
国際通貨研究所 国際金融セミナー

～ グローバルに展開するイスラム金融と中東経済金融情勢 ～

イスラム債券市場の現状と展望

工藤 宏之

Executive Advisor, CEO's Office,
CIMB Investment Bank Berhad

2008年2月18日

目次

第1章	イスラム金融概観	3
第2章	イスラム金融資本市場	11
第3章	イスラム債(スーク)の仕組み	19
第4章	ケーススタディ	26
第5章	イスラム金融ー今後の展望と日本企業にとっての重要性	30
第6章	CIMBグループについて	34

第1章

イスラム金融概観

イスラム金融の基礎知識

イスラム金融とは何か

イスラム法(シャリア)に則した金融取引の総称。

ポイント1: 利子という概念の禁止。

ポイント2: 資金提供者と債務者双方によるProfit & Loss Sharing。

ポイント3: イスラムの教えに反する事業に絡む取引の禁止。

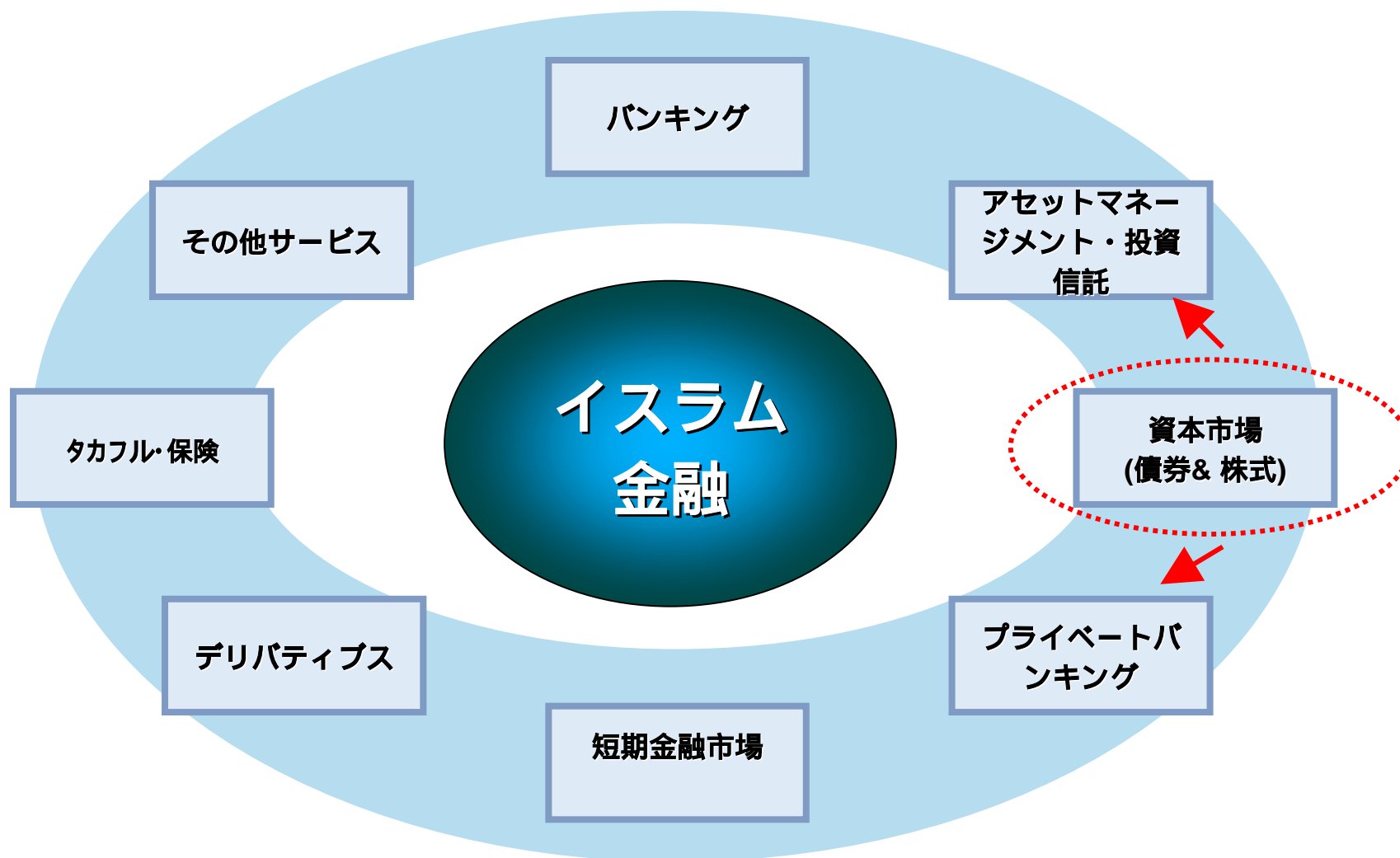
(例: 金利、豚肉、アルコール、賭博 など)

なぜ、利子を禁じているのか

富を持つもの(資金提供者)が自らの余剰資金を貸すことで(労せずして)利子収入を得るということは好ましくない。すなわち、富を持つ者は貧者に喜捨を行うべきというシャリアの考えによる。

したがって、イスラム金融では利子という概念の代わりに「Profit」や「Dividend」の概念を用いる。

イスラム金融市場 – 概観



イスラム金融市場—概観

- パキスタン、イランのようにすべての金融取引をイスラム方式に読み替えている国もあるが、マレーシアを始め多くはコンベンショナル、イスラム方式が併存しており、顧客はいずれかを選択することが可能。イスラム金融に特化している銀行をイスラミックバンクと呼ぶ。
- 国内の銀行業務においてはイスラム金融商品は貸出、預金などコンベンショナルな金融商品と相似形をなす。イスラム金融はムスリム以外の顧客でも利用可能だが、国内顧客ベースはムスリム中心。
- 片や、資本市場、特にイスラム債券市場はペトロダラーの国際的資金還流において重要な意義あり。またイスラム債を重要な資金運用の手段とする、イスラムアセットマネジメント、投資信託、プライベートバンキングを通じて、イスラム債への投資ニーズは急拡大している。
- 発行体はイスラムの教義に則っている限りイスラム事業会社である必要はなく、急拡大する投資ニーズと相俟って有利な資金調達が可能であることから、世界中の関心が高まっている。

