

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## スクーク（イスラム債）市場の動向と日本市場の課題

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 研究員  
荻野 泰治

[vasuharu\\_ogino@iima.or.jp](mailto:vasuharu_ogino@iima.or.jp)

### 1. イスラム金融の基本的概念

イスラム金融とは「イスラム教義に則した金融」を意味する。イスラム教における規範や法律はアラビア語で「シャリア」と呼ばれ、イスラム教の聖典であるクルアーンと預言者ムハンマドの言行であるスンナを主要な法源とし、国家の運営からイスラム教徒（以下、ムスリム）の個人的な行為に至るまでを幅広くカバーしている。したがって、イスラム金融とはシャリアに則した金融、すなわちシャリア適格金融（シャリア・コンプライアント）と言い換えることができる。

イスラム金融では、シャリアに則した取引が要求されることから、通常の金融取引のなかには許容されないものもある。その主要原則としては、①利子（リバー）の授受の禁止<sup>1</sup>、②投機的取引（マイシール）の禁止、③不確実な取引（ガラル）の禁止、④禁忌的（ハラム）行為の禁止が挙げられる（図表1）。

図表1：イスラム金融の主要原則

①利子(リバー)の授受の禁止	イスラム金融において貨幣は単なる交換手段にすぎず、資金の貸借に伴う利子の授受は、搾取的な不労所得として禁じられている。
②投機的取引(マイシール)の禁止	シャリアでは、果実(リターン)を生み出す手段として投機的行為や賭博的行為を用いることを禁じている。
③不確実な取引(ガラル)の禁止	シャリアでは、価格や数量など条件が不確実な取引は、当事者間に不公平をもたらしかねないもの、詐欺的要素を含みかねないものとして禁じている。
④禁忌的(ハラム)行為の禁止	シャリアでは、ムスリムが豚肉、アルコール、タバコ、武器、カジノ、ポルノ等、特定の禁制品を取引・利用することを禁じている。

(出典)イスラム金融検討会編著『イスラム金融 仕組みと動向』等を参考にIIMA作成

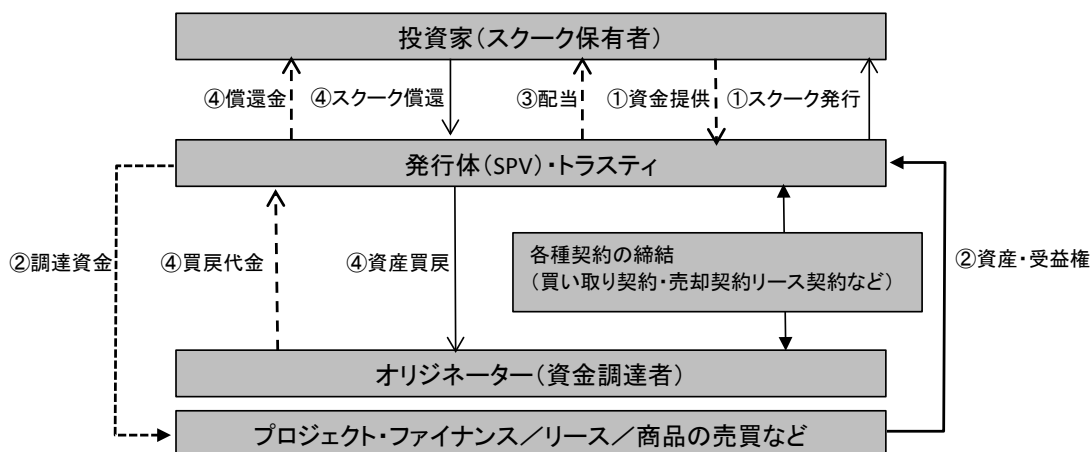
<sup>1</sup> シャリアでは、金銭（貨幣）はあくまで価値保存の手段であり、商業活動や生産活動以外において金銭自体が価値を創出することはないと捉えられている。

## 2. スクーク（イスラム債）の基本的な仕組み

スクークとは、シャリヤに則して発行される債券（イスラム債）のことであり、イスラム諸国における資金調達・運用手段の重要なスキームの一つとして用いられている。シャリヤでは、利子の授受が禁止されている一方で、資産や事業から生み出される収益を分配することは認められている。

スクークの基本的な仕組みとしては、まずオリジネーター（資金調達者）が特別目的事業体（Special Purpose Vehicle, SPV）を設立し、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（受託者）として、資金を対象資産または事業に投資し、その資産・事業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（図表2）。イスラム金融では前述のとおり利子の授受が禁止されており、その代わりに取引や原資産から発生する「利益（配当）」や「手数料」が投資家に支払われる。

