

出國報告(出國類別：其它)

伊斯蘭債券(Sukuk)研究報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司 財務部

姓名職稱：賴嘉榮 初級襄理 (時任初級專員)

劉志勇 高級辦事員 (時任初級辦事員)

派赴國家：英國 倫敦

出國時間：105 年 09 月 15 日至 105 年 09 月 25 日

報告日期：105 年 12 月 01 日

內容摘要

Sakk 為阿拉伯語中證書或者紙張的意思，Sukuk 為阿拉伯語 Sakk 之複數，在阿拉伯語 Sukuk 原意為伊斯蘭證券（Islamic securities）或憑證（certificates），係指具流動性及可交易性之證券、票據或憑證，通常指遵循伊斯蘭律法規範之一般證券或債券。在馬來西亞，通常以 Sukuk 一詞替代伊斯蘭證券；而在全球市場，英國金融時報即以 Sukuk 一詞代表伊斯蘭債券，以與傳統債券或債務證券區分，故 Sukuk 現今則專指為伊斯蘭債券。

伊斯蘭債券(Sukuk)由於伊斯蘭教義禁止收取利息(Riba)，傳統債券發行人必須依契約約定之日期、利息向債券持有人支付金額，而伊斯蘭債券持有人則從持有資產所有權中獲利，或享有該資產產生之一部分營收。由於伊斯蘭金融和普遍金融市場交易原則不同，如上所提伊斯蘭教義如禁止收取利息等，故發展金融交易是否違背伊斯蘭教義需由伊斯蘭學者組成的「伊斯蘭律法顧問委員會」（Shariah Advisory Council；SAC）認定，凡從事伊斯蘭金融業務之金融機構，皆有義務設置此一組織，使得伊斯蘭債券(Sukuk)在架構上設計與一般之傳統債券有所不同，值得深入之研究。

目 錄

壹、目的.....	1
貳、過程.....	2
參、內容.....	3
一、伊斯蘭金融介紹.....	3
二、伊斯蘭債券(Sukuk)定義與架構	5
三、伊斯蘭債券(Sukuk)市況.....	12
四、各國伊斯蘭債券(Sukuk)狀況.....	14
肆、心得與建議	22
伍、資料來源	24

壹、目的

伊斯蘭國家的經濟奇蹟，主要來自於西亞地區蘊藏豐富的自然資源，大部分是財力雄厚的石油輸出國家，2015 年，卡達的平均每人國民生產毛額全球第三，科威特居第十。在全球 30 幾個國家所設立的主權財富基金中，以西亞產油國規模最大，其投資標的包括傳統的金融產業、不動產，深具投資實力。目前全球約有 52 個伊斯蘭國家，主要分布在東亞、南亞、西亞及非洲等地；馬來西亞是全球最大的伊斯蘭金融國家。據統計，全球穆斯林人口約 16 億，每年以 2~3% 的高成長率持續增加中，預計到 2050 年將占全球人口的三成。以目前全球人口老化的程度來看，伊斯蘭年輕的人口結構的確是未來一大商機。

現代的 Sukuk 債券自 1980 年代於馬來西亞開始發展，馬來西亞在 1983 年成為首檔發行 Sukuk 型式之政府債券，隨後 Sukuk 市場在幾個海灣阿拉伯國家合作委員會(Gulf Cooperation Council)的國家開始推展，到現在包含印尼、土耳其等伊斯蘭國家，2008 年以後新加坡(2009)、英國(2014)、香港(2014)及盧森堡(2014)亦開始發展此市場；且 2009 年新加坡央行 the Monetary Authority of Singapore(MAS)成為第一家發行 Sukuk 債券的中央銀行。

Sukuk 債券市場自 2000 年以來，以每年 40% 的成長速度增加，依照彭博統計到 2016 年 9 月為止，目前市場規模到 2015 年已經成長至 3,220 億美元，而其中政府發行比重達 47%。目前馬來西亞為全球最大的 Sukuk 市場，其佔比達 56% 為最高之國家，但馬來西亞 Sukuk 市場 95% 發行者皆為當地企業，國際化程度相對較低。

臺灣穆斯林人口僅有 5 至 6 萬人占全臺人口之 0.002%，與馬來西亞之穆斯林人口占總人口之 61% 相較相對偏低，欠缺發展伊斯蘭資本市場之基本條件，且臺灣多數民眾對伊斯蘭律法、文化及制度皆不熟悉，短期內尚難發展以一般投資人為主之伊斯蘭金融商品。惟臺灣近年來受惠於長期貿易出超，導致國內壽險業及銀行投資去化資金需求大增，使得臺灣國際債市場近幾年持續發展，許多國際知名投資人皆選擇在臺灣發行國際債及寶島債。短期內發展 Sukuk 債券市場，或許可以參考香港或英國發展伊斯蘭債券之經驗，發展以外國伊斯蘭專業投資機構為目標客戶之專業板伊斯蘭(Sukuk)債券。目前臺灣對於伊斯蘭律法、文化及制度不甚瞭解，亦缺乏對伊斯蘭金融熟悉之專業人才，短期內宜加強政府及金融業者與穆斯林國家之交流，蒐集穆斯林國家相關伊斯蘭金融體系資料，瞭解穆斯林國家之法律、文化、會計，以及伊斯蘭金融商品之特性，參考香港或倫敦等較晚進入且與臺灣資本市場相近，就其伊斯蘭市場交換經驗，以培育我國之伊斯蘭金融專業人才。

貳、過程

為更臻瞭解伊斯蘭債券(Sukuk)投資議題，進而提升本行債券投資組合之操作，於本(105)年9月15日至9月25日，造訪倫敦相關金融同業，本公司參加人員2位。本次參訪行程重點如下：

1. 臺灣銀行倫敦分行

海外分行相關業務介紹

2. 富達投資

美元、歐元債券市場、全球高收益、歐洲高收益及新興市場債券操作策略介紹

3. 匯豐銀行(HSBC)

伊斯蘭債券(Sukuk)及歐洲金融業信用展望

4. 摩根大通(JP Morgan)

伊斯蘭債券(Sukuk)、歐洲公司債發行業務及 EMEA 研究與展望

參、內容

一、伊斯蘭金融介紹

1. 伊斯蘭金融之定義

伊斯蘭金融 (Islamic Finance) 係指以遵循伊斯蘭律法 (Shariah principles) 之教義為前提，而從事之金融活動、商品及服務。由於伊斯蘭教之價值判斷方式係除非另有證明，否則以推定之方式允許該活動。因此，伊斯蘭國家傾向以明定「禁止事項」之方式規範得從事之交易。簡言之，伊斯蘭金融即指非屬伊斯蘭國家法律明定禁止事項清單 (prohibitive list) 之金融活動。

2. 伊斯蘭金融禁止清單

(1) 禁止收取利息 Riba：

Riba 在阿拉伯語中的原意是「生長、超過、增加」，後來泛指債主向債務人收取的固定利潤。按古蘭經係從穆斯林皆兄弟的原則出發，反對當時存在的高利貸剝削現象，將任何不勞而獲的利潤或收入都定義為 Riba 而加以禁止。

是故伊斯蘭教將金錢僅視為「交易之媒介」(medium of exchange)，利潤僅來自銷售、租賃或投資等有實際從事生產之活動，伊斯蘭教之教義認為金錢本身無法產生孳息。而利息收取之前提係將金錢視為一種商品，該前提與伊斯蘭教之教義不符。伊斯蘭經濟強調財產權之保護及契約之約束力量，並由伊斯蘭律法維護消費者免於遭受剝削或不公平對待，收取利息代表不勞而獲，故伊斯蘭教禁止放債取利。

(2) 禁止具風險或不確定之交易 Gharar：

Gharar 其字面含義是風險或不確定，Gharar 是將存在可能性或特性不確定的物件銷售出去，不確定性可能讓缺乏知識的交易對手額外多承擔風險，因此使得此類交易如同賭博一般。當買賣雙方對所交易商品之特質及存在無法確知及衡量，買方無法事前檢視商品，賣方交易時可能未持有該商品，為避免此類不確定交易導致不公平結果而引發之爭議，故伊斯蘭教禁止具風險或不確定之交易，禁止事項包括詐欺、虛偽不實、過度影響、脅迫、資訊未充分揭露等，故符合伊斯蘭教義之合約條約將相當清楚沒有模糊空間，且需要充分資訊揭露。

