

## イスラム資産運用におけるマレーシアとインドネシアの取組み

ラクマン ベディ グンタ

### ■ 要 約 ■

1. 世界のイスラム運用資産総額は 2008～2014 年に年平均で約 8%の成長を遂げ、2014 年末に 760 億米ドルに達した。同期間にイスラムファンドの数は 645 本から 1,181 本へと増加した。一方、2014 年後半以降の原油価格の下落、一部のイスラム圏における地政学的リスクの高まり、新興国における為替レートの切り下げや資産売却の加速化を主な背景として、2015 年 11 月末時点で、世界のイスラム運用資産総額は 2014 年末から約 6%減少して 713 億米ドルとなり、イスラムファンドの数は 1,053 本に減少した。
2. 世界のイスラムファンド数の種類別構成比（2014 年）をみると、40%は株式ファンド、36%はマネー・マーケット・ファンド（MMF）、10%はコモディティファンドが占める。小規模なイスラムファンドが多く、また、8 割のイスラムファンドが個人投資家を対象としている。その背景として、シャリーア適格な運用を選好する機関投資家の数が未だに少ないことや、イスラム資産運用の歴史が浅いことから、機関投資家の投資基準を満たすイスラムファンドが限られていることが挙げられる。
3. 一方、マレーシアやインドネシア等、イスラム金融の発展に取り組んでいるイスラム教諸国では、イスラム年金基金、タカフル（イスラム保険）会社、イスラム REIT、宗教基金等、イスラム機関投資家が増加している。これはイスラム資産運用業において重要な成長要因と見られ、今後、機関投資家から資金を引き付けるための準備を開始するイスラムファンドが増加すると考えられる。
4. マレーシアの従業員退職積立基金（EPF）やインドネシアにおいて設立が計画されているイスラム年金基金等、一部の運用を外部に委託し、シャリーア適格な外国資産への投資を進める機関投資家の動きがある。この流れは国際的な知見を有する運用会社にとって有益な機会を提供しよう。

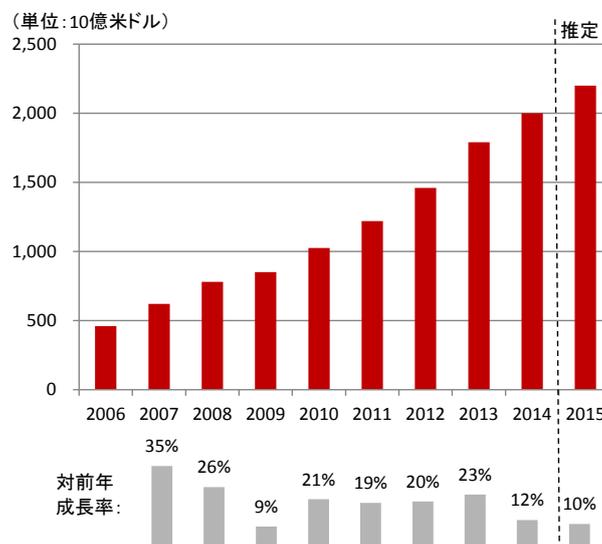
## I. はじめに

世界のイスラム金融資産は 2015 年末に約 2.2 兆米ドルに達したと推定されている<sup>1</sup> (図表 1)。現在、イスラム教徒が世界人口の 4 分の 1 を占めているにもかかわらず、イスラム金融資産は世界の金融資産の約 1% に過ぎない。しかしながら、イスラム圏諸国における中間所得層の拡大、イスラム金融に関する制度の整備、消費者及び投資家のニーズに即したイスラム金融商品の多様化、イスラム圏諸国同士の貿易の拡大等、多様な要因を踏まえてイスラム金融の今後の成長余地が高いと見られる。

近年ではイスラム圏諸国におけるイスラム金融商品の多様化、タカフル(イスラム保険)の普及、イスラム年金基金の立ち上げへの取組み、政府系ファンド (SWF) 等の機関投資家によるイスラム金融商品への投資の増加や個人投資家層の拡大等を背景に、イスラム資産運用に対する関心が高まっている。アジアにおいては、特にマレーシア及びインドネシアの取組みが注目されており、域内の所得水準が上昇することとともに、世界のイスラム金融業の中でアジアのウェイトが増えていくと考えられる。

本稿では、マレーシアとインドネシアに焦点を当てて、イスラム資産運用市場の動向について考察する。

図表 1 世界のイスラム金融資産の成長



(出所) TheCityUK, Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC) 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> “The UK: Leading Western Centre for Islamic finance,” *TheCityUK*, November 2015.

## Ⅱ. 世界のイスラム資産運用市場の動向

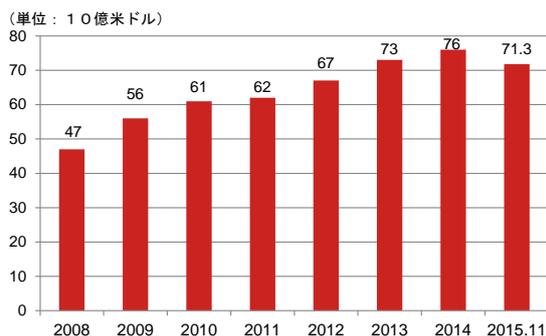
世界のイスラム運用資産総額は2008～2014年に年平均で約8%の成長を遂げ、2014年末に760億米ドルに達した(図表2)。同時期にイスラムファンドの数は645本から1,181本に急増した(図表3)。一方、2014年後半以降の原油価格の下落、一部のイスラム圏における地政学的リスクの高まり、新興国における為替レートの切り下げや資産売却の加速化等を主な背景として、2015年11月末時点で、世界のイスラム運用資産総額は2014年末から約6%減少して713億米ドルとなり<sup>2</sup>、イスラムファンドの数は同年末に1,053本に減った<sup>3</sup>。

世界のイスラムファンド数の種類別構成比(2014年)をみると、40%は株式ファンド、36%はマネー・マーケット・ファンド(MMF)、10%はコモディティファンドが占める<sup>4</sup>。大半のイスラムファンドは現地通貨建てでの国内運用を行っており、イスラムファンド(数)の約6割、世界のイスラム運用資産額の約7割がマレーシアとサウジアラビアに集中している(図表4)。そのため、米ドルベースのイスラム運用資産総額の減少は資金流出だけではなく、一部石油産出国における株式等の価格下落や新興国における通貨安等の影響も大きかったと考えられる。

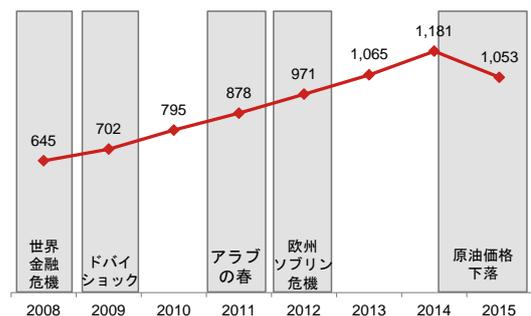
イスラムファンドは、コンベンショナルなファンドに比べて、小規模なファンドが多く、運用資産額は5,000万米ドル以下のイスラムファンドが8割、1,000万米ドル以下のイスラムファンドが約5割<sup>5</sup>を占めている<sup>6</sup>。

また、8割のイスラムファンドが個人投資家を対象としている。その背景として、シャリーア適格な運用を選好する機関投資家の数は未だに少ないこと、及びイスラム資産運用の歴史が浅いことから、機関投資家の投資基準を満たすイスラムファンドが限られている

図表2 世界のイスラム運用資産総額の推移



図表3 世界のイスラムファンド数の推移



(出所) MIFC, Global Islamic Finance Forum (GIFF), Islamic Financial Services Board (IFSB), Securities Commission Malaysia (SC) 等、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> Islamic Financial Services Board (IFSB), "Islamic Financial Services Industry Stability Report 2016".

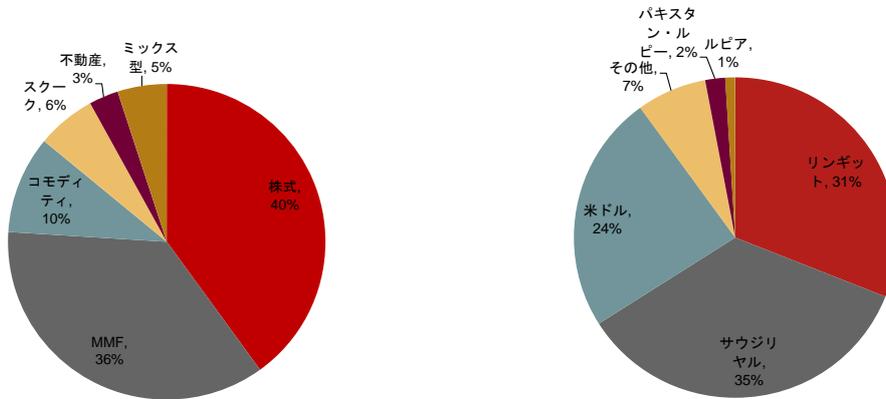
<sup>3</sup> MIFC, "Islamic Wealth Management: Growing Stronger Globally," 26 February 2016.