図表2：スクークの基本的な仕組み



※点線矢印は資金の流れを示す

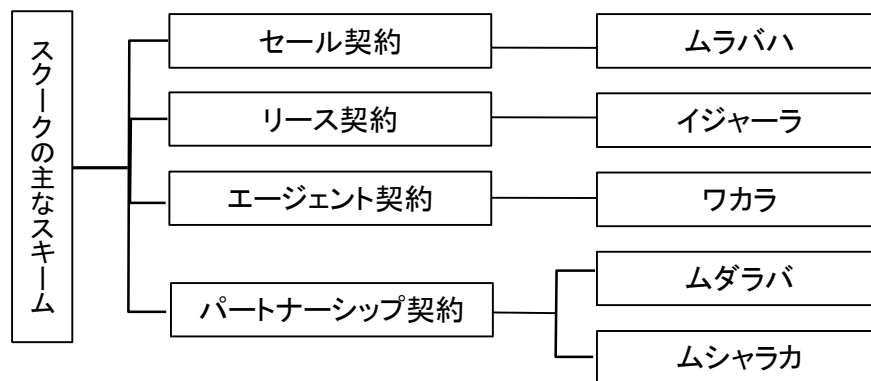
(出典)イスラム金融検討会編著『イスラム金融 仕組みと動向』、長岡慎介著『現代イスラム金融論』を参考にIIMA作成

スクークにおいては、特定の資産（現物・有価証券・ローン債権等）またはプロジェクトの持分が裏付資産となり、対象資産やプロジェクトから発生する収益が一定の期間、配当としてスクーク保有者（投資家）に支払われる。その後、あらかじ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。このように、実物資産を介する取引とすることや、利子ではなく収益・手数料を分配するスキームを用いることによって、シャリヤで禁じられている利子の授受や不確実な取引を回避している。したがって、スクークは、

形式的には資産担保証券と類似した金融商品である一方、実質的にはコンベンショナル<sup>2</sup>債券と同等の経済的機能を有する。

スクークの主な形態（スキーム）は、①セール契約ベース（ムラバハ）、②リース契約ベース（イジャーラ）、③エージェント契約ベース（ワカラ）、④パートナーシップ契約ベース（ムダラバ、ムシャラカ）の4種類に分類ができる。

図表3：スクークの主な形態



(出典)イスラム金融検討会編著『イスラム金融 仕組みと動向』等を参考にIIMA作成

### 3. スクーク市場の動向

#### 3-1 世界のスクーク発行市場の動向

世界のムスリム人口は16億人で世界の全人口の約23%を占めており(2010年時点)、この比率は2050年には約30%まで上昇すると予測されている<sup>3</sup>。ムスリム人口の増加に伴い、無利息のイスラム銀行預金を中心としたイスラム金融資産は増加基調にあり、2015年には2兆米ドル(以下、ドル)を超えた。足元では原油価格の低迷やそれに伴う中東産油国の財政悪化によりイスラム金融資産の成長ペースはやや鈍化しているものの、増加基調そのものは今後も持続すると考えられる。こうしたなか、当該資産の受け皿の一つであるスクーク市場も拡大していくと思われる。

2005年からのスクーク発行額の推移は図表4のとおりである。2008年の世界金融危機に伴い、スクーク発行額はいったん減少したものの、その後2014年頃まで大きく増加した。これは、スクーク発行国数の増加に加えて、国際イスラム流動性管理会社(IILM<sup>4</sup>)

<sup>2</sup> ここでいう「コンベンショナル」は、シャリヤ適格金融取引とは別の取引、つまり世界的に行われている伝統的な(通常の)金融取引という意味で使用している。

<sup>3</sup> “The Future of the World Religions: Population Growth Projections, 2010-2015”, Pew Research Institute, 2 April 2015

