

マレーシアの債券市場と 拡大するイスラム債発行

調査部 環太平洋戦略研究センター
主任研究員 清水 聡

1. はじめに：マレーシアの債券市場と資金調達の概要

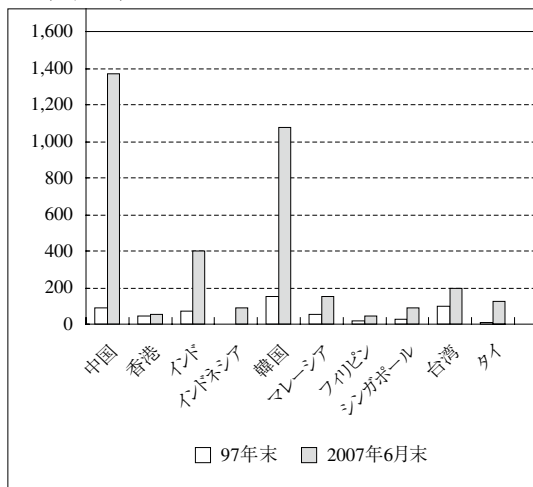
通貨危機以降、アジア諸国の債券市場の拡大が著しい。図表1に示した10カ国の債券発行残高は、97年末の5,706億ドルから2007年6月末には3.6兆ドルとなり、世界全体に占める割合は2.2%から6.8%に上昇した。その背景には、2003年に開始されたアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond

Markets Initiative）などに基づく各国の市場育成努力がある。

市場規模をみると、中国と韓国が圧倒的に大きく、これをインドが追う形となっている。しかし、国債市場と社債市場のバランスや市場インフラの整備状況などからは、香港・韓国・マレーシア・シンガポールなどが上位にあるとみられる（図表2）。

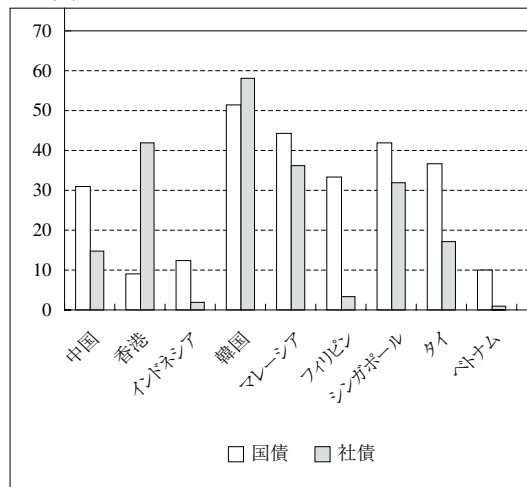
このうち、マレーシアではイスラム金融が急速に重要性を増しており、近年、社債の新

図表1 アジア諸国の債券発行残高の推移
(10億ドル)



(資料) BIS

図表2 アジア諸国の債券発行残高の対GDP比率
(%)



(注) 2007年6月末の残高による。
(資料) ADB [2007]

規発行額の約半分をイスラム債が占める状況が続いている。イスラム債市場が急拡大している理由としては、(1) イスラム商品にしかな投資出来ない投資家に加えて通常の投資家もこれに投資出来るため、市場参加者が多く、発行体にとって有利な条件で発行される場合が多いこと、(2) イスラム債の振興は2001年2月に発表された資本市場マスタープラン(Capital Market Masterplan)の柱の一つであり、政府がベンチマーク作りのためにイスラム国債の発行を増やしていること(注1)、(3) 中東湾岸諸国がマレーシア市場における投資家および発行体として重要性を増していること(注2)、などがあげられる。本稿では、マレーシアの債券市場について、近年の動向を中心に述べる。

初めに、マレーシアにおける企業の資金調

達方法についてみておく(注3)。通貨危機以前は、株式や社債発行による資金調達も増加してはいたものの、銀行融資の割合が高かった。通貨危機により、銀行融資による調達額が激減する中、資本市場からの調達額は堅調を維持した。この結果、資金調達に占める社債発行の割合が上昇する一方、銀行融資の割合が低下した。2002年以降、銀行融資は次第に回復し、銀行融資と社債発行がともに増加している。この間、株式市場からの資金調達額の割合はあまり変化していない。

現在では、社債発行が銀行融資と肩を並べる資金調達手段になったといえる(図表3)。とりわけ大企業では、新規事業の資金調達のために社債発行を利用するのが通常となっている。

これに対し、韓国やタイの場合、銀行部門

図表3 マレーシア企業の資金調達方法

(百万リンギ、%)

	2005年		2006年		2007年	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率
金融機関融資	19,852	30.4	14,717	24.0	41,123	37.0
銀行	5,790		10,011		24,376	
開発金融機関	4,324		2,404		3,326	
その他	9,738		2,302		13,421	
資本市場						
債券	17,969	27.5	13,485	22.0	32,849	29.5
株式	6,315	9.7	1,916	3.1	7,126	6.4
ベンチャー・キャピタル	2,589	4.0	721	1.2	n.a.	n.a.
海外						
直接投資	15,000	22.9	22,183	36.1	27,939	25.1
対外借り入れ	3,662	5.6	8,387	13.7	2,178	2.0
合計	65,388	100.0	61,409	100.0	111,215	100.0

(資料) 中央銀行年報 2006年版、2007年版

に依存した金融システムに大きな変化がみられない。韓国では、株式市場や銀行部門からの調達が増進であるために、社債市場からの調達が占める割合は低くなっている。タイでは、通貨危機以降の深刻な銀行危機の局面では社債発行が銀行借入れを代替する役割を果たしたが、銀行融資が回復するに従い、資金調達構造に大きな変化は生じていない。

(注1) 2002年には初のグローバルイスラム国債(6億ドル、期間5年)が発行され、ルクセンブルグ証券取引所とラブアン国際金融取引所(注24参照)に上場された。2003年には、バーレーン証券取引所に追加上場された。この債券は、グローバルイスラム債のベンチマークとなり、その後、中東諸国の政府によるグローバルイスラム債の発行が相次いだ。

(注2) これをデータにより確認することは困難である。ただし、中央銀行のデータから、①2003年以降、証券投資流入額が増加していること、②2004年以降、海外の投資家による国内債券の取引額が国債・社債とも急増していること、を確認出来る。

(注3) 以下の記述は、清水[2007a]などに基づく。

2. 国債市場

国債(Malaysian Government Securities)は

開発資金を調達する手段として発行され、その残高は70～85年に年平均17%増加した。80年代後半に民間部門を経済成長のエンジンとする政策が採用されたことから発行が減少し、残高はほぼ横這いとなったが、98年以降、通貨危機対策に伴う財政赤字により、再び発行が増加した(図表4)。発行の定期化やリオープンなどの市場育成策も実施され、残高の増加に貢献している。発行期間は主に3年、5年、10年であるが、2004年には15年債が、また2005年7月には20年債が発行された。2007年6月末時点で、国債残高は2,715億リングであるが、その残存期間構成は、1年以内18.7%、1～3年27.0%、3～5年18.2%、5年以上36.1%となっている(注4)。

