて安いというメリットがあるためと考えられる。一方で、中東ではコモディティ・ムラーバハ・スクークがほとんど発行されていない。その理由は、コモディティ・ムラーバハ・スクークのスキームは中東ではシャリーア不適格と判断する人が多いからである<sup>4</sup>。このように、シャリーアの解釈によって、使用されるスクークのスキームが大きな影響を受ける。

また、シャリーア解釈の変更によって、世界のスクーク市場のトレンドも変化する。例えば 2007 年末頃に、AAOIFI のシャリーア・ボード委員長を務める高名なシャリーア法学者（ムフティ・ムハンマド・タキ・ウスマニ師）が、当時発行されていたスクークの 85% がシャリーア不適格であるとし、特にムシャーラカ・スクークとムダーラバ・スクークのシャリーア適格性に疑義を呈したことが大きな波紋を起こしたことがある<sup>5</sup>。このような、①以前はシャリーア適格とされていた商品・契約が解釈の変更によってシャリーア不適格と判断されること、②ある商品のシャリーア適格性を承認したシャリーア法学者とは違う高名な学者から批判されること、③スクークの場合、裏付けとなる事業が正確にシャリーアに即していないと判断されること、によって市場が混乱するリスクは「シャリーア・リスク」と呼ばれる。加えて、発行者にとっては、シャリーア不適格な商品がイスラム投資家に売却されたことによるイスラム圏における評判リスクも関わってくる。シャリーア・リスクを避けるためには国際的な発行体は、①批判される可能性、または解釈の変更リスクが低い基本的なスキームを利用する（例えばイジャラ）、②多数の高名なシャリーア法学者にシャリーア適格性を承認してもらう、③目論見書で、投資家が投資を行う前に投資家自身が信用しているシャリーア法学者に当該商品を承認してもらうことを勧める、ことが求められる。

## 2. イジャラ・スクーク

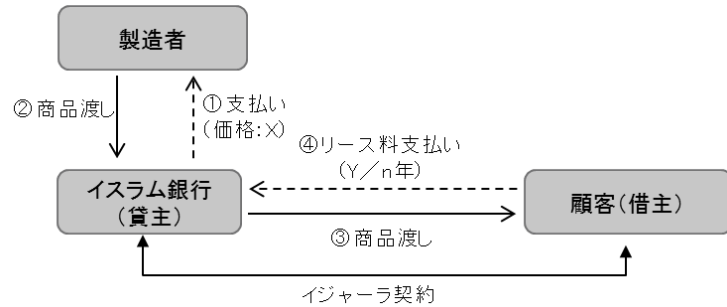
イジャラはイスラム金融における「リース契約」である（図表 5）。コンベンショナル金融のリースとスキームが似ているため、非イスラム教国の発行体や投資家も馴染みやすいスキームとされている。

<sup>3</sup> ワカラ・スクークの裏付資産となるものは、調達者が保有しているスクーク、リース契約やその他のシャリーア適格な利益を生み出す資産である。

<sup>4</sup> “Wakala and hybrid sukuk volumes rocket, ijarah boost expected later,” *IFIS*, Mar. 18, 2014.

<sup>5</sup> 神山哲也「イスラム証券ビジネス—マレーシア市場を中心に—」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号。

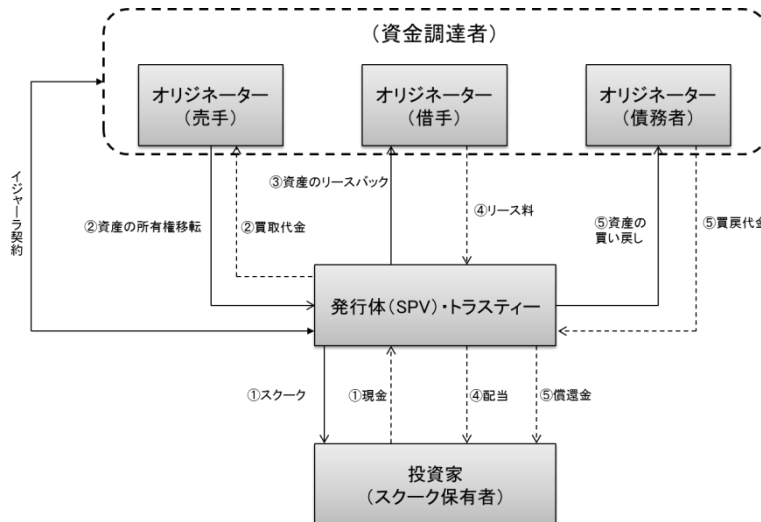
図表 5 イジャーラの基本的な仕組み



(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。  
(出所) 野村資本市場研究所作成

イジューラ・スクークはリース・スキームをベースとするスクークのことであり、通常、発行体として **SPV** が設立される。この **SPV** が投資家（スクーク保有者）から集めた資金で、資金調達者である「オリジネーター」から対象となる実物資産を購入する。原資産として、例えば不動産や産業機器などが考えられる。対象資産の買取代金はスクークの発行額と同額となる。対象資産が **SPV** に購入されてから、オリジネーターにリースバックされ、リース期間中、リース料がオリジネーターから **SPV** を通じてスクーク保有者にクーポンとして支払われる。満期償還時に、オリジネーターは **SPV** から資産を予め定められた価格で買い戻し、この買戻代金が償還金の原資となる（図表 6）。買戻代金もスクーク発行額と同額である。

図表 6 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オリジネーターが資産を買い戻し、買取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

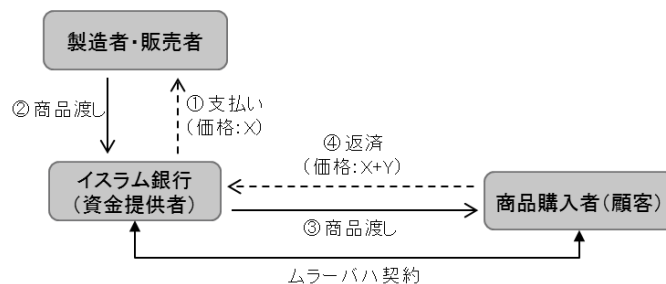
なお、イジャラ・スクークの発行額は、例えばマレーシア証券委員会が公表している「スクーク・ガイドライン」では「原資産の市場価格の 1.51 倍を超えてはいけない」と規定されているため、オリジネーターが保有している実物資産の市場価格に制約を受けることとなる<sup>6</sup>。