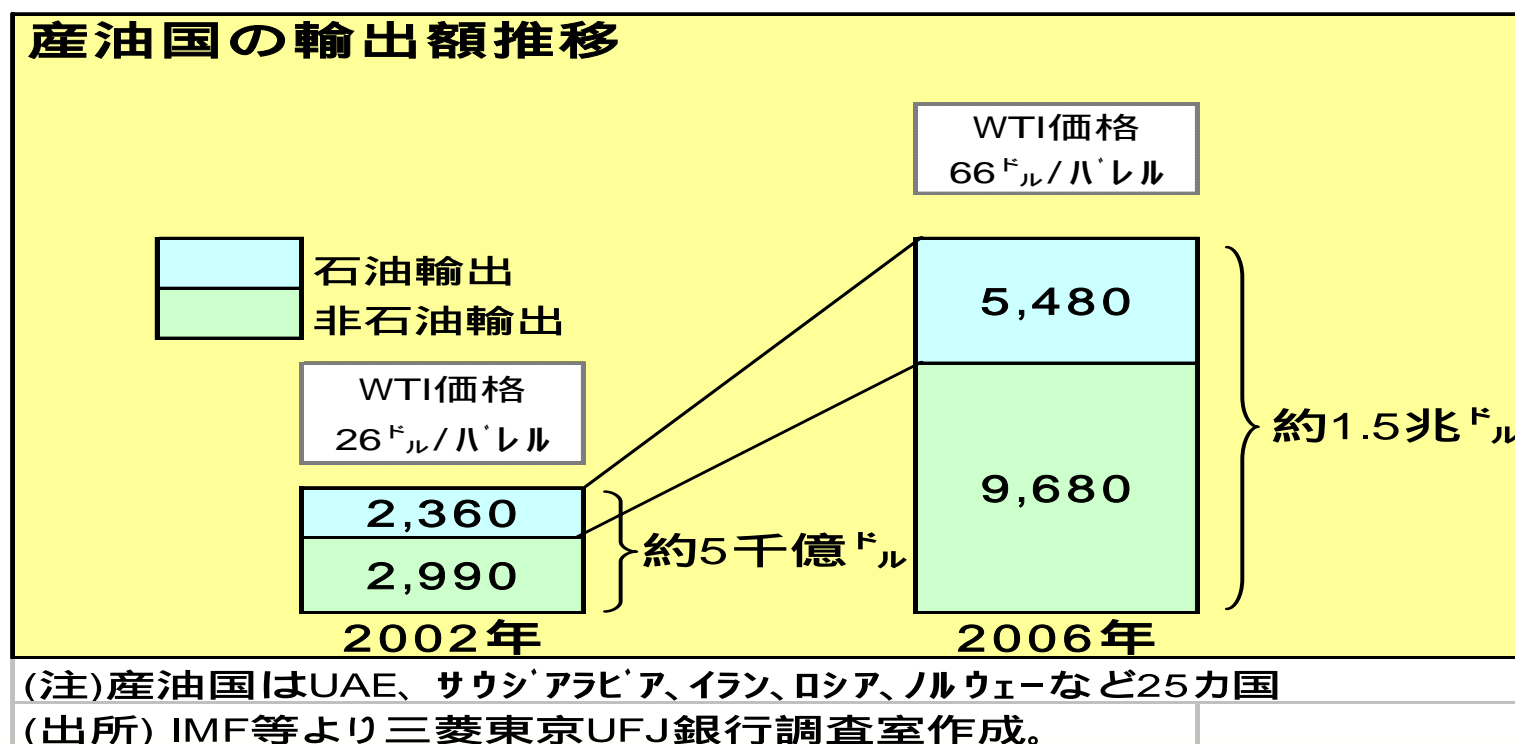
イスラム金融とペトロドル

中東活況の背景

石油価格の高騰

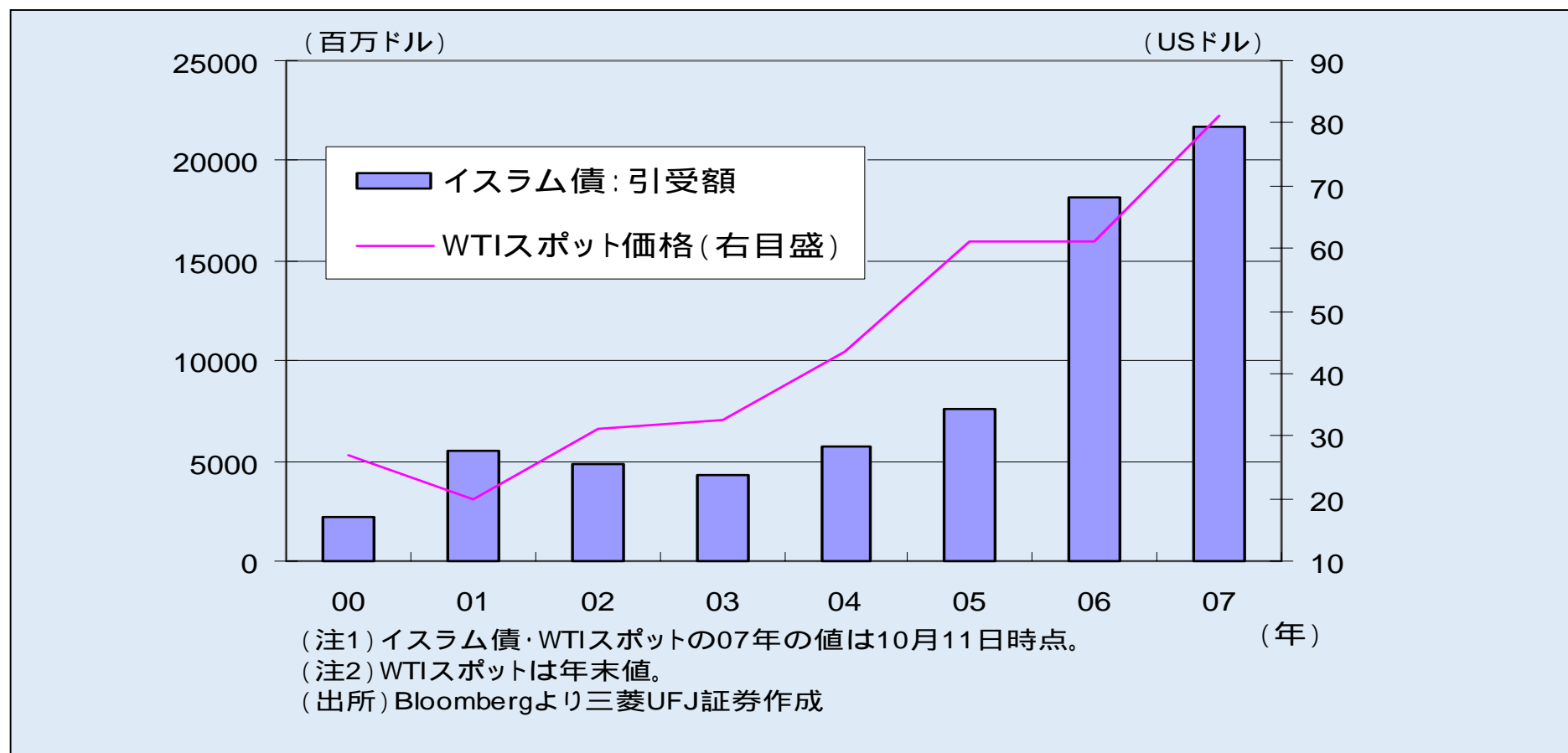
ペトロドルの逆流

2001年9月11日の米国同時多発テロを境にそれまで米国に投資されていたペトロドル(オイルマネー)が欧州やGCC(湾岸協力会議6カ国)に溢れかえる。



イスラム金融とペトロダラー

中東活況の背景とイスラム債券市場



イスラム金融市場の現状 (ムーディーズの推計では4,500億ドル規模)

世界のイスラム金融市場の全資産は1兆ドルを超えたと推定される。同市場は世界の金融市場の中でも最も急速に発展しており、年間の増加額は15～20%と推定される。

出所: Islamic finance news – “Far East Embraces Islamic finance” 12 October 2007

GCC諸国におけるイスラム金融資産の割合は全銀行資産の30%を占める。マレーシアでは12%を占めるが、マレーシア政府は2010年までに20%を目指している。

出所: Article from European CEO – 18 September 2007

イスラム資金を対象にした資産運用はまだ歴史が浅く、500億ドルから700億ドルと推定される。

出所: Islamic Finance News – “Key Trends in Islamic funds” 17 August 2007

イスラム株式市場は活況を呈しており、その運用資産は2,500億ドルと推定され、現状スーク市場のほぼ3倍に相当する。

出所: Islamic Finance News – “Islamic equity markets ” 12 October 2007

全世界でのスーク債の残高は830億ドルを超えた。

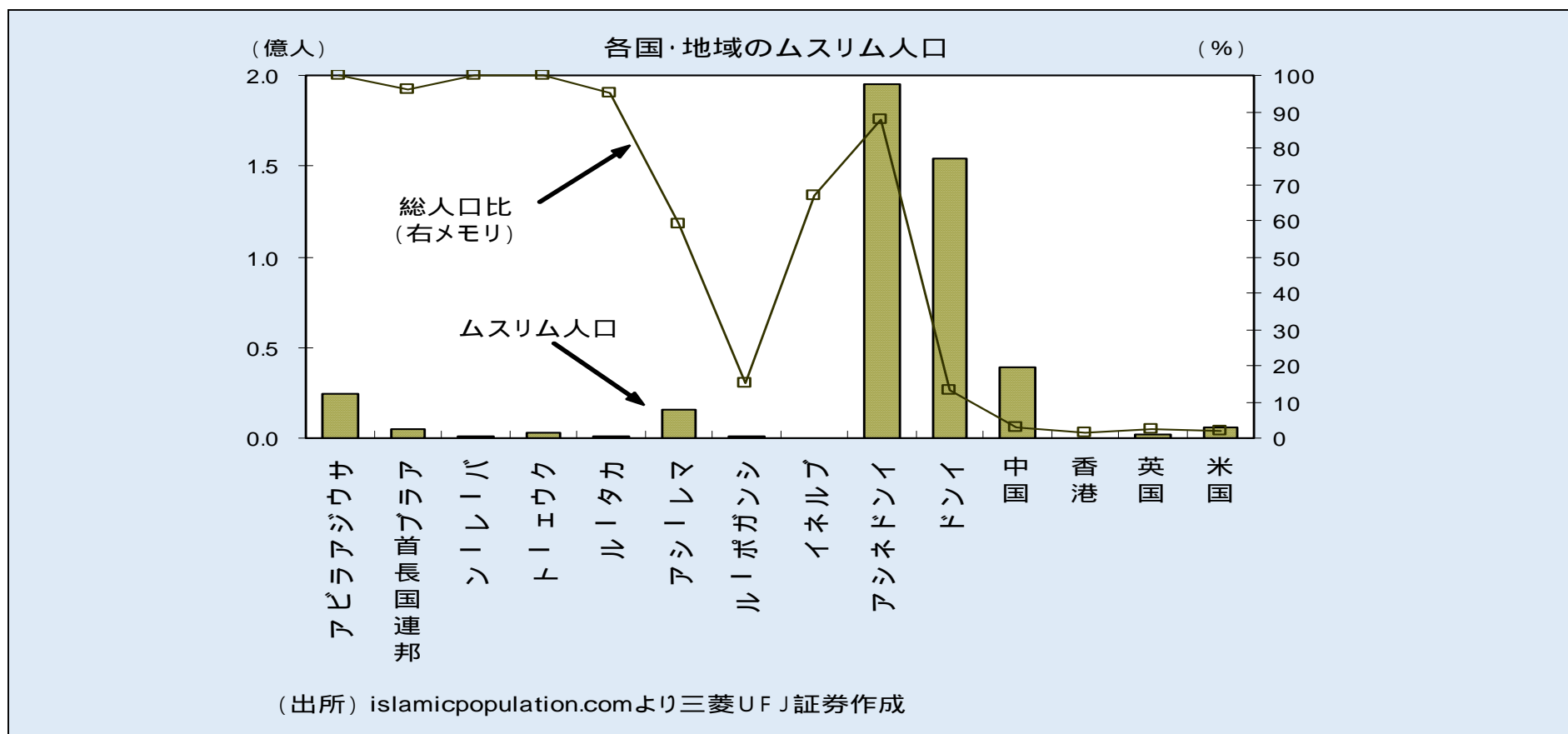
出所: Islamic Finance News – “Asian Sukuk Poised for Growth” August 2007

