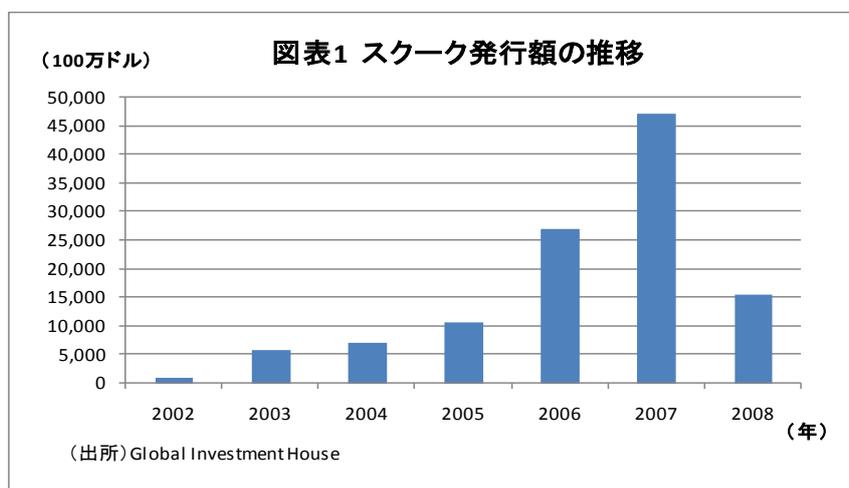


## 視界不透明なイスラム債券（スクーク）市場

開発経済調査部 主任研究員 糠谷英輝

2008 年半ばまでの原油価格上昇と合わせて、急速に拡大してきたイスラム金融であるが、なかでもイスラム債券（スクーク）の発行は 2005 年以降、急増を記録した（図表 1）。スクーク市場は、発行体・投資家の拡大、発行額の大型化、期間の長期化など、順調な拡大を示してきたと言える。



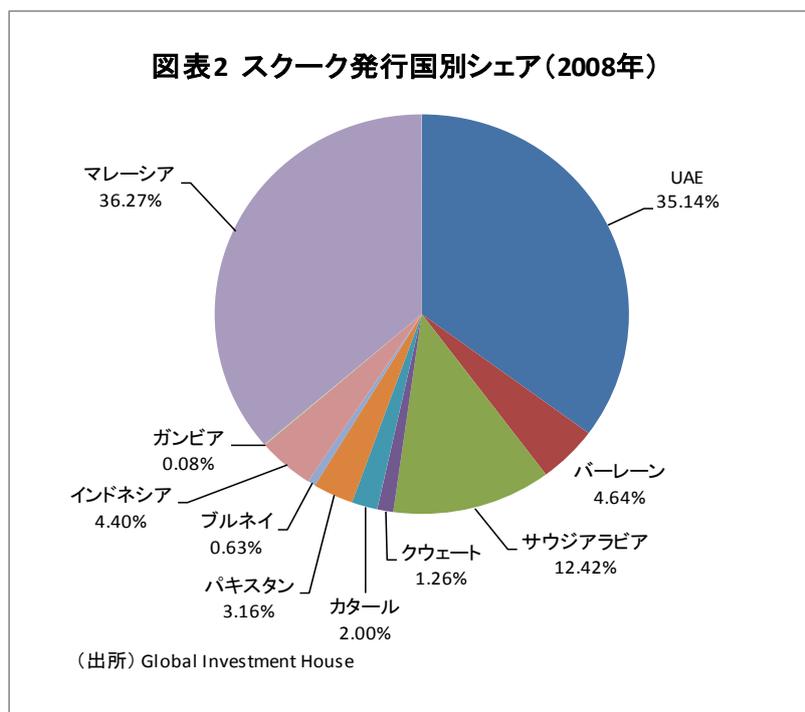
しかしこうした状況も、世界金融危機を受けて、一般債券と同様に大きな影響を受けることになった。スクーク発行額は 2007 年の 471 億ドルから 2008 年には 155 億ドルへと 67%の減少を記録した。2008 年第 1～3 四半期の発行件数が 139 件、発行額 143 億ドル（四半期平均 48 億ドル）であったのに対して、第 4 四半期には 26 件、8 億ドルに落ち込んだことは、まさに世界金融危機の直撃を受けた証であると言えよう。