イジャラはスクークにおいて広く利用される基本的なスキームの一つであり、近年ではムラーバハ・スクークの次によく使われる仕組みとなっている。また、イジャラ・スキームはコンベンショナルなリース・スキームと似ていることから、イスラム金融に関する法律が整備されていない国の発行体やその他非イスラム教国のコーポレートやソブリン・スクーク発行によく利用される。2010 年にマレーシアで発行された野村ホールディングスのスクーク、2014 年 6 月に発行された英国のソブリン・スクーク、9 月に発行された香港、ルクセンブルク、南アフリカのソブリン・スクークは全てイジャラ・スキームをベースとしている<sup>7</sup>。そのため、今後のソブリン・スクークの増加が、イジャラ・スクークの発行量の増加を促すと予想される。

### 3. ムラーバハ・スクーク

ムラーバハは設備や製品などの商品購入に用いられる割賦販売に類似したスキームである（図表 7）。何らかの商品を必要としている顧客の代わりに、それを購入して顧客に割賦払いで転売する方法が用いられることが多い<sup>8</sup>。当事者間で取引の詳細が明確に開示されることがポイントであり、仕入れ価格、転売価格、手数料、分割回数などすべての条件が予め定められる。合意が成されてから商品の売買取引が行われる。基本的なムラーバハ・スクークは図表 8 のような仕組みとなる。

図表 7 ムラーバハの基本的な仕組み



（注）点線の矢印はキャッシュフローを示す。

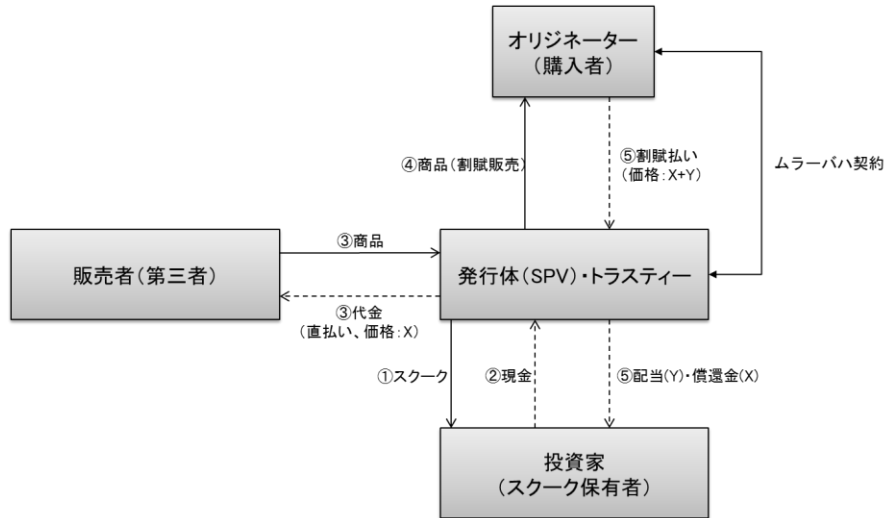
（出所）野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> Securities Commission Malaysia, “Guidelines on Sukuk,” Jan. 8, 2014, p. 11.

<sup>7</sup> 英国と香港のソブリン・スクークについて、ラクマン ベディ グンタ「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—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号ウェブサイト版を参照。

<sup>8</sup> 決済は契約によって、現金一括払い、または割賦の選択肢があるが、一般的には割賦払いが利用される。

図表 8 ムラーバハ・スクークの基本的な仕組み



(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。

(出所) 野村資本市場研究所作成

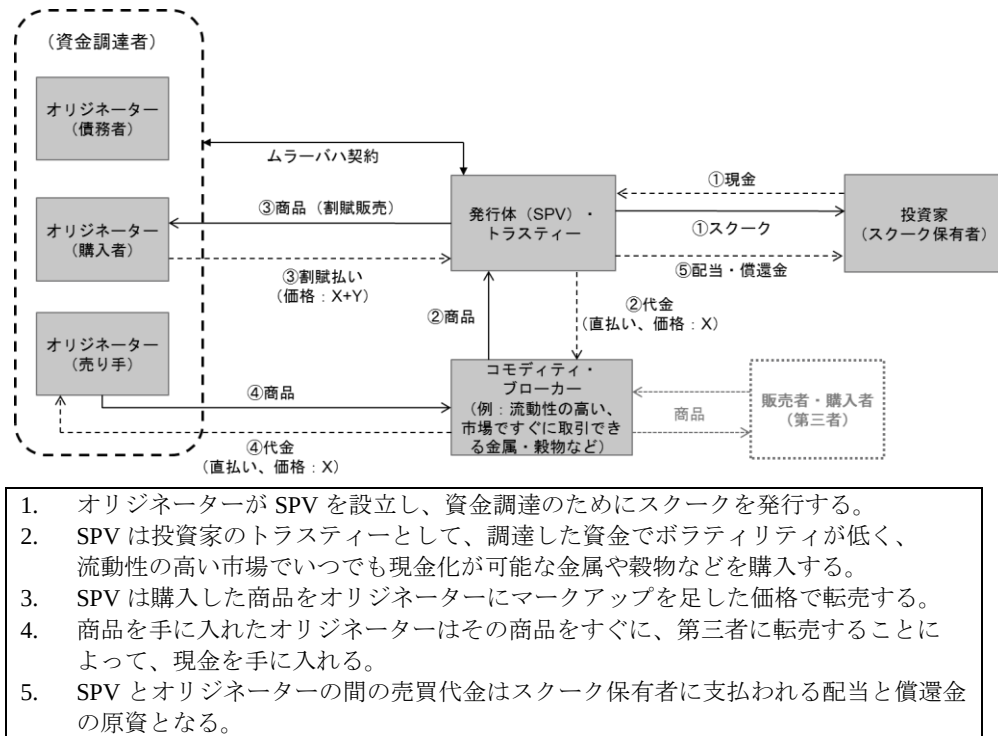
ムラーバハ・スクークの場合は通常、SPV が設立され、商品を購入したいオリジネーターとの間で「ムラーバハ契約」が結ばれる。この契約で、代金の返済期間、支払い回数、マークアップなどムラーバハ取引の全ての条件が予め定められる。その後、スクークが発行され、SPV は投資家のトラスティーとして、調達された資金でオリジネーターが要求している商品を現金で購入し、オリジネーターにマークアップを足した価格で転売する。マークアップは投資家に支払われる配当の原資となる。配当は債務から発生する利息ではなく、商品売買を通じて発生する利益であるためシャリーア適格とされる。