<sup>4</sup> アジアでは株式ファンドは44%、MMFは27%、スークファンドは11%を占める。

<sup>5</sup> そのうち、マレーシア、サウジアラビア、ルクセンブルク、パキスタン、インドネシアのイスラム株式ファンドが大半を占める。

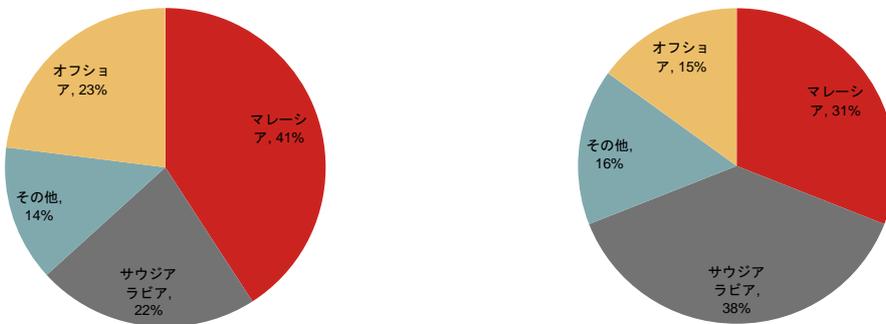
<sup>6</sup> "Global Islamic Asset Management Outlook 2015," Reuters, May 2015.

図表4 イスラムファンド数の種類別構成比（2014年） イスラム運用資産総額の通貨別構成比（2014年）



イスラムファンド数の国別構成比（2014年）

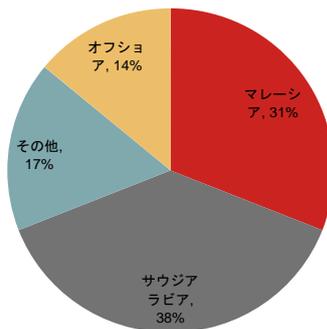
イスラム運用資産総額の国別構成比（2014年）



(注) オフショアはルクセンブルク、アイルランド、ジャージー島等を含む。

(出所) Kuwait Finance House Research (KFHR)、各種報道資料より野村資本市場研究所作成

図表5 イスラム運用資産額の国別構成比（2015年）



(出所) MIFC, SC 資料より野村資本市場研究所作成

ことが考えられる。

2015年は2014年に比べて、国別イスラム運用資産の割合において大きな変更が見られない(図表5)。運用資産額が1,000万米ドル以上のイスラムファンドの7割以上はマレーシアとサウジアラビアに置かれており、2014年における世界のイスラム運用資産額のランキングでは、BlackRock (iShares)を除いて、マレーシアとサウジアラビアの各国の運用会社がトップ15の約4割を占めている(図表6)。

図表 6 世界のイスラム運用資産額ランキング

#	運用会社	国	イスラム運用資産 総額(2014) (百万USD)	イスラム運用資産 総額(2013) (百万USD)	成長率 (%)
1	BlackRock/iShares	米国、英国	26,600	25,800	3.1
2	Public Mutual	マレーシア	8,027	8,148	-1.5
3	CIMB Islamic	マレーシア	6,001	8,148	-10.5
4	Jadwa Asset Management	サウジアラビア	5,065	4,370	15.9
5	NCB Capital	サウジアラビア	4,196	7,400	-43.3
6	Saturna Capital	米国	3,881	3,850	0.8
7	HSBC Saudi Arabia	サウジアラビア	3,703	3,439	7.7
8	Samba Capital	サウジアラビア	3,598	3,497	2.9
9	Al Rajhi Capital	サウジアラビア	3,138	496	532.5
10	Absa Capital	南アフリカ	3,079	2,844	8.3
11	Riyad Capital	サウジアラビア	2,265	1,971	14.9
12	Asian Islamic Investment Mgmt.	マレーシア	2,155	2,027	6.3
13	AmInvest	マレーシア	1,896	1,783	6.3
14	Maybank Asset Management	マレーシア	1,810	1,445	25.3
15	BNP Paribas Investment Partners	フランス	1,586	1,356	17
23	Nomura Isl. Asset Management	日本	732	676	8.3

(出所) Asian Investor (2015年3月) より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. マレーシア、インドネシア市場における取組み

東南アジアのイスラム資産運用業界において、国際イスラム金融センターに位置づけられているマレーシアと、世界最大のムスリム人口を抱えているインドネシアが注目されている。本章では両国における政府の取組み、また資産運用に関わる最近の動向と今後の見通しについて整理する。

#### 1. マレーシア

##### 1) 政府の取組み

マレーシアには、中央銀行であるバンク・ネガラ・マレーシア (Bank Negara Malaysia、BNM)、証券委員会 (Securities Commission、SC)、ラブアン・オフショア金融サービスセンター (Labuan Offshore Financial Services Authority、LOFSA) の3つの金融当局がある。BNMは、銀行及びノンバンク、SCは資本市場及びデリバティブ市場、LOFSAはオフショア取引を監督している。

BNMが作成した「金融セクターマスタープラン(2001~2010年)」(Financial Sector Masterplan 2001 - 2010)と「金融セクターブループリント(2011~2020年)」(Financial Sector Blueprint 2011 - 2020)が、金融商品・サービスの高度化と多様化を通じて、経済発展とと

もにグローバル市場におけるマレーシアの金融セクターの競争力強化を支えてきた。

2001～2010年の金融セクターマスタープランの実施は、特に銀行セクターの統合・合理化や、国際イスラム金融センターとしての地位確立に貢献したことが注目される。2011～2020年の金融セクターブループリントの下では、2020年までにマレーシアが高付加価値を生み出す高所得国となるため、金融セクターが国内及び域内外の金融資源を効率的に配分するという重要な役割を果たすことが求められている。

一方で、SCは資本市場改革に向けて、2001～2010年を対象の「資本市場マスタープラン1」(Capital Market Masterplan 1)と2011～2020年を対象の「資本市場マスタープラン2」(Capital Market Masterplan 2)を作成した。それに加えて、マレーシアの国際的なイスラム資本市場センターとしての地位を固めるため、イスラム資産運用及びウェルス・マネジメントに関するブループリントを2016年内に発表する予定である。SCは当該ブループリントにおいて、イスラム金融業界の中長期的な戦略的方向性を示すとともに、競争力の強化に向けた戦略や提言を盛り込む方針を掲げている<sup>7</sup>。

## 2) 資産運用に関わる最近の動向

マレーシアでは、政府の支援と市場参加者の取組みによって、イスラム資本市場の流動性とイスラム金融商品の多様化が他のイスラム圏諸国より進んでおり、シャリーア適格な資産運用を可能とする環境が整備されている。リングgit建て及び米ドル建てのソブリン・スクークとコーポレート・スクーク、シャリーア適格株式、イスラム REIT やイスラム短期金融資産 (MMI) の存在は、シャリーア適格な分散投資と為替・流動性リスク管理を支えている。

### (1) ファンド市場

国内のイスラムファンド市場は主に、シャリーア適格な資産運用を行っているイスラム投資信託 (Islamic Unit Trust Fund)、イスラム・ホールセールファンド、イスラム民間退職年金基金 (PRS)<sup>8</sup>、イスラム REIT とイスラム ETF から成り立っている。イスラム運用資産額は、2010～2015年に年平均で23%の成長を遂げ、2015年末時点で1,320億リングgit (3.7兆円) に達しており (図表7)<sup>9</sup>、国内運用資産総額の約20%を占めている。

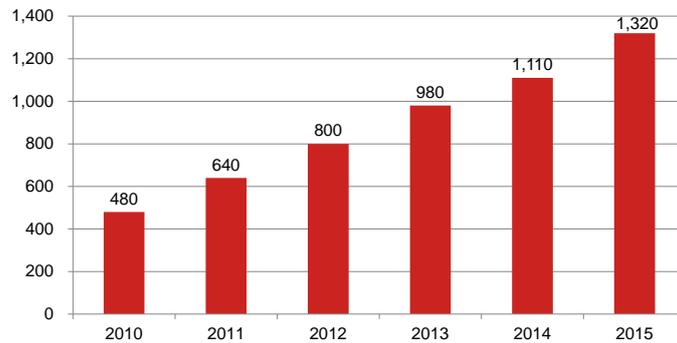
イスラム投資信託は、2014年末の188本、純資産額467億リングgitから2015年末には193本、同521億リングgitへと11.6%増加した。イスラム・ホールセールファンドは2014年末の69本、純資産額235億リングgitから2015年末には93本、同317億リングgitへと34.9%増加した。イスラム PRS は2014年末の18本、純資産額2.1億リングgit