(3) 禁止從事賭博活動 Maisir：

Maisir 為一種以箭頭指向進行的賭博遊戲，由於賭博為一零和遊戲 (zero-sum-game)，賭博本身不會創造財富，而財富之移轉亦僅依靠運氣，其結果必有一方遭受損失，而獲利之一方則為不勞而獲，將導致人民不努力工作，可能衍生貧窮及詐欺等社會及道德問題，故伊斯蘭教明文禁止該行為。

(4) 禁止銷售、租賃或投資非清真之商品 Haram：

伊斯蘭教認為非清真商品為不道德或不潔之物，將玷汙人心，故予以禁止。其大多以宗教、道德及公共政策為考量，例如禁止豬肉、菸酒、軍火、色情交易、博奕事業等。

3. 伊斯蘭金融法規架構

伊斯蘭金融係指依據「伊斯蘭律法」(Sharia, 沙里亞法規)來處理金融事務，以滿足穆斯林(Muslim)的需求。「伊斯蘭律法」並非成文法例，主要基礎為伊斯蘭教的宗教文獻「可蘭經」和先知穆罕默德的言行(Sunna)，用以指引穆斯林的日常生活行為，包括政治、經濟、法律、性別和社會問題等。

由於伊斯蘭金融和普遍金融市場交易原則不同，如伊斯蘭教義禁止收取利息等，金融交易是否違背伊斯蘭教義由伊斯蘭學者組成的「伊斯蘭律法顧問委員會」(Shariah Advisory Council; SAC) 認定，凡從事伊斯蘭金融業務之金融機構，皆有義務設置此一組織。此外，有些國家除金融機構個別設置伊斯蘭律法顧問委員會外，亦於政府、中央銀行層級另行設置同一委員會，例如馬來西亞、阿拉伯聯合大公國等國。伊斯蘭律法顧問委員會除須判斷金融商品是否符合伊斯蘭律法規範外，亦對金融機構之伊斯蘭金融活動發揮監督功能。

「伊斯蘭律法顧問委員會」由伊斯蘭學者所組成，因此，使各國在教義上的解讀亦有所不同，導致伊斯蘭金融出現地區性上的差異。舉例來說中東地區國家對於買賣債務(bai al-dayn, bai 為阿拉伯語賣出的意思 dayn 為債務)此項概念即為禁止，但馬來西亞為發展伊斯蘭金融市場認定透明市場機制有助於公共利益，並於 1996 年許可此一概念，但一般普遍伊斯蘭律法則認為因債務為無形資產買方無法持有買到的物品而禁止。

4. 伊斯蘭金融市場發展潛力

伊斯蘭國家的經濟奇蹟，主要來自於西亞地區蘊藏豐富的天然資源，大部分是

財力雄厚的石油輸出國家，2015 年，卡達的平均每人國民生產毛額全球第三，科威特居第十。在全球 30 幾個國家所設立的主權財富基金中，以西亞產油國規模最大，其投資標的包括傳統的金融產業、不動產，深具投資實力。目前全球約有 52 個伊斯蘭國家，主要分布在東亞、南亞、西亞及非洲等地；馬來西亞是全球最大的伊斯蘭金融國家。據統計，全球穆斯林人口約 16 億，每年以 2~3% 的高成長率持續增加中，預計到 2050 年將占全球人口的三成。以目前全球人口老化的程度來看，伊斯蘭年輕的人口結構的確是未來一大商機。

「伊斯蘭金融」可區分為「伊斯蘭銀行」、「伊斯蘭債券」、「伊斯蘭證券」及「伊斯蘭保險」等四大領域，全球伊斯蘭金融的資產總值在 1990 年僅 1500 億美元，2015 年整體規模已達到 1.8 兆美元，路透社報導預估 2020 年時伊斯蘭金融資產規模將擴張成 3.2 兆美元。

二、伊斯蘭債券(Sukuk)定義與架構

1. 伊斯蘭債券(Sukuk)之定義與源起

Sakk 為阿拉伯語中證書或者紙張的意思，Sukuk 為阿拉伯語 Sakk 之複數，在阿拉伯語 Sukuk 原意為伊斯蘭證券 (Islamic securities) 或憑證 (certificates)，係指具流動性及可交易性之證券、票據或憑證，通常指遵循伊斯蘭律法規範之一般證券或債券。在馬來西亞，通常以 Sukuk 一詞替代伊斯蘭證券；而在全球市場，英國金融時報即以 Sukuk 一詞代表伊斯蘭債券，以與傳統債券或債務證券區分，故 Sukuk 現今則專指為伊斯蘭債券。

伊斯蘭債券(Sukuk)由於伊斯蘭教義禁止收取利息(Riba)，傳統債券發行人必須依契約約定之日期、利息向債券持有人支付金額，而伊斯蘭債券持有人則從所持資產所有權中獲利，或享有該資產產生之一部分營收。

2. 伊斯蘭債券(Sukuk)之發展

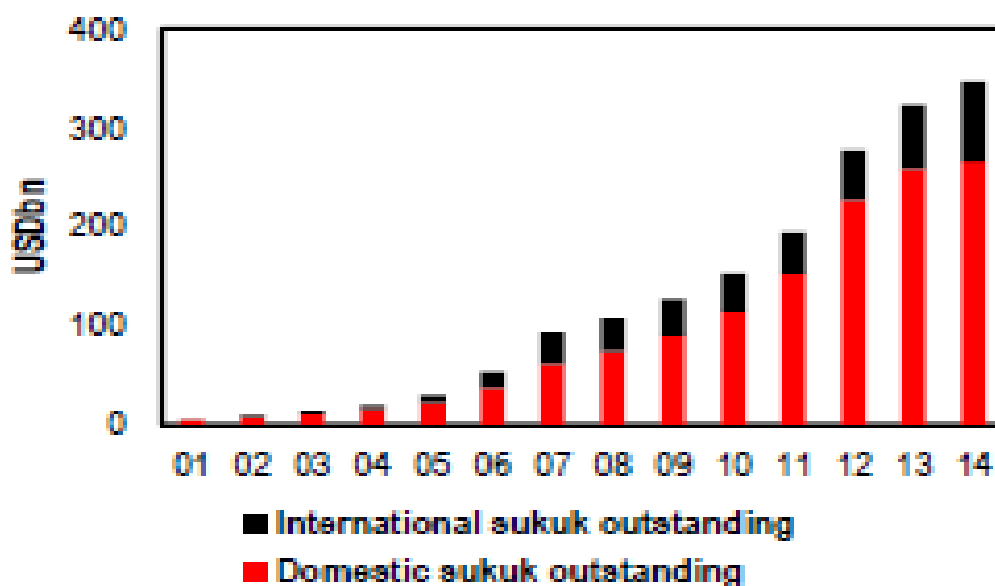
最早 Sukuk 型式之債券發源於 1775 年土耳其，由於俄土戰爭開支的關係，土耳其的鄂圖曼帝國發行 esham，其收益來自於國家稅收扣除國家的支出，概念上類似於現代的 Sukuk 債券。

現代的 Sukuk 債券自 1980 年代於馬來西亞開始發展，馬來西亞在 1983 年成為首檔發行 Sukuk 型式之政府債券，隨後 Sukuk 市場在幾個海灣阿拉伯國家合作委員會(Gulf Cooperation Council)的國家開始推展，到現在包含印尼、土耳其等伊斯蘭國家，2008 年以後新加坡(2009)、英國(2014)、香港