ムラーバハの一種であり、近年、主にマレーシアで利用されているコモディティ・ムラーバハ・スクークは図表 9 のように構成される。基本的な流れはムラーバハ・スクークと同様であるが、コモディティ・ムラーバハ・スクークの場合、オリジネーターの目的は商品購入ではないため、商品を手に入れたオリジネーターはその商品をすぐに、第三者に転売することによって、現金を調達する。そのため、このスキームでは、対象商品として、ボラティリティが低く、市場でいつでも現金化が可能な金属や穀物などが利用されることが多い<sup>9</sup>。例えばロンドン金属取引所 (LME) において広く取引されている金属などは、コモディティ・ムラーバハ・スクークの原資産となる商品として制約が少ない。

<sup>9</sup> ただし、金と銀は対象外となる。理由は、イスラム法学における貨幣とは金と銀であり、シャリーアでは「異なる金額・価値でお金とお金を売買すること」がリバー（金利）の効果を生み出すものとみられるからである。為替の場合、交換される貨幣の価値自体には差がつかないので、シャリーアで認められる。為替取引で支払われる手数料もシャリーアに反しない。



図表 9 コモディティ・ムラーバハ・スクークの基本的な仕組み



(注) 1. 点線の矢印はキャッシュフローを示す。

2. コモディティの販売者と最終購入者が同じ者であることがある。この場合の取引は「バイ・アル・インナ（Bai'al 'inah）」と呼ばれる。

(出所) 野村資本市場研究所作成

一方で、このスキームは、形式上の売買取引であっても、オリジネーターの目的が流動性の高い商品を現金に換えることなので、一部のイスラム法学者はコモディティ・ムラーバハを直接「金利の効果を生み出す」取引として、シャリーア不適格と判断している<sup>10</sup>。

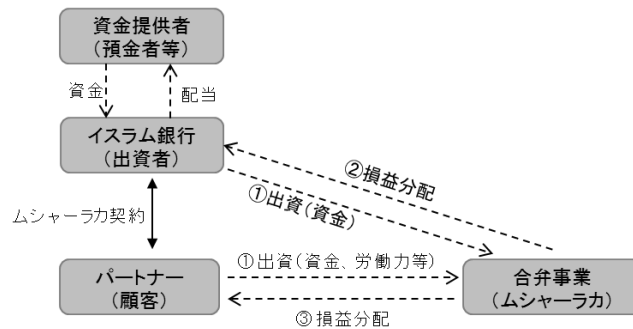
#### 4. ムシャーラカ・スクーク

ムシャーラカは共同出資によるパートナーシップと位置づけられる。エクイティ・ベースの契約であり、日本の民法上の「組合契約」に類似している。資金を必要とする事業者（資金調達者）に対し、イスラム銀行（投資家）が共同で出資するという形態の金融取引であり、ベンチャーキャピタルのような金融サービスとも似ているが、イスラム金融における「利子の禁止」と「リスクとリターンをシェアする」という概念から、当該事業からの損益が予め定められた比率で出資者の間で分配されることとなる（図表 10）。

資金出資者（投資家）と事業者が共同出資により事業の共同経営を行うこととなるが、事前に結ばれるムシャーラカ契約によって、投資家が経営発言権のない「サイレントパートナー」になることが多い。

<sup>10</sup> しかし、シャリーア法学者が「短期的な発行で、発行者の流動性を強化するためにどうしても必要な場合」に限ってコモディティ・ムラーバハを認めることもある。

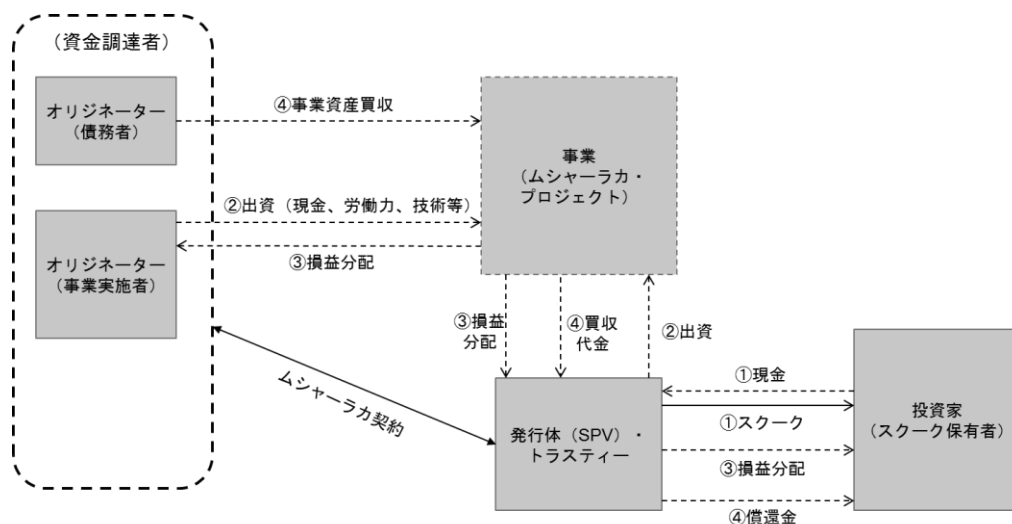
図表 10 ムシャーラカの基本的な仕組み



(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。  
(出所) 野村資本市場研究所作成

ムシャーラカ・スクークの場合もまず、スクークを発行する SPV が設立され、この SPV はオリジネーターと一緒に共同事業を実施するための「ムシャーラカ契約」を結ぶ。オリジネーターは、事業を行うための設備、技術や経営ノウハウなどを提供し、SPV はスクークを発行して調達した資金をムシャーラカ対象の事業に出資する。スクーク保有者に対してはムシャーラカ事業からの損益が分配される。償還の時に、オリジネーターが対象事業を買収し、買収代金は償還の原資となる（図表 11）。

