

## 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

ラクマン ベディ グンタ

### ■ 要 約 ■

1. イスラム銀行は金融危機をもたらした原因と直接的には関係がなく、また危機にもそれほど晒されていなかったが、母国当局がバーゼル III を受け入れることでイスラム銀行も今後の規制強化の影響を受けることになる。イスラム銀行の規制を設定するイスラム金融サービス委員会（IFSB）が、バーゼル III の規制に則して規制セット（IFSB-15）を発表している。
2. バーゼル III 及び IFSB-15 がグローバルなスクーク（イスラム債）の市場に与える影響として、①バーゼル II より高い自己資本比率要件を満たすために、イスラム銀行の国内外の市場において自己資本に算入できるスクーク発行が増えること、②バーゼル III の流動性規制に対応を図るイスラム銀行の投資適格スクークに対する需要が増加し、それに従って高い信用格付を付与された国と企業によるスクーク発行が増えること、③イスラム国及び非イスラム国において、スクークの発行を容易にするための法律（税法等）と規制の改革が進められていることから、標準化によってスクーク発行関連費用が減少することが想定される。
3. 世界のイスラム金融機関は、投資の多様化と成長とともにイスラム金融における証券化ビジネスも増やす傾向にある。バーゼル III と IFSB-15 により強化される自己資本比率や流動性規制の導入は、スクークに対する需要をむしろ拡大させ、今後の市場の成長の原動力になる可能性があると思われる。
4. 更に、2014 年はヨーロッパ、アフリカ、アジアの国がソブリン・スクークの発行を計画しており、グローバル・スクーク市場の拡大にとって重要な年となることが予想される。非イスラム国を含む様々な国でスクークの発行が実現すれば、現在湾岸諸国とアジアのイスラム国（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と思われる。

## I バーゼル III がスクーク市場に及ぼす 3 つの影響

2008 年以降の金融危機をきっかけに、バーゼル銀行監督委員会はバーゼル III を通じて、より強靱な銀行及び金融システムの実現を図るために銀行規制を大幅に強化しようとしている。バーゼル III の主な焦点は、国際業務を展開している銀行の健全性を維持するための新たな自己資本と流動性に関する規制である。つまり、銀行により多くの質の高い自己資本を持たせることによって、金融市場に混乱が発生したとしても自己資本で損失を吸収できる能力を維持することと、流動性を高めることによって、金融市場が機能不全となるリスクに対応し、更に銀行の短期金融市場への依存度を下げることが目的である。

イスラム銀行は金融危機をもたらした原因と直接的には関係がなく、また危機にもそれほど晒されていなかったが、母国当局がバーゼル III を受け入れることでイスラム銀行も今後の規制強化の影響を受けることになる。この点に関して、イスラム銀行の規制を設定する国際機関イスラム金融サービス委員会（Islamic Financial Services Board, IFSB）が、バーゼル III の規制に則して、「イスラム金融サービスを提供する機関」（Institutions offering Islamic Financial Services, IIFS）を対象とする規制セットを発表している。

バーゼル III 及び、それを踏まえて IFSB により提言された規制は、グローバルなスクーク（イスラム債）の市場に次のような影響を及ぼすと思われる：

1. バーゼル II より高い自己資本比率要件を満たすために、イスラム銀行の国内外の市場において自己資本に算入できるスクーク発行が増える可能性があること。
2. バーゼル III の流動性規制への対応を図るイスラム銀行の投資適格スクークに対する需要が増加し、それに従って高い信用格付を付与された国と企業によるスクーク発行が増える可能性があること。
3. イスラム国<sup>1</sup>及び非イスラム国において、スクークの発行を容易にするための法律（税法等）と規制の改革が進められていることから、標準化によってスクーク発行関連費用が減少する可能性があること。

以下では、IFSB によるイスラム銀行規制の動向を概観したうえで、規制改革のスクーク市場への影響について検討する。

## II IFSB と改定されたバーゼル規制

### 1. イスラム金融サービス委員会（IFSB）とは

通常の銀行とイスラム銀行との間では、銀行に関わるシステム、コンセプト、業務や契約のあり方などに違いがある。しかしながら、バーゼル III は通常の金融機関とイスラム

<sup>1</sup> イスラム国とは人口の大半がイスラム教徒である国とする。

金融機関の間の区別をしていない。その背景として、イスラム金融機関はいまだに世界の金融システム全体のごく一部しか占めていないことが考えられる。

イスラム金融と通常の金融の相違点を考えると、バーゼルが両者を区別していないことが様々な問題を提起する可能性がある。その一つの例として、イスラム銀行の重要な商品である損益分担口座<sup>2</sup>に関する問題が挙げられる。損益分担口座の預金は、多くのイスラム銀行にとって重要な資金調達源である。その資金プールから投資される資金の損失リスクは口座所有者が負っているため、銀行にとってはリスクが発生しない。仮に損益分担口座の仕組みを銀行と口座所有者の共同投資だと理解したとしても、投資金額の一部しか銀行にとってのリスクは発生しない。しかし、バーゼル規制による自己資本比率の計算においては、損益分担口座の資金プールを区別して認識しない限りその運用は一般の貸出と同じ扱いとなってしまう。

イスラム金融資産の過去4年にわたる年平均成長率は17.4%である。2013年に総資産額は1.8兆米ドルに達しており、2014年においては2兆米ドルを超えると予想されている。その中の78%をイスラム銀行、16%をスクーク、4%をイスラム・ファンドが占め、タカフル（イスラム保険）とイスラム・マイクロファイナンスが1%ずつを占める<sup>3</sup>。イスラム金融の成長性を考えれば、規制の設計において配慮する必要は次第に高まると考えられる。

上記のような問題を解決するために、2002年にマレーシア（クアラルンプール）にイスラム金融サービス委員会（IFSB）が設立された。IFSBはイスラム国を中心とするグローバルな基準設定主体として活動をしており、次のようなことを目標としている。

- イスラム金融機関のより効率的な監督と規制管理のために、国際基準（例えばバーゼル規制）に基づいてイスラム金融機関に適切な指針と助言を提供すること<sup>4</sup>。そして、イスラム金融業界の健全な発展を支えるためのリスクの識別方法、リスクの測定、リスク管理やリスク開示基準などに関する指導を行うこと。
- 世界の主な国際基準設定主体や各国の金融監督当局との連携と協力によって、国際通貨体制、国際金融制度や各国の金融市場の安定と健全性を支えること。
- イスラム金融機関および通常の金融機関の効率的な運用とリスク管理のためのツールや手順を開発し、金融システム全体を成長させること<sup>5</sup>。

IFSBはイスラム金融の健全な発展を支援している金融監督当局や規制当局と協力をし、銀行業、資本市場とタカフル（イスラム保険）を含む、幅広い金融分野における規制や改正案を提言している。IFSBの創立以来、イスラム金融機関を対象にする規制提言、ガイ

<sup>2</sup> 預金者が預け入れた資金が銀行によって、イスラム教の教義である「シャリーア」の適格範囲内で運用され、その結果発生した損益が預金者に配分される口座。

<sup>3</sup> Zubair Mughal, "2014 will be promising for Islamic Finance Industry", *Zawya / Thomson Reuters*, Dec. 31, 2013.