イスラムのプライベート・エクイティは、2010年には410億ドルの資産になると推定されている。

出所: Islamic Finance News – “Islamic Private Equity Outgrowing Conventional” 15 June 2007

イスラム金融市場の現状

世界のムスリム人口分布



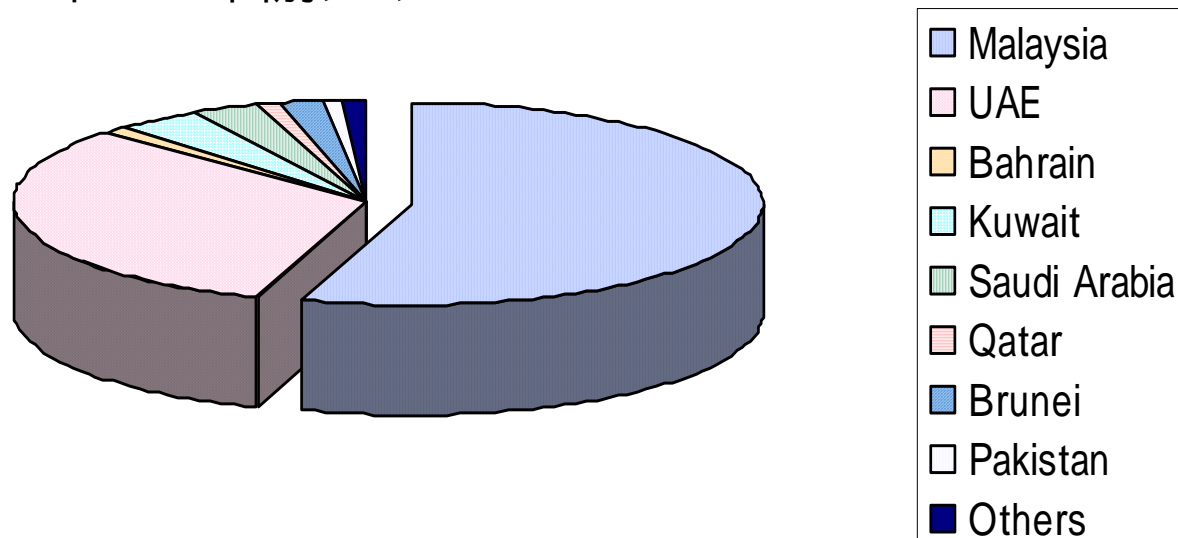
第2章

イスラム金融資本市場

世界のイスラム債市場

イスラム債の国別シェア

2006年Sukuk 国別シェア



Malaysia	55%
UAE	32%
Bahrain	1%
Kuwait	4%
Saudi Arabia	3%
Qatar	1%
Brunei	2%
Pakistan	1%
Others	1%
Total	100%

(出所) The Islamic Capital Market Task Force Report and ISI Emerging Markets

中東における各種プロジェクトの資金需要の高まりから2006年はUAEのSukuk発行が急伸したが、依然としてマレーシアのシェアは55%と世界シェアの過半を占めている。

マレーシアの債券市場について

市場規模

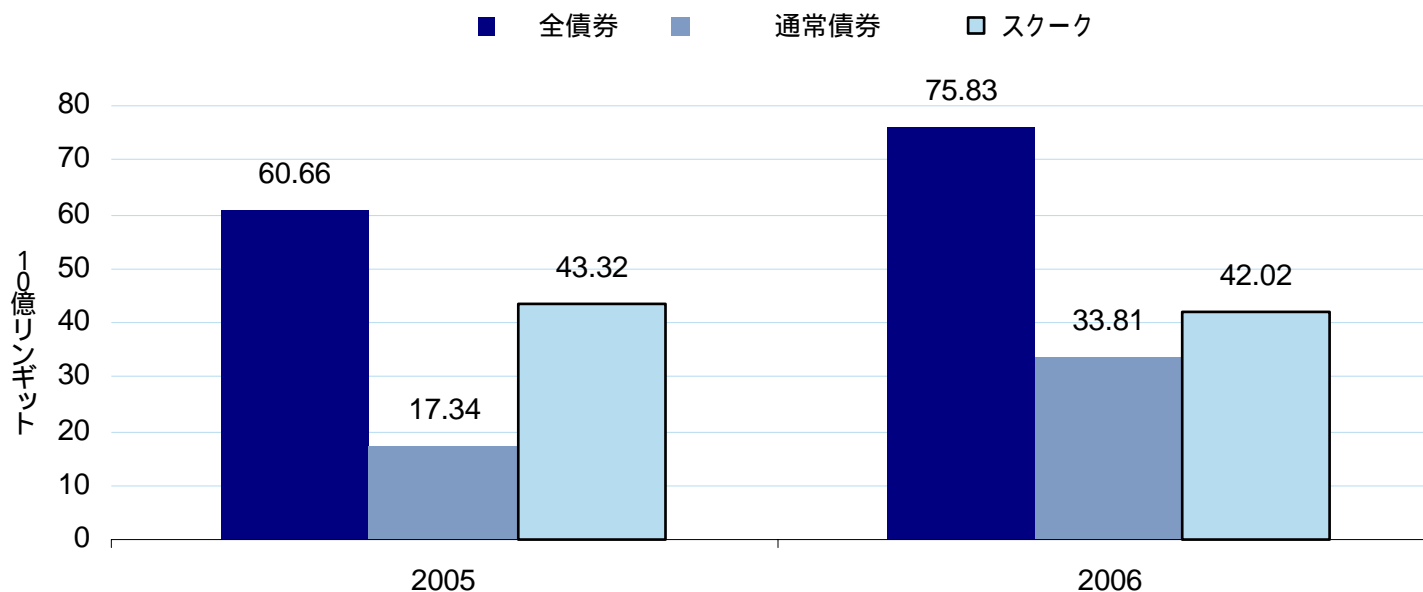
(表) アジア各国の債券市場比較(2006年) 単位:10億米ドル/%

国名	債券市場 /GDP	債券市場 規模	内Public Sector	内Private Sector
日本	206.7%	9,154.2	6,968.9	2,185.3
マレーシア	96.9%	135.8	55.5	80.3
韓国	88.2%	731.1	260.6	470.5
シンガポール	73.9%	90.7	52.6	38.0
タイ	50.8%	95.6	44.1	51.5
香港	49.3%	90.4	16.6	73.8
中国	43.5%	1,048.9	716.4	332.5
フィリピン	37.7%	40.2	39.9	0.3
インドネシア	22.0%	69.1	61.7	7.4
ベトナム	7.4%	3.9	3.7	0.2
合計	-	11,459.9	8,220.0	3,239.8
除く 日本	-	2,305.7	1,251.1	1,054.5

出所: Asian Bonds Inline (2006年6月)

