



# スーク市場の現況 —その機能の再評価と国際金融環境の変化

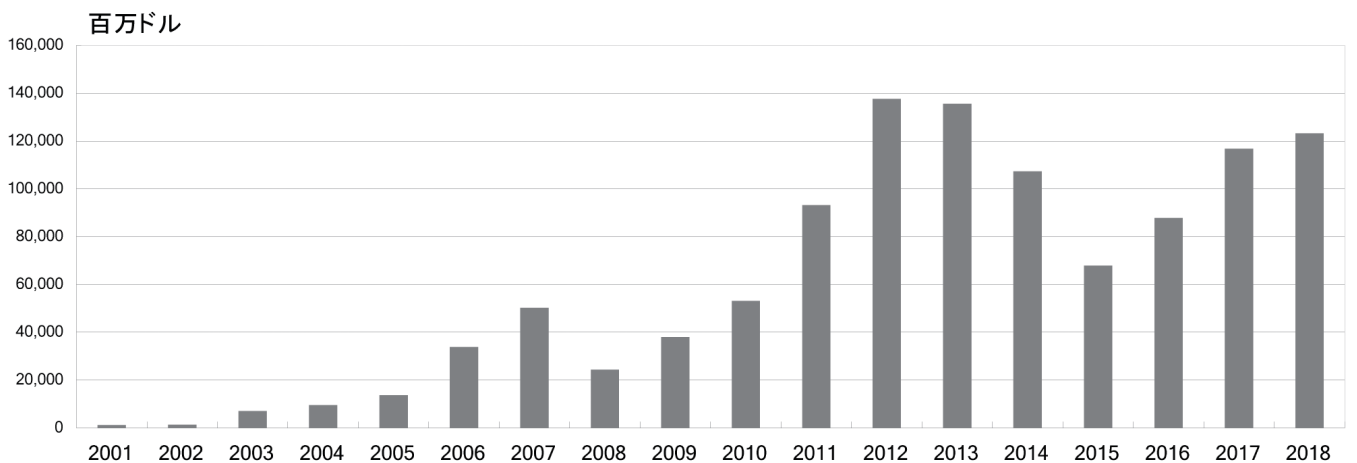
京都大学大学院アジア・アフリカ地域研究研究科 特任准教授 吉田 悦章

## 1. スーク概観

隆盛を続けるイスラーム金融の一部として捉えられるスークは、既に確立された国際金融の一分野として、制度化された存在となった。スークとは、一般に「イスラーム債」と認識され、シャリーア（イスラーム法）に反しない債務性証券、すなわち「債券」として各国ならびにグローバルな金融市場で取引されている。換言すれば、現代金融において重要な資金調達・資産運用の手段として位置づけられる債券の機能を、シャリーアで禁じられる金利の概念を回避した取引構造とすることで実現したものである（取引構造の具体的詳細は後述する）。

その起源は1990年と比較的新しい。一般化するに至った背景には、2000年代半ばの原油価格高騰も大きく影響していよう。2002年に1バレルあたり20ドル台程度であった国際原油価格は、2005年には50ドルを超え、2008年には100ドルを超えて140ドル台に達した。こうした中で、ムスリムがマジョリティを占める湾岸産油国などは、一層の大きな事業を企図したり一般化してきたスークを運用対象に含めたりして、スーク取引への関与を強めていった(図表1)。原油価格上昇だけがスーク市場成長の理由ではない。イスラーム金融の全体的な成長やスークに関する知識の広まり等もあり、多くの企業や国

■図表1：世界スーク市場（年間新規発行額）の推移



出所：IIFM

家等がスクーク取引に参画した。2009年のシンガポールの事例以降、ムスリムがマイノリティである各国の政府等も次々とスクークを発行した。この結果、原油価格が2008年に急落し2010年以降に100ドル前後で推移した後2016年には30ドル近辺まで趨勢的に下落した局面を迎えても、スクーク市場は廃れることなくその頑健性を世に知らしめた。

以下本稿では、スクークの金融的・宗教的位置づけを改めて概説しつつ、中東地域の金融市場の理解に必要なスクーク市場について、その見通しも含めて論じることとしたい。

## 2. スクークの位置づけ：金融実務とシャリーアそれぞれの観点から

スクークは、上述のとおり、シャリーアに反しない債券である。金利を禁じるシャリーアのもと、本来は金利性取引である債券が如何にしてその禁忌をクリアしているのか。図表2に沿って、スクーク取引を組成する際の代表的なスキームである、スクーク・アル・イジャーラを例に説明しよう。