<sup>4</sup> イスラム金融機関に適切な指針と助言とは、イスラム法（シャリーア）適格の要件を考慮した指針等のことである。

<sup>5</sup> 詳しくはIFSBのホームページの「IFSB Objectives」を参照（<http://www.ifsb.org/objectif.php>）。

ダンスと実務指針を含む、22件の基準が発令されている<sup>6</sup>。2013年末現在、IFSBには58の金融監督当局と規制当局、8の国際機関、112の金融機関等及び7の自主規制機関（業界団体、証券取引所など）を含む、45の管轄区域に亘って185の会員がいる。

## 2. バーゼル III と IFSB-15 規制

イスラム銀行も通常の銀行と同様、市場リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスクやレピュテーション・リスク（風評被害リスク）に晒されている。それに加えて、ほとんどの金融市場において、イスラム銀行は通常の銀行より大きな流動性の管理リスクに直面している。なぜなら、金利の受払いはイスラム法（シャリーア）で禁じられているため、イスラム銀行は金利に関わる全ての金融手段の取り扱いが制限されるからである。そのため、イスラム銀行はシャリーア適格なイスラム資本市場とイスラム金融商品が十分発達していない国では、余剰流動資産（キャッシュ）を有利子の債券に投資したり、金利を付して他の金融機関に貸したりすることができない。その上、市場にストレスがかかった状況となった場合、通常の金融機関や中央銀行からの有利子調達も不可能であるため、イスラム銀行における流動性の管理は通常の銀行に比べてより困難なものとなる。

このような問題への対処として、IFSBは2005年からバーゼル規制に基づいて、イスラム銀行に適切な自己資本比率規制と流動性の管理に関するガイドラインなどを作成している。そして、バーゼル III の適用にあわせて、IFSBも2013年末にイスラム銀行における資本・流動性規制を強化する包括的な規制改革案「IFSB-15」を公表した<sup>7</sup>。

バーゼル III を受けた IFSB-15 は、イスラム銀行業において効果的なリスク管理を確保するための自己資本比率と流動性規制のフレームワークの導入を目標とする。更に IIFS（イスラム銀行）のためのシャリーアを守る、規制上の自己資本の構成要素（Tier 1 と Tier 2 を含む）に関するガイドラインを提供するものである。それに加えて、イスラム金融商品（例えば損益分担口座とスーク）やサービスのリスク・エクスポージャーを分析し、それに合わせた所要自己資本比率などに関する規制も提示している。なお、IFSB-15 は、資本保全バッファやレバレッジ比率についても規定している。

IFSB が策定した規制は、イスラム国において必ず導入されるとは限らない。IFSB の全ての規制には法的拘束力がないことから、実際に導入されるかどうかは各国の規制機関の判断による。

<sup>6</sup> 詳しくは IFSB のホームページの「Published Standards」を参照。（<http://www.ifsb.org/published.php>）

<sup>7</sup> “IFSB-15: Revised capital adequacy standard for Institutions offering Islamic financial services [excluding Islamic insurance (takaful) institutions and Islamic collective investment schemes]”

## III 自己資本比率規制改革のスクーク市場への影響

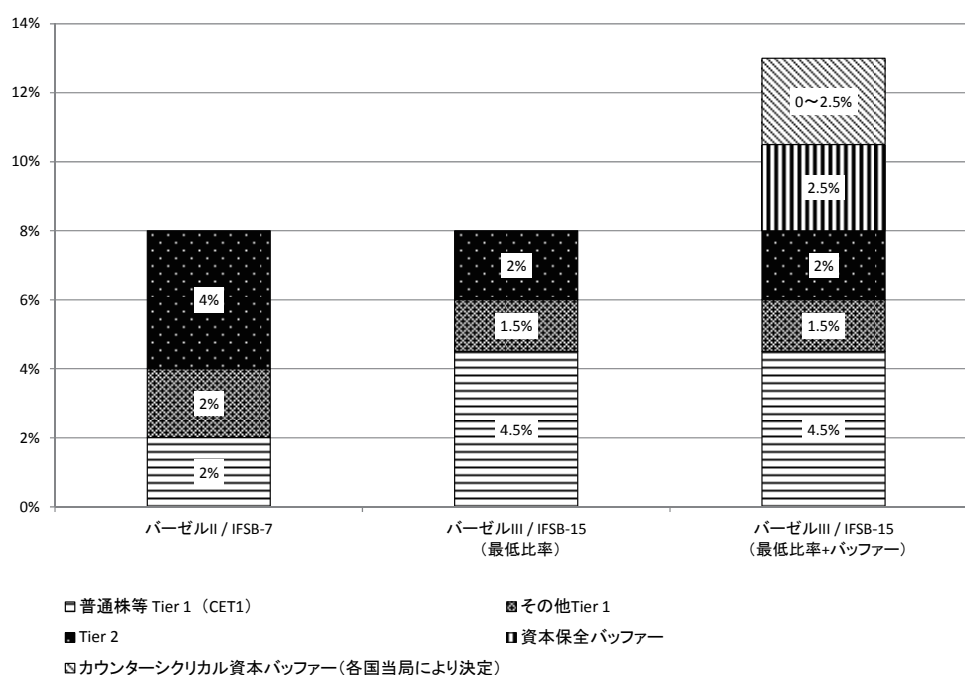
## 1. イスラム銀行によるスクーク発行の増加

バーゼル III では、8%の総自己資本最低比率に加えて、2.5%の資本保全バッファと各国当局により 0~2.5%の範囲で決定されるカウンターシクリカル資本バッファの導入が予定されている（図表 1 参照）。また、普通株式等 Tier 1 (CET1) とその他の Tier 1（優先株式、ハイブリッド証券等）で構成される Tier 1 資本と Tier 2 資本の資本算入要件の厳格化が行われている。

イスラム銀行の金融商品の多くはコモディティや物的資産（例えば不動産）を原資産としていることから、市場の変動の影響を受けるリスクに晒されている。従って、イスラム銀行もバーゼル III によって提案されているカウンターシクリカル資本バッファを重視すべきであると IFSB は強調している。特に発展途上国において事業を行っているイスラム銀行は、資本保全バッファに加えて、カウンターシクリカル資本バッファも積み増すことが求められる<sup>8</sup>。

IFSB が定める自己資本規制は、比率の水準についてはバーゼル III と同じである。一方、自己資本に計上できる調達手段の項目は、イスラム銀行の資本調達がシャリーアによって

図表 1 バーゼル III / IFSB-15 における自己資本の強化



(注) 2019年までに段階的にグラフで表示されるレベルに引き上げられる。

(出所) バーゼル III・IFSB-15 規則文書より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> IFSB-15 規制文書によると、必要な場合には各国の規制当局により、2.5%以上のカウンターシクリカル資本バッファの設定も認められる。

制限を受けることを考慮し、IFSB-15 では Tier 1 又は Tier 2 資本の一部として、イスラム銀行の資産を基に発行されるスクークを認めている。具体的には、その他 Tier 1 の資本として、永久ムシャーラカ・スクーク、Tier 2 資本調達として満期 5 年以上のスクーク（ムダーラバ・スクーク又はワカラ・スクーク）が認められている<sup>9</sup>（図表 2 参照）。

すなわち、イスラム銀行が発行する永久ムシャーラカ・スクークを通常の銀行におけるハイブリッド証券に、またイスラム銀行が発行する満期 5 年以上のスクークを通常の銀行における劣後債に、それぞれ相当するものと見做されている。もちろん、これらのスクークがコンベンショナル銀行の資本調達手段と同一の資本性を有するとは言い難い面もあるが、イスラム金融契約の性質やスクーク市場の慣習などに鑑み、IFSB が類似性を認めたものと言えるだろう（補論参照）。