イスラム国債(GII: Government Investment Issues)の発行も着実に増加しており、2005年には10年債が発行された。GIIの発行残高は、2005年末の101億リングから2007年末には280億リングに増加した。また、高齢者や

図表4 マレーシアの債券発行残高の推移

(百万リング)

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
国債	66,262	75,012	78,336	89,050	103,450	109,550	130,800	154,350	166,050	173,800	190,200
Government Investment Issues	2,750	2,000	2,000	4,000	4,000	5,000	7,000	9,100	10,100	19,600	28,000
カザナ債	1,000	4,850	8,980	10,000	10,000	10,000	11,000	10,000	11,000	7,370	6,350
Malaysia Savings Bonds	918	4	379	359	-	464	455	-	-	-	-
Merdeka Savings Bonds	-	-	-	-	-	-	-	1,929	3,444	n.a.	n.a.
ダナハルタ債	-	2,601	10,344	11,140	11,140	11,140	8,539	796	-	-	-
ダナモダル債	-	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	-	-	-	-	-
チャガマス債	16,756	15,064	13,019	17,312	18,427	22,595	25,628	26,752	24,107	18,875	13,720
社債(その他民間債券)	46,594	46,737	79,313	102,220	120,584	108,416	144,595	160,057	182,896	179,356	216,241
合計	134,281	157,268	203,370	245,081	278,601	278,165	328,018	362,983	397,597	n.a.	n.a.

(資料) 中央銀行年報各年版、CEIC

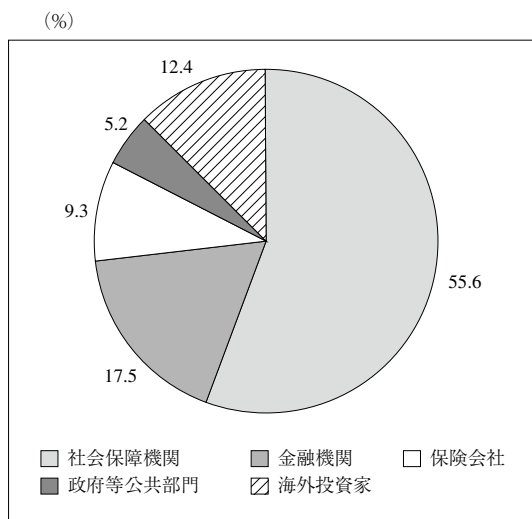
慈善団体などを主な対象とする個人向け国債（Savings Bonds）も発行されている。

国債の投資家構成は、図表5のようになっている。このうち、社会保障機関のほとんどは被雇用者年金基金（EPF：Employees Provident Fund）であり、金融機関の大半は商業銀行である。投資家構成は、通貨危機以降あまり変化していない。98年に資本取引規制が導入されたため海外からの投資は減少したが、2004年9月に非居住者によるリング建て債券投資の利息収入に対する源泉徴収課税が廃止されたことや、2005年4月に非居住者と国内銀行の間でのリング債投資に関するヘッジ取引が認められたことなどから急増し、非居住者の国債の保有比率は2005年末

に4.8%、2007年11月末には15.0%となった（図表6）（注5）。海外からの投資の急増には、リングの対ドルでの増価期待や、市場の拡大に伴う主要な運用ベンチマーク・インデックスへの組み入れ等を反映した海外投資家の積極的な投資姿勢も重要な役割を果たしているとみられる（注6）。

国債流通市場は、98年以降、発行の増加や金利低下などから大きく拡大した。特に2001年には、金利低下期待から投資家の関心が国債に集中し、取引額が前年の約2.5倍に膨らんだ。その後は伸び悩み、取引回転率も低位にとどまっていたが、2006年以降再び増えている（図表7）。これはおそらく、海外からの投資の活発化によるものであろう。一方、

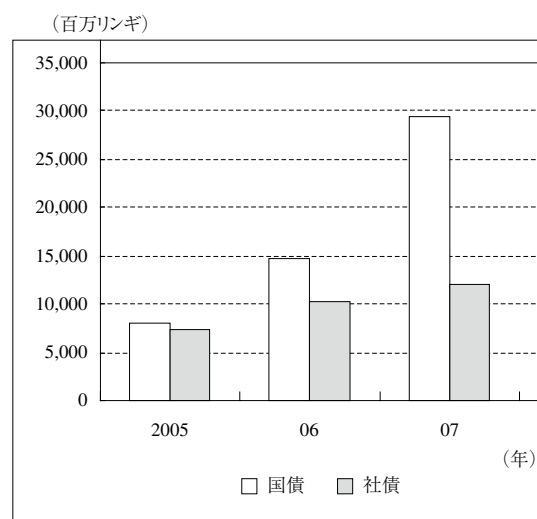
図表5 マレーシア国債の投資家別保有比率
（2007年9月末）



(注) 残高は1,973億リンギ。

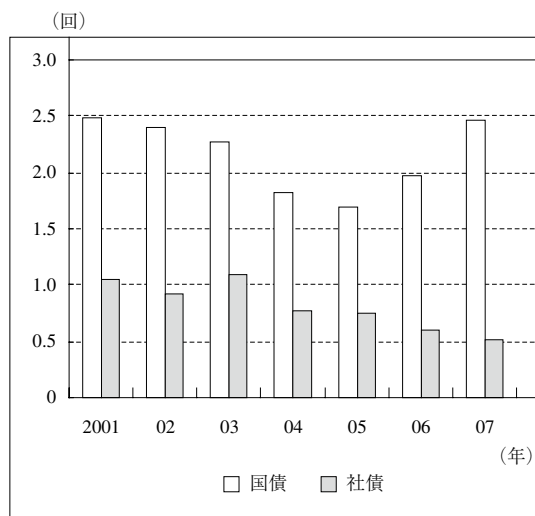
(資料) 中央銀行Monthly Statistical Bulletin

図表6 海外投資家によるマレーシア債券保有
残高の推移



(資料) CEIC

図表7 マレーシアの債券取引回転率の推移



(資料) Asian Bonds Online

社債の取引は、格付けの高い銘柄に集中している。国債および社債の流動性が低い要因としては、債券の種類が多くそれぞれの発行額が十分でないこと（注7）、イスラム債に対する投資の急増等を受け、持ち切り（Buy and Hold）型のウェイトが高まっていること、などが指摘されている。当局は、韓国取引所（Korea Exchange）からの新たな電子取引プラットフォームの導入や、日々の債券価格を提供する独立機関であるBond Pricing Agenciesの創設（2006年1月にガイドラインを発表）など、多様な手法により流動性の改善を図っている。