<sup>7</sup> マレーシア証券委員会 (SC) 「アニュアルレポート (2015)」及び、同プレスリリース「Malaysian Capital Market Grows Across All Segments Expands To Reach RM2.82 Trillion」(2016年3月10日)を参照。

<sup>8</sup> 2012年12月から開始された確定拠出年金制度 (Private Retirement Scheme、PRS) の下で設立されるファンド。

<sup>9</sup> シャリーア適格な集団投資スキーム (collective investment scheme、CIS) 及びプライベート・マンデートにより保有される資産を含む。

図表 7 マレーシアにおけるイスラム運用資産額の推移（億リングgit）



(出所) SC 資料より野村資本市場研究所作成

から 2015 年末には 20 本、同 3.8 億リングgitへと 80.9%増加した。今後の PRS の普及がシャリーア適格な資産運用を含め、国内資産運用産業の成長を下支えすると見られている。イスラム REIT は 2014 年末の 3 本、時価総額 151 億リングgitから 2015 年末には 4 本、同 161 億リングgitへと 6.6%増加した。また、イスラム ETF は 2014 年末の 2 本、時価総額 3.1 億リングgitから 2015 年末には 4 本、同 3.6 億リングgitへと 16.1%増加した（図表 8）。

政府はイスラムファンド市場の拡大を促進するため、2008 年からイスラムファンドの管理手数料収入を非課税としている。現行の非課税措置は 2016 年末が期限となっているが、マレーシア投資マネージャー協会（Federation of Investment Managers Malaysia）は、非課税措置はイスラムファンド産業の発展に大きく貢献し、まだ成長余地が大きいと見ており、2019 年末までの 3 年間の非課税措置の延長を求めている<sup>10</sup>。

それに加えて、国内最大の年金基金である従業員退職積立基金（Employees Provident Fund、EPF）のような、外部の運用会社にシャリーア適格な運用を委託する主要な機関投資家の存在は、イスラムファンド市場の成長に大きく貢献している。EPF の運用資産残高は、2008 年の 3,500 億リングgitから 2015 年には 6,845 億リングgitまでに増加した。ポートフォリオの内訳を見ると、アセットクラスの構成比は以前から大きく変化しておらず、債券が 51%、株式が 44%、不動産・インフラが 3%、現金が 2%である。一方、外国資産の割合は 2008 年の 6%から 2015 年には 25%まで上昇した<sup>11</sup>。また、シャリーア適格な運用資産が総資産に占める割合は急上昇しており、2012 年の 25%から 2016 年 3 月に 45%に達した<sup>12</sup>（図表 9）。

<sup>10</sup> “FIMM seeks tax exemption extension for Islamic funds,” *The Star*, 6 October 2015.

<sup>11</sup> “EPF upbeat about returns; goes for diversified assets, investments abroad,” *The Star*, 23 February 2016.

<sup>12</sup> “EPF allocates US\$24.64 billion to shariah fund,” *Asia Asset Management*, June 2016. 及び EPF プレスリリース「EPF Declares Dividend Of 6.40 Per Cent For 2015.」（2016 年 2 月 20 日）を参照。

さらにEPFは2017年1月から、1,000億リングgit規模の新たなイスラムファンド(EPF-i)の設立により、加入者に100%シャリーア適格な運用の選択肢を与える予定である<sup>13</sup>。当初はEPFの加入者の10%程度(150万人)がEPF-iに投資すると予想されており、その後、年間250億リングgit以上のペースで資産が増加していく見通しから、EPF全体に占めるシャリーア適格な運用の割合は今後さらに上昇していく可能性があると思われる。

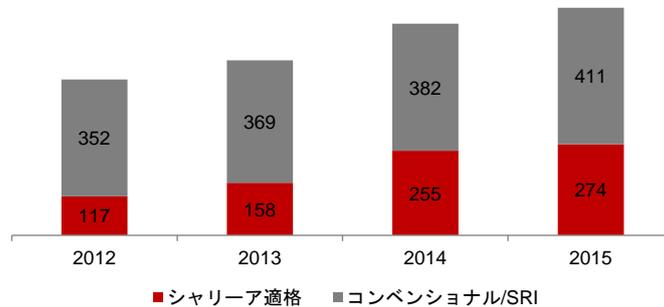
図表8 マレーシアにおける資本市場の動向(2014~2015年)

債券市場			社債市場		
	2015年	2014年		2015年	2014年
発行総額(億リングgit)	2,702	4,922	発行総額(億リングgit)	864	860
うち、スクーク	1,177	2,628	うち、スクーク	576	654
スクークの割合(%)	44	53	スクークの割合(%)	67	76
発行残高(億リングgit)	11,248	11,097	発行残高(億リングgit)	5,043	4,628
うち、スクーク	6,079	5,763	うち、スクーク	3,613	3,259
全体に占める割合(%)	54	52	全体に占める割合(%)	72	70
(注) 国債、社債を含む。短・中・長期債を含む。			(注) 長期債のみ。		
株式市場			REIT市場		
	2015年	2014年		2015年	2014年
上場銘柄数	903	906	上場本数	17	16
うち、シャリーア適格	667	673	うち、イスラムREIT	4	3
全体に占める割合(%)	74	74	イスラムREITの割合(%)	24	19
時価総額(億リングgit)	16,948	16,512	時価総額(億リングgit)	375	357
うち、シャリーア適格	10,862	10,121	うち、イスラムREIT	161	151
全体に占める割合(%)	64	61	全体に占める割合(%)	43	42
			(注) 1本のステーブル・イスラムREITを含む。		
投資信託			ホールセールファンド		
	2015年	2014年		2015年	2014年
本数	612	612	本数	293	230
うち、シャリーア適格	193	188	うち、シャリーア適格	93	69
全体に占める割合(%)	32	31	全体に占める割合(%)	32	30
純資産価値(億リングgit)	3,466	3,430	純資産価値(億リングgit)	845	733
うち、シャリーア適格	521	467	うち、シャリーア適格	317	235
全体に占める割合(%)	15	14	全体に占める割合(%)	38	32
PRS			ETF		
	2015年	2014年		2015年	2014年
本数	50	46	本数	8	6
うち、シャリーア適格	20	18	うち、シャリーア適格	4	2
全体に占める割合(%)	40	39	全体に占める割合(%)	50	33
純資産価値(億リングgit)	12	7.2	時価総額(億リングgit)	17	10
うち、シャリーア適格	3.8	2.1	うち、シャリーア適格	3.6	3.1
全体に占める割合(%)	32	29	全体に占める割合(%)	21	31

(出所) SC資料より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> EPFは年2.5%の配当を保証しているが、EPF-iはイスラム金融における金利の禁止から、2.5%の固定配当の保証はなく、運用成績に応じた配当となる。また、加入者はEPF-iに移行した場合、通常の投資口座に戻ることができない。

図表 9 EPF の運用資産残高 (10 億リンギット)



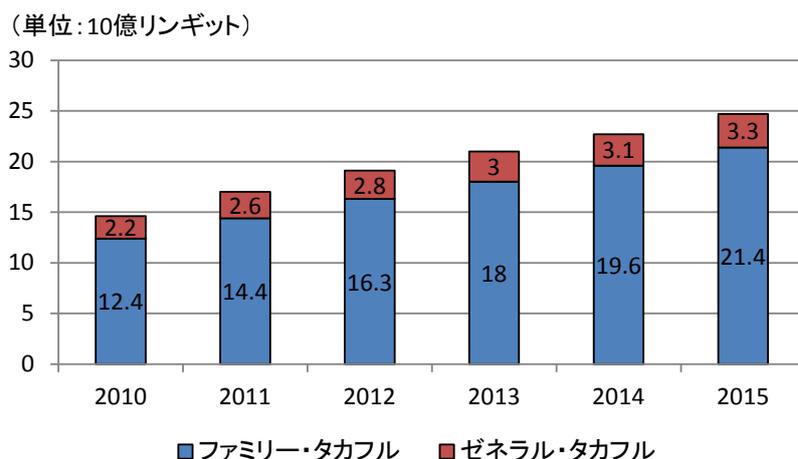
(出所) EPF プレスリリース、各種報道資料より野村資本市場研究所作成

## (2) タカフル市場

マレーシアではいち早く、1984年にタカフルに関わる規制が整備され<sup>14</sup>、同年に同国初のタカフル会社が設立された。タカフル業は大きく分けてファミリー・タカフル（イスラム生命保険）、ゼネラル・タカフル（イスラム損害保険）及びリ・タカフル（イスラム再保険）に分かれている。