図表 2 バーゼル III と IFSB における自己資本参入可能な資本商品

バーゼル III		IFSB-15	
コア Tier 1 (CET1)	普通株式	コア Tier 1 (CET1)	普通株式
その他 Tier 1	優先株式	その他 Tier 1	優先株式
	ハイブリッド証券		ムシャーラカ・スクーク
Tier 2	劣後債	Tier 2	ムダーラバ・スクーク又はワカラ・スクーク（当初の残存期間は最低 5 年）
	劣後ローン		

(注) 1. IFSB によるとスクークの保有者に対する分配率は発行銀行の信用格付に関係なく設定すべきである。

2. 優先株式は一部の国においてのみ認められている。

(出所) バーゼル III、IFSB-15 規制文書より野村資本市場研究所作成

## 2. 自己資本管理のためのスクーク発行

上記のような動きを受け、世界のイスラム銀行において、スクーク発行によって自己資本比率をバーゼル III 規制の水準に引き上げようとする傾向が現れている。具体例としては、2012 年の Abu Dhabi Islamic Bank の 10 億米ドルのスクークによる Tier 1 資本調達、2013 年の Dubai Islamic Bank の 10 億米ドルのスクーク発行による Tier 1 資本調達<sup>10</sup>と 2012 年のサウジアラビアの Saudi Hollandi Bank の 14 億リヤル（約 3 億 7,300 万米ドル<sup>11</sup>）のスクークによる Tier 2 資本調達が挙げられる。Abu Dhabi Islamic Bank と Dubai Islamic Bank の各スクークに対するブックイング・オーダーが 140 億米ドル以上に達し、ファンド、個人投資家やイスラム銀行からの需要の高さも明らかになった<sup>12</sup>。湾岸諸国以外でも、マレーシアの AmIslamic 銀行、RHB 銀行と Public Bank もバーゼル III に求められる自己資本比

<sup>9</sup> 各スクークについて詳しくは補論を参照。

<sup>10</sup> UAE ではムダーラバ・スクークによる Tier 1 資金調達が求められており、Abu Dhabi Islamic Bank と Dubai Islamic Bank のスクークはムダーラバ型である。詳しくは補論の「4. ムダーラバ・スクーク」を参照。

<sup>11</sup> \$1 = 3.74536 サウジ・リヤル（2012 年 11 月 26 日時点）。

<sup>12</sup> HSBC アマナ、「The Current Prospects for Risk-Sharing Sukuk」、2013 年 9 月 11 日の発表資料より。

率を満たすためにマレーシア証券監督当局よりスクーク発行の許可を得ており、今後、段階的にそれぞれ合計 30 億リンギット（約 9 億 700 万米ドル）、10 億リンギット（約 3 億 258 万米ドル）と 50 億リンギット（約 15 億米ドル<sup>13</sup>）のスクーク発行によって Tier 2 資本の調達を予定していると発表した<sup>14</sup>。AmIslamic は既に 2 億リンギット（約 6,090 万米ドル）分のバーゼル III 適格スクークを発行しており、これは東アジアにおける初のバーゼル III 適格のスクークであった。

今後ともバーゼル III に合わせて段階的に引き上げられる IFSB 自己資本比率規制の要求水準とともに、イスラム銀行の資本調達ニーズにあわせたスクーク発行の増加が予想される。

## IV 資金流動性基準の導入によるスクーク需要の増加

### 1. 高い信用格付スクークに対する需要の増大

バーゼル III における流動性規制のうち、流動性カバレッジ比率（LCR）基準の段階的な導入によって、イスラム銀行でも高品質の流動資産（High Quality Liquid Assets）に対するニーズが拡大すると予測される<sup>15</sup>。

前述のとおり、国際的なイスラム銀行の流動性の管理には様々なシャリーア制限が付いているため、イスラム銀行は通常の銀行と違い、米国、イギリス、ドイツや日本の政府により大量に発行されるソブリン債を保有することができない。一方、ソブリン・スクークを見ると、湾岸諸国のような財政が健全な政府は国際的にスクークを大量に発行する必要がないのに対して、アフリカのイスラム国は資金制約や信用力の影響により十分な量のスクークを発行できない状況にある。従って、現在の国際金融市場においては、イスラム金融適格な高品質の流動資産の供給が不足しており、これから増加していくと予想されているイスラム銀行の流動性カバレッジ比率への対応から生じるニーズに応じられない恐れがある。

近年のグローバル・スクーク市場データを見ると、2012 年に発行されたスクークの総額は 1,350 億米ドルで過去最高を記録したものの、2013 年は米連邦準備制度理事会（FRB）による量的金融緩和の縮小（テーパリング）の影響などで約 1,150 億米ドルに減少した。一方、投資家側のスクークに対する需要は、イスラム金融資産の成長とシャリーア適格の高品質の流動資産ニーズの増加を背景に、今後とも供給を上回り続けると予想される<sup>16</sup>。

前述の Abu Dhabi Islamic Bank (Fitch: A+) と Dubai Islamic Bank (Fitch: A) のスクークに対するブックイング・オーダーの量などからも、高い信用格付を有する政府や企業にとつ

<sup>13</sup> \$1 = 3.30354 マレーシア・リンギット（2014 年 2 月 15 日時点）。

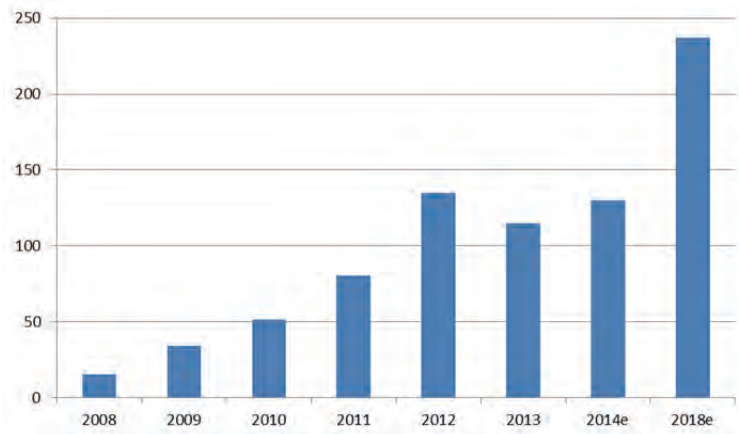
<sup>14</sup> Al-Zaquan Amer Hamzah, "Malaysia's AmIslamic plans region's first Basel III sukuk", *Reuters*, Feb 13, 2014 と Al-Zaquan Amer Hamzah, "Malaysia's Public Bank seeks approval for \$1.5bln Basel III sukuk", *Reuters*, Feb. 26, 2014.

<sup>15</sup> 2015 年における LCR 最低基準は 60% となり、それ以降最低基準を毎年 10% ずつ引き上げ、2019 年に 100% に至る。

<sup>16</sup> Bernardo Vizcaino, "Global sukuk supply/demand gap to peak in 2014", *Reuters*, Feb 26, 2014 と "Global demand for Sukuk to reach US\$900bn by 2017", *Ernst & Young*, Sep. 9, 2012.