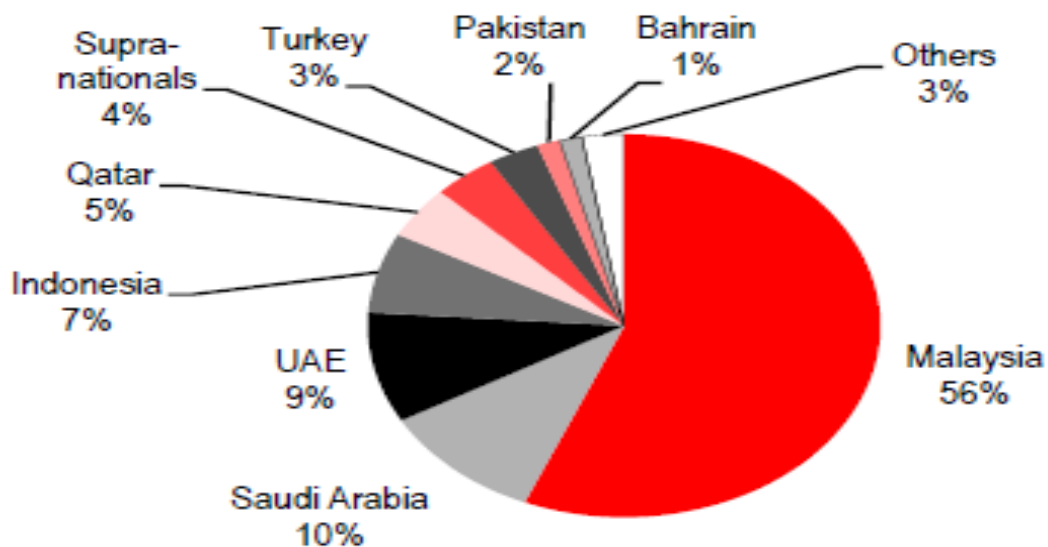
(2014)及盧森堡(2014)亦開始發展此市場；且 2009 年新加坡央行 the Monetary Authority of Singapore(MAS)成為第一家發行 Sukuk 債券的中央銀行。

Sukuk 債券市場自 2000 年以來，以每年 40%的成長速度增加，依照彭博統計到 2016 年 9 月為止，市場規模到 2015 年已經成長至 3,220 億美元，而其中政府發行比重達 47%。目前馬來西亞為全球最大的 Sukuk 市場，其占比達 56% 為最高之國家，但馬來西亞 Sukuk 市場 95% 發行者皆為當地企業，國際化程度相對較低。

圖一：Sukuk 債券現存量(自 2001 年以來即呈現高成長)



圖二：Sukuk 債券現存量比國家別



3. 伊斯蘭債券(Sukuk)與傳統債券結構上的差異

傳統債券係以債務為基礎並支付利息之投資工具，而 Sukuk 則以資產作擔保或以資產為基礎之投資工具，以顯示 Sukuk 持有人對於相關資產所具之擁有權，Sukuk 持有人並有權分享資產之收益及資本增值。為達到此一符合伊斯蘭教義精神之目的，Sukuk 債券架構上採用設立特殊目的機構(Special Purpose Vehicle；SPV)的方式來達成。

實務上資金需求者(債務人)會創建特殊目的機構(SPV)，此資金需求者(債務人)可能是政府或者是國家，而特殊目的機構(SPV)將會負責管理及保管 Sukuk 債券所彰顯之資產，Sukuk 債券投資人(資金供給者)則提供資金取得彰顯資產之權利。

表一：伊斯蘭債券(Sukuk)與傳統債券結構上差異

項目	伊斯蘭債券 (Sukuk)	傳統債券 (Bond)
定義	<ul style="list-style-type: none"> 阿拉伯語意指憑證 顯示對標的資產具受益所有權，持有人有權分享資產之收益及資本增值 	<ul style="list-style-type: none"> 指發行人依契約約定，於特定時間支付利息及本金予債券持有人之債務契約 以借貸活動為基礎
發行人	<ul style="list-style-type: none"> 得從事伊斯蘭律法允許之商業活動 	<ul style="list-style-type: none"> 無限制得從事之商業活動
發行	<ul style="list-style-type: none"> 須經相關主管機關、伊斯蘭律法主管機關及伊斯蘭律法顧問核准 	<ul style="list-style-type: none"> 僅須經相關主管機關核准
架構	<ul style="list-style-type: none"> 資產、股權及債務基礎 	<ul style="list-style-type: none"> 僅債務基礎
資產要求	<ul style="list-style-type: none"> 有 	<ul style="list-style-type: none"> 無，除非資產擔保證券交易及擔保交易
特色	<ul style="list-style-type: none"> 資產之交易 由資產衍生利潤或所得 擁有資產之所有權 	<ul style="list-style-type: none"> 票據之交易 利息 債權人對債券發行人擁有權利
關係	<ul style="list-style-type: none"> 發行人可能為合夥人／代理人／經理人／承租人，投資人可能為合夥人或出租人等，視雙方契約而訂。 	<ul style="list-style-type: none"> 發行人與投資人之關係為債務人－債權人之關係
所有權	<ul style="list-style-type: none"> 對產生利潤或收益之資產具所有權 	<ul style="list-style-type: none"> 對發行債券之企業不具所有權
利潤	<ul style="list-style-type: none"> 定期分配資產之利潤或收益予 	<ul style="list-style-type: none"> 定期支付利息予債券投資人

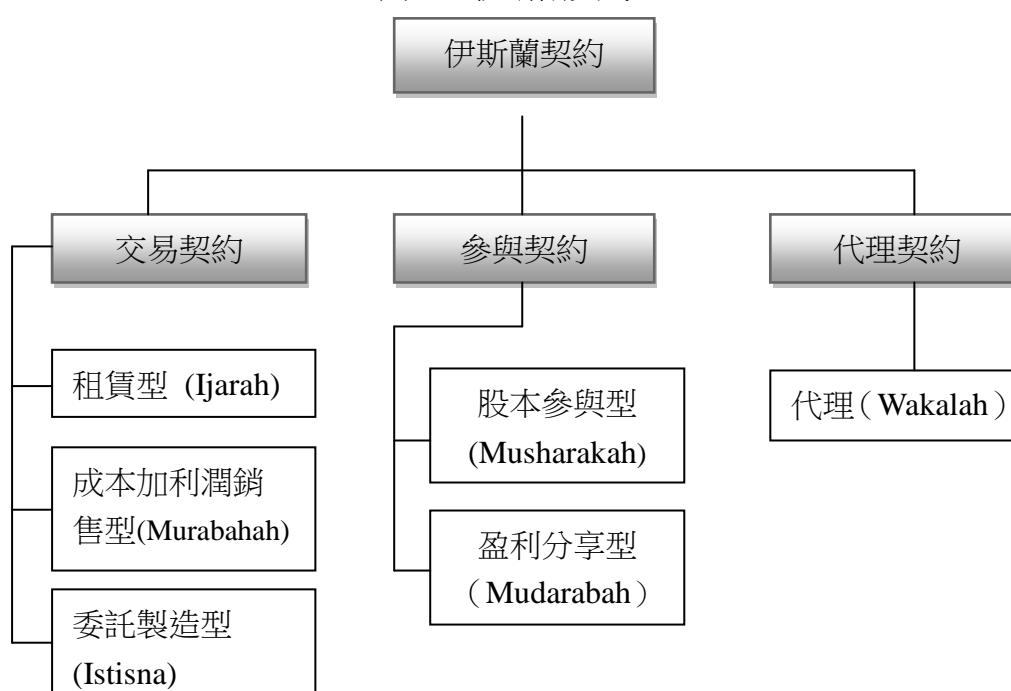
項目	伊斯蘭債券 (Sukuk)	傳統債券 (Bond)
	投資人 · 報酬率可能追蹤某些指標利率，且可能為固定或變動	· 利息金額以本金之一定比例計算，且可為固定或浮動
到期	· 發行人／債務人可能向投資人購回標的資產，並贖回伊斯蘭債券	· 發行人有義務支付本息予投資人
特殊目的機構	· 須設立特殊目的機構發行伊斯蘭債券	· 除非發行資產擔保證券，通常無需設立特殊目的機構

4. 伊斯蘭債券(Sukuk)發行架構

由於伊斯蘭金融嚴禁收取利息，且伊斯蘭律法要求公平原則，若欲賺取利益，即須承擔相對風險，不能不勞而獲，因而伊斯蘭金融發展出以參與投資計畫並分享利潤，以及巧妙運用租賃等交易之方式，取代收付利息之交易。依照伊斯蘭金融機構會計及審計組織(The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions, AAOIFI)之定義目前至少有 14 種 Sukuk 架構型式。