スクーク発行により資金を調達したい主体（図では「資金調達者」）は、まず形式的な特別目的会社（SPC）を設立する。その上で、資金調達者が保有する資産（例えば、資金調達者が製造業企業だとして、その保有する工場とする）をSPCに売却する（所有権の移転）。同時に、資金調達者（企業）は、SPCとの間でリース契約を締結し、それまでと同様に日常の生産活動のため工場を利用し続ける。ただし、リース契約に基づき工場を利用する以上、リース料が発生する。このリース料が、形式的には、投資家に支払うプロフィット・レート（コンベンショナル債券で言うクーポンのこと。金利性取引を想起させがちであるクーポンの語を避けるため、スクーク取引ではしばしばこのように呼ばれる）の原資となる。

逆に投資家の観点からみれば、スクークを購入するということは、形式的にはSPCの行うリース事業に参画するということである。期中に受領するプロフィット・レートは、そのリース事業から得た利益を、持分を有する出資者のようでもある投資家に対し配分することと捉えることもできる。そうであれば、金利性取引ではないため、シャリーアの観点からも適格となるのである。

なお、よりイスラームの根源的な観点からみて、「現代のイスラーム金融は、宗教教育の改善や貧困解消への貢献といったイスラーム的価値の実現に寄与できていない」といった批判はしばしば聞かれる。そうした部分は確かにあると言え、筆者自身もそのような観点

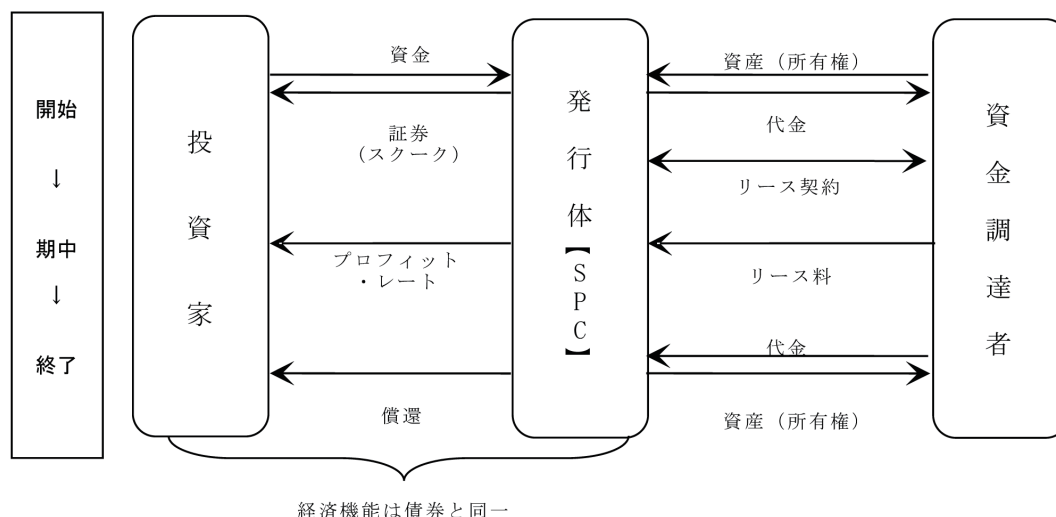
---

### 筆者紹介

日本銀行入行後、国際局、政策委員会室、金融市場局、調査統計局等にて国際金融市場や日本経済の調査等に従事。その後、国際協力銀行にて中東やアフリカ、アジアの経済調査や融資等を担当。2008年より早稲田大学ファイナンス研究センター客員准教授。同大学院ファイナンス研究科（当時）にてイスラーム金融を講義（現在も経営管理研究科にて継続）。2015年より現職。国内外にてイスラーム金融の実務的・学術的な著書・論文・講演等多数。ハーバード大学留学を経て一橋大学商学部卒業。京都大学博士（地域研究）。

---

■図表 2：スクークの代表的なスキーム（スクーク・アル・イジャーラの例）



からの現代イスラーム金融の解釈や商品開発の発展経路を拙著「グローバル・イスラーム金融論」等でも分析している。しかし本稿では、紙幅の関係に加え、（宗教的側面よりも）現代の中東において実践されるイスラーム金融のあり方に関心がある読者がマジョリティであるとの前提のもとで、シャリーアに反していないとの評価をシャリーア・ボードから得ているという、単純かつ現代的な意味でのイスラーム金融商品の一つとしてのスクークを対象に、金融実務の観点に立脚して論を進めたいと思う。