図表3 グローバル・スーク発行額の予測

(単位：10億米ドル)



(注) 2014年～2018年データは、ロイターによる予測である。

(出所) Zawya、ブルームバーグ、KFHリサーチのデータより野村資本市場研究所作成

ては、スーク発行の新たな機会が広がっていることがわかる。

以上をまとめると、IFSB-15規制の導入に伴い、自己資本調達手段としてのスーク発行需要と、高品質の流動資産としてのスーク投資需要が拡大し、世界のスーク市場の成長を促すものと思われる。ロイターによれば、2014年以降、スークのグローバル発行は再び増加し、2014年に1,300億米ドル、2018年には2,370億米ドルに至ると予想されている<sup>17</sup> (図表3参照)。また、アーンスト・アンド・ヤング (EY) は、スークに対するグローバルな需要は2017年に9,000億米ドルに達すると予想している。

## V グローバルに拡大するイスラム金融の取り込みの動き

上記のようなイスラム銀行資産の成長とスーク市場拡大の動きを背景に、非イスラム国の政府・企業や国際機関によるスークの発行予定が相次いで公表されている。

### 1. ヨーロッパ

ルクセンブルク (Fitch: AAA) 政府は2014年1月に、スークを発行するための法案を議会に提出し、年内に2億ユーロ (2.75億米ドル) 規模のソブリン・スークの発行を目指すと発表した (ユーロ建てになるか、米ドル建てになるかは未定)。法案の採択までに2～5ヶ月かかるとされるが、スークの原資産となる不動産は既に指定されている<sup>18</sup>。一方、ルクセンブルク証券取引所には、2002年から合計16銘柄のスークが上場されて

<sup>17</sup> Bernardo Vizcaino, "Birth of new sovereign sukuk sources to broaden market", *Reuters*, Jan 22, 2014.

<sup>18</sup> Abhinav Ramnarayan and Bernardo Vizcaino, "Luxembourg moves closer to debut sukuk", *Reuters*, Jan. 7, 2014.



いる<sup>19</sup>。もともと湾岸諸国からヨーロッパへの多くの投資が、税金と法律上の理由によってルクセンブルク法人等を通じて行われており、ルクセンブルク政府は、スクーク発行市場に参入することによって、イスラム金融資産の欧州への入り口としてのステータスを維持したいものと考えられる<sup>20</sup>。

また、イギリス政府は 2014 年中に 2 億ポンドのソブリン・スクークの発行予定を発表している。イギリスでは銀行に対して、国内に流動資産の保有を求める独自の流動性規制が導入されており、2014 年 9 月に発行が予定されているソブリン・スクークは、国内のイスラム銀行 25 行の流動性管理ニーズに応えることが目的とみられる<sup>21</sup>。政府は更に「イスラム金融タスク・フォース」<sup>22</sup>を通じて、通常の銀行によるシャリーア適格要件を満たす金融商品の開発も促している。イギリスを西洋におけるイスラム金融ハブの地位に置くことを目標としている<sup>23</sup>。

イギリスでは既に西欧においてイスラム銀行が最も多く活動しており、12 以上の大学や専門学校でイスラム金融の勉強が可能となっている。それにもかかわらず、イギリスのオズボーン財務大臣は「英国がイスラム金融の全ての恩恵を受けるためにはもっと努力をしなければならない。従って、政府としてシャリーア適格の学生ローン、住宅ローン、起業のためのローンや起業を支援する補助金 (Enterprise Allowance Scheme) のようなサポートを提供する制度を導入する予定である。なぜなら、イスラム金融は国内雇用を増やすだけでなく、国への投資も増加させるからである」と述べている<sup>24</sup>。

イギリス政府の努力は既に果実を生み出している。その例としては、イスラム投資家によってファイナンスされた建設プロジェクトである、ロンドンのザ・シャード<sup>25</sup>と 2012 年のロンドン・オリンピックの選手村が挙げられる。更に、イスラム金融はイギリスのインフラ投資にとって重要な資金源となっている。マレーシアから 4 億ポンドの投資<sup>26</sup>を受けたバターシー発電所跡地 (Battersea Power Station) の再開発プロジェクト<sup>27</sup>やドバイからの 1.5 億ポンドの投資によるロンドン・ゲートウェイ (London Gateway) の深水港プロ

<sup>19</sup> Bernardo Vizcaino, “Luxembourg bill for debut sukuk to take 2-5 months to pass”, *Reuters*, Feb. 16, 2014.

<sup>20</sup> “EU GCC Invest Report 2013”, *EU GCC Invest*, April 2013 と Andy Sambidge, “GCC investments in Europe jump to \$78.9bn”, *Arabian Business Publishing*, July 5, 2010 と Abhinav Ramnarayan and Bernardo Vizcaino, “Luxembourg moves closer to debut sukuk”, *Reuters*, Jan 7, 2014.

<sup>21</sup> Matthew Amlôt, “UK Sukuk slated for September launch”, *CPI Financial*, Feb. 20, 2014.

<sup>22</sup> イギリスの「イスラム金融タスク・フォース」は 2013 年 3 月に設立され、国内のイスラム金融市場の成長や海外のイスラム国からイギリスへの投資を促すことなどを含め、世界のイスラム金融市場にとってイギリスの重要性を高めるための活動を進めている。詳しくは、イギリス政府プレスリリース「Government launches first Islamic Finance Task Force」、Mar. 11, 2013 を参照 (<https://www.gov.uk/government/news/government-launches-first-islamic-finance-task-force--2>)。

<sup>23</sup> “London steps up Islamic finance ambitions”, *Reuters*, Sep. 18, 2013.

<sup>24</sup> George Osborne, “London can lead the world as an Islamic finance hub”, *Financial Times*, Oct. 28, 2013 と “UK government pushes Islamic finance in the country, introduces a Shariah compliant mortgage aid scheme”, *Islamic Finance News (IFN)*, Feb. 12, 2014.

<sup>25</sup> ザ・シャード (The Shard)、又はシャード・ロンドン・ブリッジ (Shard London Bridge) はロンドン・ブリッジ駅の南西側に建設された超高層ビルである。

<sup>26</sup> ロイターによると、イギリスの不動産にはアメリカの次にマレーシアが一番多く投資をしている。 (“London steps up Islamic finance ambitions”, *Reuters*, Sep. 18, 2013.)

<sup>27</sup> Jeremy Grant, “Battersea project brings Malaysia’s UK investments into focus”, *The Financial Times*, July 1, 2013.

ジェクト<sup>28</sup>が例として挙げられる。そして、2013年に世界イスラム経済フォーラム（The World Islamic Economic Forum）が初めて非イスラム国であるイギリス（ロンドン）で開かれたこともその努力の結果である。すでに世界のイスラム投資家の関心を得ているイギリスのソブリン・スクークも大きな注目を集めると思われる。

## 2. アフリカ

アフリカの何ヶ国かの非イスラム国もソブリン・スクークの発行を予定している。南アフリカ政府は現在スクークによる資金調達を検討しており、初のソブリン・スクークの発行が2014年内に予定されていると、財務省が発表した<sup>29</sup>。その他に、ケニア、タンザニアとナイジェリアの政府も以前からスクークの発行を検討しており、南アフリカのスクーク発行の実績次第では発行に動き出すと思われる<sup>30</sup>。

## 3. 米国

米国には260万人以上のムスリムが滞在しており、イスラム教徒数の増加率は2000～2010年にわたって世界で一番だった<sup>31</sup>。しかしながら、イスラム金融の進展は他国と比べると遅れを取っており、その主な理由としてイスラム教徒に関するイメージの問題が考えられる。

それにもかかわらず、米国の大手企業のいくつかは、海外でスクークを発行しており、更にグローバルなスクーク発行のアレンジャーや幹事役を担う米国銀行もある（図表4参照）。国内で資金調達手段としてのスクークを検討している会社もある。例えばワシントンの投資銀行 Taylor-DeJongh はスクークによるエネルギーとインフラ・プロジェクト・ファイナンスの可能性を調査する部署を設立しており、現在、鉄道関連企業の Continental Rail のためのスクークによる資金調達手段を検討している。プロジェクトが実現すれば、米国国内のイスラム金融において先端的な例となる<sup>32</sup>。

<sup>28</sup> Andrew Critchlow, “DP World open to more UK investment after London Gateway”, *The Telegraph*, Mar. 29, 2014.