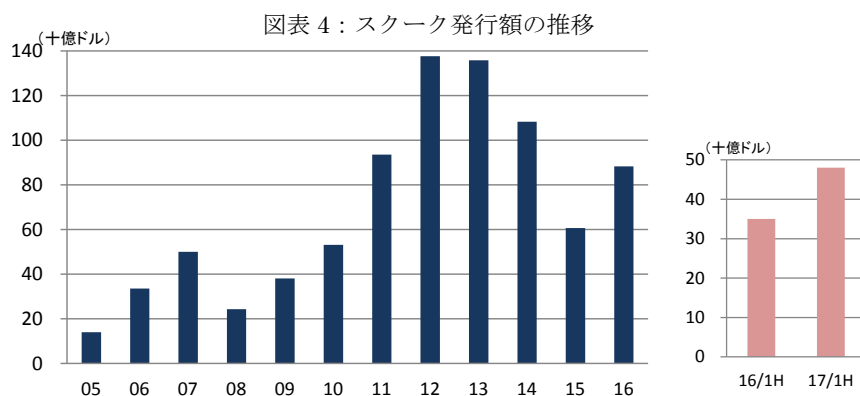
<sup>4</sup> The International Islamic Liquidity Management Corporation の略。インドネシア、クウェート、ルクセンブルク、マレーシア、モーリシャス、ナイジェリア、カタール、トルコ、アラブ首長国連邦(UAE)の9カ国の中央銀行とイスラム開発銀行(IDB)が出資。各国のイスラム金融機関の流動性を管理する目的

が発行するドル建ての短期スクークの発行数増加によるものである。

2015 年になり、発行額はやや大きく減少した。バンク・ネガラ・マレーシア（マレーシア中央銀行）が、流動性カバレッジ比率規制<sup>5</sup>に対応した国内銀行向け短期スクークの発行を停止<sup>6</sup>したことが主因である。

2016 年は 880 億ドルと前年比で 44%増加した。原油価格の低迷を受けて、原油輸出収入に依存する産油国が財政赤字を補てんするために、コンベンショナル債券の発行と合わせてイスラム投資家（イスラム銀行、イスラム投資ファンド等）を対象としたソブリンスクーク債の発行を増やしたからである。

足元の 2017 年上半期の発行額は、前年の流れを引き継ぎ、480 億ドルと前年同期比で 38%増加している。サウジアラビアの 90 億ドルのソブリンスクークの発行といった GCC<sup>7</sup>諸国の大型起債案件がけん引した。下半期についても引き続き、産油国を中心としたソブリンスクークの発行が押し上げ要因になると思われる。



(出典) International Islamic Financial Market (IIFM), S&P global ratings より IIMA 作成

発行通貨の割合（2001～2016 年累計）は図表 5 のとおり。イスラム金融市場をリードしているマレーシア・リンギット建てスクークが全体の 61%を占めている。

また、近年では世界的な低金利に伴い投資家の利回り需要が旺盛であることを背景に、グローバルスクーク（海外投資家向けのスクーク）の発行が増えており、発行通貨としてはドル建てが伸びている。海外投資家は、為替リスクを低減する目的もあり、現地通貨建てよりもドル建てを好む傾向がある。

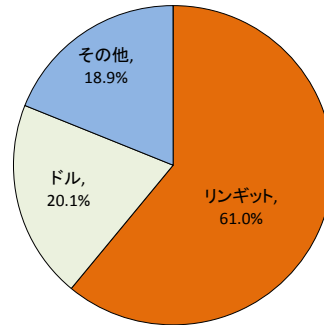
で 2010 年に設立された。

<sup>5</sup> 銀行に対する健全性規制であるバーゼルⅢの一部で、一定量以上の適格流動資産の保有を義務付けるもの。中央銀行の発行する短期スクークは、その適格流動資産に該当する。

<sup>6</sup> 同国内のイスラム金融市場において短期スクークの流通量が十分に確保できたことから、マレーシア中央銀行はシャリア適格運用が必要な金融機関に対し、スクークに分類されない Malaysia Islamic Treasury Bill (MITB) を代わりに発行した。

<sup>7</sup> 湾岸協力会議の略称 (Gulf Cooperation Council)。加盟国は、サウジアラビア、UAE、バーレーン、カタール、クウェート、オマーン。