2015年時点では、国内において14社のタカフル会社が事業を行っており、247億リンギットの総資産で保険市場全体に占める割合は約10%に達している。中でも、大半を占めるファミリー・タカフルの資産増加が著しく、2010年の124億リンギットから2015年に214億リンギットに拡大している（図表10）。

図表 10 タカフル資産規模の推移



(出所) Malaysian Takaful Association Annual Report 2015 より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> その後2007年に、タカフル法改正法の施行により国際タカフル事業に関する諸規定が追加された。

### 3) 今後の見通し

BNMは金融セクターブループリント（2011～2020年）に基づき、2011年から2020年の10年間で、金融市場全体の規模（融資残高、時価総額、債券発行残高の合計）は年率8～11%で成長し、GDPの6倍（2010年は4.3倍）に、銀行セクターの資産はGDPの3倍（同2.4倍）にまで拡大させる目標を掲げている<sup>15</sup>。他にも、資本市場を通じた資金調達を全体の半分以上（同46%）に、金融セクターにおけるシャリーア適格な融資が占める割合を40%（同29%）に高めるといった目標が挙げられている<sup>16</sup>。

#### （1）イスラム銀行における投資勘定口座と資産運用市場への示唆

イスラム銀行の預金商品は2013年に導入されたイスラム金融サービス法（IFSA）の下で、引き続きマレーシア預金保険機構（PIDM）の対象となるイスラム預金（Islamic deposits）と、2015年7月1日からPIDMの対象外となった投資勘定口座（investment accounts）の2つに分かれている。これを受けて、イスラム銀行は2015年7月1日以降、投資勘定口座の預金者のリスク許容度を測ることが義務付けられており、投資適合性に基づいて顧客のリスク許容度に応じた適切な商品を勧めなければならなくなった。また、顧客（投資家）に対して資金の投資先、プロジェクト、リスク、リターンの見込み等についての情報開示の義務が生じる。

こうしたコンプライアンスの強化から、イスラム銀行は今後コンベンショナルな銀行だけでなくイスラムファンド等との資金獲得の競争を余儀なくされ、投資勘定口座の預金プールをファンドマネージャーのように運用し、投資勘定口座の預金残高割合が高いイスラム銀行は、今後様々な新しい低・中・高リスクの商品の開発とともに、アクティブ型ファンドに近い仕組みを導入すると考えられよう<sup>17</sup>。

上記を受けて、マレーシアのイスラム銀行6行<sup>18</sup>は2016年2月に、投資勘定プラットフォーム（Investment Account Platform、IAP）を設立した。同プラットフォームは投資商品や資金調達に関する仲介が行われるインターネット上のプラットフォームであり、シャリーア適格なクラウドファンディングや、ピア・ツー・ピア（P2P）レンディングと同様の役割を持つ。投資家は6行が提供するイスラム投資勘定口座を通じてプロジェクトやベンチャー企業に融資することができる。IAPは、政府により提供される1.5億リングットの資金に加えて、今後2～3年間にわたって2～3億リングットの調達を実施する目標を掲げている<sup>19</sup>。

<sup>15</sup> BNM, “Financial Sector Development,” 4 October 2013.

<sup>16</sup> BNM, “Financial Sector Blueprint 2011 – 2020”.

<sup>17</sup> ラクマン ベディ グンタ 「マレーシアのイスラム預金商品を巡る最新の動向」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>18</sup> アフィン・イスラミック・バンク、バンク・イスラム・マレーシア、バンク・ムアマラット・マレーシア、メイバンク・イスラミック、バンク・クルジャサマ・ラクヤット・マレーシア、バンク・シンパナン・ナショナルの6行。

<sup>19</sup> IAP ウェブサイト (iapplatform.com) 及び“Malaysian Islamic banks launch investment account platform,” *Reuters*, 17 February 2016.

## (2) スクーク

マレーシアは世界で発行されるスクークの大半を占める。ソブリン・スクークについては、政府が2016年にグローバル・ソブリン・スクークを発行する必要に迫られていると見られる。背景として、2016年7月以降に12億米ドルのグローバル・ソブリン・スクークが償還を迎えるほか、原油価格の急落により財政収支が悪化し、外貨準備高も減少していることがある。政府は2015年に4年ぶりにグローバル・ソブリン・スクークを発行し、現在計4本の外貨建てスクークを発行している<sup>20</sup>。

また、コーポレート・スクークの発行額は2016年に回復し、過去2番目の水準になると見込まれている。2015年のコーポレート・スクーク発行は低調で、576億リンギットであり、過去最高を記録した2012年の1,069億リンギットを大幅に下回った。スクークの引受で世界最大手のCIMB インベストメント・バンクは、2016年にスクーク発行額が750億リンギットまで増加すると見ている<sup>21</sup>。また、国内第3位のAM インベストメント・バンクは、同700億リンギットと予想している。スクーク発行額の増加要因として、地下鉄及び高速道路の建設プロジェクトの第2フェーズが2016年に開始されることが挙げられている。これらの建設費用は計550億リンギットであり、その多くがスクーク発行により賄われると考えられている。また、2016年に約340億リンギットのスクークが償還を迎えることも挙げられている。なお、2015年末時点でマレーシアのスクーク市場は世界全体の54.3%のシェアを占めた。

## 2. インドネシア

### 1) 政府の取り組み

インドネシアには、中央銀行であるバンク・インドネシア (Bank Indonesia、BI)、金融サービス庁 (Otoritas Jasa Keuangan、OJK) の2つの金融当局がある。OJKはすべての金融機関及び資本市場を監督している。

2015年末時点では、インドネシア国内における銀行の資産全体に占めるイスラム銀行の資産の割合は5%未満(マレーシアでは同約25%)に留まっている。政府はこの割合を2023年までに15%超に引き上げる目標を掲げている<sup>22</sup>。但し近年では、イスラム金融業界の成長が減速しており、OJKは成長を妨げる要因として、①イスラム金融機関の小規模な資本、②高い資金コスト、③非効率な事業コスト、④不十分なサービス、⑤人材と技術の質の低さを指摘している<sup>23</sup>。そのため政府及びOJKは、イスラム資本市場、イスラム資産運用産業の育成促進を図る様々な規制緩和や市場インフラの改善に取り組んでいる。

2015年10月に政府より発表された第5次経済政策パッケージに盛り込まれたイスラム金融の規則緩和により、イスラム金融商品に係る「法典化 (codification)」が整備されてい

<sup>20</sup> “Oil-squeezed Malaysia seen selling sukuk as US\$1.2 billion matures,” *The Business Times*, 17 December 2015.  
 “Malaysia’s DanaInfra to seek up to 50 bln ringgit in Islamic financing,” *Reuters*, 27 October 2015.

<sup>21</sup> “Revival in the sales of sukuk seen for 2016,” *The Star*, 2 December 2015.

<sup>22</sup> Asian Development Bank (ADB), “Asia Bond Monitor,” September 2015.

<sup>23</sup> “OJK relaxes rule to help Islamic banks develop,” *The Jakarta Post*, 26 October 2015.