一方で、こうした状況下でも新たな発行体（発行国）が生まれており、地域的な広がり続けている（図表 2）。

スクーク市場は中東湾岸諸国（2008 年の発行シェア 55.5%）とマレーシア（同 36.3%）に集中しているが、2008 年にはアフリカのガンビア<sup>1</sup>が 40 件のスクークを発行し、スクーク市場に参入した（2007 年までは発行なし）。また世界最大のムスリム人口を抱えるインドネシアはイスラム金融振興を進めており、2008 年にはスクーク国債の発行を開始し、これにより 2008 年のインドネシアのスクーク発行額は前年比 6 倍増を記録している。本年には個人向けのスクーク国債も発行し、さらにドル建て債も発行したが、

<sup>1</sup> ガンビア共和国（Republic of The Gambia）は国民の 80%がムスリムであり、イスラム諸国圏との緊密な繋がりを構築している。

ドル建て債には発行予定額の7倍の応募が寄せられた。このようにイスラム圏では、金融危機後もスクークに対する需要は依然として強い。



それでは今後のスクーク市場の展望はどうであろうか。

スクークの発行条件は一般債と同様に決定されるために一般債の発行環境の影響を受けるが、現在のところ金融危機の影響も続いており、発行条件は米国財務省証券に300ベース・ポイント以上の上乗せを迫られるなど、極めてコストが高い環境にある。また後述するようなスクークのデフォルトやサウジアラビアの有力企業の債務不履行<sup>2</sup>などが重なり、投資家の信頼感はまだ戻っておらず、中東湾岸諸国の民間企業のスクーク発行<sup>3</sup>は来年以降に先送りされるとの予想が強い。

こうした発行環境の他にも、スクークには以下の2点が不透明要因として影を落としている。

### (1) スクークのシャリア適格性

スクークは当然のことながらシャリア（イスラム法）への適格性が求められるものであり、シャリアの解釈に国際的な基準が存在しないことから、スクークを含めたイスラム金融商品やサービスには、シャリア不適格とされる、いわゆるシャリア・リスクが常に付き纏っている。

スクークは発行体・発行地域・投資家等が順調に拡大し、非ムスリムの市場参加者も増加してきた。こうしたなかで、2008年2月、バーレーンにあるイスラム金融に関する国際機関のひとつ、イスラム金融機関会計監査機構（AAOIFI: Accounting and Auditing

<sup>2</sup> Saad, Ahmad Hamad Algozaibi and Brothers (AHAB) の2社。

<sup>3</sup> 中東湾岸諸国ではバーレーンを除いて国債の発行はなく（金融危機対応により一部には国債発行も出て来ている）、スクークは社債（国営企業を含む）中心である。

Organization for Islamic Financial Institutions) <sup>4</sup>のシャリア委員会が、イスラム法学者の解釈を受けて <sup>5</sup>、これまで発行されたスクークの多くがシャリア不適格とされる可能性が高い通達を発表した。具体的には、スクークの一般的なスキームでは、償還時などに資金調達者が裏付け資産を簿価（債券額面価格）で買い戻し、それが償還金に充てられるが、簿価での買い取りはイスラム金融の基本理念である損益分担（PLS：Profit/ Loss Sharing）に違反するというものである。償還時の市場価格での買い戻しであれば問題はない。

また AAOIFI はスクークの売買に当たり、対象資産の所有権をスクーク保有者に移転しなければ、シャリア適格とはならないとの判断を示し、スクーク売買の約 85% をシャリア不適格と判定した。

これを受けて、投資家のスクークに対する不安感が高まることになり、2009 年半ば以降には世界金融危機の深刻化とも相まって、スクークの発行が急減していくことになった。

## (2) スクークのデフォルト

2009 年に入り、スクーク市場を襲った次なる衝撃はスクークのデフォルトであった。Kuwait Investment Dar 債（登録はバーレーン）、East Cameron Partners 債 <sup>6</sup> と 2 本のスクークが立て続けにデフォルトとなった。

スクークはこれまで、裏付け資産が存在するため、一般債に比べてリスクが少ないものと一般的に認識されていた。デフォルトの場合には原則的には裏付け資産の所有権を投資家に移転し、これを処分することによって資金の回収が可能になる。しかし現実には所有権が投資家に移されることはなかった。スクークの発行体は一般には特別目的会社（SPV）であり、SPV はケイマンなどのタックスヘイブンに設置されることが多く、資産の所有権を SPV に移す登録が進んでいなかったことなどがその原因である。