<sup>29</sup> “Debut Sukuk for South Africa could be issued as soon as March this year”, *IFN*, Feb. 27, 2014.

<sup>30</sup> Mirna Sleiman, “South Africa’s debut sukuk seen in first-quarter 2014”, *Reuters*, Nov. 25, 2013.

<sup>31</sup> “The Future of the Global Muslim Population”, *PEW Research Center*, Jan. 27, 2011.

<sup>32</sup> Nathaniel Popper, “Islamic Banks, Stuffed With Cash, Explore Partnerships in West”, *New York Times*, Dec. 25, 2013.

図表4 米国企業による国際スクークの発行

発行・満期	発行社	債務者	債務者の母国	セクター	発行額	ステータス	スクークの種類	上場	アレンジャー	事務幹事会社	信用格付け機関	格付け
2009年～2014年 (60ヶ月)	GEキャピタル	ゼネラル・エレクトリック	米国	電気	5億米ドル	未償還	イジャラ(リース)型	ロンドン、ドバイ、マレーシア	シティグループ、ゴールドマン・サックス・インターナショナル	シティグループ、ゴールドマン・サックス・インターナショナル、NBAD, LMH	Moody's, S&P	Aa2, AA+
2009年～2014年 (60ヶ月)	Hilal Sukuk Co.	国際金融公社(IFC)	米国	金融	1億米ドル	未償還	イジャラ(リース)型	バーレーン、ドバイ	HSBCアマナ、KFH、LMH, Dubai Islamic Bank	HSBCアマナ、KFH、LMH, Dubai Islamic Bank	Moody's	Aaa
2006年～2019年 (156ヶ月)	East Cameron Gas Company	East Cameron Partners, LP	米国	エネルギー	1.67億米ドル	不履行	ムシャラカ(パートナーシップ)型	ウィーン	メリル・リンチ、BSEC S.A.	メリルリンチ	S&P	CC
2005年～2010年 (60ヶ月)	世界銀行(国際金融公社、IFC)	国際金融公社(IFC)	米国	金融	2億米ドル	償還済み	BBA(延払方式売買契約)型	非上場	ABNアムロ銀行(マレーシア)、CIMB Islamic	ABNアムロ銀行(マレーシア)、CIMB Islamic	Moody's	Aaa
2004年～2007年 (36ヶ月)	世界銀行(国際金融公社、IFC)	国際金融公社(IFC)	米国	金融	1.31億米ドル	償還済み	BBA(延払方式売買契約)型	非上場	HSBCアマナ、CIMB Islamic	HSBCアマナ、CIMB Islamic	Moody's, S&P	Aaa, AAA

(出所) イスラム金融情報センター (IFIS) より野村資本市場研究所作成

## 4. アジア

アジアでは最近、特に香港の動きが目立つ。香港政府はイスラム金融投資をより積極的に呼び込み、アジア地域の重要なイスラム金融ハブを目指して、マレーシアとシンガポールとのギャップを縮めようとしている。香港政府は2014年1月に、香港政府債券プログラムの下でソブリン・スクークを発行するための「2014年改正ローン法案」(Loans (Amendment) Bill 2014)を策定した。今回の法案が成立すれば、香港においてイスラム金融を促進する2つ目の改革となる。2013年10月には、スクークに一般の債券と似たような課税フレームワークを適用するための「オルタナティブ・ボンドに関する内国税収印紙税改革法令」<sup>33</sup>が施行され、スクークを含む税制が完成されている<sup>34</sup>。

イスラム金融センターとなるための香港のコミットメントは明らかである。香港証券取引所では以前から、マレーシア政府のソブリン・スクークを含め、総額32.5億米ドルの海外発行のスクークが上場されており<sup>35</sup>、更に国内のスクーク発行をより容易にすることで新たな市場構築を目指している。

アジアにおいても一つスクークに関する重要な発表がアジア開発銀行(ADB)からあった。ADBは現在、イスラム金融との結び付きを強化しており、2014年中にもスクークの発行を検討しているとのことである。ADBによる発行が一件のスクークに終わらずに、今後、定期的な発行制度を導入する可能性もある<sup>36</sup>。AAAの信用格付を有するADBによるスクークの発行が、加盟各国における発行を誘発するポテンシャルもあると考えられる。

<sup>33</sup> “Inland Revenue and Stamp Duty Legislation (Alternative Bond Schemes) (Amendment) Ordinance 2013”

<sup>34</sup> “Hong Kong Gazettes new laws to make way for Sukuk issuances” *IFN*, Jan. 13, 2014.

<sup>35</sup> The Legislative Council Commission (LegCo), Loans (Amendment) Bill 2014 より。

<sup>36</sup> Bernardo Vizcaino, “ADB considering Islamic bond, sovereign insurance product”, *Reuters*, Dec. 16, 2013.

最近ではイスラム金融に関して日本企業の間でも動きがある。三菱東京 UFJ 銀行マレーシア（Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (Malaysia) Berhad）はイスラム金融ニュース・アジア・フォーラム 2013 年（IFN Asia Forum 2013）において、近いうちに（“soon”）イスラム適格証券化スキームの発行を予定していると発表している<sup>37</sup>。三菱東京 UFJ 銀行マレーシアは近年、2008 年からマレーシアで 11 件のリングgit建てスクークを発行しているトヨタ・キャピタルのスクークの共同主幹事役を務めており、行内シャリーア委員会を設置している最初の日本の銀行である。

日本企業として 2010 年に初めて米ドル建スクークを発行した野村ホールディングスに続く取り組みは、日本の金融機関におけるイスラム金融に対する関心を示している。

## VI まとめ

世界のイスラム金融機関は、投資の多様化と成長とともにイスラム金融における証券市場の活用を増やしている傾向にある。バーゼル III と IFSB-15 により強化される自己資本比率や LCR のような規制の導入は、スクークに対する需要を拡大させ、今後の市場の成長の原動力になる可能性があると思われる。

更に、2014 年は、ヨーロッパ、アフリカとアジアにおいて複数の国がソブリン・スクークの発行を計画しており、グローバル・スクーク市場の拡大にとって重要な年となることが予想される。こうした非イスラム国を含む諸国でのスクークの発行が実現すれば、現在湾岸諸国とアジアのイスラム国（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ものとなる。

しかし、イスラム国の一部と非イスラム国における規制上の障害はいまだに存在している。適切な法的フレームワーク、会計知識、シャリーアのノウハウや信用力が不足している市場においてはスクークの発行コストは通常の債券発行のコストを超えてしまい、スクーク発行の魅力を下げることになる。従って、イスラム金融を取り込むためには、政府規制当局の努力が不可欠となる。

イギリス、ルクセンブルクと香港はすでに積極的な規制改革を行い、各証券取引所にスクークの上場を促している。また、国内のイスラム金融商品とサービスの発達を進め、イスラム国の投資家にとって魅力的な市場を構築しようとしている。

香港政府の中には、ソブリン・スクーク発行に関して、国内のムスリム人口がマレーシアやシンガポールと違い、ごく一部しか占めないことがスクークの魅力を下げないかという声もあった。しかし、市場関係者から、香港の高い信用格付<sup>38</sup>を考えた上で、「グローバル発行に関しては、イスラム教徒以外の投資家にとって債券が通常のものであるかスクークであるかよりも、分配率と信用力が注目されるので、国内のムスリム人口の多寡は大した影響を与えない。更に、バーゼル III 規制による世界のイスラム銀行の投資ニーズの拡

<sup>37</sup> Lauren Mcaughtry, “Islamic Securitization: An Overview”, *IFN Supplements*, Nov. 2013 Issue.