- 1) 左表の通り、マレーシアの債券市場の規模は、東南アジア諸国内では最大で、シンガポール、香港の規模を上回る。
- 2) 債券市場の対GDP比率で見ると、アジア全体でも日本に次ぐ水準となっている。
- 3) マレーシアの債券市場の発展の背景には、1980年代からのマレーシア中央銀行、証券委員会による市場インフラ/体制整備努力がある。

マレーシアのイスラム債市場

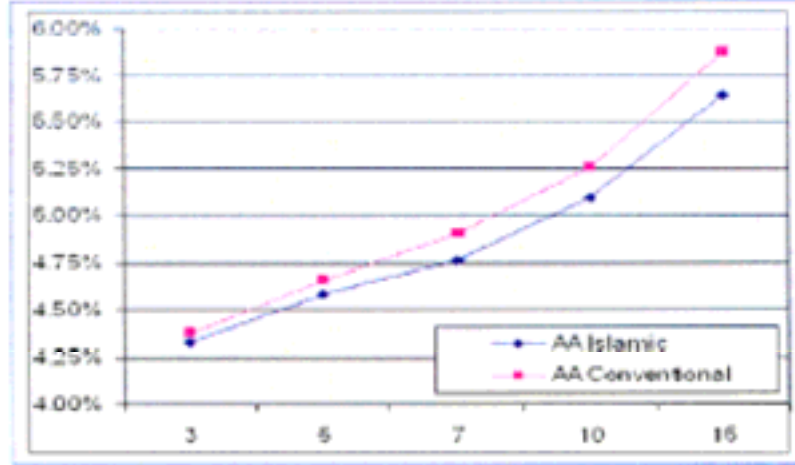
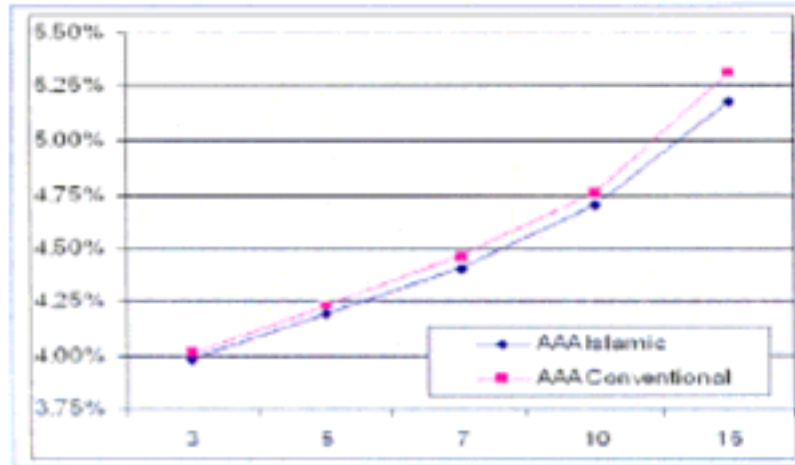


- マレーシアのスーク市場は、2002年以降急激な増加を見た。
- 2002年は特筆すべき年。イスラム債券の発行が一般債券の発行を初めて超えたから。
- 2004年の課税均等化措置導入により、2005年にはスーク市場は全債券の71.4%を占めるに至った。これは前年は48%であった。
- 2005年、2006年と引き続き、現在もリンギットのイスラム債発行額は通常債券を凌駕。
- 2006年末のリンギット建てスーク残高は、430億RMに到達。一方RM建ての通常債券残高は340億RM。

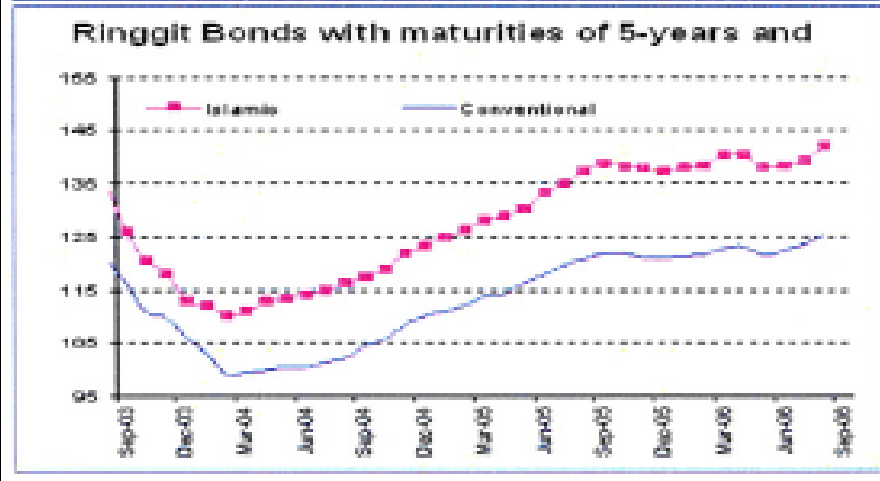
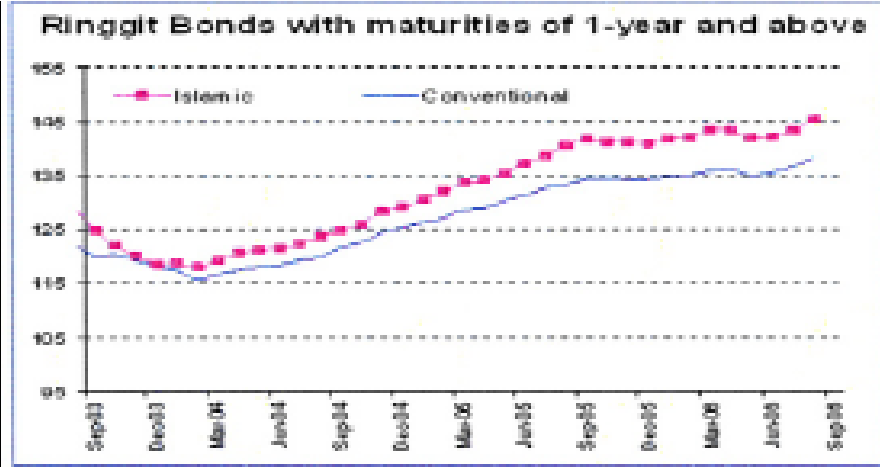
Source: SC Annual Report 2006

マレーシアのイスラム投資は、発行体及び投資家双方に有利

発行体利回り



イスラム債券 VS 一般の債券の投資リターン比較

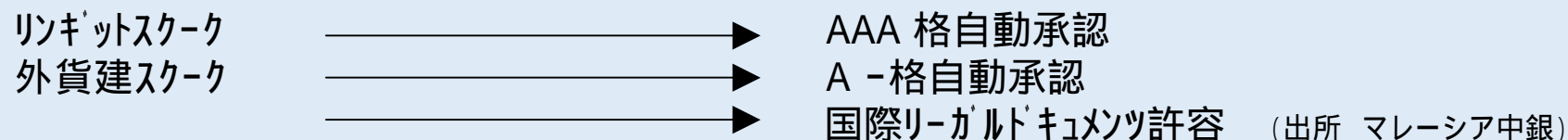


Source: CIMB Islamic economic research as at September 2006

MIFC インセンティブ – 発行体に対するベネフィット

マレーシア外貨建起債市場の創設(2006年8月発表)

インセンティブ	ベネフィット
<ul style="list-style-type: none"> • 資金用途を規制しない。 • リスクヘッジ可。 • 発行費用税額控除可。 • 国際格付機関許容。 • 印紙税免除。 • 非居住者投資家への源泉税免除。 • 税制中立化適用。 • SPVに対し法人税法上の管理規定不適用。 • SPV設立の場合、発行費用税額控除可。 	<ul style="list-style-type: none"> • 低利調達 – イスラム債への強い需要 / 確立されたインフラ • 活発なトレーディングに支えられた、効率的な価格形成 • インバティブなイスラム金融商品開発のノウハウ • 多様なシャリア法解釈の深い蓄積 • 投資家としての政府機関の存在



中近東 – イスラム金融センター

バハレーン

GCC諸国のなかで唯一イスラム銀行業務の法的枠組みが存在

イスラム銀行部門の総資産:

- 2006年末現在 160億米ドル(約1兆7900億円)
- 銀行部門全体におけるシェアは10.6%
- 2005年末の2倍の伸び率

(出所:バハレーン中銀)

アラブ首長国連邦

- バハレーンと同じ中東地域での金融ハブを目指す
イスラム銀行部門の総資産
 - 2006年末現在324億ドル(約3兆6200億円)
 - 銀行部門全体に占めるシェアは13.9%