る。すなわち、イスラム銀行は新たなイスラム金融商品の販売を開始する際、OJK の事前認可が不要となり、販売計画の報告と定期的なモニタリングだけで済むようになった。これによって顧客のニーズに即したイスラム金融商品の開発が促進されることが期待されている。

さらに、イスラム資産運用市場の成長を目的として、OJK は 2015 年末に、イスラムファンドによる外国資産保有比率の上限を従来の 15% から 51~100% へと緩和した。その結果、イスラムファンドは 2016 年から証券監督者国際機構 (IOSCO) の加盟国及びフランス、韓国、英国への投資が認められることとなった。当該規制緩和の背景として、国内のイスラム金融・資本市場は未成熟であり、流動性及び商品の多様化が十分に進んでいないため、海外市場へのアクセスを向上しない限りシャリーア適格な運用が困難であることが考えられる。また、政府が近年図っているイスラム年金制度の整備も要因の一つとして見られている。OJK によると、当該規制緩和を受けて、4 社以上の運用会社がシャリーア適格な外国資産に投資する投資信託の組成を検討している<sup>24</sup>。

BI は 2016 年 2 月に、イスラム金融方式の外国為替取引が急速に拡大していることやルピアの不安定性を背景に、シャリーアに則した為替ヘッジを認める新たな規制を導入した<sup>25</sup>。その他、政府が継続的に現地通貨建て及び米ドル建てのソブリン・スクークを発行し、コーポレート・スクークにおいてコンベンショナル債券よりも低い発行手数料を適用する (それぞれ 0.03%、0.05%) 等、スクーク市場の成長にも取り組んでいる<sup>26</sup>。

## 2) 資産運用に関わる最近の動向

### (1) ファンド市場

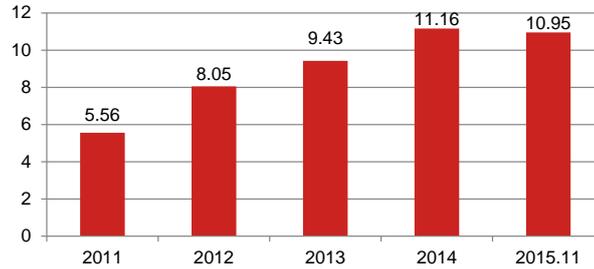
2015 年 4 月時点での国内における運用資産総額は約 450 兆ルピア (4.1 兆円) であり、そのうちイスラムファンドは約 11 兆ルピア (1,010 億円) を占めている (図表 11)。2015 年時点で、投資信託に投資している個人投資家は、シャリーア投資家に限らず約 47 万人 (前年比 19% 増) に達した。インドネシアの投資信託マネージャー協会 (Association of Indonesia Unit Trust Managers) が個人投資家数を 2017 年までに 500 万人、投資市場における運用資産総額を 1,000 兆ルピアに増やす目標を掲げている。そのため、例えば最低投資額を 25 万ルピアから 10 万ルピアに下げる、ショッピングモールやオフィスビルの中で無料の投資セミ

<sup>24</sup> “OJK allows Shariah mutual funds to invest offshore,” *IFN*, 20 November 2015.

<sup>25</sup> イスラム金融の原則から、同規制では外国為替のスポット取引は認められるが、投機やスワップ、オプション等は認められない。先渡し取引については、スポット価格で将来の取引を相対で行う「ムワアッダ」と呼ばれる方法が認められる。現在、国内イスラム銀行の外為サービスの提供能力が限られていることから、イスラム銀行とコンベンショナルな銀行の両者にシャリーアに即した先渡し契約を通じた外為商品の販売が認可された。コンベンショナルな銀行の役割は、ヘッジの提供に限られる。当該外為商品を購入できるのは、イスラム銀行と事業者に限られる。また、イスラム金融では投機が禁じられていることから、全てのヘッジが現物に裏付けられた取引でなければならず、裏付となる取引はシャリーア適格でなければならない。先渡し契約の条件に従わなかった場合、警告や罰金等の対象となる。(“New hedging rules to ramp up Indonesian Islamic forex?,” *IFN*, 9 March 2016.)

<sup>26</sup> “OJK working on stimulus to grow sharia capital market,” *The Jakarta Post*, 13 November 2015.

図表 11 インドネシアにおけるイスラムファンドの運用資産総額（兆ルピア）



(出所) OJK より野村資本市場研究所作成

ナーを開催する、オンライン取引を促進する等、様々な施策が検討されている<sup>27</sup>。

これに関連して OJK は 2016 年 1 月に、国内の投資信託を対象とする取引プラットフォームである Fund Net を導入すると発表した。Fund Net は、インターネット上で投資家による投資信託の売買やポートフォリオの管理を可能とする仕組みであり、2016 年 8 月にサービスの提供を開始する予定である。背景には、現在、統一された投資信託の取引システムが存在せず、投資家は売買の度に運用会社や銀行を経由しなければならないという状況がある。OJK は、Fund Net の導入により、売買を容易にし、取引コストを下げること、投資家の売買を活性化させ、市場の成長を促進する狙いである。また、Fund Net は各投資信託の資産構成、手数料、過去のパフォーマンスを含む包括的な情報を開示するため、投資家にとっての透明性も確保される。

インドネシア証券取引所 (Indonesia Stock Exchange、IDX) は、投資信託を通じて投資家の資本市場への参加促進を目的とした、様々なイベントを開催している。直近では、2016 年 1 月に、運用会社、証券会社、銀行を含む 42 金融機関が出席した投資信託博覧会を開催した。その後、3 月に 62 社が出席し、シャリーア株式と投資信託の認知度の向上及び投資の促進を図るシャリーア資本市場博覧会を開催した<sup>28</sup>。両イベントには 4,000~6,000 人の参加者が来場したと推定されている。

## (2) 株式市場

IDX では 2015 年末に、シャリーア適格な銘柄数は 318 (全銘柄の 61%)、シャリーア株式の時価総額は 2,600 兆ルピア (同 51%) に達した (図表 12)。シャリーア株式の売買代金は総売買代金の 7 割以上を占めている。一方、47.7 万人の投資家のうち、シャリーア投資家は 4,908 人 (前年比 76% 増) と約 1% に過ぎない。これを背景に、IDX は 2016 年に、株式に投資するシャリーア投資家を 5,000 人増加させる目標を掲げている<sup>29</sup>。

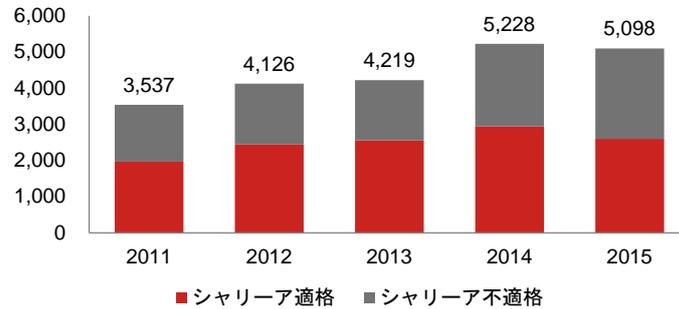
シャリーア投資家層の拡大が緩やかである理由として、シャリーア投資家は取引口座をシャリーア銀行で開設しようとするが、証券保管を行うシャリーア銀行がバンク・シャリ

<sup>27</sup> “Indonesian Mutual Fund Association Aims for 5 Million Clients By 2017,” *Jakarta Globe News Channel*, 28 April 2015.

<sup>28</sup> “IDX to lure sharia investors through expo,” *The Jakarta Post*, 29 March 2016.

<sup>29</sup> “IDX to Double Sharia Investors This Year,” *Tempo.Co*, 30 March 2016.

図表 12 インドネシアの株式市場の時価総額（兆ルピア）



(出所) OJK 及び報道資料より野村資本市場研究所作成

ア・マンディリと BCA シャリーアの 2 行しか存在しないことが障害の一つとなっていることが挙げられる。また、インドネシアではシャリーア適格株式は半年毎にシャリーア審査<sup>30</sup>を受けて見直されるため、その結果を踏まえて投資家は損益に関係なく株式を売却せざるを得ないことも障害として考えられる<sup>31</sup>。

### 3) 今後の見通し

#### (1) イスラム金融業界の発展に向けて委員会の設置

OJK は 2016 年 1 月にイスラム金融業界の発展に向けて、委員会を新設することを決定した。同委員会はジョコ・ウィドド大統領が委員長を務め、多くの関係省庁からのメンバーにより構成される。委員会の設置は、国家開発計画庁が策定した 2015～2019 年の国家中期発展計画に盛り込まれている。委員会の設置により、法律の調和やイスラム金融商品に対する認知度の向上等が推進されることが目標として掲げられている。また、イスラム金融の関係機関間の調整が円滑化されることも期待されている<sup>32</sup>。

#### (2) 個人投資家向けのソブリン・スクーク

政府は、シャリーア投資家の市場への参加を促進するために、2009 年から継続的に個人投資家向けスクークを発行している (図表 13)。個人投資家向けソブリン・スクークには、インドネシア国籍の個人投資家のみが投資可能となっており、その投資家の数は 2009 年の約 15,000 人、調達額 5.55 兆ルピアから、2016 年には約 49,000 人、同 30 億ルピア兆に増加している。

直近では 2016 年 3 月に、財政赤字を賄うため 31.5 兆ルピア (2,650 億円) の個人投資家向けスクークを発行した。年限は 3 年、配当は年率 8.3%、利払いは毎月行われ、投資家は

<sup>30</sup> 補論を参照。

<sup>31</sup> “Sharia-stock traders flat despite increase in products: IDX,” *The Jakarta Post*, 28 March 2016. なお、シャリーア投資家及び投資サービスを提供するイスラム銀行等の金融機関は、定期的なシャリーア審査でシャリーア不適格と判断された銘柄を売却する義務が生じる。強制売却を回避する方法として、イスラム投資口座とコンベンショナルな投資口座の両方を保有することが挙げられている。そうすることによって、シャリーア不適格な株式をすぐに売却しなくても、イスラム投資口座からコンベンショナルな投資口座に移すことが可能となる。

<sup>32</sup> “Govt to form committee to develop sharia finance industry,” *The Jakarta Post*, 6 January 2016.