<sup>38</sup> S&P: AAA, Moody's: Aa1, Fitch: AA+.

大は、投資適格の格付けが付与されたソブリン・スクーク発行の良い機会である」と指摘されたことが、決定の背景となったようである<sup>39</sup>。

日本の成長戦略においては、アジア・ナンバーワンの金融資本市場の実現を目指したさまざまな取組みが進められている。急成長しているイスラム新興国、規制改革によるスクークに対する需要の増加、イスラム教徒投資家のニーズの多様化などを考えれば、イスラム金融の強化も金融資本市場の国際化に向けた重要な政策となり得る。また、信用力が高い日本は、イギリス、ルクセンブルクや香港のように、スクークの上場やソブリン・スクークの発行などの改革と商品開発に取り組むことによって、余剰キャピタルに溢れている中東と東南アジアのイスラム国からの投資を誘致することが可能である。

これに関しては、日本もイギリスのように、国内イスラム金融専門家が中心となるタスク・フォースを組み、規制当局や金融庁との協力によって国内におけるイスラム金融の可能性を把握することが一つのステップとして考えられる。そしてそれに合わせて、IFSBのような国際機関との協力によって日本のイスラム金融を提供するための規制改革を更に進める必要があるだろう。しかしその後、日本におけるイスラム金融への海外投資家の参入を促すだけにとどまらず、この分野において資金、人材、技術、ノウハウを呼び込み、意欲ある人材や新商品が積極的に投入されるようにして、新たな日本経済の成長エンジン、雇用機会を提供する産業に仕立て上げることが重要である。

こうした市場整備に取り組むことにより、イギリスの例でも見られるように、例えば2020年東京オリンピックのための建設事業資金調達や国内における様々なインフラ・プロジェクトの資金調達の道を多様化する可能性も広がると考えられよう。

---

<sup>39</sup> Enoch Yiu, “Hong Kong’s Islamic finance goal boosted by Basel III rules”, *South China Morning Post*, Dec. 16, 2013.

## 【補論 自己資本対象となるスクーク】

IFSB-15 規制は、スクークをイスラム銀行における資本調達手段として認めている。その他 Tier 1 資本調達手段としてムシャーラカ・スクーク、Tier 2 資本調達手段としてムダーラバ・スクーク、またはワカラ・スクークが資本算入できる。

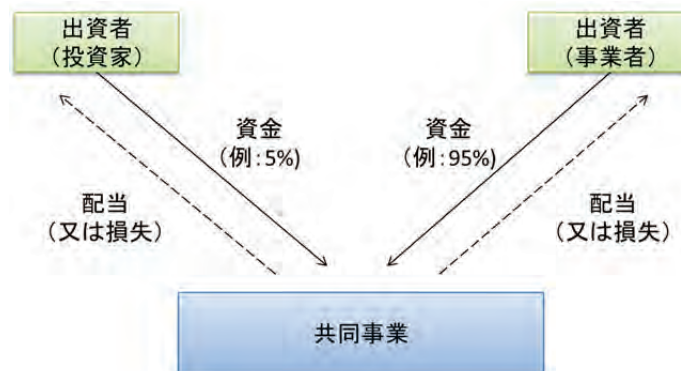
スクークは一般の債券よりも出資証券に近いものであり、シャリーア適格資産や用益権を裏付けとする。ムシャーラカとムダーラバ・スクークの場合、投資家は銀行に関する実物資産の部分所有権を有するが、資金は銀行全体のビジネスにわたって投資されるため、実際に当該資産価値には制約されない。そのため、発行銀行にとってフレキシブルな資金調達が可能となる。つまり、裏付け資産の資産価値の制限を受けないため、投資家の需要によって、大量の資金を調達することが可能である。

下記に各スクークのストラクチャーを簡単に説明する。

### 1. ムシャーラカとは

ムシャーラカとは、投資家と事業者が一つのプロジェクトに共同出資をするパートナーシップ形態によるイスラム金融である。出資される資本は流動資産（現金等）でも、固定資産（建物等）でも可能である。各出資者は事業の部分的な所有権を出資比率に応じて有する。契約条件によって、事業の経営を共同で行うか、片方に経営してもらうかが決定される。また、事業から得られる利潤は事前に決められた分配率に応じて分配される。損失が発生した場合、損失も同じ分配率に応じて負担することとなる（図表 5 参照）。

図表 5 ムシャーラカの仕組み

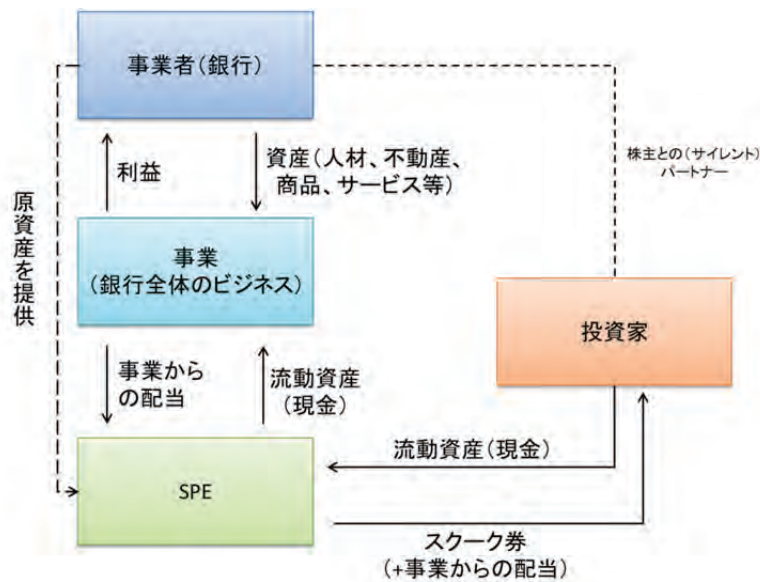


(出所) 野村資本市場研究所作成

## 2. ムシャーラカ・スクーク

その他 Tier 1 資本の対象となるムシャーラカ・スクークの場合、銀行全体のビジネスを原資産とするイスラム債券が発行され、スクークの保有者は株主と同様、銀行の利益配当を受けることが可能になるが<sup>40</sup>、業務と経営に関与しない部分所有者となる（図表 6 参照）。