- イスラム債券では大型の発行が相次ぐ
2006.1 PCFC(ドバイ港湾・税関・フリーゾーン庁) 35億ドル
2006.11 Nakheel(政府系不動産デベロッパー) 35億ドル
(出所:UAE中銀)

サウジアラビア

- 急速に市場整備を推進中。



英国 – 西洋におけるイスラム金融センター

- **英国のムスリム人口は約160万人 (総人口の約2.7%)**
 - うち50%はロンドンに在住すると推定されている
- **英国は西洋における初めてのシャリア適格のリテール銀行の所在地 (Islamic Bank of Britain)**
 - Islamic Bank of Britain 英国及び西洋で初めてのイスラム専門銀行
 - 現在では専門に加えて12の銀行が窓口販売でイスラム金融商品を提供している
 - 預金や住宅ローンなどの基本的なイスラム金融商品やサービスは、こうしたイスラム金融用窓口を通じて行われている
 - 2003年以降、イスラムモーゲージ市場は5億ポンドを越え、昨年だけで50%の増加を見せた
 - 英国財務省によれば、4900億米ドルのファンドが英国イスラム金融システムに存在しており、これは年率15%の成長を見せると予想されている
 - 2007年3月には25億ポンドに上る初めての大口イスラム債(スクーク)がロンドン証券所に上場された
- **FSA (英国金融サービス機構)は、英国の中東のイスラム金融ハブとしての潜在性を認知している**
 - FSAの政策は“障害を設けず、優遇は行わず”で、従来業務との無差別性に留意
 - 英国政府は、規制、税制面での平等によりイスラム金融商品の開発を支援し、ロンドンをイスラム金融のゲートウェイとする計画を発表している
 - イスラム金融を促進するために、スクークの新手法の導入、ムシャラカやタカフルへの新しいガイドラインなどを発表

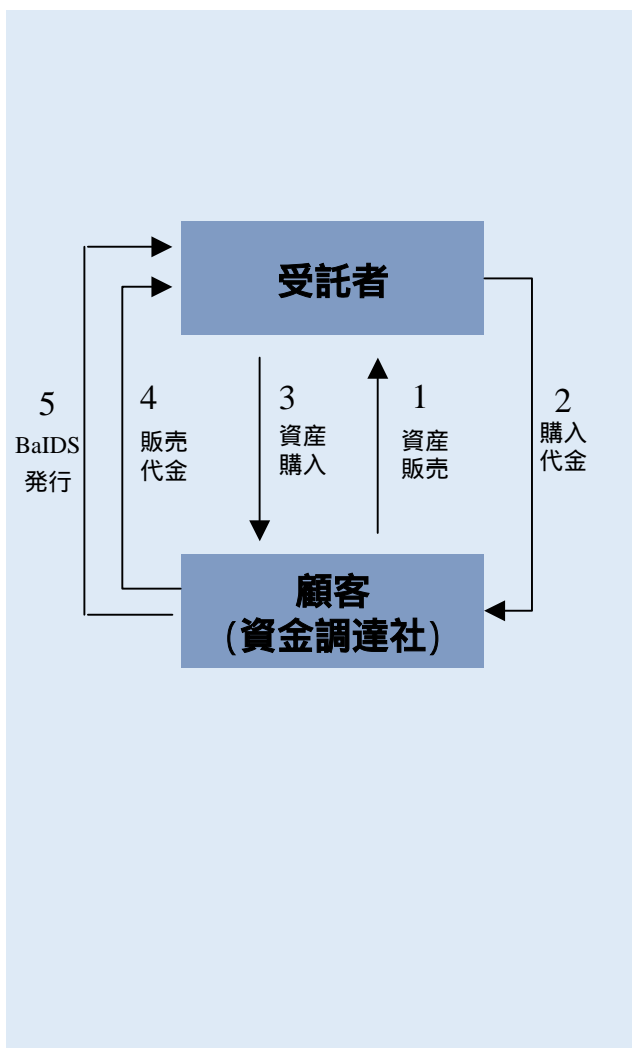
第3章

イスラム債(スーク)の仕組み

イスラム債(スクーク)の代表的な仕組み

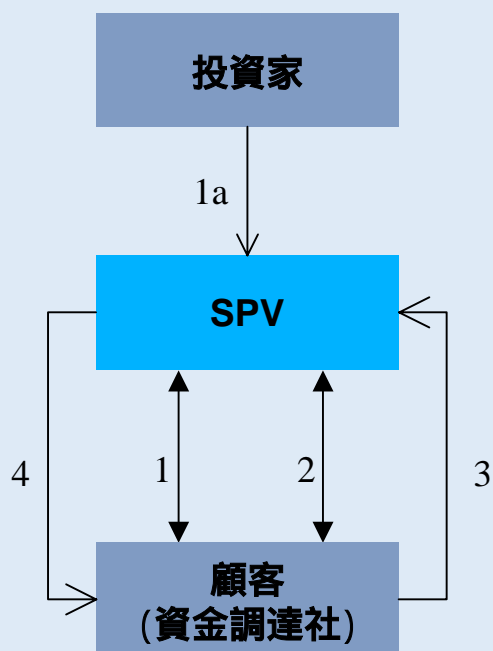
スキーム	概要
バイ・アル・イナ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 延払いでの資産の売却と買戻しで、一般に長期金融に利用
ムラーバハ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 利潤上乘せ売買による金融で、一般に運転資金に利用
イジャーラ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資産の売却とリースバックによるもので、一般に長期金融に利用 ■ 当該資産は、有形かつリース可能で、シャリア適格があることが要請される。例えば不動産や機械等。 ■ 2010まで経費は税控除対象(マレーシア)
イステイスナ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 製造委託のための金融 ■ 一般に建設中のインフラプロジェクトに利用される ■ 2010まで経費は税控除対象(マレーシア)
ムダーラバ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事業者に資金を預託し事業運営を委託し、発生した利益を両者で配分する契約 ■ 事業者と資金預託者は予め決められた割合で利益を分配。損失が発生した場合は資金提供者の負担 ■ 2010年まで経費は税控除対象(マレーシア)
ムシャーラカ	<ul style="list-style-type: none"> ■ 二者もしくはそれ以上の参加者が共同出資を行う ■ 利益、損失を契約で決められた割合に基づき配分 ■ 2010年までは経費は税控除対象(マレーシア)

BBA (バイウ・ビサンマン・アージル)/ムラーバハ



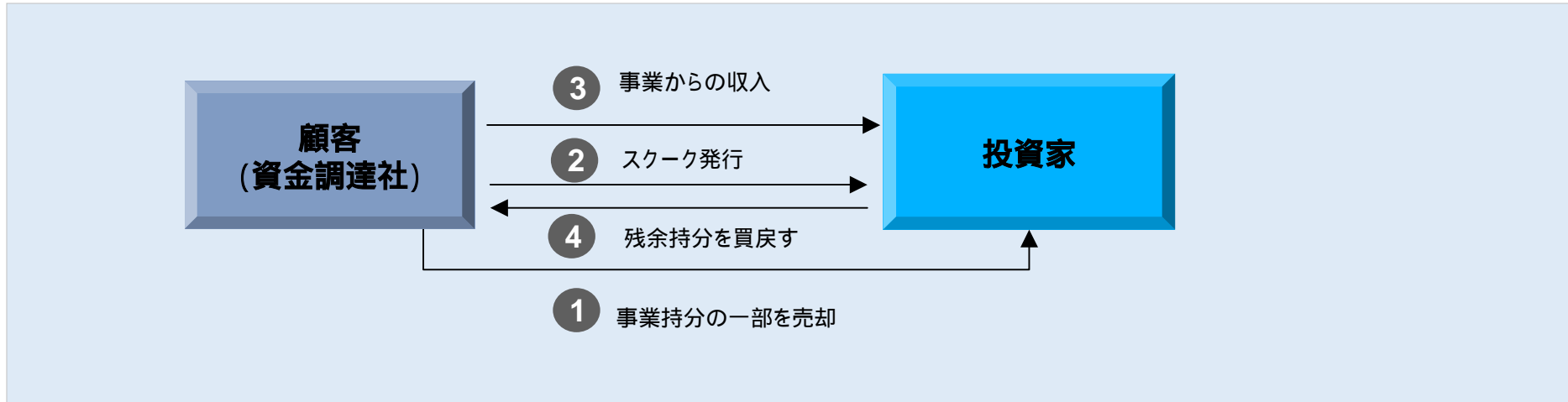
	スキーム
ステップ 1	顧客は受託者と購入契約を締結、シャリア適格な資産を受託者に販売する。資産の価値ならびに購入代金はシャリア委員会のガイドライン(2004年4月30日付)に適合していかなくてはならない。
ステップ 2	受託者の購入代金が顧客に支払われる
ステップ 3	購入契約に基づき、顧客は資産を受託者から買い戻す。このときの販売価格は締結された契約に規定された販売価格となる。
ステップ 4	顧客が受託者に支払う販売代金は受託者の購入代金に利益を加えたもので、5年までの延払いが可能。
ステップ 5	顧客はイスラム債 (BaIDS)を発行、これが販売契約で決められた販売価格で支払われる負債の証明となる。