図表 13 インドネシアの個人投資家向けソブリン・スクーク

#	発行日	償還日	調達額 (兆ルピア)	クーポン (%)	投資家数 (人)
SR-001	2009/02/25	2012/02/25	5.55	12.00	14,295
SR-002	2010/02/10	2013/02/10	8.03	8.70	17,231
SR-003	2011/02/23	2014/02/23	7.34	8.15	15,487
SR-004	2012/03/21	2015/09/25	19.00	6.25	17,606
SR-005	2013/03/21	2013/06/27	20.87	6.00	17,783
SR-006	2014/03/05	2017/03/05	19.35	8.75	34,692
SR-007	2015/03/11	2018/03/11	21.97	8.25	29,706
SR-008	2016/03/11	2019/03/10	31.50	8.30	48,444

(出所) Zawya 等各種報道資料より野村資本市場研究所作成

1 か月間保有すれば売却が可能である。最低購入金額は 500 万ルピア (約 4 万円)、最大では 50 億ルピアである。銀行金利は 7~8% であり、スクークは銀行預金よりも魅力的である。背景として、国債発行残高の 39% は海外投資家により保有されており、突然の資金の引き上げが常にリスクとして認識されていることから、政府は国内投資家による国債保有率を引き上げたいといった狙いがある。

### (3) イスラム不動産投資信託 (REIT)

OJK は 2016 年内に、イスラム REIT における規制を導入する方針である。目的は、国内のイスラム金融機関及び中東等からの不動産投資の拡大である。

具体的な施策として、イスラム REIT の競争力を確保するため、一般の REIT と同様の税制優遇を導入する予定である。政府が、2015 年 3 月に発表した第 9 次経済対策パッケージにおいて、投資家の配当所得税率を 5% から 0.5% へと引き下げた。また、政府は土地及び建物の取得に係る税率を 5% から 1% へ引き下げることにも計画している。

こうした取組みを受けて、現在、シプトラやスマレコン等の 11 社のデベロッパーが REIT やイスラム REIT の上場を検討している。また、Ciptadana をはじめとする多数の資産運用会社も関心を示している<sup>33</sup>。

### (4) シャリーア適格なインフラ投資

インドネシアが 2015 年以降、積極的に推進しているインフラ開発は、今後インフラ関連の投資信託を運用するファンドマネージャーを引き付けると期待されている。ジョコウィ政権下でのインフラ開発の進捗状況は非常に良好であり、インフラセクターへの投資は長期的に有望と見られている。インフラセクターに割り当てられる 2016 年の予算は 290 兆ルピア (約 2.5 兆円) と過去最高であり、政府は昨年以上にイスラム金融の活用を含めて、

<sup>33</sup> “OJK to expedite Islamic REITs rules,” *IFN*, 01 June 2016; “OJK speeds up Islamic REITs to attract Middle East investors,” *The Jakarta Post*, 27 May 2016. “Govt cuts taxes on real estate investment trusts,” *The Jakarta Post*, 30 March 2015.

インフラ開発に積極的に取り組む方針である<sup>34</sup>。

さらに政府は2015年5月に、インドネシアに限らず、イスラム圏におけるイスラム・インフラ投資を促進するため、トルコ政府、イスラム開発銀行（IDB）との協力で新たなイスラム・インフラ投資銀行（IIIB）の創立を計画している、と発表した。同行を2017年内に設立し、その後他国に参加を呼び掛ける方針である<sup>35</sup>。同行の本部はジャカルタ、もしくはジャカルタとイスタンブールの両国に地域本部の形で設置される計画となっており、プロジェクト・ファイナンスのための資金調達手段としてスクークが検討されている。

#### IV. 今後の展望

マレーシアやインドネシア等、イスラム金融の発展に取り組んでいるイスラム教諸国におけるイスラム年金基金、タカフル会社、イスラム REIT、ハッジ・ファンド<sup>36</sup>、アウカフ資産投資ファンド<sup>37</sup>等、イスラム機関投資家の増加は、イスラム運用業において重要な成長要因である。これまで主に個人投資家を対象としてきたイスラム運用会社は、機関投資家の投資基準を満たし、機関投資家から資金を引き付けるための準備を開始すると考えられる。

マレーシアにおいては今後、EPFに加えて EPF-i の開始やイスラム PRS の拡大はイスラム運用会社にとって大きな機会であると見られる。マレーシアから外国資産への投資が増加する中で、日本のシャリーア適格な資産<sup>38</sup>への投資資金の拡大も期待されよう。

インドネシアにおいて設立が計画されているイスラム年金基金等の機関投資家も、マレーシアの EPF と同様に、一部の運用を外資の運用会社に委託し、シャリーア適格な外国資産への投資を認める可能性が高い。現状の国内イスラム金融市場だけでは、巨大な資金を運用することが困難であると見られており、OJK は、イスラムファンドの外国資産保有比率や国内イスラム金融機関における海外投資家による保有比率の規制を緩和する等、イスラム金融市場の国際化を促進するための取組みを進めている<sup>39</sup>。これを受けて、資産運用業において様々な動きが見られている。最近では、英アバディーン、英シュローダー、馬 CIMB、仏 BNP パリバ・インベストメント、加マニュライフ・アセットマネジメント等の

<sup>34</sup> “Jokowi policy attracts infrastructure-based mutual funds,” *The Jakarta Post*, 23 March 2016. “Indonesia plans almost \$1.37b in Islamic bonds for infrastructure projects to kickstart economy,” *The Straits Times*, 3 September 2015.

<sup>35</sup> 2016年5月にサウジアラビア政府も創設メンバーに加えられたと発表された。“Saudi Arabia to join Turkey, Indonesia in infrastructure Islamic bank,” *Reuters*, 23 May 2016.

<sup>36</sup> ハッジとは、イスラムにおける大巡礼。ハッジ・ファンドは、政府系ファンドである場合、ハッジ巡礼を予定しているイスラム教徒（投資家）の頭金、民間ファンドである場合、投資家の巡礼向けの貯蓄をプールし、運用するファンドのこと。マレーシアとインドネシアにはそれぞれ政府系ハッジ・ファンドが設立されている。（参考：2015年には、世界中で約200万人のイスラム教徒がメッカ巡礼を実施したと推定される。）

<sup>37</sup> アウカフとは、イスラム社会では不動産等の財産を永続信託として拠出し、利益を慈善事業として施す制度を意味する。アウカフ資産投資ファンドは、宗教基金の一種として、アウカフ不動産等に投資する公益ファンドのことであり、現在、インドネシアのアウカフにより保有されている資産は600億米ドルと推定されている。（“Islamic finance prepares rules for awqaf and zakat charitable funds,” *Reuters*, 16 May 2016.）

<sup>38</sup> 補論を参照。

<sup>39</sup> “Indonesia: Govt to introduce Islamic pension funds,” *Asia Insurance Review*, 15 April 2016. “OJK to relax rules for foreign investors,” *The Jakarta Post*, 19 June 2015.

インドネシア現地法人はイスラムファンドの設立に取り組んでいる。さらに、米 TWC アセットマネジメント、英プルデンシャル傘下のイーストスプリング・インドネシアも同様な戦略を導入すると予想される<sup>40</sup>。今後、マレーシアや中東でイスラム金融サービスを提供し、国際的な知見を有する金融機関<sup>41</sup>によるインドネシア市場への参入が活発化しよう。その結果、インドネシアにおけるイスラム金融業界の中長期的な再編につながる可能性があると考えられる。

<sup>40</sup> “Aberdeen Launches Shariah Fund In Indonesia,” *International Advisors*, 13 April 2016. “Indonesia sees rush of Islamic mutual fund products that can invest in offshore instruments,” *Deal Street Asia*, 17 February 2016.