図表 11 ムシャーラカ・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、オリジネーターとムシャーラカ契約を結び、調達した資金を対象プロジェクトに出資する。オリジネーターは現金や設備、技術、ノウハウなどを出資する。
3. 対象プロジェクトから発生する損益がオリジネーターと SPV を通じてスクーク保有者に分配される。
4. スクークの償還時にはオリジネーターがムシャーラカ事業を買収し、買収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) 野村資本市場研究所作成

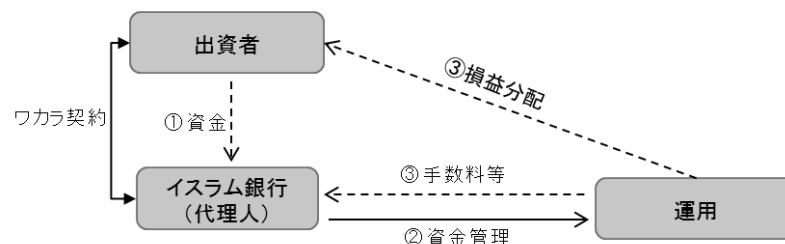
前述のとおり、実物資産を裏付けとするイジャラ・スクークの場合には、スクークの発行額が原資産の市場価格の影響を受けるが、ムシャラカは共同投資事業をベースとする形態なので、スクークの発行額が特定の資産の市場価格に制約されない。その意味では、スクークの発行額を比較的自由に決めることができるという利点があり、ムシャラカは大型のスクークの場合に広く利用されている仕組みである。

スクーク保有者に支払われる配当に関しては、一般には、ムシャラカでは損益分配が行われるが、ムシャラカ・スクークの場合も、利回りを固定する方法が工夫されている。例えば、オリジネーターと SPV の間のムシャラカ契約に加えてもう一つ、「オリジネーターがムシャラカ事業を経営する」という「事業委託契約」が結ばれる。この事業委託契約において、事業者（オリジネーター）が固定的な委託費に加えて、「期待されている」一定額以上の利益を得た場合に、その余剰利益相当額のインセンティブ報酬を受けることとなる。逆に、「期待されている利益」を確保できなかった場合には、事業者が貸し付けによってその分を補填することとし、その後の「期待されている利益」を上回る額から補填した金額を回収することになる。また、事業者がインセンティブ報酬として受けた金額をスクークの償還までに特定の口座に保持し、償還日までの配当に当たって、ムシャラカ事業からの利益が「期待されている利益」を下回った場合、当該口座からの補填が行われるという方法も利用されている。このような利回りを固定する方法に関しては、「シャリーア適格」と解釈するイスラム法学者と「シャリーア不適格」と解釈するイスラム法学者の意見が分かれている。一方で、SPV はオリジネーターがムシャラカ事業に出資する設備などを買い取ることで、スクークの償還満期日までにオリジネーターにリースバックして、固定利回りを設定する方法もある。そういった仕組みによって配当を固定することが多くのイスラム法学者にシャリーア適格と判断されている。日系企業でトヨタ・ファイナンス・サービスのマレーシア子会社である UMW トヨタ・キャピタルが 2008 年に開始したスクーク発行プログラムはムシャラカに基づくスキームを利用している。

## 5. ワカラ・スクーク

ワカラはエージェント契約のことであり、基本的には、通常の金融における資産管理ビジネスと同様に構成されている。出資者は「ワキール」と呼ばれる「代理人」に資金を提供し、ワキールが出資者の代わりに資金を投資する（図表 12）。

図表 12 ワカラの基本的な仕組み



（注） 点線の矢印はキャッシュフローを示す。  
（出所） 野村資本市場研究所作成

図表 13 ワカラ・スクークの基本的な仕組み

The diagram illustrates the Wacare (ワカラ) structure and the flow of funds and assets:

- ワカラ ポートフォリオ (Wacare Portfolio):** Represented by an oval at the top.
- オリエーター (ワキール、代理人) (Originator (Guarantor, Agent)):** Represented by a rectangle in the middle left.
- オリエーター (債務者) (Originator (Debtor)):** Represented by a rectangle below the first originator.
- 発行体 (SPV)・トラステイ (Issuer (SPV)・Trustee):** Represented by a rectangle in the middle right.
- 投資家 (スクーク保有者) (Investor (Securitizer/Holder)):** Represented by a rectangle on the far right.

The flow of funds and assets is indicated by arrows:

- ② 投資 (Investment):** From the Originator (Guarantor, Agent) to the Wacare Portfolio.
- ③ 収益 (Income):** From the Wacare Portfolio to the Originator (Guarantor, Agent).
- ③ 収益分配 (Income Distribution):** From the Originator (Guarantor, Agent) to the Issuer (SPV)・Trustee.
- ① 現金 (Cash):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Investor (Securitizer/Holder).
- ① スクーク (Securitizer):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Investor (Securitizer/Holder).
- ③ 収益分配 (Income Distribution):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Investor (Securitizer/Holder).
- ④ 償還金 (Redemption Amount):** From the Investor (Securitizer/Holder) to the Issuer (SPV)・Trustee.
- ④ 買取 (Purchase):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Originator (Debtor).
- ④ 買取代金 (Purchase Price):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Originator (Debtor).
- ワカラ契約 (Wacare Contract):** A bidirectional arrow between the Originator (Guarantor, Agent) and the Issuer (SPV)・Trustee.
- ① 資金 (Funds):** From the Issuer (SPV)・Trustee to the Originator (Guarantor, Agent).

The Originator (Guarantor, Agent) and the Originator (Debtor) are grouped together in a dashed box labeled **(資金調達者) (Fund Raising Party)**.