イジャーラ



	スキーム
ステップ 1	SPVと顧客は購入契約を締結。同契約で当該SPVは顧客から、シャリア適格のリース資産を購入(“資産”)購入し、例えばRM200百万のイジャーラ購入契約(“IPP”)とする。資産の価値は、2004年4月30日付証券取引委員会(“SC”)で制定されたシャリア・アドバイザー委員会によるプライシング・ガイドラインに拠る。
ステップ 1a	投資家は、資産に投資。SPVは投資家向けにスクークを発行。当該スクークは購入資産応じた分割不可分の所有権の割合を表象し、投資家はイジャーラに係る支払いと資産に係る全ての支払いを受領する権利を有する。スクーク起債代り金はIPPの支払い原資となる。
ステップ 2	SPVと顧客は資産に関するイジャーラ契約を締結。その契約の下、SPVは資産を顧客に、例えば5年間、リースを行い、当該期間中、投資家はイジャーラの支払いを受け取る。顧客はリースレンタル料をSPVに支払い、SPVはレンタル料を投資家に分配する。
ステップ 3	顧客は、購入契約をSPVと締結。顧客は、当該イジャーラ契約の償還/もしくはデフォルト発生時に当該資産を引き取る義務を負う。その場合の引取価格は、債券の残高をベースに契約上債務の未払金額から算出される価格となる。
ステップ 4	SPVは顧客と資産の売却契約を締結。それにより、満期償還時もしくはデフォルト発生時(“イジャーラ終了時”)に、顧客はSPVに対し、当該資産を顧客に売却する指示をSPVに対し得る。

ムシャーラカ



ステップ 1

顧客はシャリア適格な資産や業務等を事業として特定する。

ステップ 2

顧客は事業の持分売却により受領する金額を考慮し、スクークを投資家に発行する。スクークは投資家の当該事業における持分を示す。

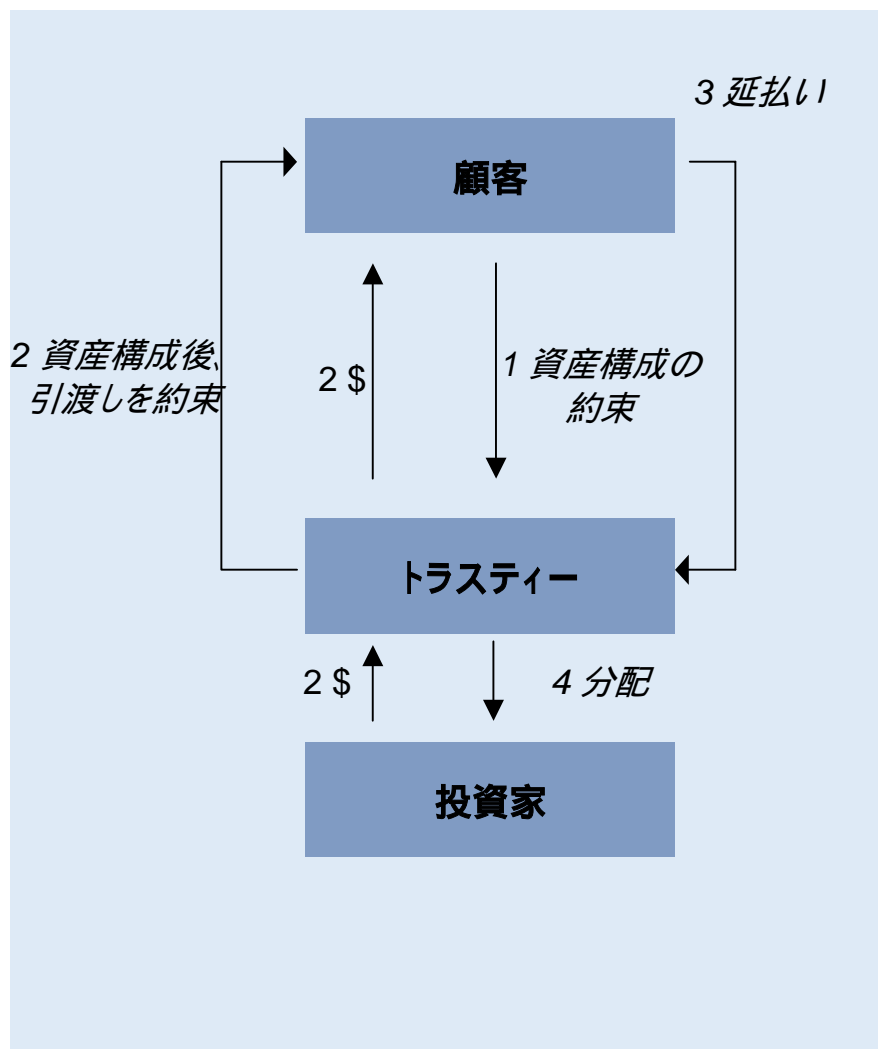
ステップ 3

信託された財産の所有者として、投資家は事業からの所得、事業持分の処分に伴う収入を得る権利を有する。事業からのいかなる収入も投資家に配分される。

ステップ 4

事業の清算に際し、顧客は受託者から残余の持分を事前に合意していた“行使価格”で買取る。購入引受けに基づく顧客の負債は顧客のその他の負債に劣後する。

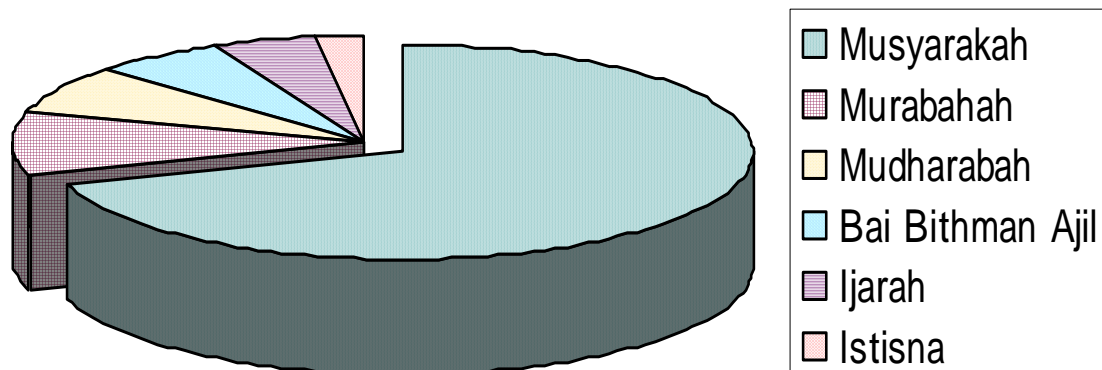
イスティスナ



	ステップ
Step 1	顧客とトラスティーは、第1イスティスナ契約を締結。同契約のもと、顧客はトラスティーに対しイスティスナ資産をトラスティーのために作り、それを引き渡すことを約束。と同時に元本の支払いを受ける。
Step 2	トラスティーと顧客は、第2イスティスナ契約を締結。同契約のもと、トラスティーは顧客に対し延払い条件でイスティスナ資産を引き渡すことを約束。

マレーシアにおけるスキーム別のシェア

2006年スキーム別シェア(SC承認ベース)