<sup>41</sup> 例えば、銀行分野では、特に東南アジアへの事業拡大を検討する中東のイスラム銀行の取組みが見られる。ドバイ・イスラミック・バンクは 2015 年下期に、25%の株式を保有していたパニン・シャリーア銀行の株式保有比率を 40%に引き上げ、事業拡大に取り組む方針を発表している。また、バーレーンのアルバラカ金融グループはインドネシアの銀行を買収する予定を発表しており、アブダビ・イスラミック・バンクは東南アジアにおける事業の拡大の一環としてインドネシアへの参入を検討している。

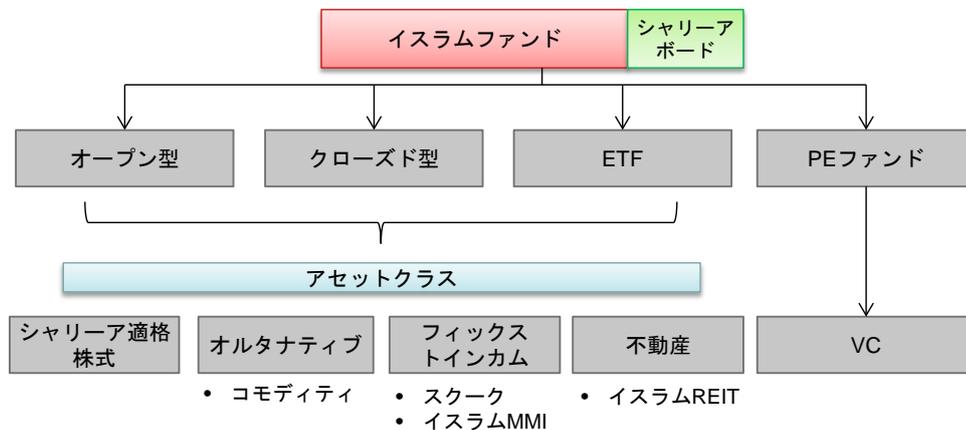
## 【補論 イスラムファンドの特徴と投資対象となる主要な金融商品】

### 1. イスラムファンドの特徴

イスラムファンドの種類と投資対象となるアセットクラスは基本的に一般のファンドと同様であるが、イスラムファンドはシャリーア適格な商品のみが投資対象となる(図表1)。そのため、イスラムファンドには、投資を行う前に対象商品のシャリーア適格性を確認するシャリーア・スクリーニングの手続きが必要となる。シャリーア・スクリーニングは内部シャリーア・ボード、または第三者シャリーア・アドバイザー等と呼ばれる、最低1名以上のイスラム法学者から成り立つ委員会によって行われる<sup>42</sup>。

それに加えて、イスラムファンドは概ね年に一回シャリーア監査(Shariah audit)を受ける必要がある。定期的なシャリーア監査を受ける理由は、例えば、それまではシャリーア適格とされていた保有資産が何らかの事情変更によってシャリーア不適格だと判明したときに、ポートフォリオの調整が必要となるからである。監査の結果、ファンドがシャリーア不適格な商品から利益を得てしまったと判断される場合、その分の金額を慈善団体等に寄付することにより、利益の「浄化」(purification)を行う義務が発生する。シャリーア監査はシャリーア・スクリーニングと同様に、シャリーア・ボードや第三者シャリーア・アドバイザー機関によって行われることが一般的である。

図表1 イスラムファンドの種類



(注) イスラムMMIはシャリーア適格短期金融資産を指す。

(出所) 野村アセットマネジメント資料より野村資本市場研究所作成

<sup>42</sup> Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI), “Islamic Funds - Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic funds,” December 2012.

## 2. 投資対象商品とシャリーア・スクリーニング

### 1) シャリーア適格株式

株式投資において、金融取引に関するイスラム法の原則に則して投資をしようとするファンドは、シャリーア適格と認められた株式のみが投資対象となる。株式のシャリーア適格性を確認するためのシャリーア・スクリーニングのプロセスは大きく分けて、対象企業の「定性スクリーニング」と「定量スクリーニング」の2つからなる。

まず、定性スクリーニングでは企業の事業内容の分析が行われる。コンベンショナル金融、アルコール、その他ノン・ハラールな商品の製造・販売等のシャリーア不適格な事業をメインとする企業の株式が投資対象から外される。但し、複数の事業を行っている企業（例えばショッピングモール事業）の株式に関しては、シャリーア不適格な取引（アルコール、タバコの販売等）から得られる収入が、総収入の5%以下であれば、シャリーア適格として認められる。

事業内容のスクリーニングの条件を満たした企業は、次に定量スクリーニングによって財務内容が分析される。具体的には、①企業の総資産に占める利息付負債の割合、②企業の総資産に占める現金や利息付債券等の割合、③企業の総資産に占める売掛債権（accounts receivable）の割合、が審査対象となる。その主な背景には、イスラム法における金利の禁止がある。金利の禁止とは、金利を受け取ること及び金利を支払うことの両方が含まれており、遅延損害金や割引債のような実質金利に相当するものも禁止の対象となる。

厳密には、シャリーア投資家は投資先の企業がこのような金利に関わる事業活動・取引をしないことを求めている。但し、この条件を厳格に適用すると、投資対象の企業がほとんどなくなることから、現代のシャリーア法学者は、投資候補先の選択基準において、当該企業が金利に係る活動にどの程度関与することが認められるかについて、ファトワ（fatwa）と呼ばれる意見書を発行している。それぞれの割合についてシャリーア法学者の間で意見が異なることもあるものの、一般的にはシャリーア不適格な総負債<sup>43</sup>と現金・利付勘定<sup>44</sup>の合計はそれぞれ総資産の33.33%以下、現金と売掛債権の合計は総資産の半分以下である（図表2）と幅広いシャリーア投資家層に認められている。

イスラム圏においてシャリーア投資への関心が高いことから、現在では多くの国の上場企業を対象とした各種シャリーア適格株式指数が導入されている。FTSE、S&Pや米国のイスラム金融サービス会社であるIdealRatings等の様々な金融サービス機関が、内部もしくは外部のシャリーア・ボードを通じて株式のシャリーア・スクリーニングを実施し、シャリーア適格の株式指数の提供を開始した。例えばFTSE Shariah Japan 100 Indexは、シャリーア適格要件を満たす日本の上場企業が対象で、KDDI、NTTドコモ、キヤノン、日立、花王、武田薬品等の100銘柄が含まれる。イスラム法の規制により日本の金融機関はいずれも除外されている（図表3）。

<sup>43</sup> イスラム金融機関からのシャリーア適格な借入、スクーク（イスラム債券）等を含まない。

<sup>44</sup> イスラム銀行での預金、シャリーア適格投資勘定口座等の預金を含まない。

図表 2 株式のシャリーア・スクリーニング

定性スクリーニング：対象外となる事業	定量スクリーニング：財務内容に関する条件
コンベンショナル金融（銀行、証券、保険等）	総負債は総資産の 33.33%以下である
アルコール関連の事業	現金と利付勘定の合計は総資産の 33.33%以下である
豚由来の商品及びノン・ハラール食品に関連するあらゆる事業（生産、梱包、加工等）	現金と売掛債権の合計は総資産の 50%以下である
ノン・ハラール・エンターテインメント（カジノ、ギャンブル、アダルト系等）	シャリーア不適格な事業から得られた収入や金利収入は企業の総収入の 5%以下である
タバコ、武器・防衛製造	

（出所）FTSE, “Shariah Japan 100 Index”（2016年1月）より野村資本市場研究所作成

## 2) 不動産とイスラム REIT（シャリーア適格 REIT）

イスラム REIT とは、シャリーアに則して投資活動を行う不動産投資信託である。シャリーア上のルールにより、投資先不動産のテナントの事業内容等で制限を受ける。そのため、イスラムファンドと同様に、投資候補先のシャリーア適格性を確認する必要がある。資金調達（借入れ）においては、イスラム金融の手法（スクーク、ムラーバハ取引等）を