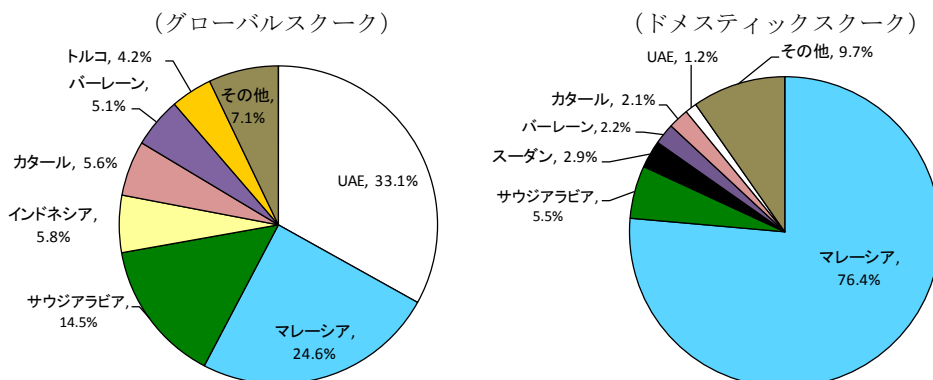
図表 5：スクーク発行通貨の内訳（2001～2016 年累計）



(出典) IIFM より IIMA 作成

2001～2016 年累計の国別発行割合をみると、図表 6 のようにグローバルスクークでは、UAE とマレーシアの 2 カ国で合計 60%弱と過半を占める。UAE では、政府系企業やイスラム金融機関、民間企業のスクーク発行による資金調達が活発である。一方、マレーシアでは、政府や中央銀行がスクーク市場の育成に向けて諸制度や規制を整備してきた。その結果、同国ではグローバルスクークだけでなく、ドメスティックスクーク（国内投資家向けのスクーク）の発行割合において 76.4%と他国と比べ圧倒的な規模を誇る。

図表 6：国別のスクーク発行額の内訳（2001～2016 年累計）



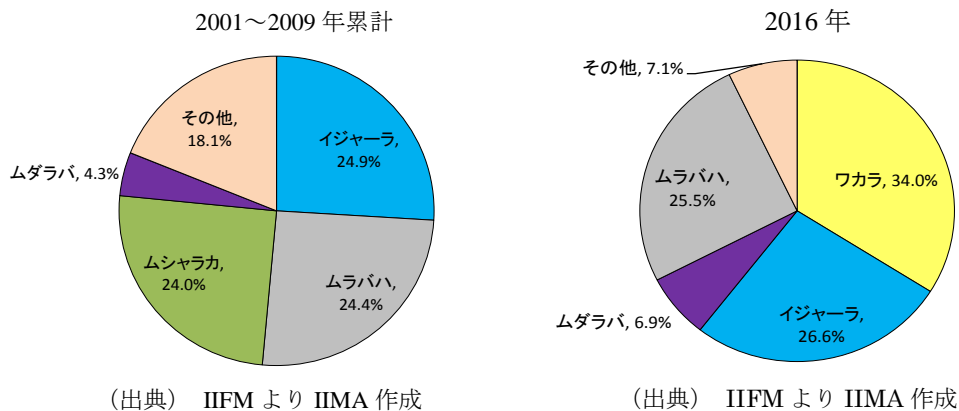
(出典) IIFM より IIMA 作成

(出典) IIFM より IIMA 作成

スクークのスキーム別の内訳は図表 7 のとおりである。ドバイ・ショック<sup>8</sup>のあった 2009 年まではイジャーラおよびムラバハが主要なスキームであったが、現在ではワカラの割合が高い。従来からGCC諸国ではイジャーラが主に用いられていたが、リースのための有形資産が必要なイジャーラと違い、ワカラは有形資産以外のシャリア適格な投資資産を裏付けとできるため、有形資産を持たない発行体による活用が進んでいるとみられる。

<sup>8</sup> 2008 年 9 月のリーマンショックを発端とした世界的な信用収縮の発生や、投資用不動産の販売不振に伴う資金繰りの悪化により、政府系持株会社であるドバイ・ワールド社が 2009 年 11 月、債務返済の期限延長を突発的に宣言した。

図表 7：スクークの発行スキームの内訳



### 3-2 地域別の市場動向（日本を除く）

#### (1) 東南アジア

##### ① マレーシア

マレーシアはもともと人口の約6割がイスラム教徒であることや、聖地メッカ巡礼の旅費の積み立てを目的としたメッカ巡礼基金の創設（1963年）といった国内需要があったことから、イスラム金融の歴史が古い。1983年には、政府がシャリア適格である初の政府発行証券（Government Investment Issue）を発行した。これは、国債と同様の位置づけとされ、イスラム銀行が国内の流動性を管理するツールとなった。なお、民間企業によるマレーシア初のリングgit建てスクークは1990年に発行された<sup>9</sup>。

マレーシアでは、1990年代から政府主導の下、イスラム金融市場の育成に取り組んできた。証券分野においては、証券業を監督するマレーシア証券委員会（Securities Commission）が国内イスラム金融機関によるシャリアの解釈を統一的に管理するために、シャリア諮問評議会を1997年に設立した。