（注4） 政府は、ベンチマークの確立と流動性の向上を目的に、3年、5年、10年など、特定の期間の債券発行残高を増やそうとしている。また、2006年12月には、政府が期前償還の権利を有する（callable）国債が発行された。

（注5） 社債の海外投資家保有比率は、概算で5～6%となる。

（注6） 2007年7月には、シティバンクの世界国債インデックスにマレーシアが組み入れられた。

（注7） 2007年には、中央銀行が流動性調節の透明性を高めるためにBank Negara Monetary Notesの発行を開始し、債券種類がさらに増加した。ただし、短期債であるため、流動性の向上に貢献する面もある。

3. 民間債券市場

民間債券（PDS：Private Debt Securities）市場は、80年代半ば以降、民間部門を経済成長のエンジンとする政策が採用されたことや、市場育成策がとられたことなどが要因となり、急速に発展した。

88年12月、中央銀行（Bank Negara Malaysia）が民間債券発行に関するガイドラインを定め、発行者の資格（最低資本金、債務比率の上限など）や最低発行額などを規定した（注8）。92年5月には、すべての民間債券は格付けを取得しなければならず、長期債ではBBB以上、短期債ではP 3以上でなければならないことが定められた。その後、通貨危機後の企業債務リストラクチャリング促進のため、99年5月に長期債の最低格付け制限はBB以上に緩和され、さらに2000年7月に全廃された。また、通貨危機の影響で社債の格下げが多発し、商業銀行や保険会社などの社債投資における信用リスク制限も緩和された。

格付け機関としては、90年11月にRating Agency Malaysia Berhad（RAM）が、また95年10月にMalaysian Rating Corporation Berhad（MARC）が設立された（注9）。RAMに

はフィッチが4.9%出資しており、MARCはフィッチと技術提携を行っている。その収益規模は日本や韓国などの格付け機関に及ばないものの、債券市場の拡大やサービスの高度化・多様化に伴い、急速に伸びている。

社債の長期格付けは、現在も約90%がA格以上である。これは投資家のリスクに対する態度を反映したものであり、A格とBBB格のспредが大きく、実質的にBBB格以下の発行は難しくなっている。

社債の発行残高は、着実に増加している。通貨危機後は、金利が低下して流動性が潤沢になったこと、銀行が融資に慎重になったこと、企業のリストラクチャリングが促進されたこと、などが発行の増加につながった（図表8）（注10）。また、2000年7月に社債発行手続きの簡略化が実施され、資金調達手段としての重要性が大きく高まった（注11）。

2004年以降はリストラクチャリングのための発行が減少し、景気回復に伴って新規事業のための発行が大幅に増加した（注12）。社債発行は、大企業が長期資金調達ニーズを満たす中心的な手段となっており、市場の活況が続いている。

社債の発行業種をみると、インフラ建設を中心とする民営化された開発プロジェクトの資金調達が市場育成の当初の目的であったため、建設業、電気・ガス・水道業、運輸・倉庫・通信業などの比率が高かった（図表9）。通貨危機前には、製造業、金融・保険・不動産業などの発行も増加した。通貨危機後、製造業の発行は減少したが、金融・保険・不動産業は発行額を維持している。金融機関による資金調達の増加は、M&Aや証券化の拡大などとも関連している。

最近ではインフラ関連が再び増加し、電力会

図表8 マレーシアの債券発行・償還額

(百万リンギ)

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
国債								
(発行額)	16,413	23,087	16,266	41,262	43,173	28,276	26,830	43,187
(償還額)	5,286	7,100	8,900	18,600	18,200	15,800	12,850	24,400
社債								
(発行額合計)	30,953	37,932	36,195	50,975	36,340	38,196	38,887	69,356
普通社債	12,940	14,360	7,763	27,983	4,313	3,869	8,667	7,008
ワラント債	0	913	300	0	60	0	0	0
転換社債	1,944	1,493	2,852	3,177	4,301	3,745	156	197
イスラム債	7,666	13,501	13,829	8,143	9,104	9,537	4,781	12,127
ABS	0	1,235	1,916	3,487	2,958	6,210	1,546	6,407
MTN	-	-	-	-	7,315	12,296	16,588	41,866
チャガマス債	8,403	6,430	9,535	8,185	8,290	2,540	7,150	1,750
(償還額合計)	10,459	20,355	34,137	33,123	26,814	18,617	31,519	56,182

(資料) 中央銀行年報各年版、中央銀行 *Monthly Statistical Bulletin*

図表9 マレーシアの社債発行額の業種別比率（チャガマス債を除く）

(%、百万リング)

	1987年～ 1993年	1994年～ 1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
農林水産業・鉱業	9.0	1.2	0.0	0.0	0.2	0.2	3.6	2.3	0.0	4.3	4.7	0.5
製造業	16.8	21.8	1.2	6.8	6.2	8.0	6.7	21.2	11.6	7.8	2.5	4.4
建設業	23.6	18.1	13.6	22.6	8.9	10.5	8.2	14.1	31.5	17.9	20.6	7.7
電気・ガス・水道	13.5	13.5	4.9	0.3	15.3	32.0	5.1	8.0	28.0	19.6	18.1	15.2
運輸・倉庫・通信	7.8	18.1	0.0	37.6	34.1	12.0	34.1	20.1	2.8	7.4	5.0	31.8
金融・保険・不動産	8.9	18.3	71.1	29.7	21.5	16.3	20.7	19.6	17.0	36.8	41.5	37.7
公共サービス	2.9	1.2	9.2	0.0	0.0	20.2	17.4	14.7	4.7	3.2	3.5	1.6
卸小売・ホテル・ レストラン	17.5	7.7	0.0	3.0	13.8	0.8	4.2	0.0	4.4	3.2	4.2	1.2
発行額合計	11,611.3	42,561.9	10,831.8	22,132.5	22,549.9	31,502.4	26,660.4	42,790.4	28,049.9	35,656.1	31,736.8	67,605.4

(注) 比率が20%以上の場合に網掛けをした。

(資料) 中央銀行 *Monthly Statistical Bulletin*

社、有料道路会社、通信サービス業者などによる発行が増えている。2001～2003年に公共サービス関連の発行が多くなっているのは、企業のリストラクチャリングを促進するために設立された特別目的会社（SPV）の発行などが含まれるためである。総じて、発行業種はインフラ関連と金融関連が主であり、製造業にはあまり利用されていないとみることが出来よう（注13）。

2006年には95社が社債を発行したが、業種は建設・不動産・金融・公益事業が中心であった。建設や不動産では、同年3月に発表された第9次中期計画のインフラ・プロジェクトに携わる企業による発行が多かった（注14）。金融機関は、運転資金の調達等が発行の主な目的であった。