### 3. 近年のスクーク取引における特徴的な動き

スクーク市場は、その内外の要因により若干の変動を伴いつつも順調に成長を続けている。近年におけるスクーク市場の特徴的な動きとして次のようなものがある。

#### (1) ESG 投資の潮流

通常の債券（コンベンショナル債券）の世界において「ESG投資」が改めて注目を集めているのと同様に、スクークの世界においても ESG への関心が高まっている。ESG 投資とは、ある企業等の評価において、利益や資産といった財務的要素のみならず、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）といった部分の要素をも投資評価に加味しようという流れに沿った投資である。こうした企業評価や投資判断の要素を SRI（socially responsible investment：社会的責任投資）などと呼ぶことも多かったが、それらは倫理的な語感が強いなどといった背景もあり、近年はより企業の行動原理に即した ESG との呼称が一般的となっている。以前より、イスラーム金融の持つシャリーア審査プロセス（資金用途や取引構造等がシャリーアに反していないことを教義の有識者が確認する過程）は、アルコール等の取引がないこと、有利子負債残高が多過ぎないことなどにより、とりわけ株価指数の銘柄選択において SRI のスクリーニングにおける採用基

準と類似していることが指摘されていた（例えば筆者による、2008年2月23日の日本経済新聞社主催「イスラム金融シンポジウム」における講演など）。

プロセスの外形的側面をみても同様である。スクークのシャリーア審査プロセスにおいて、その根拠となるのは有形無形のイスラームの教義体系であり、その審査は専ら、シャリーアに関する有識者であるイスラーム法学者によってなされる（多くの場合、取引に参画する金融機関に付設されている、イスラーム法学者複数名で構成されるシャリーア・ボードが判断主体となる）。シャリーアに照らして問題なければ、その旨を記した意見書（ファトワー）が発出され、スクーク発行取引に必要な書類群の一つとして準備される。

他方 ESG については、例えば地球環境の持続性に資するプロジェクトのための資金調達に用いられる債券（グリーンボンド）について、国際資本市場協会（ICMA）がグリーンボンド原則を2014年以降順次公表したり、ASEAN や EU、わが国などでも同様の取り組みがなされたりしている。個別の債券発行に際しては、監査法人やその他認証機関が「外部レビュー機関」として機能し、当該債券の発行体が行う事業の環境改善効果等を確認した上で、グリーンボンドたる条件を備えているとのレビュー結果を発出する（以上、わが国環境省の「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」上の情報による）。

一方で、両者には大きな違いがある点にも留意したい。ESG の場合には、ある種の定型化された基準によりスクリーニングが実施され、上述の外部レビュー機関は、様々な資料に基づきプロジェクトの詳細情報が基準に合致しているかを確認する。他方、スクークあるいはイスラーム金融全般の場合においては、イスラーム法学者による多面的な観点からの解釈が判断の根幹をなす。確かに、統一基準に類するものとして例えば湾岸諸国等が設立した国際機関である「イスラーム金融機関会計・監査機構」（略称AAOIFI: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions）による「シャリーア標準（Shari'ah Standards）」と題する基準もあるが、イスラーム法学者は必ずしもこれらの基準に照合するかたちでシャリーア適格性を判断している訳ではない。むしろ、その存在や内容は頭の片隅に置きながら、自身がこれまでに身につけたシャリーアの知識と思考の枠組みを総動員して、審査対象とする案件のドキュメントに対峙する。人間性の要素を扱う宗教的所作であるため当然と言える部分もあるが、重要なのは教義の理念に基づいた判断であり、外形的なチェックリストに基づく確認というような作業ではない。

とはいえ、現実の世の中に生きるイスラーム金融は、世のトレンドである ESG 投資の流れも取り込んでいる。例えば2018年3月には、インドネシア政府が12.5億ドルのグリーン・スクークを発行した。また、マレーシアの政府系ファンドであるカザナ・ナショナルは、彼らがSRI（Sustainable & Responsible Investment）スクークと呼ぶ社会配慮型イスラーム債（1億リングット）を2017年8月に発行している。2019年5月には、こうした流れが中東に及び、アラブ首長国連邦のドバイのディベロッパーである Majid al

Futtaim が6億ドルのグリーンスクークを発行した。

経済格差の縮小や貧困問題の解消などはシャリーアの教えるところではあるが、イスラーム金融が、環境問題の要素などイスラームの範疇外にある要素についても ESG の波に乗って取り入れつつあるのは、近年の特徴と言える。