1997年のアジア通貨危機において間接金融偏重であったマレーシア金融市場の脆弱性が露呈したため、2000年代に入り、マレーシア証券委員会は世界トップクラスのイスラム金融市場を育成することを念頭に「資本市場マスタープラン」を発表し、スクークにかかる税制の改正や各種規制の改革を断行した。具体的には、2004年にスクーク発行のガイドラインを作成し、スキームや発行手順の明文化および簡易化を進めた。税制面では、非居住者による国内発行のリングgit建てスクークにおいて、得られる収益に対する源泉徴収税を免除することで、二重課税問題等を取り除いた。

<sup>9</sup> Shell MDS (Malaysia) Bhd（マレーシア国営石油会社のペトロナス、石油メジャーのシェル、三菱商事、サラワク州政府の合弁事業会社）により発行された。

これらに加えて、マレーシア中央銀行が策定した「金融セクターマスタープラン」で、スクークの引き受けを行う中央銀行や民間銀行にシャリア審査を行うシャリア諮問委員会の設置を義務付けることで、国内外の投資家に対してスクーク市場のシャリア適格性や安全性を示した。その結果、2000年から2015年の間にスクーク発行額が年平均20.1%拡大し、グローバルスクークの残高は2015年末に世界全体の54%を占めるに至るなど<sup>10</sup>、マレーシアは世界最大のスクーク市場に成長している。

現在のマレーシアの債券市場をみると、発行体サイドおよび投資家サイドともに、コンベンショナル債券と同等の取引が可能なスクークに対するニーズが強い。発行体サイドでは、国内の上場企業はスクーク発行による資金調達をすることで、その株式がマレーシア証券委員会の定めるシャリア適格株式<sup>11</sup>に認定される。この認定を受けることによって、政府系国富ファンド<sup>12</sup>（Sovereign Wealth Fund, SWF）や従業員退職金積立基金<sup>13</sup>（Employ Provident Fund, EPF）から、当該株式がシャリア適格の投資対象とみなされるようになり、株価が安定するメリットがある。また、シャリア適格の消費者金融や食品製造、および小売といったB to Cビジネスを展開する企業（特に海外企業）が、ムスリムの消費者にアピールをする目的でスクーク発行を行っている場合もある。

一方、投資家サイドでは、EPFが2017年1月からムスリム従業員向けのイスラム式基金（シンパナン・シャリア）を創設したことが注目される。この基金の運用は全額シャリア適格資産であることが求められるため、今後、スクークの需要はさらに拡大するものと考えられる。

さらに、マレーシアでは近年、最新の投資家ニーズに対応したスクークの開発も行われており、政府機関のカザナ・ナショナルが発行した世界初のサステイナブル責任投資（Sustainable and Responsibility Investment, SRI）スクーク（2015年）や、クアラルンプール国際空港拡張工事向けのプロジェクトスクーク（2013年）、資金使途が環境保全に配慮されたグリーンスクーク（2017年）などが登場している。マレーシア政府はSRI投資やインフラに関するスクーク発行について、税制面や発行手数料面での優遇を2016～2020年に実施していることから、当該分野でのスクーク発行は少な

<sup>10</sup> Malaysia Security Commission, “Islamic Fund and Wealth Management BLUEPRINT” Page 7, January 2017

<sup>11</sup> コンベンショナル負債（利息の発生する借入や社債）が総資産の33%以内に抑えることや複合産業においてハラム産業からの売り上げが一定割合（5～20%）以下に抑えるなどの要件がある。

<sup>12</sup> 各国政府が直接または間接的に運営する政府系投資ファンド。ファンドの原資は石油収入などの資源収入の内部留保や外貨準備が中心。

<sup>13</sup> マレーシアの年金基金で日本の厚生年金にあたる。マレーシアにおける最大の機関投資家で、総資産は約19兆円とASEAN諸国の機関投資家ではシンガポールのGICに次ぐ規模。

くとも当面の間、一段と拡大していくと考えられる。

## ② インドネシア

インドネシアは、人口2.6億人で国民の約87%がムスリムである世界最大のイスラム教国である。2002年に成立した政府債券法により、財政補てんのための国債発行が可能となった。同国の債券市場は国債中心であったが、2008年にシャリア債券法が成立し、スクーク発行が認められた。同年に機関投資家向けに期間7年および10年のソブリンスクークを発行し、2009年以降はイスラム投資家の市場参加の促進を企図した国内居住の個人向けソブリンスクークを定期的に発行している。さらに、海外投資家向けのグローバルソブリンスクークの発行も実施している。こうして2017年6月末時点ではインドネシアの債券発行残高のうちスクークが約13%を占めるに至り<sup>14</sup>、同国の債券市場の一端を担っている。