伊斯蘭契約 (Islamic contracts) 大致可分為交易契約 (Contract of exchange)、參與契約 (Contract of participation) 及代理契約 (Contract of agency) 三類。交易契約包括租賃型 (Ijarah)、Murabahah (成本加利潤銷售型)、委託製造型 (Istisna)；參與契約則包括股本參與型 (Musharakah) 及盈利分享型 (Mudarabah) 茲分類如下：

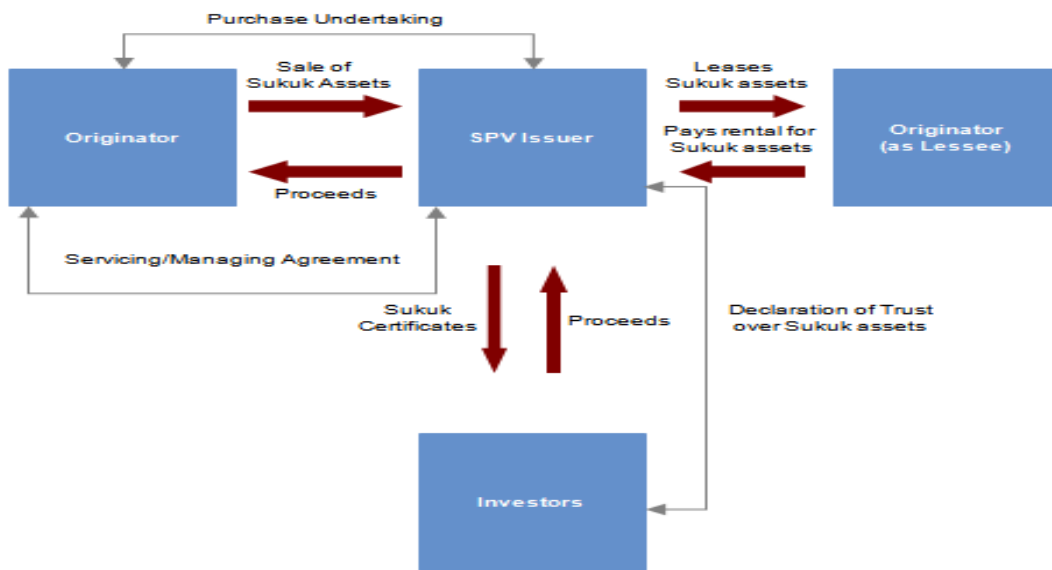
圖三：伊斯蘭契約



(1) Ijarah(租賃型)

Ijarah 為租賃型契約，Sukuk 債券持有人則獲得定期租金之收入。其流程為債務人建立 SPV，並透過 SPV 購買債務人本身之資產，SPV 透過發行 Sukuk 債券自投資人處取得資金，SPV 與債務人簽訂租賃契約，由債務人回租資產，Sukuk 則從定期性租金收入獲取投資之收益，通常運用於土地或者房地產等相關物業，可發行為 144A 或者 Reg S 等傳統國際債券型態，亦可取得國際信評。新加坡央行(The Monetary Authority of Singapore)於 2009 年所發行之 Sukuk 債券即為此種結構。

圖四：Ijarah 租賃型 Sukuk 結構



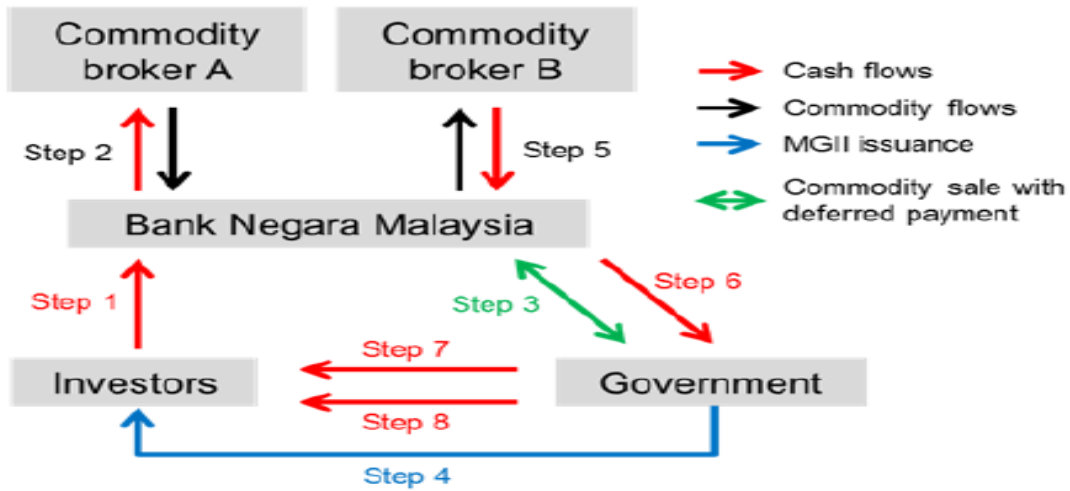
(2) Murabahah(成本加利潤銷售型)

於一般伊斯蘭金融中客戶與銀行簽訂購買契約，約定由銀行代替顧客購買商品，銀行再以其購買商品成本加上應賺之利潤賣回給客戶，銀行所扮演之角色類似零售業、批發商，成本加利潤銷售型之交易為伊斯蘭金融最普遍之交易型態。

在 Sukuk 債券發行結構中，此種型態即是將借款做成商品買賣，簽訂一銷售契約，債務人期初取得商品，並將商品以市場價格於市場中拋售藉以取得目前所需之資金，債務人之付款則等到合約到期日支付。如馬來西亞政府所發行之 The Malaysia Government Investment Issue (MGII)即為此種型式之 Sukuk 債券，馬來西亞國家銀行 Negara Malaysia (BNM)即為此成本利潤銷售之主體。相關流程首先 Sukuk 債券投資人指定馬來西亞國家銀行 (BNM)為其代理人代為買入原物料，馬來西亞國家銀行(BNM)再將原物料加上利潤之後銷售回市場，並將所得之資金給予借款人即馬來西亞政府，多出的利潤再由馬來西亞國家銀行(BNM)給予投資者，相關 Murabahah(成本加

利潤銷售型)流程如下。

圖五：Murabahah 成本加利潤銷售型 Sukuk 結構



(3) Istisna(委託製造型)

委託製造型交易係指銀行客戶為買入工業製品，將購入工業製品計畫交付銀行，由銀行取代客戶先行下單付款，待工業製品完成後交付銀行或買主，由買主於收貨時或事後支付價金予銀行。

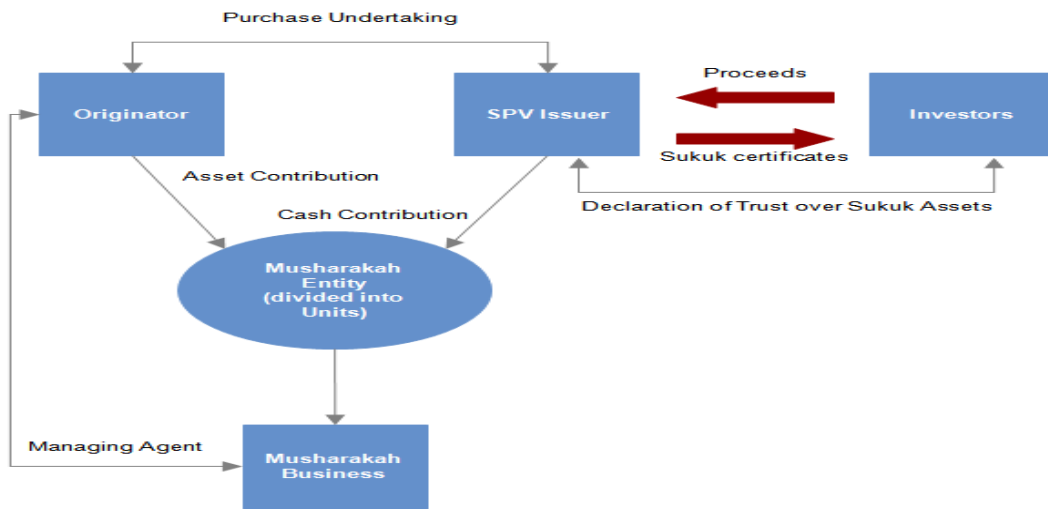
Istisna(委託製造型)運用於 Sukuk 債券發行架構時，通常運用於房地產或者大型開發案時，所以共會涉及四方：SPV、Sukuk 債券投資人、承包商 (contractors)及最終買家(end buyer)。最終買家會提供明確之製造條件並預先議定價格，最終買家以分期付款型式支付給 SPV，SPV 再將應得之收益給予 Sukuk 債券投資人及承包商。