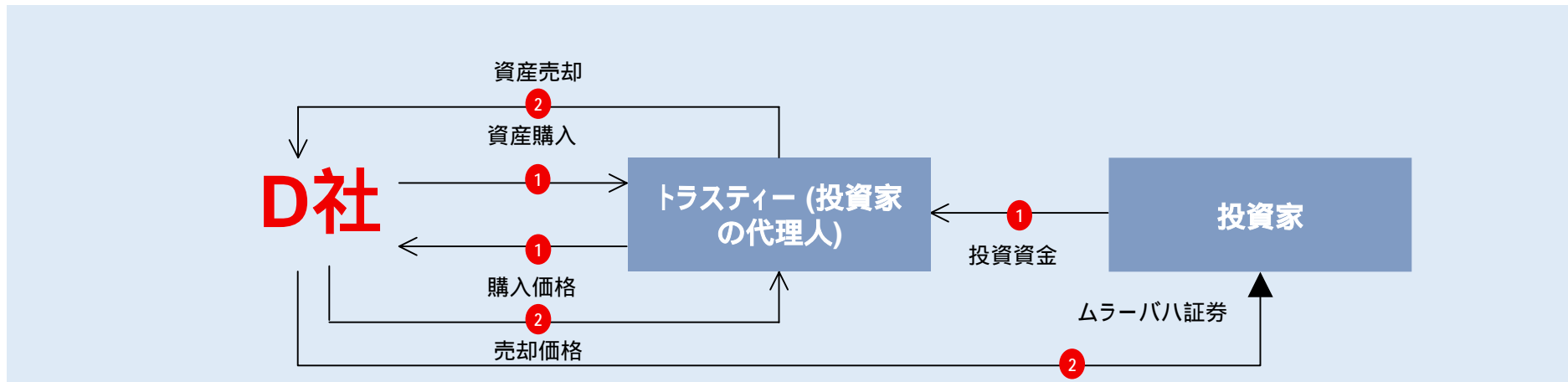
Musyarakah	70.0%
Murabahah	9.4%
Mudharabah	7.5%
Bai Bithman Ajil	6.2%
Ijarah	4.8%
Istisna	2.1%

(出所) マレーシア証券委員会 (Securities Commission/SC)

2006年のマレーシア証券委員会の承認ベースでのスキーム別シェアはMusyarakaが70%と圧倒的であった。

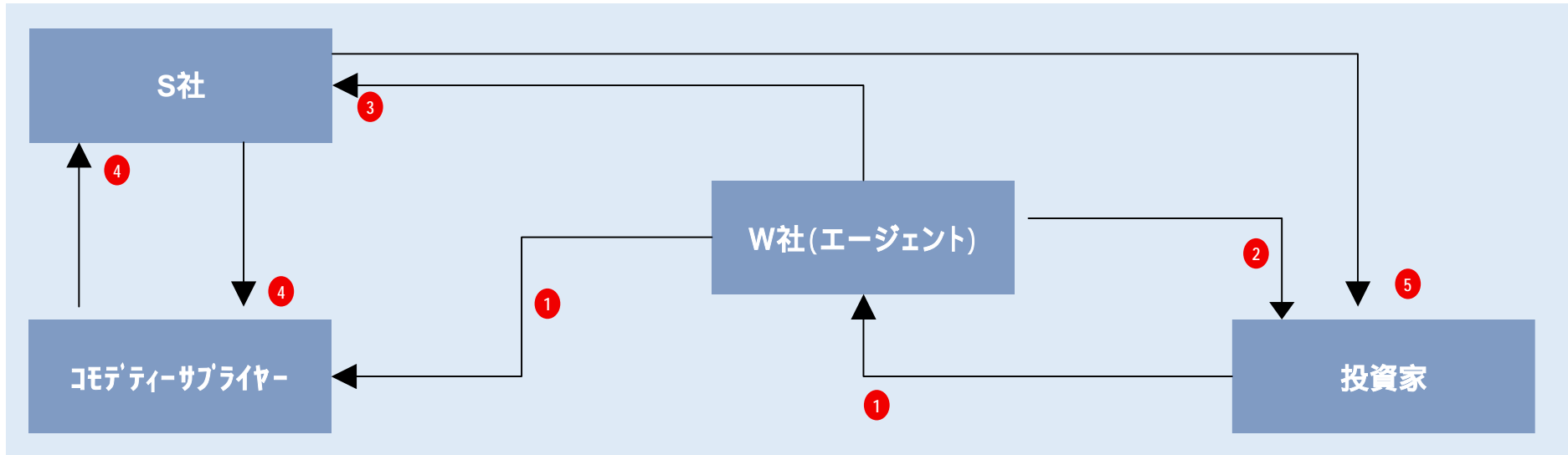
第4章 ケーススタディ

BBA / ムラーバハ



<p>ステップ1</p>	<p>D社及び、投資家の代理人たるトラスティーはアセット購入契約を締結、D社はアセットとして資産をスポット価格で投資家に売却、売却代金は、発行されるムラーバハ証券に記載される、D社の調達金額に合致する。この場合、資産の価値は、2003年12月、及び、2004年4月に規定されたシャリアアドバイザー委員会のパライシングガイドラインに準拠する。</p>
<p>ステップ2</p>	<p>トラスティーはアセット売却契約に基き直ちに資産をD社に売り戻す。この場合の売却価格は当初の購入価格に利益を加えたものとし、延払いベースで支払いが行われる。D社は、この価格で延払い条件で支払いが行われることを約すムラーバハ証券を発行する。</p>

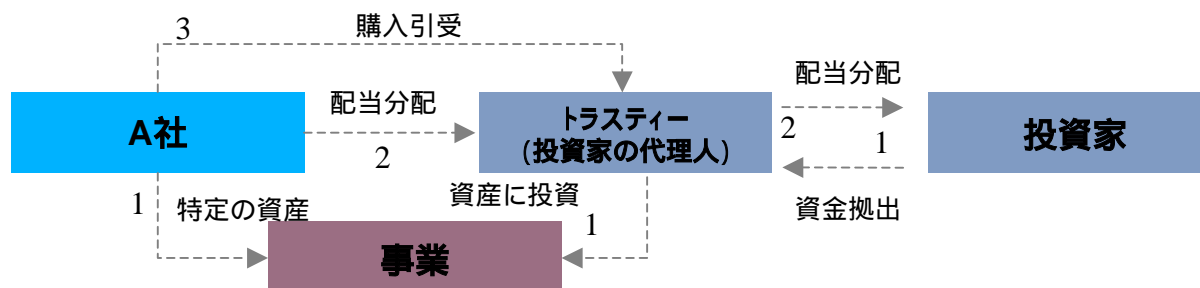
コモディティームラバーハ



	Steps
ステップ1	投資家は、S社の購入オーダーに基づいて、W社に対しシャリア適合のコモディティの購入を指示。
ステップ2	W社(エージェント)は投資家のコモディティ所有権の証左として延払いベースの売却価格を記載したムラバーハ証券を発行。
ステップ3	購入日、W社は延払いベースでコモディティをS社に売却。(購入価格に利益を加えたもの。)
ステップ4	S社はそのコモディティを直ちにスポットベースでサプライヤー、又は、他の第三者に購入価格と同様の価格で売却。
ステップ5	サプライヤー、又は他の第三者の購入金額は投資家の投資額に合致する。

ムシャラカーパートナーシップの原則

- ムシャラカとは、特定の事業につき、2社以上の投資家によるパートナーシップである。利益分配比率は、事業開始時より、投資家間で合意され、損失は各々のムシャラカスキームの出資者間で出資比率に応じて負担される。



取引のステップ

各投資家は、発行体の特定の事業の持分比率を表わしたスクークを発行体A社より購入する。企業Aは対価をシャリア適格な事業に投資する。

- | | |
|-------|---|
| ステップ1 | 受託者(投資家の代理)は、事業に投資を行う。企業Aは、事業を管理する対価として、マネジメントフィーを徴求する。 |
| ステップ2 | 事業からのキャッシュフローは、一定期間の期待分配額として、企業Aにより受託者へ分配され、その後各投資家に分配される。受託者への分配後の残余キャッシュフローについては、マネジメントフィーとして企業Aに支払われる。事業からのキャッシュフローが、投資家への期待分配額を下回る場合には、差額につき企業Aが負担し、購入引受契約上の義務を果たす。 |
| ステップ3 | 期日到来を含む解散事由が発生した場合、企業Aは受託者に対して購入引受を実行し、スクーク所有者からスクークを購入する。以降、ムシャラカ事業は解散される。 |

第5章 イスラム金融ー今後の展望と日本企業にとっての重要性

今後の展望

(1) プロダクツイノベーション ~ あらたな歴史の始まり ~

イスラム金融は歴史を振り返れば、1,426年間、そのシステムは存在していた。しかしながら、近代的金融市場において、そのメカニズムが適用されるようになったのは1970年代の後半から、しかも限られた地域で行われていた。

当初は主に国内リテール向けにイスラミックバンクが中心となり、サービスを提供。90年代後半から2000年代に入り急速にファイナンス手法が高度化、国際的なイスラムローンシンジケーション市場の創設を促し(第一号案件は1993年)、またイスラム債に代表される資本市場取引の枠組みが確立された。

最初のスクークはMNCによるマレーシアリングット債で1990年発行、グローバルスクークの登場は、2001年、マレーシア企業発行のイジャラスキーム。その後、マレーシアでは多様なスクークが発行されるようになり、現在では発行額の70%以上をスクークが占めるに至った。