- (出所) 野村資本市場研究所作成

12

イ・インベストメント・パークによる3億米ドルの発行、国際イスラミック流動性管理会社（International Islamic Liquidity Management Corporation, IILM）による13.5億米ドルの発行やイスラム開発銀行による15億米ドルの発行があげられる。ワカラ・スクークは特に中東において広く利用されている。その主な理由として、ワカラ・スクークは原資産になる特定の実物資産の市場価格に制約を受けることなく、様々なシャリーア適格資産を合わせて裏付けにできる柔軟性があるという利点があげられる。

### Ⅲ. 日系企業によるスクーク発行の実施例

日系企業によるスクーク発行実績は未だに少ない。まず2007年に、イオン・クレジット・サービス・マレーシア（AEON）が日系企業として初めてスクークを発行したのに続いて、トヨタ・ファイナンシャル・サービスのマレーシア子会社であるUMW トヨタ・キャピタル（UMWTC、現トヨタ・キャピタル・マレーシア）が2008年にスクークを発行した。両件ともムシャーラカ・スキームを利用したスクークである。そして、野村ホールディングスが、2010年に航空機リースを裏付けとしたイジャラ・スクークを発行した。最近では、2014年9月25日に三菱東京UFJ銀行がマレーシアで世界初の円建てスクークで25億円、米ドル建てで2,500万米ドルの資金調達を行った<sup>11</sup>（図表14）。

図表 14 日系企業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<br>(マレーシア法人)                                               | UMWトヨタ・キャピタル<br>(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                      | 三菱東京UFJ銀行<br>(マレーシア) |
|------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|---------------------------------|----------------------|
| 発行年  | 2007年                                                                     | 2008年                                      | 2010年                           | 2014年                |
| スキーム | ムシャーラカ                                                                    | ムシャーラカ                                     | イジャラ                            | ワカラ                  |
| 発行額  | 4億リンギット<br>(CP/MTN発行枠の合計)                                                 | 10億リンギット<br>(CP/MTN発行枠の合計)                 | 1億米ドル                           | 25億円<br>2,500万米ドル    |
| 年限   | 7年                                                                        | 7年                                         | 2年                              | 1年                   |
| 利回り  | -                                                                         | -                                          | LIBOR+1.6%                      | -                    |
| 上場   | なし                                                                        | なし                                         | マレーシア証券取引所                      | -                    |
| 引受会社 | マレーシア三菱東京UFJ銀行、<br>CIMBインベストメント・バンク、<br>アセアンバンカーズ・マレーシア<br>(メイバンク傘下の投資銀行) | マレーシア三菱東京UFJ銀行、<br>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<br>(KFH、マレーシア) | CIMBインベストメント・バンク     |

(注) 本レポートの執筆時点では三菱東京UFJ銀行のスクークの発行条件などの詳細は不明。

(出所) 野村資本市場研究所作成

イオンとUMWTCがマレーシアでスクークを発行する意義として、①資金調達手段の多様化、②現地通貨建ての調達、③イスラム教徒を対象とするビジネスに調達資金を活用すること<sup>12</sup>、④現地のイスラム教徒の消費者における好感度を高め、顧客層を拡大すること、などが考えられる。

一方、野村ホールディングスや三菱東京UFJ銀行のような国際的な金融機関にとっては、

<sup>11</sup> 「三菱東京UFJ、25日にイスラム債発行 円建て1年物25億円など」ロイター、2014年9月24日。

<sup>12</sup> スクークを発行する場合、調達資金の利用目的がシャリーア適格でなければならない。例えばアルコール製造業者はスクークを発行することができない。

①調達先及び資金調達の地域と通貨の多様化、②シャリーア適格な金融サービスを現地で提供するための資金調達、③イスラム圏におけるイメージと認知度の向上、④東南アジアと中東を含めた投資家層へのアクセス、⑤日本の発行体への将来的な展開（ノウハウを蓄積し、他の日系企業の資金調達を支援していくという長期的な目的）、⑥イスラム金融市場の育成を図る政府及び主な市場プレイヤーとの関係の強化、などということも背景にある。

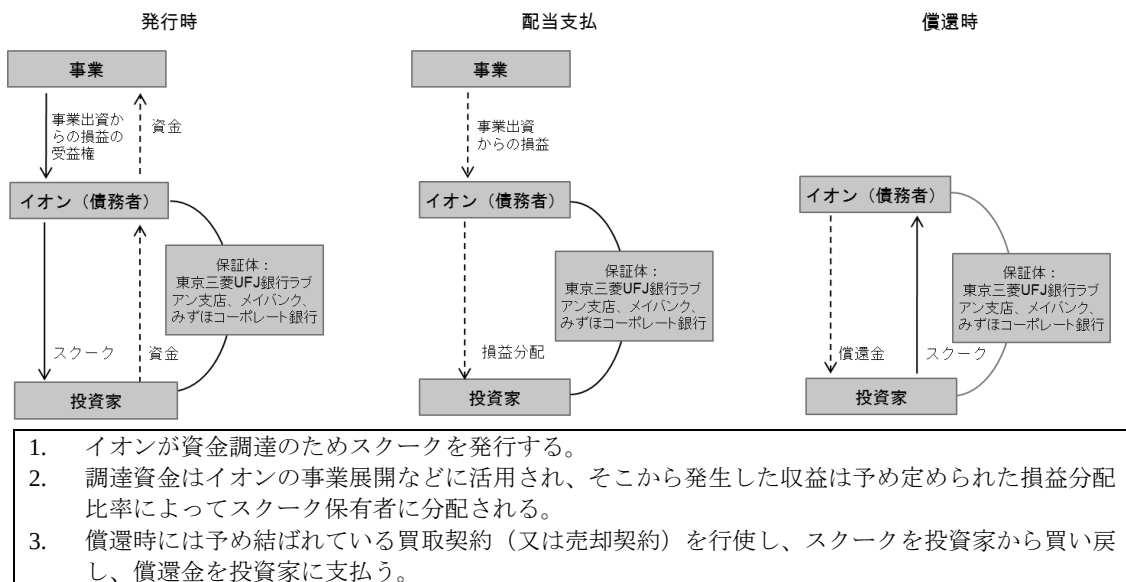
本章では日系企業の代表的な発行事例としてイオン・クレジット・サービス、UMW トヨタ・キャピタルと野村ホールディングスのスクークを紹介する。

### 1. イオン・クレジット・サービスのムシャーラカ・スクーク

イオンは2007年に4億リンギット（約136億円）のスクーク発行枠を設定した。調達資金は現地のクレジットカードシステムやATMネットワークの拡張と支店、営業所の増設という投資資金と、運転資金に用いられた<sup>13</sup>。当発行枠の対象スクークは、コマーシャル・ペーパー（CP）とミディアム・ターム・ノート（MTNs）であり、CPの期限は最長12ヶ月、MTNsは最長5年のものとし、イオンの短期～中期的な資金需要に対応するものであった。

イオンが発行したスクークはムシャーラカ・スキームをベースにしており、図表15のような仕組みとなっている。スクークで調達した資金の利用方法の一つが、2002年からイオンによりマレーシアで提供されているシャリーア適格なコンシューマー・ファイナンス事業の拡大のための投資であった。

図表15 イオン・クレジット・サービスのスクークの仕組み



（注）点線の矢印はキャッシュフローを示す。

（出所）野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> “AEON’s Sukuk Frenzy Begins,” *Islamic Finance News*, Jan. 19, 2007.