(4) Musharakah(股本參與型)

類似於傳統的合資經營，企業家和投資者都按不同程度繳納經營所需的資本（資產、技術與管理經驗以及營運資金等），並同意按事先確定的比例分享收益（以及分擔風險），與傳統債券差異在於投資者報酬率將基於合夥者實際獲利情形決定，且投資者將有承擔損失的可能性。

契約要求創始人(Originator，亦為債務人)與 SPV 籌組一合資公司(Musharakah entity)，創始人向合資公司提供資產如廠房、設備、土地等，SPV 發行 Sukuk 債券向投資人取得資金，創始人受合資公司要求成為資產之管理人，合資公司的利潤即用來支付 Sukuk 債券投資人，創始人通常會以事先約定價格分期付款回購此合資企業之股權。

圖六：Musharakah 股本參與型 Sukuk 債券結構

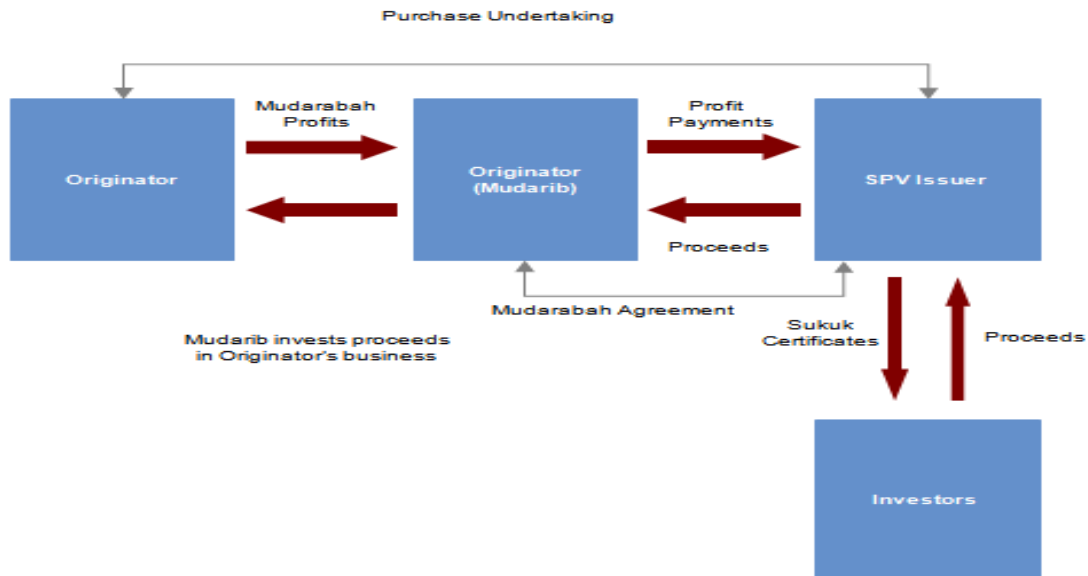


(5) Mudarabah (盈利分享型)

Mudarabah 是提供資本的一方(Sukuk 債券投資人)立下合約，給另一方（專業經理人）管理，雙方將依照同意的比例分享盈利及損失，這種方法與委託專業經理人掌管共同基金類似。經理人只有相當有限的責任，且能就業績表現獲取足夠的獎勵，Sukuk 債券投資人則需要承擔大部分風險。

Mudarabah 型式之 Sukuk 債券結構通常始於創始機構有資金需求，SPV 與資金管理者(Mudarib)簽訂 Mudarabah 契約，由 Sukuk 投資者提供資金並承擔大部分比例風險(契約中議定比例)，投資標的通常為創始者本身之投資計畫，此投資計畫或者資產將會交割給 SPV，Sukuk 債券到期日時，會將原始資金再加上一定價格買回此投資計畫，票息的部分則靠投資計畫之營利支應。

圖七：Mudarabah 盈利分享型 Sukuk 債券結構



(6)代理(Wakalah)

代理契約下無法進行分享利潤，但可收取代理費或者一筆固定的服務費用。

三、伊斯蘭債券(Sukuk)市況

鑒於 2008 年的全球次貸及歐元區債權危機，伊斯蘭金融服務市場成長已成為金融產業不容忽視之一環，過去數年伊斯蘭金融產業皆以雙位數成長，其中 Sukuk 伊斯蘭債券自 2000 年後更以年增率 40% 的速度增長，其中馬來西亞 2000 年首度發行伊斯蘭債券，次年巴林亦跟進發行，此後 Sukuk 伊斯蘭債券便成為企業及政府尋求另類融資之選擇。除了穆斯林國家外，英國成為第一個發行伊斯蘭債券(Sukuk)的非穆斯林國家，香港金管局亦在 2014 年 9 月宣布在政府債券計畫下成功發售首批伊斯蘭債券，這批債券是透過香港政府成立及全資擁有的特殊目的公司「Hong Kong Sukuk 2014 Limited」發行，並於香港交易所、馬來西亞的 Bursa Malaysia (Exempt Regime) 及杜拜的 NASDAQ Dubai 上市，盧森堡及南非也規劃發行類似債券。

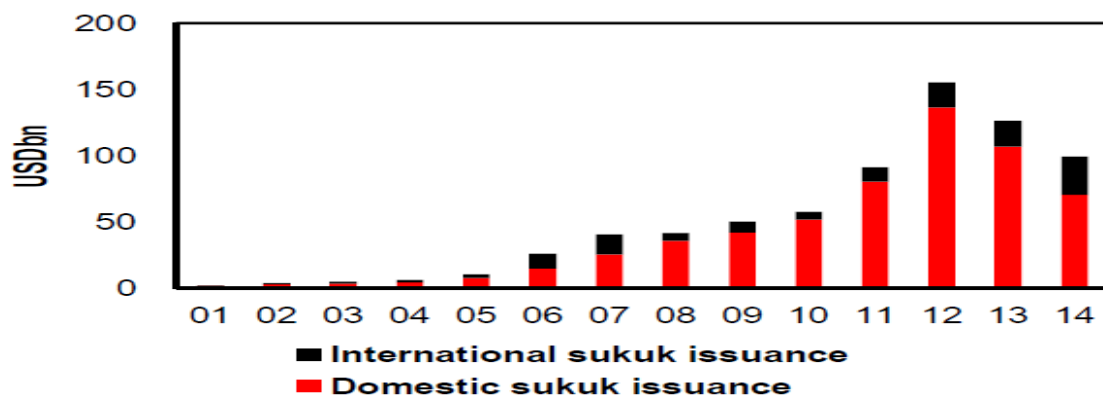
馬來西亞由於進入市場時間較早，使得馬來西亞目前成為全球 Sukuk 伊斯蘭債券最大的市場，所占比重已經達到 56%，為其他三大中東市場沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國(UAE)及卡達兩倍大。此外，Sukuk 伊斯蘭債券市場中當地貨幣(Local Currency)比重亦達到 75%，主要原因也是因為馬來西亞市場主要以當地貨幣令吉(ringgit)為主，而海灣阿拉伯國家合作委員會(Gulf Cooperation Council countries, GCC)之國家則偏好發行美元為主之 Sukuk 債券，35% 之美元 Sukuk 債券存續於阿拉伯聯合酋長國(United Arab Emirates, UAE)。另各國發行主體亦有所差異，印尼、卡達、土耳其市場以政府擔任發行主體較多，而馬來西亞、沙烏地阿拉伯及阿拉伯聯合酋長國則以企業為發行主體較多。