## (2) ダナガス問題

2017年6月、アラブ首長国連邦のシャルジャに拠点を置く資源開発会社ダナガスは、2013年に発行したスクーク（2件あわせて7億ドル）につき、その構造がシャリーアに反することが判明したと発表した。ところが、実務的な要諦はそのシャリーア適格性に関する疑義ではなく、経済的な側面にあった。すなわち、ダナガスの発表は、シャリーアの面でもより望ましい商品構造とするためというお題目を掲げながらも、当該スクークの利率（プロフィット・レート）を当初の半分とし、償還期日も先延ばしする、という、投資家にとっては想定していた利益を大きく損なうものであった。当然ながら投資家は猛烈に反対し、法廷を巻き込む大きな論争となった。

そもそもスクークでは、関連する金利性を排除するためその取引構造が複雑になる傾向があり、それ故法的な関係性も複雑になるが、この件では、資産の絡むシャルジャ首長国法やスクークの準拠法である英国法などが関連し、複雑な法的論点を多く抱えていた。結果として、翌年、当初の条件どおりに利率や元本が支払われることとなったのだが、取引を巡るこうした不安定性は、スクーク即ちイスラーム金融であることに伴うものとの報道も少なくなく、スクーク市場はある種の風評被害を受けたと言ってよい。

スクークは、西洋社会の目からは何かと異端視されがちなイスラームが関連する取引であるため、このような事態もある意味では想起すべきなのかもしれない。とはいえ、現状においては、「スクークだから」「イスラーム金融だから」という表面的な理由で取引が見送られることは、投資家・発行体・金融機関それぞれの立場において観察されないと言ってよい。

## (3) バーレーンのソブリン・スクークにみるイスラーム金融の効用

バーレーンは、湾岸協力会議（GCC）を構成する6カ国の一つである。他国と同様、産油国ではあるものの、その経済的なウェイトは他国ほど大きくはない。むしろ、2014年半ば以降の原油価格下落を受け、その脆弱な財政構造とも相まって、バーレーンの財政状況は大きく悪化し、国際的格付会社による信用格付も大きく下がった（S&P：2013年末 BBB →現在 B +，Moody's：2013年末 Baa 2 →現在 B 2，Fitch：2013年末 BBB →現在 BB -）。信用力の大幅な悪化の一因でもある、歳入基盤の弱さも抱える中で、政府にとっての重要な資金調達手段の一つが国債発行であったが、かくも大幅に格付が下がる中に

あって、発行環境は必ずしもよくない。そうした中、2018年のスクーク発行の事例は、イスラーム金融にとって特筆に値すべき側面を有している。

2018年3月、バーレーン政府は、10億ドルのスクーク発行に成功した。ただし、実は同時期に、スクークではない、コンベンショナル国債の発行を計画していたが、条件が合わず（すなわち、信用力の悪化が顕著なバーレーンが発行する債券に対し投資家が要求するクーポンの水準が、発行体たるバーレーンにとって許容できないほど高かったため）、実際の取引には至らなかったという経緯があった。

なぜスクークの部分だけが成功したかを考えると、厳しい財政状況に困窮するバーレーンを、近隣の同胞諸国が救済する意味合いも含まれていた可能性がある（こうした見方は、当時の中東金融関係者との意見交換においても決して少数派ではなかった）。要するに、サウジアラビアやUAE等、湾岸イスラーム諸国の投資家（公的・民間）が、バーレーンを救済する目的も含めて購入を検討し、教義に反しないスクークであったからこそ実際の購入に至ったのではないか、ということである。

このことから、スクークの発行体に関する一般論としてのメリットを伺うことができる。すなわち、コンベンショナル債券とスクークの双方を発行する（している）ことにより、資金調達源（すなわち投資家）の多様化を期待することができるという点である。前提条件として、ある発行体がコンベンショナル債券とスクークの双方を発行できれば（換言すれば、何らかの制約によってどちらかを発行できないということがなければ）、スクークはイスラーム志向の強い投資家に保有される傾向が強く、コンベンショナル債券は（金利であるクーポンを伴うため）イスラームとは無関係の投資家に保有される可能性が高くなる、ということである。仮に、原油価格が大きく下落している局面であれば、湾岸イスラーム産油国の投資家がスクークを売って現金化する動きが多くなる一方、非イスラームの投資家は原油価格下落の影響を全く受けないという構図も想定できる。逆に、実際に起こったことであるが、リーマンショックの金融危機においては、欧米機関による金融市場は極端なリスク回避姿勢から金利が高騰する場面もあった一方、イスラーム金融においてはそうした影響を受けにくかった。こうした資金調達源の多様化・分散化により、長期間を通じて安定した財務行動を期待できる点は、イスラーム金融を交えることの大きなメリットと言えるだろう。