図表 6 ムシャーラカ・スクーク



(出所) 野村資本市場研究所作成

IFSB-15 規制による、ムシャーラカ・スクークがその他 Tier1 資本に算入されるために満たすべき、あるいは上回るべき最低限の基準は図表 7 の通りである。

図表 7 ムシャーラカ・スクークにおけるその他 Tier 1 資本の算入基準

損失吸収力
1. シャリーア適格要件を満たすイスラム銀行が、銀行全体のビジネスを原資産とする損失吸収力のあるムシャーラカ・スクークを発行することが求められる。スクーク保有者は銀行の一般株主と同様、ステーク・ホルダーとなり、銀行の報酬及びリスクをシェアする。
2. 銀行の預金者、一般債権者などに劣後する。
発行プロセス等
3. 発行済かつ払込済である。
4. 銀行による自己投資、または銀行が支配力ないしは重要な影響を行使できる関係者が、資本調達商品を意図的に購入してはいけない。
5. 銀行が直接的に、又は間接的に資本調達商品の購入に必要な資金を提供してはならない。
6. 元本の返済（例えば、買戻あるいは償還）は監督当局の事前承認を受ければ可能であるが、銀行はコールを行使するという期待を生起させるような行動は一切行ってはならない。

<sup>40</sup> 銀行が必ずしも配当を払わなければならないという条件がなく、配当の支払いの中止は、債務不履行の事由とはならない。

満期と償還（コール）
7. 満期の指定はない。すなわち、元本返済日はなく、ステップアップ条項や、その他の償還インセンティブもない。
8. 償還可能なスクークにおいては、最低 5 年経って初めて発行体によるコールが可能になる。しかし、(a) コール・オプションを行使するためには、銀行は監督当局の事前承認を受けなければならない、(b) 銀行はコールを行使するという期待を生起させるような行動は一切行ってはならない、(c) コールを行使する場合は資本調達商品を同質あるいはより質の高い資本に入れ替えるものであること。かかる資本の入れ替えは、当該銀行の収益力からみて持続可能であるという条件の下でなされるものとする。また、銀行はコール・オプションが行使された後も、銀行の資本の状況が最低自己資本基準を優に上回っていることを示すこと、が条件である。
9. もしスクークが特別目的事業体（SPE）を通じて発行されるのであれば、銀行はその収益金を直ちに、制限なく利用（入手）できなければならない。
配当
10. 配当の支払いの中止は、債務不履行の事由とはならない。
11. 資本調達商品は、信用リスクに左右されて配当が決まるというような特徴、すなわち、全体的にあるいは部分的に銀行組織の現在の信用状態にもとづき、定期的に配当率が再設定されるというような特徴を備えることはできない。
無担保・無保証
12. 払込金額は、担保権により保護されず、また発行体あるいは関係者による保証も付されていない。あるいは、銀行の債権者との関係において、法的、または経済的に請求権の優先度を高めるような他の取り決めに服していない。

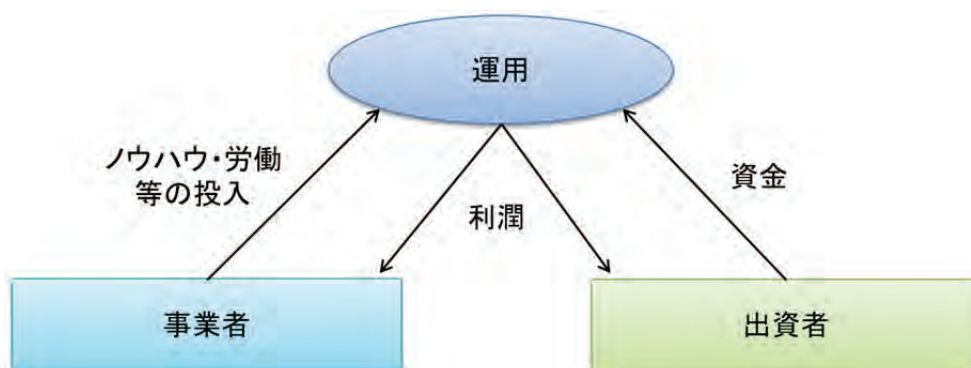
(注) 全国銀行協会の「バーゼル III：より強靱な銀行および銀行システムのための世界的な規制の枠組み仮訳案」の一部を参考とした。

(出所) IFSB-15 規制文書より野村資本市場研究所作成

### 3. ムダーラバとは

ムダーラバにおいては事業者が出資する必要がなく、その代わりに事業に関するノウハウ等をも有し、事業の運営に当たって適切な能力があることが条件となる。つまり、ムダーラバは他者に運用を委託するスキームである。出資者は事業者に資金を提供し、事業者は集められた資金をシャリーア適格な形で運用する。資金運用の結果、発生した利潤又は損失が、事前に決められた分配率で事業者と出資者に分けられる（図表 8 参照）。

図表 8 ムダーラバの仕組み



(出所) 野村資本市場研究所作成

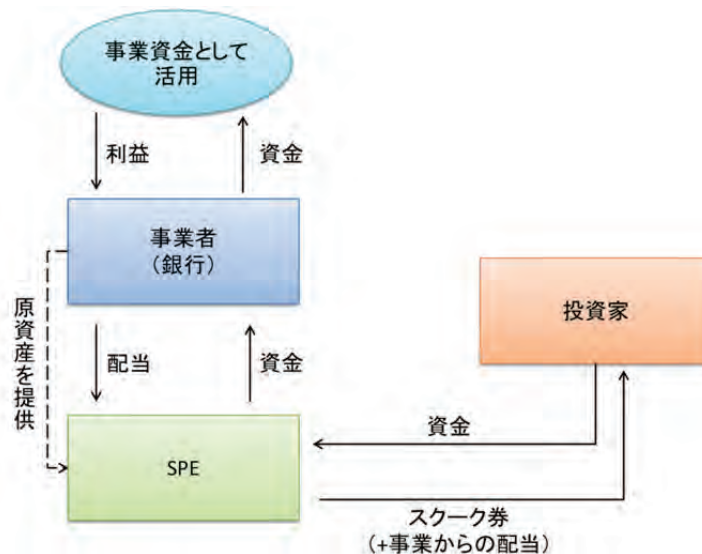


#### 4. ムダーラバ・スクーク

IFSB-15 規制は、Tier 2 資本としてムダーラバ・スクークの資本算入を認めているが、その他 Tier 1 資本調達としてムダーラバ・スクークを認める国もある（例えば UAE）。この点に関しては、「損失吸収力のあるムダーラバ・スクークは、実際にムシャーラカ・スクークの一種である」という、IFSB による定義と UAE の規制当局による定義の違いが理由であると考えられる<sup>41</sup>。前述のとおり、IFSB が策定した規制が導入されるかどうかは各国の規制機関の判断による。その例として、2012 年の Abu Dhabi Islamic Bank の 10 億米ドルのムダーラバ・スクークによる Tier 1 資本調達、2013 年に Dubai Islamic Bank の 10 億米ドルのムダーラバ・スクーク発行による Tier 1 資本調達が挙げられる。

ムダーラバ・スクークにおいては、スクーク保有者がサイレント・パートナーとなり、資金運用による利潤の配当を受けることができるが、業務と経営には参加しない（図表 9 参照）。