以目前整體 Sukuk 債券發行契約型態來看，Murabahah 成本加利潤銷售型發行比重最高，總計有 34% 的 Sukuk 債券為此種型態，接下來為 Ijarah 租賃型契約及 Musharakah 股本參與型各為 20%，次之為 Istisna 委託製造型及 Mudarabah 盈利分享型各為 6%。若僅考量國際 Sukuk 債券發行契約型態，Ijarah 租賃型契約佔比為 39% 最高，Murabahah 成本加利潤銷售型為 12%，Mudarabah 盈利分享型為 10%，可能原因為 Ijarah 租賃型契約對於國際投資人來說最為簡單，接受度相對較高所造成。

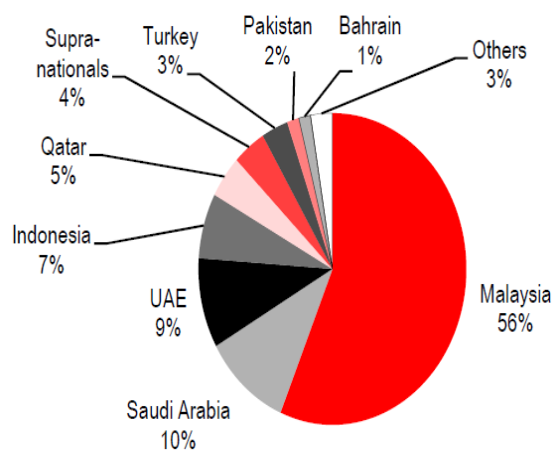
Sukuk 債券發行量於 2000 年時首度達到 10 億美元的水準，並在 2012 年創下紀錄來到 1,560 億美元，2013 年發行量為 1,260 億美元，發行量反轉的

主因為美國 QE 結束影響市場，2014 年發行量為 1,000 億，主要是受到新興市場國家經濟成長減緩，使得 Sukuk 債券 Local Currency 規模減少，但美元 Sukuk 債券市場則不受到影響，從 2005 年的 30 億美元持續成長至 2014 年的 290 億美元。

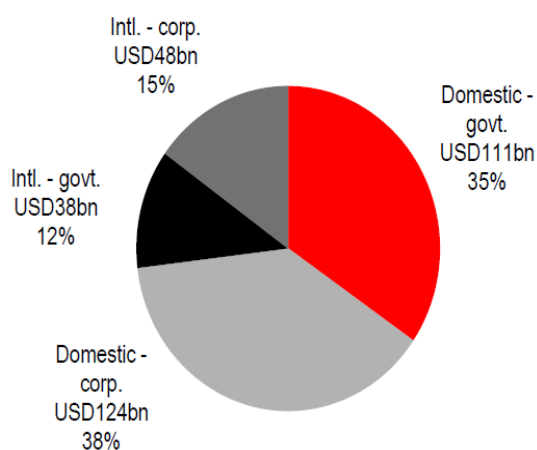
圖八：Sukuk 債券發行量自 2001 年以來



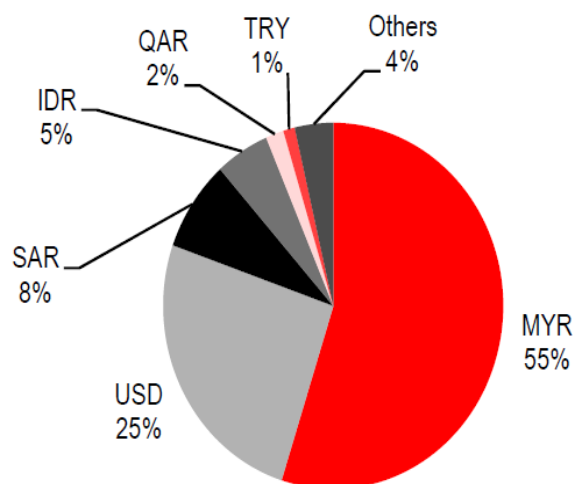
圖九： Sukuk 債券國家發行比重



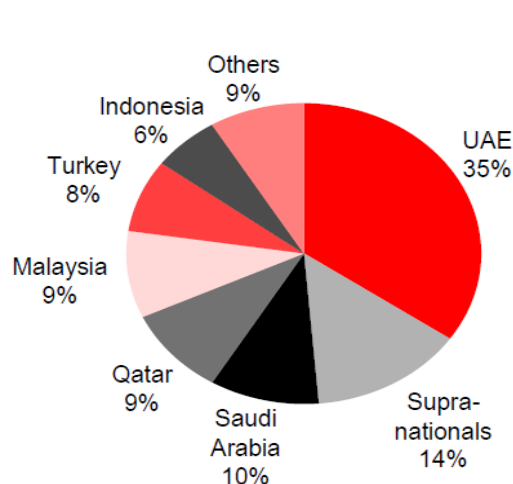
Sukuk 發行主體比重



圖十： Sukuk 債券發行貨幣比重

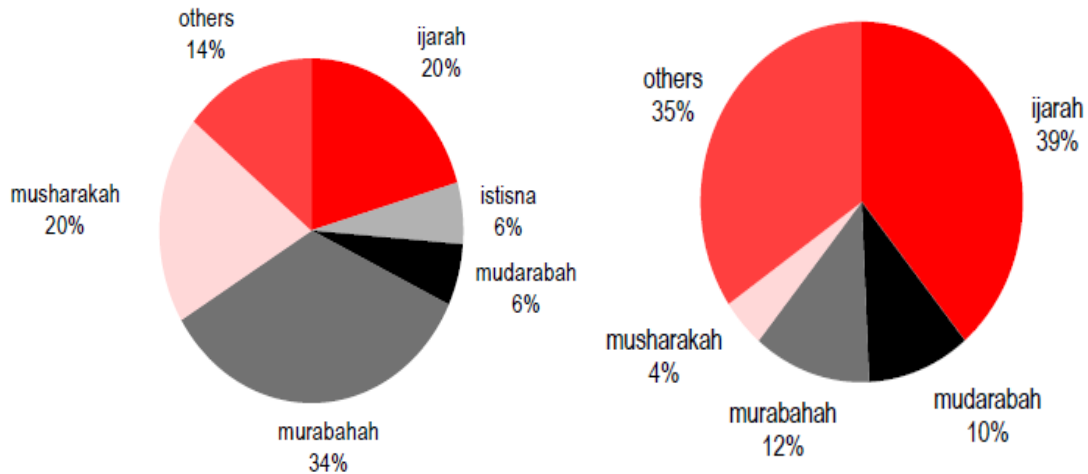


Sukuk 美元債券國家發行比重



圖十一： Sukuk 債券契約型態

國際 Sukuk 債券契約型態



惟 Sukuk 債券市場雖然持續成長，但目前仍面臨幾個問題：1. Sukuk 債券並無統一一致性的國際標準；2. 伊斯蘭律法結構複雜使得發行伊斯蘭債券成本增加；3. 各國對 Sukuk 債券市場解讀不同使得此市場缺乏次級市場流動性。

四、各國伊斯蘭債券(Sukuk)狀況

(1) 馬來西亞

馬來西亞伊斯蘭金融依照 1983 年伊斯蘭銀行法 (Islamic Banking Act 1983) 為法律架構發展，馬國政府也建立該國第一間伊斯蘭銀行：馬來西亞伊斯蘭銀行 (Bank Islam Malaysia Berhad, BIMB) 提供符合伊斯蘭教教義之存款、投資及籌資等金融服務。然而依照伊斯蘭律法伊斯蘭銀行無法交易傳統債券，這使得伊斯蘭銀行面對投資標的少及流動性的問題，所以馬來西亞政府隨即以政府為發行主體，在 1983 年 7 月推出符合伊斯蘭教義投資工具 - the Government Investment Certificate (GIC)。2011 年 GIC 架構改為 the Government Investment Issue (GII)，GII 結構為成本加利潤銷售型 (Murabahah)，2015 年上半年馬來西亞政府已經發行 GII 結構之伊斯蘭債券達 230.5 億馬幣，相當於政府所發行之債券比重達 48%，2015 年 3 月 31 日 GII 結構伊斯蘭債券被列入巴克萊全球綜合指數 (Barclays Global Aggregate Index) 比重為 0.18%，預計將會有 25 到 30 億美元的資金流入此一市場。