一方、インドネシア金融サービス庁（OJK）によると、コンベンショナル銀行を含めた同国の銀行の資産に占めるイスラム銀行のシェアはいまだ5%程度にすぎない。OJKはイスラム金融が未発達である中小企業および個人を念頭において、2017年から2019年の3年間でコンベンショナル金融に比肩するイスラム金融市場を育成するためのロードマップを2017年6月に発表した<sup>15</sup>。また、インドネシア国土開発計画庁も成長産業の振興にイスラム金融資産を活用することを表明している<sup>16</sup>。

さらに、ジョコ・ウィドド政権が2015年から積極的に推進しているインフラ開発において、プロジェクトスクークの活用を検討しているほか、自国だけでなくイスラム圏におけるインフラ投資を目的としたイスラムインフラ投資銀行（IIIB）の創設に参加していることから、同国でのインフラ投資におけるスクークの位置づけは今後重要になってくるだろう。

## (2) GCC 諸国（バーレーン、サウジアラビア、UAE、カタールなど）

GCC 加盟 6 カ国は輸出に占める石油・天然ガス部門の比率が 80%前後と天然資源に依存しており、各国の財政も原油価格に左右されやすい構造となっている。このため、従前のオイルマネーの投資先は主に流動性の高い高格付けの外国債券となり、特に米国債や米政府機関債（ファニーメイ債、フレディマック債等）を中心としていた。しかし、

<sup>14</sup> Asian Development Bank (ADB), “Asia Bond Monitor”, June 2017.

<sup>15</sup> “Finance authority launches Islamic finance road map”, The Jakarta Post, 14 June 2017

(<http://www.thejakartapost.com/news/2017/06/14/finance-authority-launches-islamic-finance-road-map.html>)

<sup>16</sup> “Indonesia takes big step towards boosting Islamic finance industry”, Gulf Times, 1 August 2017

(<http://www.gulf-times.com/story/558660/Indonesia-takes-big-step-towards-boosting-Islamic->)



2001年の米同時多発テロ以降、マネーロンダリングなどの金融規制の強化を受けて米国に偏っていた投資スタンスが見直され、一部がイスラム金融資産に向かうようになった。また、2000年代中盤の原油価格高騰を背景にGCC加盟国のSWFの規模が拡大し、先進諸国の株式や不動産への投資を増加させたが、その際に分散投資の一環としてイスラム金融資産もポートフォリオに組み込まれるようになった。

GCC諸国のなかで、イスラム金融において先進的な取り組みを行っていたのはバーレーンである。同国は、もともと他のGCC諸国より原油の産出量が少なかったこともあり、早くから原油に依存しない経済運営を目指して、経済の自由化と産業の多角化を進めてきた。特に金融業には力を入れており、1975年に中東地域で初のオフショア金融市場を創設するなど国際金融センターを目指しインフラを整備してきた。イスラム金融に関しては、1991年にイスラム金融機関会計監査機構（Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, AAOIFI）を設立し、会計・監査方法、金融商品スキーム、金融取引業務におけるシャリア解釈にかかわる基準の作成に取り組んでいる。AAOIFIで決定された基準は、今日では多くのイスラム金融機関で参照されている。

### (3) 金融先進諸国

すでに挙げた東南アジアのイスラム教国およびGCC諸国と異なり、英国・香港・シンガポールなどの国際金融センターを抱える金融先進諸国では、ムスリムが少数派である国でもスクーク発行を行っている。しかし、スクーク市場の発展の経緯は、イスラム諸国とは違うものとなっている。

金融先進諸国では、ムスリムの割合が少ないこともあり、基本的にはリテール部門よりも、スクーク発行やクロスボーダー取引などのホールセール部門が中心である。旧植民地地域からの移民が多く、人口の約5%をムスリムが占める英国<sup>17</sup>を除けば、各国国内にイスラム専門銀行はほとんどない。しかし、HSBC（香港上海銀行）やスタンダード・チャータード銀行といった大手銀行グループの子会社がイスラム金融専門銀行を展開し、実務ノウハウを蓄積していたことから、金融先進諸国におけるイスラム金融導入のハードルは低かったものと考えられる。