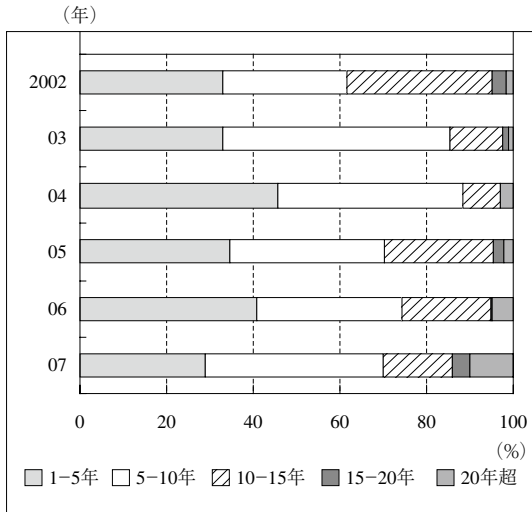
2007年も、企業買収、民営化、インフラ整備などに関連して資金調達意欲が旺盛であった。通信会社の民営化や発電事業の買収など

に関連した長期債の発行がみられた。後述するチャガマス債を除いた社債発行額は、前年の307億リングから665億リングに増加した。資金調達目的は、新規投資48%、借り換え34%、M&A12%などであった。

発行期間は5～10年債が中心であるが、インフラ建設などを中心に10～15年債の発行も増えている（図表10）。2005年には低金利下で10年を超える発行の割合が29.7%となり（前年は11.5%）、33年債も発行された。2006年には、金融・電力・インフラ関連などの発行により、20年超の割合が5.0%となった（注15）。また、近年の傾向として、発行時期を自由に選択出来るミディアム・ターム・ノート（MTN）の発行が急増している。

市場整備のための政策も着実に実施されている。2004年4月に資本取引規制が緩和され、国際機関や多国籍企業によるリング建て債券の発行が認められたため、国際機関による発

図表10 マレーシアの社債発行額の期間別比率



行が相次いだ(注16)。

2006年11月には、国内で外貨建て債券の発行が認められ、イスラム債の発行が特に奨励されることとなった(注17)。その結果、2007年の外貨建て債券の発行認可額は約123億ドルとなり、自国通貨建ての26.7%に達した(図表11)。

社債の投資家構成について明確なデータを得ることは難しいが、商業銀行等の金融機関、EPF等の社会保障機関、保険会社などが中心となっている。中央銀行の統計資料から、これらの投資家による保有比率の合計は60～70%と推定される。

(注8) 最低発行額は2,500万リングとされた。

(注9) 民間債券の格付け取得が義務付けられていたことは、格付け機関の成長に寄与した。

(注10) ダナハルタ(不良債権買い取り会社)やダナモダル(銀

図表11 マレーシアの債券発行認可額の推移

(百万リング、百万ドル)

	2006年		2007年	
	件数	金額	件数	金額
(リンギ建て)				
Conventional	62	36,144	60	36,700
Sukuk	71	42,219	52	31,802
Combination	2	1,200	8	90,300
合計	135	79,563	120	158,802
(米ドル建て)				
Conventional	1	6,500	1	1,000
Sukuk	5	1,280	9	8,312
Combination	0	0	2	3,000
合計	6	7,780	12	12,312

(資料) 証券委員会ウェブサイト

行の自己資本強化を行う特別目的会社)も債券を発行して資金を調達した。

(注11) 証券委員会(SC: Securities Commission)により、社債の発行手続きが以下の通り簡略化された。①発行承認権限を証券委員会に集中した。②発行のメリットに関する証券委員会の事前審査を廃止した(規制枠組みのメリット・ベースからディスクロージャー・ベースへの移行)。③発行の承認を申請から14日以内に行うこととした。90年代半ばには、認可に9～12カ月を要していた。④発行の時期が未定でも、事前に承認を得ておくこと(shelf registration)が認められた。

(注12) 2006年には、社債発行の66.1%が新規投資、28.0%が既存債務の借り換えを目的としたものとなった。

(注13) ただし、2003年には、リストラクチャリングを目的とした製造業企業の発行が多くみられた。

(注14) 第9次中期計画では、インフラや公益設備の整備が重点項目の一つとなっている。

(注15) 2007年も長期債重視の傾向は続き、10年超の発行が前年の27%から30%に増加した。

(注16) 2004年11月にADB、同年12月にIFC、2005年5月に世界銀行が発行を実施した(IFCと世界銀行はイスラム債)。ADB債は発行額の6.5倍、IFC債は4.3倍の申し込みがあった。

(注17) この措置は、後述の国際イスラム金融センター構想に関連したものである。

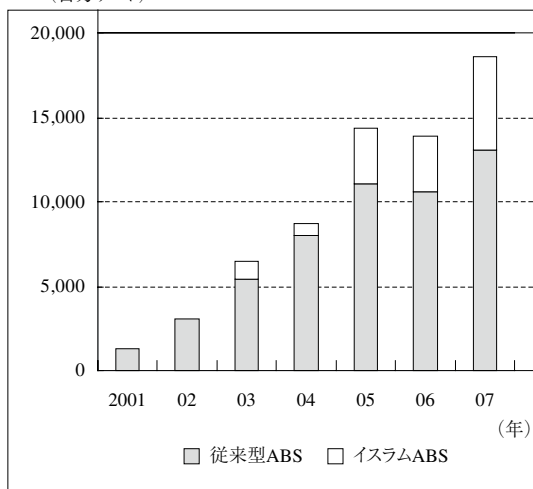
4. 証券化の現状

アジアにおける証券化は、規制・法律面での自由度の高さなどから、韓国・マレーシア・

香港・シンガポールで先行しており、中国やタイがこれに追随しつつある。マレーシアでは、2001年に証券委員会によりABSのガイドラインが発表された。2003年にはガイドラインが改定され、ABSの発行に関する障害の緩和が図られた。また、銀行がABSの発行や売買に際して個別に中央銀行から認可を受ける必要がなくなった（注18）。このような規制の緩和を受け、2001年以降、ABSの発行額は着実に増加している。その残高は、2007年末に約186億リンギ（うち約56億リンギがイスラムABS）となった（図表12）。2006年末時点で、マレーシアのABS残高（41.7億ドル）は、アジア地域では韓国（369.2億ドル）に次いで大きい。