なお、上記においては、2つの前提条件に留意されたい。1つは、事例で触れたバーレーンの資金調達行動にもみられるように、イスラームの国であっても、クーポン（金利）付の債券取引に従事しているのが実情である。もう1つは、一般にスクーク等のイスラーム金融商品はイスラームのサービス受益者のために供給されるのが原則ではあるが、とりわけ近年の実態をみると、非ムスリムの企業等であってもイスラーム金融商品を購入することは珍しくない。

#### (4) サウジアラムコとの資金調達とスクーク

さて、ここで、中東の金融を巡る近年の大きな関心事項であるサウジアラムコ（サウジアラビア国営石油会社）の資金調達の動きについて、スクーク関連に影響する部分もあり得るため概観しておこう。アラムコが近年そのような着眼点で世界中の耳目を集めることになったきっかけは、2015年頃、原油価格の継続的な下落に喘ぐサウジアラビア政府が、財政資金調達の一環として自身の有する国営石油会社たるアラムコ株の新規株式公開（IPO）を検討したことである。その後、2016年4月に発表された Vision 2030の中でもアラムコのIPOへの言及があったが、前段の性格とは異なり、来るべき将来の国家経済の姿として、アラムコを複合事業の核となる企業として変革するとの内容であった。その後、原油価格が復調する中で、サウジアラビア政府は修正財政均衡プログラムを発表し、2023年までの財政収支均衡に向けた道筋を示した。同時に、アラムコIPOの財政資金調達としての性格は薄れていった。

その後、アラムコ株式の上場先の検討等が進んだものの結局IPOの実現には至らなかったが、ここへ来て、米ウォール・ストリート・ジャーナル紙がアラムコの東京市場への上場見通しを報じたり、ゴールドマン・サックスやJPモルガン、バンク・オブ・アメリカが主幹事に指名されたとの報があったりと、大きな動きがみられている。アラムコ側をみても、会長がファリーハ・エネルギー大臣（当時）から政府系基金であるパブリック・インベストメント・ファンド（PIF）のルマイヤン総裁に代わった後、アラムコを所管するエネルギー大臣職もファリーハから王族のアブドゥルアジーズ王子に交代となっており、変化がみられる。

2019年4月、アラムコは初の国際発行となる120億ドルの起債に成功した。これはスクークではなくコンベンショナル債券であるが、世界の機関投資家にとってはアラムコとの接点を作る格好の機会であったとみられ、1,000億ドル超の応募が殺到したとも報じられている。2017年4月には、サウジ市場のみのローカル・ディールながら113億リヤルのスクーク発行にも成功した。こうした中であって、今後アラムコが国際市場においてもスクークを発行することは十分にあることとみてよいだろう。

#### 4. 現下の国際金融環境とスクーク市場の見通し

まとめに代えて、スクーク市場全体の短期的な見通しを示しておく。原油価格が安定するもとの、世界的な低金利環境も継続するとみられており、一見、スクークを含む債券発行市場にとっては追い風のようにみえるかもしれない。しかし、まだまだ成長余地を残す中東その他のイスラーム圏諸国にとって、実体面の経済活動が停滞することは、資金調達の需要としての投資の減退という意味でも、株価や不動産価格の低迷で投資家の原資が伸び悩むという点でも、抑制的に作用してしまう。現下の米中貿易摩擦やイラン情勢、その

他湾岸諸国を巡る諸問題の継続も含めて、計量的な把握は困難であるが、それらがスーク市場の下押し要因となっていることは間違いあるまい。一方、かつてのような大型プロジェクトやそれに伴う海外からの資金流入は見込みにくいにせよ、実質 GDP 成長率等を見る限り湾岸諸国の企業部門の活動は巡航速度で推移している。それらを踏まえると、スーク市場が縮小していくことも考えにくい。このため、スークの今後の発行量は、例えば先の図表におけるここ数年の範囲内で推移する可能性が高いとみることに大きな違和感はないだろう。実際、例えば Moody's のレポートをみても、国や国際機関による発行が堅調であるため、2020年にかけて2018年よりも多い水準での発行が続く見通し、と分析されている。

中東地域経済の健全かつ着実な発展のためにも、スークに関する経済的理解は不可欠である。本稿がその一助となったことを期待して筆を擱くこととしたい。

\* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。