除了債券市場外，馬來西亞政府於 1994 年 1 月 3 日成為第一個創立伊斯蘭銀行同業貨幣市場的國家。貨幣市場於金融市場中扮演重要的腳色，首先貨幣市場可滿足伊斯蘭金融機構短期資金需求窗口，其次，馬來西亞央行可以透過貨幣市場實施貨幣政策，來管理貨幣並增加穩定性，馬來西亞央

行為此特地設立幾種符合伊斯蘭律法的流動性工具(Islamic central bank bills)，這些短期流動性工具到 2015 年時已經達到 6,000 億美元。

創新為馬來西亞 Sukuk 債券市場的本質，經過多年發展馬來西亞債券市場已經發展為資產為基礎之成本加利潤銷售型(murabahah)、利潤分享為基礎之盈利分享型(mudarabah)、租賃為基礎之租賃型(ijarah)、合約為基礎之委託製造型(Istisna)，甚至於混合各種型態之伊斯蘭債券。在 2005 年馬來西亞 Sukuk 債券市場甚至發行第一檔住房抵押債券(MBS)，包含衍生性商品的發展，如伊斯蘭遠期外匯及匯率互換，目前馬來西亞 Sukuk 債券市場亦有相當廣泛種類之伊斯蘭債券：政府為發行主體的 GII、馬來西亞央行發行的 Malaysia Islamic Treasury Bonds (MITBs)；企業為發行主體的 Islamic Asset-backed Securities (IABS)、商業本票型態的 Islamic Commercial Papers (ICP)、中期票據 Islamic Medium-Term Notes (IMTN) 及債券型態之 Islamic Corporate Bonds (IBOND)，馬來西亞政府積極推動成為國際伊斯蘭金融市場中心，也使得馬來西亞在伊斯蘭金融市場處於領先的地位。

馬來西亞伊斯蘭債券(Sukuk)商品種類：

- Government Investment Issue (GII)

Government Investment Issue (GII)源自於 1983 年 Government Investment Certificate (GIC)，GIC 原始結構為 qardhul hasan 是一種慈善貸款概念並不收取利息，債券到期時政府只有償還本金之責任，但到期時允許政府進行額外付款，由馬來西亞政府投資委員會(The Government Investment Certificate Dividend Committee)決定一報酬率再行支付於投資者，但此種架構下次級市場交易不具流通性。

2001 年 7 月 Government Investment Issue (GII)取代 GIC 成為馬來西亞政府主要發行的 Sukuk 債券架構，GII 所採用的為 bai al-inah 營利分享型的結構，即政府發行債券之後，便將某部份資產賣給投資者，之後再立即向投資者以原本價格加上一定程度的利潤(類似於利息)買回，但付款日為債券到期日，利潤則分期支付，為一賣出債券搭配一回購合約，回購價格即包含發行價格加上利潤。2013 年 7 月 GII 再改為盈利分享型(mudarabah)，此種架構類似於 bai al-inah 營利分享型，只是標的多以原物料為基礎，故較易為國際投資人所接受。

- Sukuk Perumahan Kerajaan (SPK)

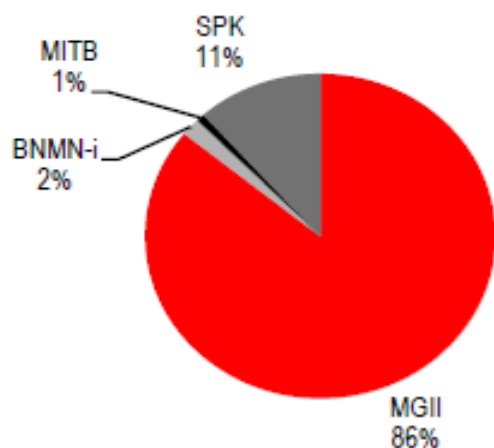
Sukuk Perumahan Kerajaan (SPK)為馬來西亞政府為政府公務員的住房融資

貸款所發行之 Sukuk 債券，其發行架構類似於 GII 採行原物料為基礎之盈利分享型(mudarabah)，截至 2015 年 6 月底為止共計發行 279 億馬幣。

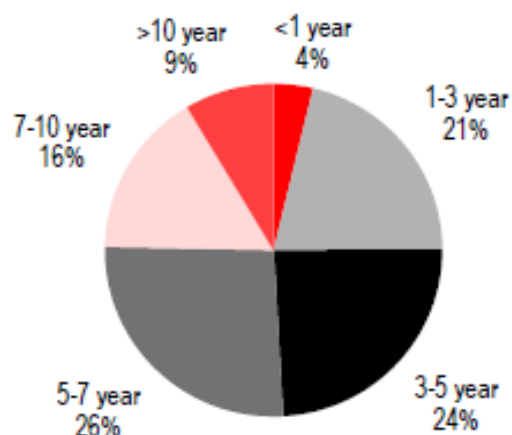
- Malaysia Islamic Treasury Bill (MITB)
Malaysia Islamic Treasury Bill (MITB)為 2004 年馬來西亞政府支應短期資金需求所發行的短期貼現票據，發行頻率為每周，到期日通常為一年以內，架構為 bai al-inah 營利分享型的結構。
- Bank Negara Monetary Note - Islamic (BNMN-i)
Bank Negara Malaysia 為馬來西亞國家銀行即馬國的中央銀行，BNMN-i 為馬國央行所發行之流動性管理工具，天期屆於 1-3 年之間，可以折價發行亦可以付息型式發行。BNMN-i 折價發行型態以原物料為基礎之盈利分享型(mudarabah)結構為主，BNMN-i 付息型發行型態為 istithmar 代理投資型，此架構為成本加利潤銷售型(murabahah)及租賃型 (Ijarah) 混合型態，惟因此種類型較為複雜，使得發行量較少，自 2015 年 5 月之後市場已無此種型態之 Sukuk 債券。
- Sukuk Bank Negara Malaysia Ijarah (SBNMI)
Sukuk Bank Negara Malaysia Ijarah (SBNMI)由馬來西亞國家銀行所設立 BNM Sukuk Berhad 之 SPV 發行，該 SPV 利用此自投資者募集的資金購買資產，並將其租賃給馬國央行，租金型態以 semi-annual 型態支付，到期時再由馬國央行購回該項資產。
- Cagamas Islamic bonds
Cagamas Islamic bonds 是由 Cagamas Berhad(國家抵押貸款公司)所發行，其內容包含住房貸款、工業產權及租賃貸款，Cagamas Islamic bonds 由原物料為基礎之盈利分享型(mudarabah)及延後付款型(bai bithaman ajil) 架構所組成。
- Khazanah bonds
Khazanah bonds 是由 Khazanah Nasional Berhad 馬來西亞國家主權財富基金控股公司所發行之 Sukuk 債券，發行類型為長天期零息債券，由於為馬來西亞政府所擔保，被市場視為馬來西亞 Sukuk 債券市場無風險基準。
- Corporate sukuk
Sukuk 型式之公司債發行量至 2015 年 6 月已經來到 900 億美金，其中 Islamic MTNs 型式占 79%，Islamic corporate bonds 占比則為 20%，剩餘 1%則為 Islamic ABS 及 Islamic CPs。發行行業別中工業發行占比 33%最高，其次