マレーシアにおける証券化は、通貨危機後

図表12 マレーシアのABS発行残高の推移
（百万リンギ）



（注）ABS MTNの残高を含む。
（資料）CEIC

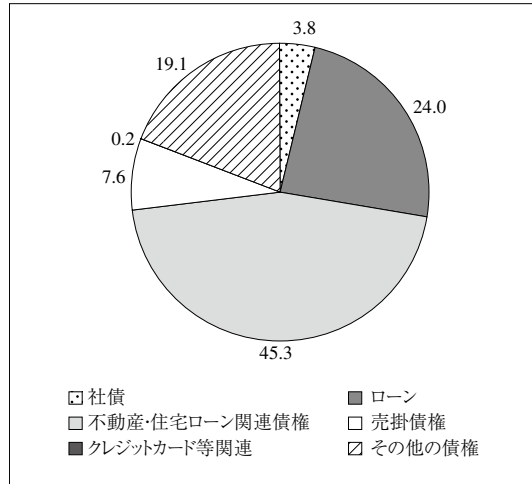
の不良債権処理から始まった。ダナハルタが、2001年末にマレーシア初のABS3.1億リンギを発行した。その後、CBOやCLOなどが発行されたが、次第に原資産の多様化が進み、売掛債権やクレジットカード債権なども証券化されるようになった。

2004年10月には、チャガマス社の100%子会社であるCagamas MBS Berhadが、RMBSの発行を開始した（AAA、発行額は15.6億リンギ）（注19）。この債券には、香港やシンガポールなど域内の投資家も強い関心を示した。2005年7月には、世界初となるイスラムRMBS20.5億リンギが発行された。その後、期間20年のRMBSなども発行されており、RMBSが他のABSのベンチマークとしての役割を果たすとともに、マレーシアの証券化のけん引役となることが期待されている。

2005年末のABS残高の原資産別割合は図表13の通りであり、当初に比較して社債やローンの割合が低下し、商業用不動産や住宅ローン債権の割合が高まっている。2005年には、プランテーション（農場）の証券化も行われた。また、ABSの組成に際してイスラム金融の技術が利用される例も増加している。

自動車ローンは銀行資産において住宅ローンに次ぐ大きさとなっているが、証券化は例が少なく、今後の伸びが期待される。マレーシアのABS市場の拡大余地は大きく、RMBSのほか、カード債権や中小企業向けローンによるABS、イスラムABSなどの増加が期待さ

図表13 マレーシアの2005年末ABS残高の原資産別割合 (%)



(資料) 中央銀行年報2005年版

れる。ただし、マレーシアの投資家は総じてリスク許容度が低いため、多様なABSを理解し投資対象として受け入れるには、一定の時間がかかるという見方もある。

証券化関連インフラはかなり整備されているが、以下のような問題が残されている(注20)。

- ①ガイドラインに示されたABSの定義が実態に追いついておらず、発行認可手続きが煩雑となる。
- ②銀行の顧客情報守秘義務が厳しく、ABSの原資産に関する情報開示を妨げている。
- ③証券化に関連する会計基準が十分に整備されていない。
- ④ABS市場の拡大に必要と考えられるモノラインのような信用保証会社が国内に存在しない。

(注18) 2005年3月にはガイドラインがさらに改定され、証券化出来る資産の多様化が図られた。

(注19) チャガマス社は、金融機関の不動産融資を原資産とするABSを発行するために86年に設立され、87年に初のチャガマス債1億リングを発行した。チャガマス社によるローンの買い取りは、償還請求権付きである点で本来の証券化とは異なるものであった。チャガマス社は中央銀行から出資を受けており、チャガマス債は規制上の流動比率に算入される流動資産とみなされるほか、印紙税を免ぜられるなど、特別の扱いを受けていた。チャガマス社の存在は、住宅融資の拡大や証券化推進のための法整備等にも貢献したが、一方でチャガマス債以外の証券化の発展が遅れたともいえる。2004年8月、これらの特別扱いの大部分が廃止され、同年10月に実施されたRMBSの発行は、チャガマス社による真の証券化取引として初のものとなった。近年、チャガマス社は、事業用不動産関連融資やクレジットカード債権などの証券化も取り扱うようになっている。

(注20) Dalla [2006] による。

5. イスラム債 (sukuk) 市場の拡大

(1) 市場育成の取り組み

イスラム金融が世界的に拡大する中で、マレーシアにおいてイスラム資本市場 (ICM: Islamic Capital Market) が存在感を増している。96年に、証券委員会にイスラム資本市場におけるイスラム法 (シャリヤ) 解釈について助言を行うシャリヤ諮問委員会 (Shariah Advisory Council) が設けられた (注21)。イスラム資本市場は、従来型の (conventional) 資本市場を補完するものとして位置付けられている (注22)。

イスラム債の発行体は、政府、政府機関、民間企業などであるが、大半が社債である。イスラム国債 (GII: Government Investment Issues) の発行は83年に、イスラム社債の発行は90年に開始され、2002年にイスラム社

債の発行額が初めて通常の債券を上回った。2003年に発行費用に関する5年間の税制優遇措置が設けられるとともに、2004年には証券委員会からガイドラインが発表され、法律・規制上の阻害要因が軽減されて多様なイスラム債の発行が可能になった（注23）。2006年8月には、国際イスラム金融センターの構築を目指してMIFC（Malaysia International Islamic Financial Centre）構想が打ち出され、特に外貨建てのイスラム金融取引を拡大する方針が示された。また、債券発行に関連して設立されるSPVの法人所得税免除、発行費用に関する税額控除の2010年までの延長、印紙税の10年間免除、などのインセンティブが設定された。

マレーシアは、自らをイスラム資金のアジア向け投資の窓口（regional gateway）と位置付けている。非居住者は、国内でリング建ておよび外貨建ての債券を発行することが出来る（注24）。発行代わり金のヘッジや外貨へのスワップに制約はない。発行にあたり、国際標準のドキュメンテーションによること、英国法や米国州法を準拠法とすること、国際的な格付け機関を利用することなども自由である。非居住者によるイスラム債投資の利息収入に対する源泉徴収課税は免除される。

2007年7月には、海外特定地域のイスラム資産運用業者のマレーシア国内での活動を自由化するためのガイドラインが発表された。最初の特定地域には、ドバイ国際金融セン

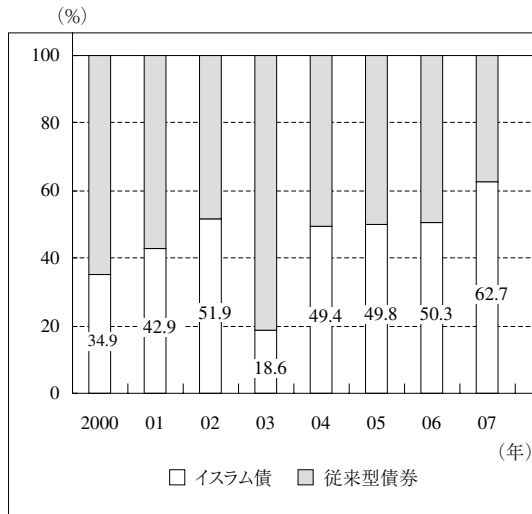
ターが選ばれた。これは、同年3月にドバイの金融当局との間でイスラム資産運用業の育成を目的に締結した相互認証協定に基づくものであり、マレーシアの業者のドバイ市場における活動もかなり自由となる（注25）。さらに、同年12月に発表されたガイドラインにより、マレーシアにおいてイスラム資産運用会社の100%外資所有が可能となり、また、運用手数料に関する10年間の免税措置が設けられた。このように、中東湾岸諸国からの投資を拡大しようとする姿勢が鮮明となっている。