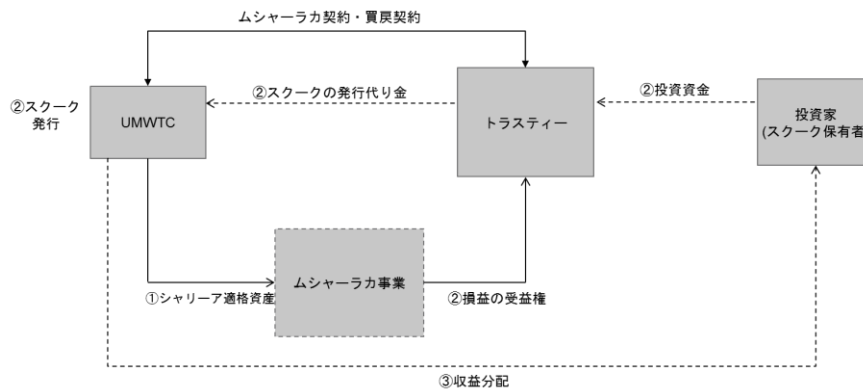


## 2. UMW トヨタ・キャピタル（UMWTC）のムシャーラカ・スクーク

日本でも有名なもう一つの事例は UMWTC によるスクーク発行である。UMWTC が 2008 年に 10 億リンギット（約 320 億円）のスクーク発行枠を設定した。同スクークもイオンのスクークと同様に、ムシャーラカ・スキームを利用している（図表 16）。

2008 年のスクークは私募のムシャーラカ・スクークであったため、機関投資家が 100% を占めており、その約半分はマレーシア国外の投資家であった<sup>14</sup>。

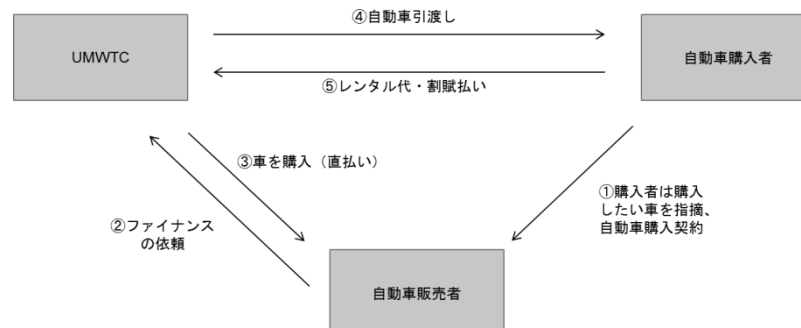
図表 16 UMWTC のスクークの仕組み



（出所） Toyota Capital Services, UMW Toyota Capital SDN BHD “Offering Circular”を基に  
野村資本市場研究所作成

UMWTC からトラスティーに提供される「シャーリア適格資産」は、UMWTC がマレーシアで提供している「アル・イジャーラ・ツツマ・アル・バイ（ハイヤーパーチェス方式）」と「トヨタ・ドライブ（リース方式）」のシャーリア適格な自動車購入ローン債権である（図表 17）。すなわち、スクークからの資金はムスリム消費者に提供されるシャーリア適格な自動車ファイナンスのために利用される。当該資産から発生する収益は投資家（スクーク保有者）に分配される配当の原資となる。

図表 17 「アル・イジャーラ・ツツマ・アル・バイ」の仕組み



（出所） 野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> “Toyota’s US\$308 million Musharakah ICP and IMTN,” *Islamic Finance News*, Aug. 1, 2008.

UMWTC は発行地としてマレーシアを選んだ理由として、①マレーシアでのビジネスのためのリングgit調達であること、②マレーシアのスクークに関する法律が明確で、市場が最も発展していること、③様々な税制上の優遇措置などによってコスト効率の良い調達が可能となることをあげている。

イオンも UMWTC もムシャーラカ・スキームを選択した背景として、ムシャーラカに適切なシャリーア適格な事業・資産を有しているほか、ムシャーラカは発行当時、世界的に認められ、流行していたことがあげられる<sup>15</sup>。

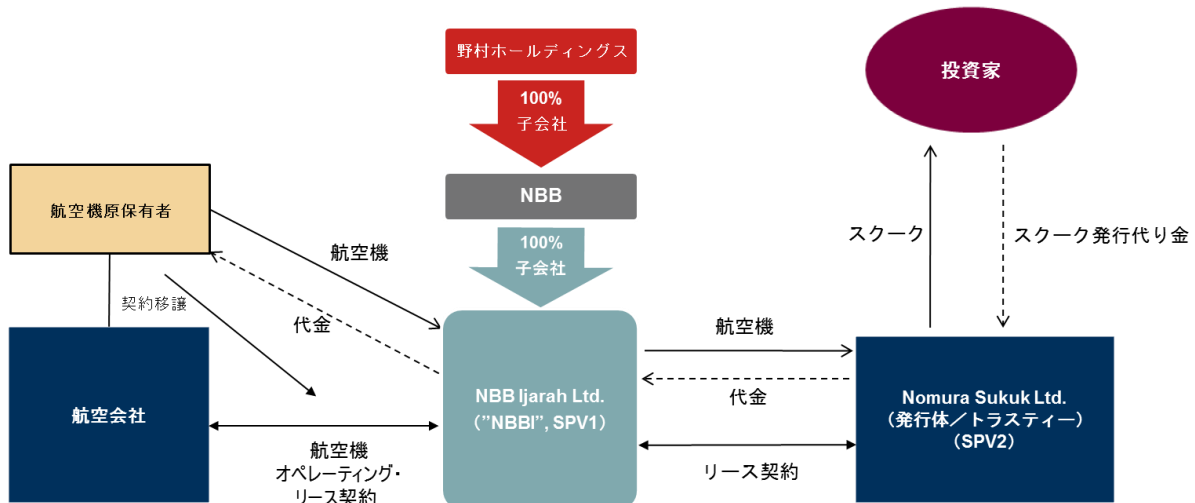
### 3. 野村ホールディングスのイジャラ・スクーク

野村ホールディングスは 2010 年にマレーシアで日本企業として初めての米ドル建スクークを発行した。発行額は 1 億米ドル、期間は 2 年のイジャラ・スクークで、調達資金は同社の子会社である野村バブcockアンドブラウン（NBB）が行っている航空機リース事業に利用された。