図表 9 ムダーラバ・スクーク



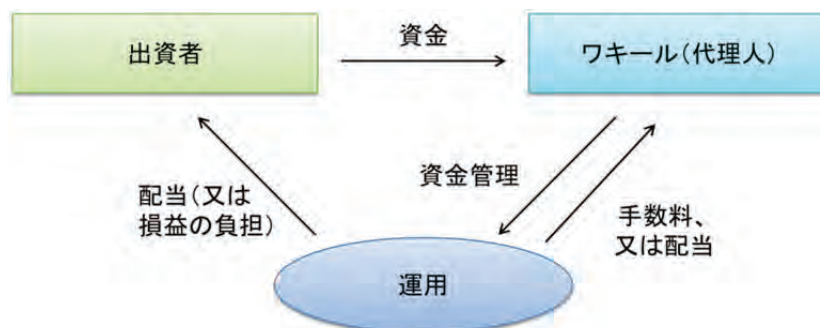
(出所) 野村資本市場研究所作成

#### 5. ワカラとは

ワカラは基本的に通常の金融におけるフィー・ビジネス（資産管理等）と同様に構成されている。出資者はワキール（代理人、いわゆる銀行）に資金を提供し、銀行が出資者の代わりに資金を投資する。銀行は運用手数料、管理手数料、あるいは運用から生まれる利益の一部を受け取り、投資家には利益配当が払われる。損失が発生した場合、投資家に負担される（図表 10 参照）。

<sup>41</sup> IFSB による定義については IFSB-15 規制文章、8 ページ、脚注 12 を参照。一般のムダーラバとワカラ・スクークが Tier 1 資本調達手段として認められない理由については図表 12 の 1. を参照。

図表 10 ワカラの仕組み

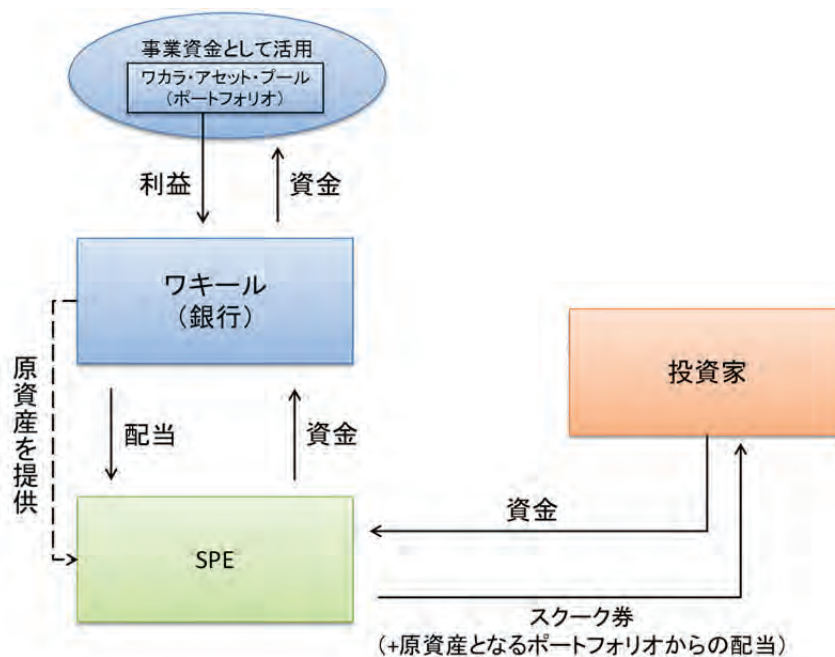


(出所) 野村資本市場研究所作成

## 6. 自己資本対象となるワカラ・スクーク

ワカラ・スクークは、銀行側が保有しているイジャラ（リース）契約、ムラーバハ（商品転売契約）取引からの受取勘定、株式や他のスクークなどのポートフォリオを証券化した金融商品である。原資産となるポートフォリオからの収入は、発行前に設定されるポートフォリオの管理委託費用が引かれてから、スクークの保有者に分配される。

図表 11 ワカラ・スクーク



(出所) 野村資本市場研究所作成

IFSB-15 規制による、ムダーラバとワカラ・スクークが Tier 2 資本に算入されるために満たすべき、あるいは上回るべき最低限の基準は図表 12 の通りである。

図表 12 ムダーラバとワカラ・スクークにおける Tier 2 資本の算入基準

損失吸収力
1. シャリーア適格要件を満たすイスラム銀行が、損失吸収力のあるムダーラバ・スクーク又はワカラ・スクークを発行することが求められる。シャリーアによって禁じられる「ガラール」（不確実性）を避けるために、発行銀行の破産状態が生じた場合において、スクークと普通株式との転換率を事前に設定する。銀行が破産した場合、スクークと普通株式との転換が行われる前に、スクークの裏付けとなる資産は、契約上、スクークの保有者のものとなっているため、銀行の株主や他の債権者の権利請求に用いられない。スクークと普通株式の転換が行われてから、元のスクーク保有者は銀行の株主と同様、ステーク・ホルダーとなり、銀行全体のビジネスの報酬及びリスクをシェアすることとなる。従って、転換後には、スクークによって調達された資金が Tier 1 資本となる。
2. 銀行の預金者、一般債権者などに劣後する。
発行プロセス等
3. 発行済かつ払込済である。
4. 銀行による自己投資、または銀行が支配力ないしは重要な影響を行使できる関係者が、資本調達商品を意図的に購入してはいけない。
5. 銀行が直接的に、又は間接的に資本調達商品の購入に必要な資金を提供してはならない。
6. 元本の返済（例えば、買戻あるいは償還）は監督当局の事前承認を受ければ可能であるが、銀行はコールを行使するという期待を生起させるような行動は一切行ってはならない。
7. 仮にスクークが特別目的事業体（SPE）を通じて発行されるのであれば、銀行がその収益金を直ちに、制限なく利用（入手）できなければならない。
満期と償還（コール）
8. 当初の残存期間は最低 5 年である。最低 5 年経て初めて、発行体によるコールが可能である。しかし、(a) コール・オプションを行使するためには、銀行は監督当局の事前承認を受けなければならない、(b) 銀行はコールを行使するという期待を生起させるような行動は一切行ってはならない、(c) コールを行使する場合は資本調達商品を同質あるいはより質の高い資本に入れ替えるものであること。かかる資本の入れ替えは、当該銀行の収益力からみて持続可能であるという条件の下でなされるものとする。また、銀行はコール・オプションが行使された後も、銀行の資本の状況が最低自己資本基準を優に上回っていることを示すこと、が条件である。
9. 元本の償還のペースは、前記条件(8)で設定された償還期限にわたって定額法による償還を行う。
10. ステップアップ条項や、その他の返済のインセンティブは存在しない。
配当
11. 投資家は、破産や清算の際を除いて、将来予定された支払いを早める権利を持ち得ない。
12. 資本調達商品は、信用リスクに左右されて配当が決まるといったような特徴、すなわち、全体的に、あるいは部分的に銀行組織の現在の信用状態にもとづき、定期的に配当率が再設定されるというような特徴を備えることはできない。
無担保・無保証
13. 払込金額は、担保権により保護されず、また発行体あるいは関係者による保証も付されていない。あるいは、銀行の債権者との関係において、法的、または経済的に請求権の優先度を高めるような他の取り決めに服していない。

(注) 全国銀行協会の「バーゼル III：より強靱な銀行および銀行システムのための世界的な規制の枠組み仮訳案」の一部を参考とした。

(出所) IFSB-15 規制文書より野村資本市場研究所作成