政府は、イスラム債市場の育成に関して、（1）広範なイスラム金融商品を活用することによる市場育成の支援、（2）法規制インフラの整備、（3）健全なシャリヤ・ガバナンス（シャリヤ適格性判断の枠組み）の確立、（4）人材の育成、などに重点的に取り組んでいる。

（2）市場規模の拡大

これらの政策的な支援もあり、イスラム債の発行は順調に伸びている。2007年の発行額は前年比161.2%増となり、社債発行額の62.7%を占めた（図表14）。イスラム債の発行残高は、2007年末に約1,658億リング（国債300億リング、社債1,358億リング）に達した（図表15、カザナ債やMTN等を含む）。債券発行残高に占める割合をみると、国債が約14%、社債が約55%となっている。2007年にイスラム社債残高が急増したのは、MTNの

図表14 マレーシアの社債発行額に占めるイスラム債の割合



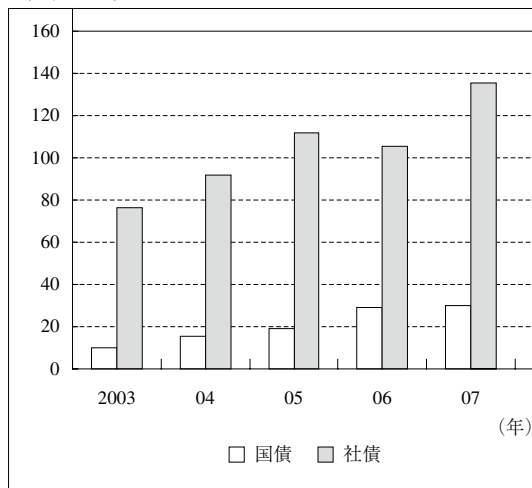
(資料) 中央銀行年報2006年版、2007年版

残高が約280億リンギ増加したことによる部分が多い。

データが整備されていないため、世界のイスラム金融市場の規模に関する推計値にはかなり幅があるが、Bank Negara Malaysia [2008] は、イスラム金融システムの総資産は1兆ドルを超えたと述べている(注26)。また、イスラム金融に関する国際機関の一つである国際イスラム金融市場(International Islamic Financial Market)の推計によれば、2000～2007年のイスラム債発行額は887億ドルであり、このうちマレーシアが544億ドルとなっている(図表16)。マレーシアの2007年末の発行残高は506億ドルであり、これは世界全体(827億ドル)の約61%に相当する(注27)。また、Bank Negara Malaysia [2008]

図表15 マレーシアのイスラム債発行残高

(10億リンギ)

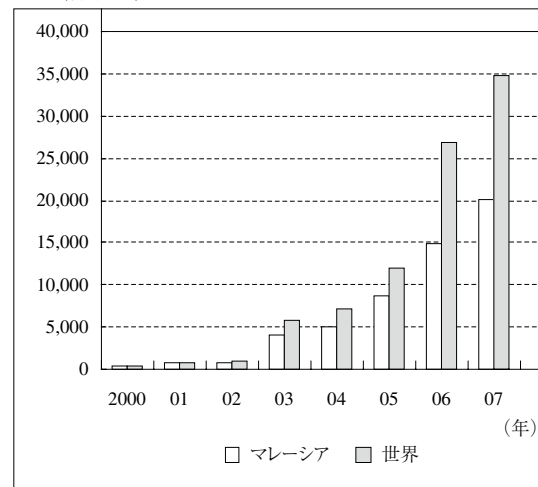


(注) 2006年と2007年の社債は証券委員会による。

(資料) 中央銀行年報各年版、証券委員会Quarterly Bulletin of Malaysian ICM

図表16 イスラム債発行額の推移

(百万ドル)



(資料) International Islamic Financial Market

によれば、マレーシアのイスラム債の流通市場における取引額は年間約400億ドルとなっており、取引回転率は図表7でみた社債全体のそれを上回っているとみられる。

イスラム債は、イスラム法に適う（Shariah compliant）必要がある。イスラム法では金銭貸借に金利を付与することが認められない一方、所有資産から収益を稼ぐことは問題がない。そのため、発行に当たり、以下の方法が利用される。①発行体と投資家の間でイスラム法に適合する実物資産の売買を絡ませて、売買差益を実質的な金利とする方法（BBA：Bai Bithaman Ajil、Murabahah、Istisna等）。②リース契約（Ijarah等）。③投資案件への出資という形態をとり、その配当を実質的な金利とする方法（投資家の単独出資とな

るMudharabah、発行体との共同出資となるMusyarakah等）などである。

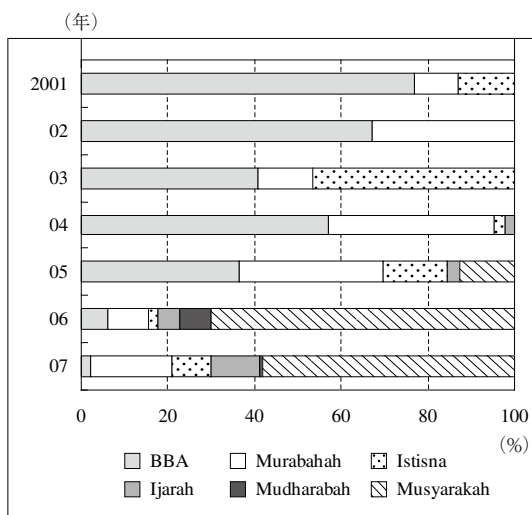
マレーシアでは、中東湾岸諸国の投資家からの需要増加を目指し、一部のスキームのみを対象とした税制優遇措置や2004年のガイドライン導入などにより発行スキームを多様化する努力がなされた結果、①→②→③という形で発行される債券の拡大が進んでいる（図表17）（注28）。

(3) 発行体および市場の特徴

イスラム債は、主に民営化プロジェクト等の資金調達に利用されており、高速道路会社、電力会社、通信事業会社などが発行体の上位を占めている（図表18）。2003年に初のイスラムABSが発行されるなど、債券の多様化も進んでいる。2004年にIFCが国際機関として初めてイスラム債を発行し、2005年には世界銀行がこれに続いたことも、イスラム債市場の重要性を高めた。また、すでに述べた通り、2005年には、Cagamas MBS Berhadが世界初のイスラムRMBSを発行した（注29）。