また実際の裁判となれば、（イスラム教と関係のない世俗的な）裁判所は、スクーク投資家を所有権ではなく契約上の権利で認識するものとみられ、スクーク投資家は単なる債権者と位置付けられる可能性も高い。

具体的な 2 件のデフォルトのケースでも、全体的な債務リストラ策（資産売却等）の中で、スクークの投資家についても他の債権者と合わせて、その補償が進められることになった。

デフォルトの発生を受けて、スクークの利回りはさらに上昇（価格は低下）に向かった。

こうした問題が発生する一方で、イスラム金融の育成、スクーク市場の拡大に向けての動きも続けられている。

前述した AAOIFI は、イスラム金融商品、イスラム金融サービスの審査（スクリーニング）を開始する旨を発表した。イスラム金融の根幹であるシャリア適格性には国際基準がなく、また国際的な監督機関も存在しない。AAOIFI は市場の均質化を目的として、イスラム金融商品・サービスに関する審査を開始するもので、恒久的な監督機関となることは予定されていない。

<sup>4</sup> AAOIFI はイスラム金融の会計・監査基準の制定等を担う国際機関であり、中東諸国などでは AAOIFI の基準が強制力を持っている。

<sup>5</sup> パキスタンの有力イスラム法学者である Muhammed Taqi Usmani 氏の判断。

<sup>6</sup> 発行体は米国のガス会社である East Cameron Gas Company。

前述 (1) のスクークのシャリア不適格問題に関しては、イスラム保険（タカフル）を利用して解決する方法も検討されている。利息に相当する分配金の支払いや償還金の支払いをタカフルで保証するものである<sup>7</sup>。しかしスクークのリスクを算定することが難しいこと、スクークの期間は 3~7 年程度が多く、タカフルでカバーするには期間のより長期のものが望まれることなどの問題点が存在する。但し、タカフルは受取金を保証するものであり、スクークそのもののシャリア適格性を担保するものではないため、AAOIFI の見解をクリアするためには、スクークのスキームそのものを再検討する必要に迫られよう。

またサウジアラビアは、スクークと社債の取引市場を 2009 年 6 月 17 日に開設した<sup>8</sup>。サウジアラビアをはじめとした中東湾岸諸国では経済多角化、インフラ整備などの数多くのプロジェクトが進行しており、資金需要は強いが、世界金融危機の影響を受け、銀行借入れが厳しい状態にあり、債券発行による資金調達ニーズは高い。中東湾岸諸国ではこれまでも銀行借入れは短期が中心であり、プロジェクトに合わせた長期の資金調達手段が望まれてもいる。このためスクーク発行需要は強いのだが、多くのスクーク発行計画が今は延期されている状態にある。今後、中東湾岸諸国でスクーク市場がもっとも拡大するものと見込まれるが、そのインフラが整っておらず、サウジアラビアでのスクーク取引市場の開設がその端緒となるものと期待される。しかしサウジアラビアで上場されているスクークは未だ 2 社発行<sup>9</sup>の 5 銘柄に限られている。スクーク市場の発展に向けては、政府を含めたスクーク発行体の増加・多様化、流動性の増加、人材や投資家の育成といった基本的な課題が残されている。

金融危機を経て、特にイスラム圏ではイスラム金融への選好の高まりが見られ、イスラム金融の拡大に向けてのさらなる契機と捉えられる。スクークに関して言えば、最近、露呈したシャリア・リスクやデフォルト問題に解決策を見出すとともに、市場育成に向けてのインフラ整備など、地道な取り組みが求められていると言えよう。

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、宜しくお願い申し上げます。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 2009 Institute for International Monetary Affairs (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 Hongokucho 1-Chome, Chuo-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>7</sup> 受取金を保証するタカフルは既に存在しており、商品として提供されている。

<sup>8</sup> スクークの売買はこれまで店頭取引で行われているが、取引高は極めて少ない。サウジアラビアの Jadwa によれば、2008 年のスクーク売買件数は 85 件、売買高は 13 億サウジ・リヤルに過ぎない。

<sup>9</sup> Saudi Basic Industries Corporation (SABIC)、Saudi Electricity Company (SEC) の 2 社でいずれも国営企業。