野村ホールディングスのスクークでイジャラ・スキームが利用された理由としておそらく、イジャラは世界の投資家層にアピールし、シャリーア・リスクと評判リスクの低い、最も基本的なスキームである点が考えられる。

野村ホールディングスのスクークの仕組みは図表 18 の通りである。

図表 18 野村ホールディングスのスクークの仕組み  
(① 発行時)



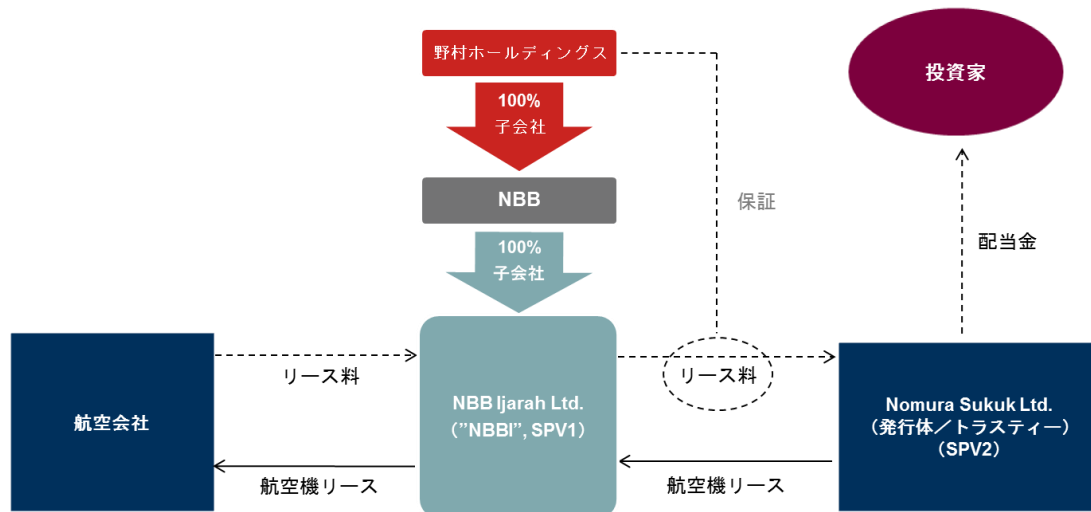
(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。

1. 航空機を裏付けとしたスクークを発行するために SPV を設立する。
2. 航空会社がもっていた既存のリース契約を SPV1 に譲渡し、飛行機を売却する。（シャリーア上、資産の受益権の譲渡だけでなく、リーガル・タイトルの譲渡が原則必要である）

<sup>15</sup> “Toyota’s US\$308 million Musharakah ICP and IMTN,” *Islamic Finance News*, Aug. 1, 2008.

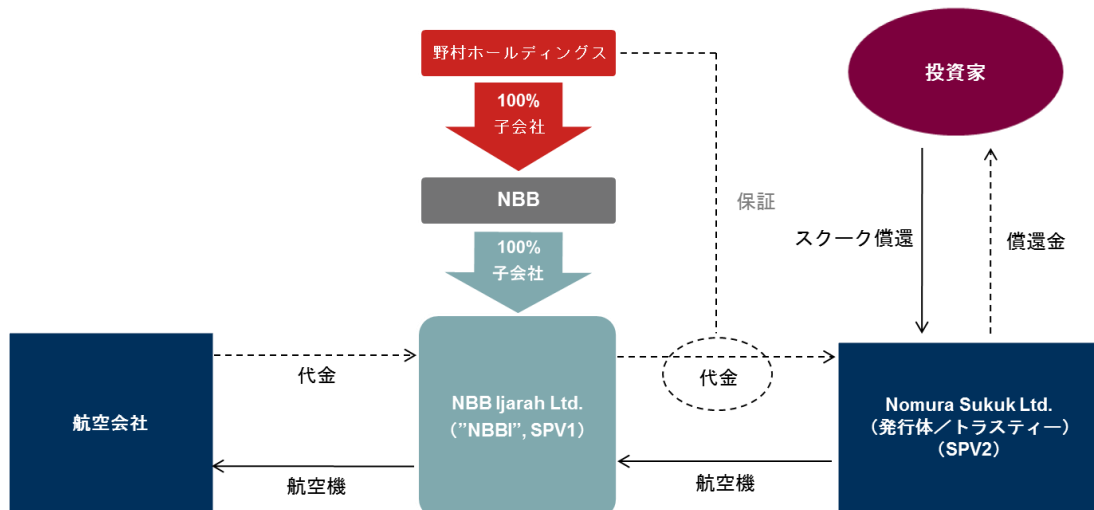


## (② 配当支払時)



3. 投資家は、裏付けとなっている航空機のリース契約から発生する利益から、「利息」ではなく、「配当」を SPV2 から受け取る。
4. シヤリーア上、債務者である野村は、投資家に支払う「配当」を直接的に保証することは認められないため、リース料を含む SPV 1 が SPV2 に負う債務を野村が保証する。

## (③ 償還時)



5. 償還時には、航空機は予め結ばれた買取契約の行使によって SPV 1 に売り渡され、その代金が SPV2 を通して投資家に支払われる償還金の原資となる。
6. ここでも、スクークの元本の返済を野村が直接保証することはシヤリーア上で認められないため、SPV1 から SPV2 への資金の支払いを野村は保証する。