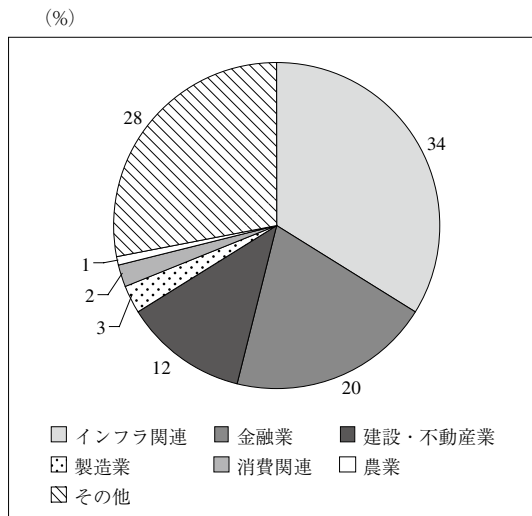
2006年9月には、政府の投資会社であるカザナ・ナショナル（Khazanah Nasional Berhad）が、世界初のイスラム転換社債（exchangeable sukuk Musyarakah）7.5億ドルを発行した。カザナ社が出資するテレコム・マレーシアの株式に転換する権利が付与された債券であり、当初発行予定額の5億ドルから増額されるなど、主なターゲットである中東

図表17 マレーシアのイスラム債のスキーム別認可額



(資料) 証券委員会年報各年版

図表18 マレーシアのイスラム債発行の業種別割合 (2006年)



(注) 格付けされた金額による。「その他」はカザナ社のSPVが大半。

(資料) Rating Agency Malaysia Berhad

湾岸諸国の投資家から強い需要があった。カザナ社はイスラム債の発行体への出資も多く行っており、イスラム債市場の拡大に大きく貢献している(注30)。同社は、2007年6月に、第2号となる転換社債8.5億ドル(PLUS Expressways Berhadの普通株式に転換可能)を発行した(注31)。

イスラム債は、投資家が多く需要も旺盛であるために、基本的に供給不足であり、発行体にとって有利な条件で発行される場合が多い(注32)。また、多くの税制優遇措置により、発行コストが引き下げられている点も重要である。一方、流通市場に関しては、債券の供給が不足していること、持ち切りの投資

家が多いこと、Murabahahなど一部のイスラム債はシャリア解釈上売買不可とされることが多いこと、などから流動性が低いことが指摘されるが、少なくともマレーシアに関しては、従来型の社債以上の流動性が確保されている。これは、ある程度整備が進んだ従来型の市場という基盤の上に、当局がイスラム債市場の振興に重点的に取り組んできた成果であると考えられる。

すでに述べた通り、マレーシアでは、イスラム金融は従来型の金融を補完するものと位置付けられている。当局は、柔軟なシャリア解釈等により多くの市場参加者の利便性を高めるといふ基本方針の下で、イスラム金融市場の整備を進めているとみられる。

(注21) イスラム金融とは、イスラム法(シャリア)に適った金融取引の総称で、金利の概念を用いないことや、反道徳的事業(武器、賭博、アルコール、タバコ、豚肉等の分野)に絡む取引を回避することを特徴とする。イスラム金融が拡大している背景としては、①世界的なイスラム人口の増加、②原油高を受けた中東産油国の投資資金の増加やプロジェクト資金需要の増加、③中東産油国の米国資産への投資割合の低下と域内回帰の傾向、などが指摘される。

マレーシアは、人口2,660万人(2006年)の約6割を占めるマレー系住民がイスラム教を信仰しており、パレーンと並ぶイスラム金融先進国といわれる。イスラム債市場の拡大に加えて、地場および外資系のイスラム金融専門銀行が増加しており、銀行総資産に占める割合は2006年末に12.2%に達した。政府は、資本市場マスタープランにおいて、2010年までに20%に引き上げる方針を打ち出している。2004年には、中東の銀行3行にイスラム銀行免許が与えられるとともに、外資系銀行による地場イスラム銀行への出資比率上限が30%から49%に引き上げられた。また、2002年には、イスラム金融の促進や国際協調を図るための国際機関であるイスラム金融サービス委員会(IFSB: Islamic Financial Services Board)が、マレーシアに設立されている。

(注22) Bank Negara Malaysia [2008] は、今後5年間に、アジア地域のインフラ投資に1兆ドル、中東地域のインフラ

投資に7,000億ドルが必要であり、その資金調達の手段としてイスラム債が重要な役割を果たすであろうと述べている。

- (注23) イスラム債を規定する概念が、従来型の社債に適用されるdebenturesから、エクイティの概念を含めやすいsecuritiesに移行したことが大きな意味を持った。
- (注24) 2000年に設立されたラブアン国際金融取引所(LFX: Labuan International Financial Exchange)においても、外貨建てのイスラム債を発行・上場することが可能となっている。LFXは、UAEのドバイ国際金融取引所(DIFX)と並ぶイスラム債の取引所となっている。
- (注25) 2007年10月には、マレーシア国内のイスラム・ファンドが100%外貨資産運用をすることが認められた(従来は50%まで)。
- (注26) 潜在的な市場は4兆ドルに近いという推計もある。
- (注27) 発行残高の第2位はUAE(184億ドル)、第3位はサウジアラビア(65億ドル)であり、第4位以下は20億ドル未満である。中東湾岸諸国における各種プロジェクト資金需要の高まりから、UAEの発行が急増し、マレーシアのシェアは低下傾向にある。なお、2000～2007年の発行のうち、各国の国内市場における発行が572億ドル、国際市場における発行(グローバル・スクーク)が315億ドルとなっている。2006年以降、国際債券の発行が急増している。今後、非イスラムの発行体による発行の増加が見込まれることから、この傾向が強まるものと思われる。
- (注28) 当局は、Istisna、Ijarah、Mudharabah、Musyarakahが世界(特に中東湾岸諸国)に受け入れられるスキーム(globally accepted sukuk)であると認識している。
- (注29) 期間は3～15年であり、スキームはMusyarakahによる。国内およびアジア地域の投資家から、発行額の5.4倍の購入希望があった。
- (注30) イスラム金融検討会編著[2008]による。
- (注31) この発行には、欧州の投資家から強い需要がみられた。なお、2007年1月には、イオンクレジットのマレーシア現地法人であるイオンクレジットサービスが、日系企業として初めてイスラム債4億リングの発行枠を設定した。最長12カ月のCPと最長5年の中期債の発行が可能であり、資金用途はクレジットカード関連のシステム投資や事業資金となっている。中期債は、銀行からの借り入れ金利が5%であるのに対して4.5%で発行出来るという(2007年1月15日付日本経済新聞「イオンクレジット、イスラム金融で資金調達」による)。
- (注32) Bank Negara Malaysia[2008]は、従来型の債券よりも0.1～0.2%低い金利で資金が調達出来ると述べている。