図表 3 FTSE Shariah Japan 100 Index の構成比（2015 年末時点）

### 組入銘柄のトップ 10

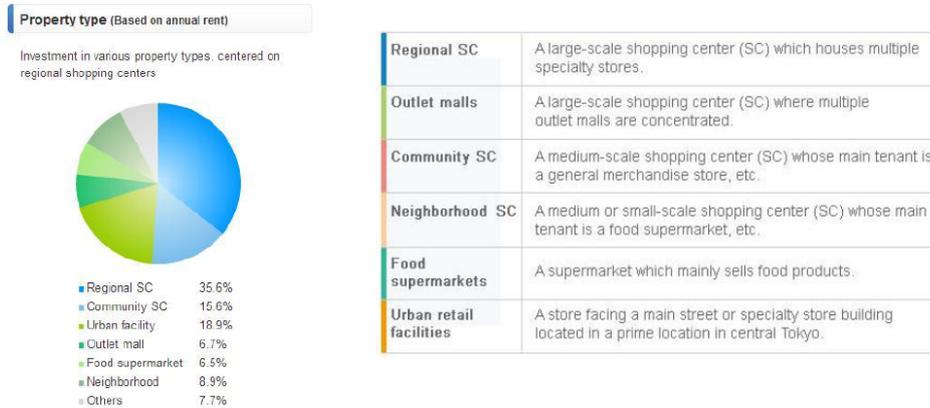
ICB Supersector	No. Of Companies	Wgt %	Constituent	ICB Sector	Wgt %
Oil & Gas	3	1.87	KDDI Corp	Mobile Telecommunications	4.21
Chemicals	7	6.80	Takeda Pharmaceutical	Pharmaceuticals & Biotechnology	3.34
Basic Resources	4	2.82	Canon	Technology Hardware & Equipment	2.74
Construction & Materials	6	2.97	Astellas Pharmaceutical	Pharmaceuticals & Biotechnology	2.68
Industrial Goods & Services	22	24.59	NTT Docomo	Mobile Telecommunications	2.40
Automobiles & Parts	12	11.78	Murata Manufacturing	Electronic & Electrical Equipment	2.35
Food & Beverage	4	2.43	Hitachi	Electronic & Electrical Equipment	2.28
Personal & Household Goods	8	8.91	Fuji Heavy Industries	Automobiles & Parts	2.24
Health Care	15	17.43	Kao	Personal Goods	2.23
Retail	1	0.54	Denso Corp	Automobiles & Parts	2.08
Media	3	1.91			
Travel & Leisure	1	0.25			
Telecommunications	3	8.21			
Utilities	2	1.56			
Banks	-	-			
Insurance	-	-			
Financial Services	-	-			
Real Estate	-	-			
Technology	9	7.94			
合計	100	100.00			

	FTSE Shariah Japan 100	FTSE Japan
Number of constituents	100	480
Net MCap (JPYm)	130,116,748	352,969,337
Dividend Yield %	2.04	2.02
Constituent Sizes (Net MCap JPYm)		
Average	1,301,167	735,353
Largest	5,651,135	20,175,647
Smallest	262,186	9,420
Median	906,949	339,439
Top 10 Holdings (% Index MCap)	26.91	19.53

（出所）FTSE, “Shariah Japan 100 Index”（2016年1月）より野村資本市場研究所作成

図表4 シャリーア適格な J-REIT の事例 (2015 年 4 月時点)



Taking into consideration our investigation and above information, it was concluded that non-permissible income estimated for the company is below the 5% bracket.

The status of the Company from a business activity is as follows:

定性スクリーニング	Threshold	Company	Compliance
Non-permissible Income	5%	Less than 5%	PASS

合格

#### Financial Screening:

According to the most recent financial statement (2014 S1), the financial are as follows:

定量スクリーニング	Threshold	Company	Compliance
Debt	33%	26.76 %	PASS
Preference/Trust Share	False	False	PASS

合格

#### Compliance Status:

Based on the available information and the above figures, Frontier Real Estate Investment Corp. is to be considered Shariah-compliant. シャリーア適格性の認証

(出所) IdealRatings Compliance Report (2015 年 4 月) より野村資本市場研究所作成

用いることが求められる。

一般的には、不動産はシャリーア適格性を持ちやすいアセットクラスの一つであり、シャリーア投資家の関心を引きやすい。また、REIT において支払われる配当の原資は金利ではなく、賃料収入であることから、近年では中東、東南アジアを中心にイスラム REIT も広がり始めている<sup>45</sup>。

日本国内の不動産や J-REIT もシャリーア適格として認められる可能性があり、IdealRatings が 2015 年 3 月に提供を開始した IdealRatings Asia-Pacific REITs Index は J-REIT も対象としている (図表 4)。

### 3) スクーク

イスラムファンドが投資する重要なフィクスト・インカム・アセットクラスとしてスクークが挙げられる。スクークには、イスラム系企業が発行するコーポレート・スクークと

<sup>45</sup> ラクマン ベディ グンタ「アジア・中東で広がり始めたイスラム REIT 市場」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

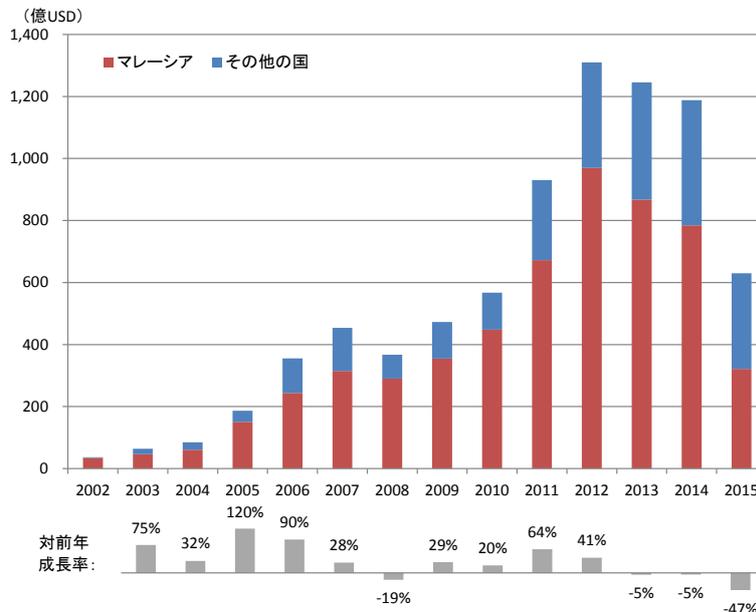
イスラム圏諸国の政府が発行するソブリン・スクークがある。近年ではイギリス、香港等の非イスラム教国によるソブリン・スクークの発行<sup>46</sup>やゴールドマンサックス、三菱東京UFJ銀行等、非イスラム金融機関によるコーポレート・スクークの発行事例も見られている<sup>47</sup>。

世界のスクーク発行総額は2015年に、前年比47%減の664億米ドルに留まった(図表5)。

2015年におけるスクーク発行額の減少の主な理由として、世界最大のスクーク発行体の一つであったBNMが短期スクーク・プログラムを廃止したこと<sup>48</sup>が挙げられている<sup>49</sup>。

他方で、今までソブリン・スクークの発行を必要としなかった中東の石油輸出国とオイル・ガス系企業は、最近の原油価格の低迷を背景として、財政赤字を穴埋めするためにスクークの発行を準備する動きが見られている<sup>50</sup>。経済制裁が解除されたイランも、今後ソブリン・スクークの発行に積極的に取り組む方針である<sup>51</sup>。また、近年の非イスラム教国に

図表5 世界のスクーク発行額の動向



(出所) MIFC, Khazanah Nasional, S&P 等のデータより野村資本市場研究所作成

<sup>46</sup> 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>47</sup> ラクマン ベディ グンタ「スクーク (イスラム債券) の種類と日系企業による発行事例」『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>48</sup> BNM の短期スクーク・プログラムは国内のイスラム銀行の流動性管理を強化することを目的としていた。しかし、流動性の管理を可能とする他のスキーム (コモディティ・ムラーバハ、カルド) が普及したこと、BNM が発行していたスクークの大半を実際には海外のイスラム銀行が買い占めていたこと等から、同プログラムの廃止に至った。

<sup>49</sup> Adam Bouyamourn, “Sukuk issuance falls as Malaysia central bank stops offering short-term Islamic bonds,” *The National*, 20 June 2015.

<sup>50</sup> “Sukuks to be the preferred mode of deficit financing,” *theedge*, 17 January 2016. “Islamic finance boost as oil and gas players tap Shariah debt market for the first time,” *IFN*, 22 March 2016.

<sup>51</sup> “Iran to Boost Flagging Sukuk Market,” *IslamicFinance.com*, 17 August 2015. “S&P:Lifting Iran's Sanctions A Potential Boost To Sukuk Market,” *MNI*, 15 September 2015.

よるソブリン・スーク（香港、英国、ルクセンブルク等）の発行<sup>52</sup>に追随する形で、非イスラム圏におけるコーポレート・スークの発行が促進される可能性がある<sup>53</sup>と指摘されている<sup>53</sup>。

投資家については、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バーゼルⅢの流動性規制への対応を図るイスラム銀行は、特に投資適格スークに対する需要を拡大させており、高い信用格付を付与された国と企業によるスークに対する需要が供給を上回っている状態である<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> 前掲脚注 46 参照。

<sup>53</sup> “StanChart Sees China Opening on Hong Kong Debut: Islamic Finance,” *Bloomberg*, September 11 2014. “Get Ready for Corporate Sukuk Boom After Sovereign Rush,” *Bloomberg*, January 5 2015. “Growth potential for Islamic Sukuk financing in Europe,” *Deloitte*, 17 December 2015. MIFC, “Europe: A Rising Opportunity for Islamic Finance,” 11 March 2015.

<sup>54</sup> ラクマン ベディ グンタ 「バーゼルⅢがもたらすスーク（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。