規制面をみると、イスラム諸国においては、スクーク発行に必要な法整備に1年以上

---

<sup>17</sup> 英国では、イスラム金融スキームの住宅ローンに係る税制改正を実施したり（2003年）、ムラバハ取引の手数料やイジャーラのリース料につき税制上の損金算入を認めたりするなど（2005年）、イスラム金融がコンベンショナル金融に劣後しない取り扱いがされた。

要したインドネシアのように、法整備に時間がかかるケースが散見されたが、英国を始めとする金融先進国においては、既存の法規制等を活用し、法律の新設などをせずにスクーク発行に必要な制度が整備された。

金融先進諸国では近年、シンガポール（2009年）、英国（2014年）、香港（2014年、2015年、2017年）、ルクセンブルク（2014年）においてグローバルソブリンスクークも発行されている。しかし、イスラム諸国のように宗教上の事由や自国のイスラム投資家からのニーズがあったわけではなく、あくまでも国際金融センターとして、多様な金融スキームの選択肢を持つことを対外的に誇示することが目的であったといわれている<sup>18</sup>。そのため、金融先進諸国でのスクーク市場の拡大は今後、限定的と考えられる。

#### 4. 日本のスクーク市場動向と課題

日本では、イスラム金融のスキームのうち、中心となるムラバハなどが形式的に実物取引とみなされ、銀行法で取り扱いを禁じられていた。しかし、非イスラム国家である英国やシンガポールなどにてスクーク発行に向けた制度整備が行われたことから、イスラムマネーの呼び込みを目的として2008年12月に銀行法が改正され、「宗教上の規律の制約に従う実物取引」は通常の貸出と同等とみなされることになり、イスラム金融の取り扱いが銀行の子会社・兄弟会社において可能になった。また、2011年の資産流動化法の改正により、スクークは「特定目的信託」が発行する「社債的受益権」として、実質的に社債と同等と位置付けられることになり、日本国内での発行が認められた。これを受けて、同年に東京プロボンドマーケットにおいて、海外発行体のスクークが上場可能となった。

税制面での改正も2011年に行われ、日本版スクークにおいて不動産信託を行う場合、その移転に係る登録免許税と不動産取得税は非課税とされた。また、海外投資家がスクークに投資する際、通常の社債投資と同様に、海外投資家に対する分配金に係る非課税措置が2019年3月末まで延長された。

ただし、このように制度上は日本国内でのスクーク発行の環境が整ったにもかかわらず、国内での発行実績はない。これは、スクーク発行にかかる優遇税制が恒久的でないことや、日本版スクークでは裏付資産の不動産が国内にあり、かつ発行体が所有するものに限られること、およびシャリア審査の可能な人材が日本にいないことなどにより、海外企業のスクーク発行が容易でないことが挙げられる。また、低金利環境が長期化す

---

<sup>18</sup> 吉田悦章「グローバル・イスラム金融論」ナカニシヤ出版、2017年、64ページ。

るなか、日本国内では銀行借入や社債発行の調達コストの方が圧倒的に安いという外的要因もある。

日系企業でもスクーク発行の実績はあり、それらの大半はマレーシア市場で発行されている（図表 8）。今後、日本のスクーク発行市場を活性化させるには、制度面だけでなく、人材面や発行コスト面においても何らかの措置を講じる必要があると考えられる。

図表:8 マレーシア市場における日系企業の主なスクーク発行事例

発行体名	発行年	形態	発行額	期間
イオン・クレジット・サービス (マレーシア法人)	2007	ムシャラカ	4億リングgit	7年
UMW・トヨタ・キャピタル (マレーシア法人)	2007	ムシャラカ	10億リングgit	7年
野村ホールディングス	2010	イジャラ	1億ドル	2年
三菱東京UFJ銀行 (マレーシア法人)	2014	ワカラ	①25億円 ②2500万ドル	10年

(出典)各社ホームページ等よりIMA作成

## 5. おわりにかえて～日系企業のスクークの活用の展望

前章において、日本国内におけるスクーク市場は、他の金融先進国に比べて活発でないことを述べた。今後、日系企業においてスクークの活用が期待できる場面として、(1) 機関投資家の資産運用、(2) 金融機関や事業会社における資金調達手段の多様化の2点が挙げられるだろう。

### (1) 機関投資家の資産運用

機関投資家の資産運用にかかわるアイデアとして、ドル建てを中心としたグローバルスクークへの投資を挙げたい。スクークが発行されている国は新興国が中心であり、先進国のコンベンショナル債券に比べると金利水準が高い傾向がある。