(注) 点線の矢印はキャッシュフローを示す。

(出所) 野村資本市場研究所作成

## IV. 今後の動向と課題

前述のとおり、世界のイスラム金融資産は 2014 年中に 2 兆米ドルを超えると予想されている。そのうちの約 78%をイスラム銀行の資産が占めており、スクークは約 16%となっている<sup>16</sup>。イスラム金融の成長の背景には主にイスラム諸国の経済成長と国民における平均所得の増加や非イスラム教国のイスラム金融への関心の高まりがあげられる。

スクーク市場が拡大している背景として、①イスラム教徒投資家に加え、非ムスリム投資家が増えていること（目的はリターン、ポートフォリオの多様化、イスラム金融を通じた「社会的責任投資（SRI）」、世界金融危機や欧州債務危機などの影響の回避など）、②イスラム諸国のソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）、年金基金などによる投資の増加、③多くの国でスクーク発行を容易化する税制改正を含む制度改革・市場整備が推進されていること、④ソブリン・スクークの増加、⑤イスラム諸国における大規模なインフラ建設・開発プロジェクトのための資金調達手段としてのスクークの普及、などが考えられる。さらに、バーゼルⅢの導入がスクーク発行を促す側面も指摘されている<sup>17</sup>。

非イスラム教国でのスクーク発行を可能にするための重要なステップは、①スクークを発行することを法律で認めて、スクークの法的な安定性を確保すること、②コンベンショナル債券と同様の税率などの適用によってスクークに関するコストを競争的なレベルに引下げることである。

日本企業の中でもスクークに対する関心が高まってきている一方、2012 年 4 月から日本版スクーク（J-Sukuk）の発行が可能となったにもかかわらず、国内での発行事例は未だにない。理由として、①イジャラ・スクークのような基本的なスキームを利用するスクークの場合、発行額は裏付け資産の市場価格に制約されること、②スクークの発行に必要なシャリーア適格な裏付け資産を所有している企業が少ないこと、③スクークの発行に必要なノウハウ（シャリーア適格性評価、法律、会計等）を持ち、あるいはそうしたコンサルティング・サービスを国内で（日本語で）提供できる企業が不足していること、④コンベンショナル社債よりスクークの発行コストが高く、発行プロセスが長い（目安で 12～20 週間）こと<sup>18</sup>、⑤J-Sukuk から受ける配当金は税務上、社債の利子と同様に扱われるため<sup>19</sup>、スクークの利回りがコンベンショナルな債券より高く設定されなければ、国内の投資家にとって投資するインセンティブがなく、スクークで円建て調達を行いたい発行者は、海外イスラム投資家の円建てスクークへの投資意欲に依存してしまうこと、などが考えら

<sup>16</sup> 78%がイスラム銀行資産、16%がスクーク、4%がイスラム・ファンド、1%がタカフル（イスラム保険）、1%がイスラム・マイクロファイナンスである。（出所：Zubair Mughal, “2014 will be promising for Islamic Finance Industry,” *Blassys Microenterprise eMagazine*, Aug. 28, 2014.）

<sup>17</sup> 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 年春号を参照。

<sup>18</sup> シャリーア適格認証プロセスにはスキーム、裏付資産や事業内容によって約 2 万～15 万米ドルの手数料がかかるとされている。（出所：Frank Stocker, “Wie Islamgelehrte am Finanzmarkt Reibach machen (How shariah scholars make big money in financial markets),” *Die Welt*, Aug. 14, 2014.）

<sup>19</sup> 金融庁「日本版スクーク（イスラム債）に係る税制措置 Q&A」の 4 ページ。

れる。このように、国内でのコーポレート・スクークの発行には様々な課題が残っている。

それに対して、海外では近年日系企業によるスクークの発行事例が見られている（上述参照）。イオン、UMWTC と野村ホールディングスに続いて、三菱東京 UFJ 銀行も 2014 年 9 月にマレーシアでスクークを発行した。また、イオンは今後マレーシアで永久スクークの発行を検討していると報じられた<sup>20</sup>。今までスクークで調達をした日系企業の共通点として、海外でイスラム金融事業を行っていることがあげられる。

日系企業がスクークを発行するときの重要な課題として、シャリーア適格性があげられる。前述のとおり、スクークのシャリーア適格性に関するイスラム法学者の意見の相違が、特に国境を越える発行の場合に問題になりえる。例えば、マレーシアにおけるスクークの発行について考えてみると、国内の法律などが整っており、スクークで資金が調達しやすい状況である。しかし、マレーシア国内の発行の場合、調達できる資金は主にリンギットであり、必ずしも起債者が求める通貨ではない。現地ビジネスへの融資のための調達であれば、現地通貨をそのまま利用することができるが、そうでない場合には、必要な通貨にスワップする必要がある、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を検討する必要がある。一方、野村ホールディングスのスクークのような、世界のイスラム法学者とイスラム投資家に認められる国際的なスクークの発行を狙う場合、ストラクチャリングに必要なシャリーア・アドバイザー・サービスや発行書類に係る会計・法律相談などの費用などが国内発行より高くなる恐れがある。このように、スクークは通貨とコストの点で制約を受けることがある。

それにもかかわらず日系企業にとって、スクークはイスラム圏でのビジネスを拡大するための重要な調達手段になりえる。なぜなら、現在、ASEAN 諸国の人口の半分近くをイスラム教徒が占めており、世界の人口の 4 人に 1 人がイスラム教徒と言われている。また、イスラム教徒の人口の増加ペースが速く、15 年後には 22 億人に達すると試算されている<sup>21</sup>。さらに、イスラム圏の所得水準の上昇に伴って、イスラム市場のグローバルなウェイトも今後高まっていく。イスラム教徒が求めるハラール・ビジネスへ融資するにはシャリーアに遵守した調達が望ましいとされているからである。

イオン、トヨタ・キャピタル、野村ホールディングス、三菱東京 UFJ 銀行は国際スクーク市場に一早く参入したパイオニアである。東南アジアを始めとしてイスラム市場への参入を進める日本企業の今後のさらなる動きが期待される。

<sup>20</sup> “Aeon Credit said opting for perpetual notes or sukuk issue,” *The SunDaily*, Oct. 22, 2013.

<sup>21</sup> PEW Research Center “The Future of the Global Muslim Population,” Jan. 2011.