マレーシアの例にならって、最近中近東をはじめ、グローバルにも、数多くのスクークが発行されるようになり、またこの1~2年でイスラミックデリバティブス(IPRSなど)の開発が進み、今日コンベンショナルな債券市場と同様に金利、通貨リスクヘッジが可能となっている。

(2) 制度インフラの整備

マレーシアは、中央銀行、SECが主導的にイスラム金融、特にイスラム債券市場を育成、世界の先駆者となるインフラを作り上げた。

今後の展望

特に、イスラム債のストラクチャーによって生じる税制上のコストを中立化させる手当てを行ったこと(2004年)、会計上の取扱いも明確に指針を出したことにより、制度インフラがほぼ整備された点が重要。更に、イスラム債券市場育成のため一部タックスインセンティブを付与するなど、強力なイニシアティブを発揮。

外貨建イスラム債券市場MIFCの創設。

現在各国金融当局、中央銀行もイスラム国際金融センターの覇権を握らんと市場育成に向けた取り組みを積極的に推進中。

GCC各国などイスラム圏はもとより、ロンドンに続きシンガポール、香港政庁も市場整備に積極的、またタイ政府も資本調達市場として高い関心を示す。

(3) 市場の拡大 ~ ムスリムからノンムスリムへ ~

イスラム圏でもイスラム金融が未開拓国、地域が極めて多い中、投資家層が急速に拡大中。またノンムスリムの投資家もポートフォリオ構築のため、一部イスラム債を組み入れ始めている。

(仏財投機関など。)

調達サイドでは低利調達の道を求めて、広範囲に企業が参入、ノンムスリム企業の起債が飛躍的に増加。

日本企業にとっての重要性

- イスラム債券市場は、このように今後加速度的に拡大する可能性を秘めている。日本にとって、特にグローバルな資本市場におけるイスラム債券市場が重要。
- マレーシアで実証されたように、世界的にも、イスラム債投資家の比重が益々拡大。イスラム債投資家はイスラム債券のみに投資可だが、コンベンショナル投資家は通常債券、イスラム債券双方に投資できる。流動性拡大、低利調達
(イスラム債投資家 = 巡礼基金、イスラム投資信託など。)
- 日本企業にとって、低利調達のあらたな市場となる上、マレーシアリングgitなどローカル市場ではサブプライムに代表されるグローバル資本市場の影響が比較的軽微。
- マレーシア市場はリングgit、ドル債いずれも発行可能、また制度面で最も信頼性高い。(リングgit債発行ドルスワップも可。)
- 金融ビジネスでイスラム金融(イスラムオートローンなど)を営む場合のバックファイナンスはイスラム金融が絶対条件。
- イスラム圏事業投資全般、また中東プロジェクトの資金調達にイスラム債調達は好感される。
- 投資家サイドもポートフォリオ構築にイスラム債投資は避けられなくなる。

第6章 CIMBグループについて

イスラム債のリーグ・テーブル(CIMB: スクークのグローバルリーダー)

2007 Domestic Islamic League Table			2007 Global Islamic League Table		
Rank	Company	Market Share	Rank	Company	Market Share
1	CIMB	41.7%	1	CIMB	16.1%
2	AmInvestment	11.7%	2	HSBC	11.7%
3	Aseambankers	8.4%	3	Barclays Capital	8.0%
4	RHB Investment	8.3%	4	JPMorgan	6.6%
5	OCBC Bank	7.6%	5	Deutsche Bank	6.3%
6	HSBC	5.4%	6	AmInvestment	4.3%

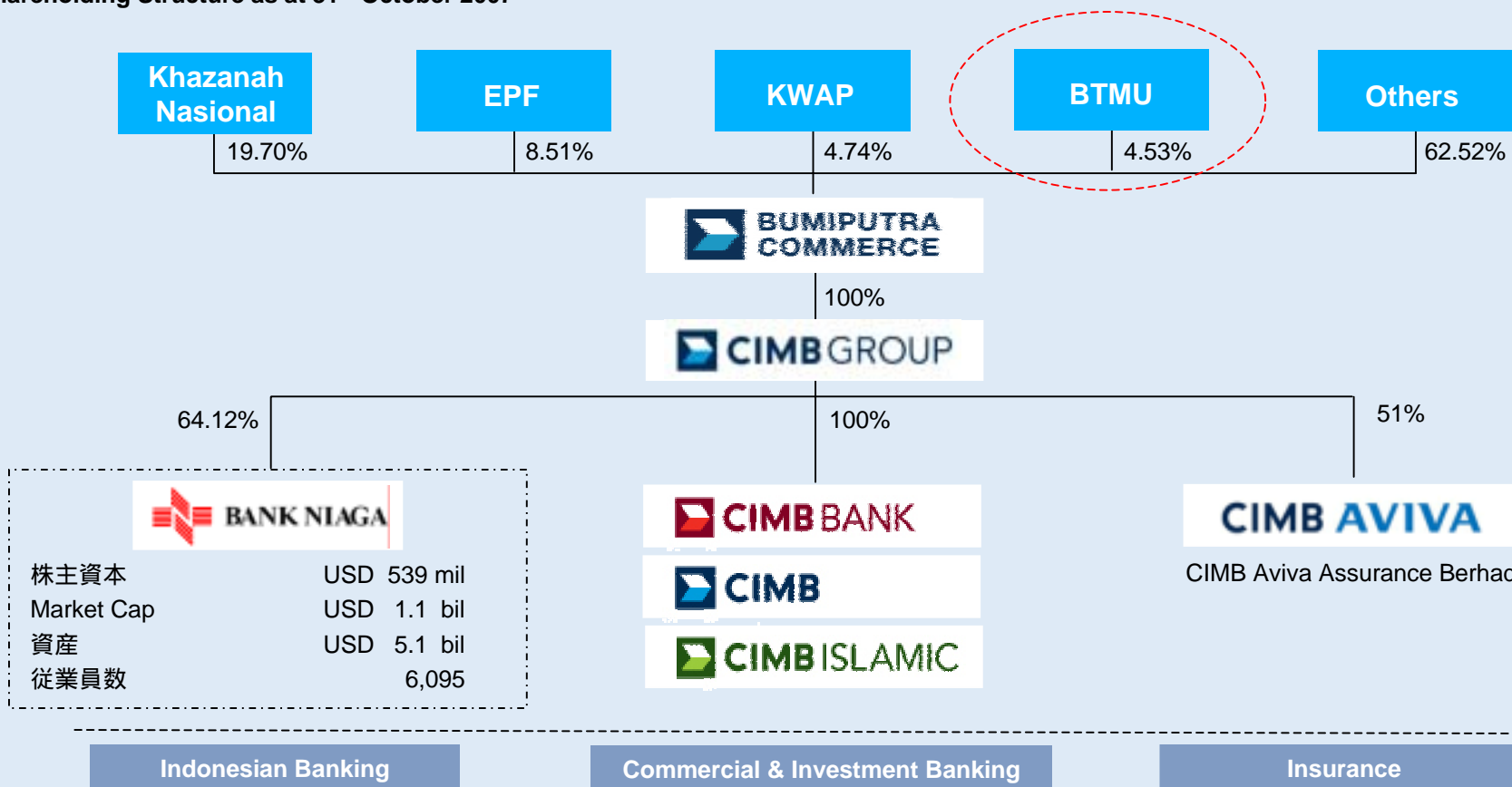
(出所): B l o o m b e r g (2007年12月末時点)

(出所): B l o o m b e r g (2007年12月末時点)

CIMBはマレーシア国内では圧倒的シェア。
Globalでも2005年に続きNo.1シェア。

株主構成

Shareholding Structure as at 31st October 2007



Notes: 1. Bank Niaga data as at 30th September 2007, except for market capitalisation (as at 21st November 2007)
 2. IDR 1.00 = USD 0.00011

EPF - Employees Provident Fund
 KWAP - Kumpulan Wang Amanah Pencen (Pensions Trust Fund)
 BTMU - Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ

コンタクト先

For enquiries, please contact:

Hiroyuki Kudo

Executive Advisor CEO's Office

Corporate Client Solutions

T: (60) 3 2711 0529

G:(60) 3 2093 5333 ext 3190

F: (60) 3 2093 9267

M:(6012) 227 7103

E: hiroyuki.kudo@cimb.com

Mohamad Azrieff Mohd Tap

Executive CEO's Office

Corporate Client Solutions

T: (60) 3 2084 9827

G:(60) 3 2084 8888 ext 9827

F: (60) 3 2096 2682

M:(6019) 281 5010

E: azrieff.tap@cimb.com