6. 今後の課題

最後に、マレーシアの社債市場を一層拡大

させるために克服すべき課題について述べる。まず、発行体についてみると、通貨危機以前は最低格付け制限が設けられ、銀行保証に頼った発行が行われてきた(注33)。そのため、企業の信用力を直接反映した市場形成という意味で問題があった。現在も、発行体はA格以上にほぼ限定されており、これは過去の政策の影響という面もあろう。今後は、企業の信用力向上や発行規模の拡大を図るとともに、格付け機関の能力強化や情報開示などを推進し、発行企業と市場の透明性を向上させる努力が求められる。それにより、低格付け債の発行を増やすことも可能となろう。また、発行企業の業種に関しても、製造業の増加などの形で多様化が進むことが望ましい。非居住者の発行を増やすことも重要な課題である。

一方、投資家については、EPFをはじめとした機関投資家の運用能力向上や多様化により、市場の流動性改善を図ることが不可欠である。資本市場マスタープランに従い、EPFの資産配分制限の緩和、資金運用の外部委託、外資系運用会社の導入等による投資家の多様化などが図られている。今後は、個人投資拡大のためにユニット・トラスト(投資信託)における債券ファンドの比率を上げることや、海外からの社債投資を増やすことも目標となろう。

市場の流動性が低いことは、大きな課題である。その背景には、債券の発行規模が小さ

く、また、機関投資家が持ち切りの投資スタイルをとりがちであるため、取引可能な債券が不足していることがある。国債の定期発行によるベンチマークの確立や市場インフラの整備などにより、流動性を高める努力を続ける必要がある。特に、金利スワップや先物などのリスク管理商品の充実が望まれる。

さらに、イスラム債市場の拡大に伴い、市場の多様化・高度化を担う人材の確保が不可欠である。2006年には、中央銀行が、イスラム金融の専門家を養成する教育機関としてイスラム金融教育国際センター（INCEIF：The International Centre for Education in Islamic Finance）を設立した。

イスラム債に関しては、以下の点も課題となる。第1に、債券の発行を増やすとともに債券種類を多様化させることである。政府は、2000年以降、イスラム債についても入札予定を事前に発表しており、また2005年には短期債（ITN：Islamic Treasury Bills）の発行を開始するなど、ベンチマークの形成に努めている。第2に、債券の構造が複雑であるため、価格の透明性を一層高めることである。第3に、シャリア専門家の増加、適格性判定の透明性の向上、シャリア解釈に関する国際的な整合性の確保などを実現し、適切なシャリア・ガバナンスを確立することである（注34）。

多くのイスラム国際機関によって進められているイスラム金融に関する国際標準の形成において、マレーシアが主導的な役割を果た

すことが、アジアにおけるイスラム資金の窓口としての地位の確立につながる。

（注33）95年には、社債の45%が銀行保証付きで発行されていた。

（注34）シャリア解釈が地域により異なっていることが、イスラム債普及の妨げになるという見方が多い。

主要参考文献

1. イスラム金融検討会編著 [2008] 『イスラム金融 仕組みと動向』(日本経済新聞出版社)
2. 岩田佳也 [2007] 「マレーシアにおけるイスラム金融の現況と発展への課題」(国際金融情報センター(財務省委嘱)『イスラム金融研究会』報告書所収)
3. 岩田佳也・浦出隆行 [2007] 「アジアにおけるイスラム金融一現状と展望」(野村証券金融経済研究所・野村資本市場研究所『財界観測』、1月)
4. 浦出隆行 [2006] 「拡大するイスラム金融とアジア市場への意義」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー Autumn』)
5. 工藤宏之 [2008] 「イスラム債券市場の現状と展望」(国際通貨研究所国際金融セミナー資料、2月18日)
6. 国際協力銀行・海外投融資情報財団 [2007] 「イスラム金融の概要」(4月)
7. 清水聡 [2003] 「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.3 No.8)
8. 清水聡 [2007a] 「アジア諸国における社債発行促進の必要性と課題-韓国、マレーシア、タイの事例-」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.7 No.24)
9. 清水聡 [2007b] 「拡大するマレーシアの社債市場」(外国為替貿易研究会『国際金融』3月1日号)
10. 清水聡 [2007c] 「東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』 Vol.7 No.25)
11. 清水聡 [2007d] 「アジア債券市場の現状」(法政大学比較経済研究所／胥鵬編『社債市場の育成と発展 日本の経験とアジアの現状』法政大学出版局所収)
12. 世良裕一 [2007] 「イスラム債券市場について」(全国銀行協会『金融』、3月)
13. 中川利香 [2007] 「イスラム金融の発展と展望」(日本証券アナリスト協会講演会資料、12月)
14. 糠谷英輝 [2007] 『世界を席卷するイスラム金融』(かんき出版)
15. 前田匡史 [2006] 「急拡大するイスラム金融の実像を検証する」((社)金融財政事情研究会『金融財政事情』、11月20日号)
16. 武藤幸治 [2005] 「急速に広がるイスラム金融市場」(『季刊国際貿易と投資』、Winter)
17. 吉田悦章 [2006] 「イスラム金融の現代的進展とわが国金融業界へのインプリケーション」(外国為替貿易研究会『国際金融』2月15日号)
18. ADB. *Asia Bond Monitor*, various issues
19. Bank Negara Malaysia. *Annual Report*, various issues
20. Bank Negara Malaysia [2008]. Governor's Speech at the Nikkei Islamic Finance Symposium 2008: "Islamic Finance: Constant Evolution and Emerging Opportunities," 23 Feb.
21. Chan, Eric, Michael Davies and Jacob Gyntelberg [2006]. "The role of government-supported housing finance agencies in Asia," in *BIS Quarterly Review*, Dec.
22. Dalla, Ismail [2006]. "Asset Securitization Markets in Selected East Asian Countries," in Ghosh, Swati R. ed. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
23. Ibrahim, Muhammad bin and Adrian Wong [2006]. "The corporate bond market in Malaysia," in *Developing corporate bond markets in Asia*, BIS Papers No.26, Feb.
24. Jobst, Andreas A. [2007]. "The Economics of Islamic Finance and Securitization," IMF Working Paper 07/117
25. Rating Agency Malaysia [2006]. "Asset-backed Securities Market in Malaysia," in Ghosh, Swati R. ed. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
26. Securities Commission. *Annual Report*, various issues
27. Securities Commission. *Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market*, various issues