金利水準以外にもメリットは3点ある。1点目は、発行体として、政府、準政府機関（SWFや政府系企業）、国際機関（世界銀行グループ、地域開発銀行など）および民間企業が存在し、投資先のリスク分散につながることである。また、通常のスクークだけでなく、マレーシアでみられるプロジェクトスクークやグリーンスクークといった目的別のスクークも今後発展が期待できることから、運用対象の多様化にも資する。実際、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のポートフォリオでは、2016年度にマレーシアのソブリンスクークが、同国のコンベンショナル債券とは別に組み入れられている。

2 点目はスクークの投資対象が、機関投資家が昨今重視しているESG投資<sup>19</sup>との親和性があることである。スクークはシャリア適格を前提としたスキームであり、利子が発生するコンベンショナル金融業（消費者金融、信販会社等）や豚肉にかかわる産業などへの投資行為までも除かれてしまう面はあるが、ESG投資に近い位置にある。さらには、SRIにも適合するスクークの発行機運が高まっており、機関投資家のESG投資戦略の一端を担えるものと思われる<sup>20</sup>。

3 点目は、グローバルスクークはドル建てが主流のため、新興国向け投資であるものの為替変動リスクが高くないことである。また、流動性の面でも、ドル建てのスクークは国・地域をまたぐ取引に有利とされている。2000年代は、スクークの需要より供給が少ないなか、投資戦略は新発物のバイアンドホールドが主流であったが、近年は流通市場が整備されてきており、イジャラ形式とワカラ形式のスクークは証券会社経由で機動的な売買が可能となっている。

他方、留意点としては、①シャリアリスクと②税法上の処理の曖昧さが挙げられる。シャリアリスクとは、シャリア適格スクークとして発行されたものの、調達資金の使途や裏付資産などに対する継続的なモニタリングによってシャリア不適格となった際に、当初の条件どおりの収益や元本が受け取れないというリスクである。

税法上の曖昧さとは、日本の機関投資家がスクークに投資した際の収益における税法処理について、受益証券からの収益か、または普通社債の利息かという判断が明確になっていないことである。この曖昧さにより、国内投資家がスクーク投資を敬遠している面がある。

## (2) 金融機関や事業会社における資金調達の多様化

前述のとおり、スクークは日系企業においても海外での発行実績がすでにあり、金融機関以外でも裏付資産と資金使途がシャリア適格であれば発行可能である。ハラム産業（アルコールや豚肉等に関連した産業）に使用している設備や不動産をスクークの裏付資産にするとシャリア不適格となることは留意すべきだが、金融機関や一般事業会社が保有するシャリア適格な投資用不動産やシャリア適格事業に供する設備を裏付資産とするスクークは発行可能である。たとえば、イスラム諸国で事業展開している企業にお

<sup>19</sup> 環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）の観点を重視した投資。

<sup>20</sup> 筆者が10月3-4日に参加したKuala Lumpur Islamic Finance Forum（KLIFF2017）の基調講演（マレーシア証券委員会イスラム金融市場開発部長）では、近年、コンベンショナル金融市場でSRIやESG投資が急成長しており、本来それらに親和性のあるイスラム金融市場がむしろ差をつけられていることに対して、危機感を持っているようにうかがえた。

いて、当該諸国にて自社で開発する設備投資をする工場（建物・機械）や開発を予定している投資用不動産<sup>21</sup>を裏付資産とすることで、コンベンショナル金融機関からの借入や社債以外での資金調達としてスクークを用いれば、資金調達先の分散を図ることができるであろう。

また、近年では、低金利環境を背景として日系企業において金融機関を中心に円建てやドル建ての劣後債発行を通じた自己資本増強が行われているが、今後は劣後スクークの活用も選択肢になると考えられる。スクークでの調達のメリットは、①イスラム投資家から高格付けスクークに対する需要が現在相応にあること、および②成長性があるイスラムマネーを呼び込むことにより、今後の資金調達先の分散にもつながること、である。

日本の金融機関や事業会社はマイナス金利や人口減少、高齢化の進展により、国内市場だけでの成長は難しくなっている。イスラム諸国においては、先進国と比べ地政学リスクがやや高いところも散見されるが、今後の経済成長の余地は大きい。日本市場におけるスクークへの取り組みは、イスラム諸国に対するアピールになるものであり、さらなるグローバル展開を企図した新たな成長への選択肢の一つとして検討できると思われる。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>

<sup>21</sup> ただし、ハラム産業（アルコールや豚肉等）を行う業者からの賃料収入が全体の20%を超えないなど一定の条件はある。