為金融業占比 30%，接下來依序為公用事業占比 19%、原物料 6%及科技業 3%。

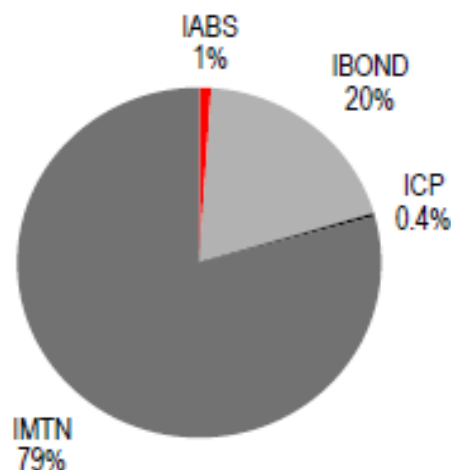
圖十二： 馬來西亞政府 Sukuk 種類比例



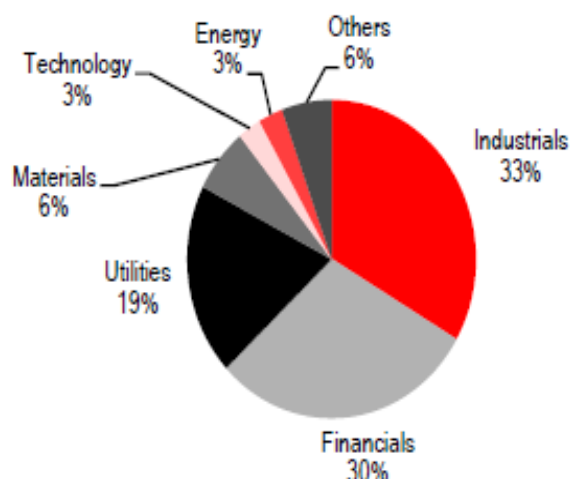
馬來西亞 GII 到期年期比例



圖十三： 公司 Sukuk 種類比例



公司 Sukuk 發行產業比例



馬來西亞伊斯蘭貨幣市場商品種類：

- Mudarabah Interbank Investment (MII)
Mudarabah Interbank Investment (MII)是以盈利分享型(mudarabah)為架構允許銀行間彼此拆放的貨幣市場工具，期間最短為隔夜，最長為一年，但83%都是以隔夜為主，本金及該分享的利潤都會在到期時一次償還。
- Wadiah Acceptance (WA)
Wadiah Acceptance (WA)此架構允許銀行可將其超額流動性存放於馬來西亞央行，馬來西亞央行腳色類似於保管銀行，故雖然提供保本但並無義務提供

收益給予銀行，但央行亦可支付本金加上收益，在伊斯蘭架構下稱為 hibah 意即禮物的概念。

- Islamic Negotiable Instruments (INI)
Islamic Negotiable Instruments (INI)為伊斯蘭架構下的存單(CD)，專門在銀行間市場發行，INI 到期期限為一個月到十年不等，本金通常至少要 60 萬馬幣以上。INI 有 the Islamic Negotiable Instrument of Deposit (INID) 及 Negotiable Islamic Debt Certificate (NIDC)兩種，INID 為盈利分享型(mudarabah)為架構，到期將會取回本金及分享之利潤，NIDC 為延後付款銷售型 bai bithaman ajil 為架構，存款人會向 NIDC 發行者購買一些資產，隨後發行人即向存款人購回資產，但該付的本金加上利潤會延後支付。

馬來西亞衍生性金融商品：

- Islamic Profit Rate Swap
Islamic Profit Rate Swap 為符合伊斯蘭律法之 Interest Rate Swap，在交易初期雙方需要簽訂符合伊斯蘭律法之原物料商品買入合約，其架構為成本加利潤銷售型(murabahah)，浮動端及固定端交換不同之原物料商品收益率(margin)。
- Islamic Cross-Currency Swaps
Islamic Cross-Currency Swaps 為符合伊斯蘭律法之 Cross Currency Swap，其交易架構類似於 Islamic Profit Rate Swap，唯一不同是雙方訂價之原物料貨幣不同。

(2)印尼

印尼 Sukuk 債券市場為世界第四大和亞洲第二大市場僅次於馬來西亞，其國內 Sukuk 債券市場到 2015 年 6 月為止，市場規模達到 165 億美元，其中政府發行比重達到 94.9%，而印尼發行之美元 Sukuk 債券規模則達到 50 億美元，且全為政府所發行。在印尼 Sukuk 債券市場中，95.9%的債券是由印尼政府所設 Perusahaan Penerbit SBSN 的 SPV 所發行，但發行的類型非常廣泛，包含固定利率之 Islamic Fixed Rate (SBSN-IFR)、零售類型 Retail Sukuk (SBSN-SR)、伊斯蘭國庫券 Islamic Treasury Bills (SPN-S)、印度尼西亞基金 Sukuk Hajj Indonesia Fund(SDHI)及投資計畫類型的 Project-Based Sukuk (PBS)，剩下 4.1%則為印尼中央銀行所發行，印尼 Sukuk 公司債發行量僅有 11.1 億美元，三分之一由食品及飲料部門所發行。

印尼伊斯蘭金融發展起源於 1997 年，PT Danareksa Investment Management

一間印尼的資產管理公司開始發行伊斯蘭共同基金，2000 年 7 月雅加達證券交易所編製雅加達伊斯蘭指數 Jakarta Islamic Index (JII)，2002 年 9 月印尼電信網路公司 Indosat 發行第一檔 Sukuk 債券，架構上採用盈利分享型(mudharabah)，但 Sukuk 債券市場的快速發展是 2009 年印尼政府發行 6.5 億美元的國際 Sukuk 債券才開始，印尼 Sukuk 債券市場發行人亦以政府為主。

印尼伊斯蘭債券(Sukuk)商品種類：

- Islamic Fixed Rate (SBSN-IFR)
Islamic Fixed Rate (SBSN-IFR)由印尼政府所持有之 SPV 公司 PP SBSN 所發行以印尼盾計價(IDR)固定利率之 Sukuk 債券，其架構和其他國家政府發行之 Sukuk 架構相同採用租賃型 (Ijarah)，SPV 公司 PP SBSN 自投資人處取得資金之後，將資金用於購買政府之土地及建築物等資產，並將資產回租給政府，租金做為投資人收益來源，債券到期時印尼政府將會自 SPV 購回資產。Islamic Fixed Rate (SBSN-IFR)第一期債券 IFR-001 為 7 年期，在 2008 年 8 月發行後，印尼政府每個月都定期發行，IFR-0010 為 25 年期，為此系列到期日最長之 Sukuk 債券。
- Sukuk Negara Indonesia (SNI)
Sukuk Negara Indonesia (SNI)為固定利率政府發行之 Sukuk 債券，其發行架構類似於 IFR 債券，唯一差別在於其以美元計價，印尼政府在 2009 年、2011 年、2012 年、2013 年及 2014 年皆有發行。最近一次發行為 2014 年 9 月，共計發行 15 億美元的 SNI，全球超過 400 個投資者下標標單將近 100 億美元。目前 SNI 的投資者三分之一來自於中東，亞洲及美國各投資 20%，其餘 15%投資者來自歐洲，當地的投資者則持有 10%。
- Retail Sukuk (SBSN-SR)
Retail Sukuk (SBSN-SR)亦為政府發行以印尼盾計價(IDR)，並採用租賃型 (Ijarah) 架構之 Sukuk 債券，其特點在於此類 Sukuk 債券發行於零售市場給予一般投資人投資，由於目前印尼擁有全世界最大將近 2.1 億的穆斯林人口。SR 發行之後有閉鎖期一個月，之後便可以於次級市場交易，目前印尼政府共推出 7 種不同到期年限 SR，三年期發行量將近 22 兆印尼盾(IDR)，佔印尼 Sukuk 發行市場最大比重。
- Islamic Treasury Bills (SPN-S)
Islamic Treasury Bills (SPN-S)同樣採用租賃型 (Ijarah) 架構，為印尼政府發行採用印尼盾(IDR)計價之短天期貨幣市場工具，以折現發行，天期皆為六個月。

- Project Based Sukuk (PBS)
Project Based Sukuk (PBS)為用於資助政府基礎建設項目，並以該基礎建設為資產以租賃型 (Ijarah) 架構發行之 Sukuk 債券，但和一般租賃型架構不同，SPV 所有的資產為基礎建設項目，在基礎建設項目完成之後，再由 SPV 賣回給政府，並取得所有之資金償還給 Sukuk 債券投資人。
- Corporate Sukuk
Corporate Sukuk 於 2002 年由 PT 該家公司首度發行，與政府 Sukuk 債券市場相比，企業 Sukuk 發行量並不大，到目前為止僅有 41 檔企業 Sukuk 債券發行。

(3)沙烏地阿拉伯

沙烏地阿拉伯為世界第二大的 Sukuk 債券市場，雖然其發行量較阿拉伯聯合大公國(UAE)及印尼少，但其 Sukuk 債券市場規模達到 340 億美元，占全世界 Sukuk 債券市場 10%，其中 76%以沙烏地阿拉伯貨幣里亞爾(SAR)計價，其餘 24%則為美元計價。沙烏地阿拉伯 Sukuk 債券市場主要發展於 2012-2014 年，這幾年以累計年增率 45%的速度成長。該國第一次發行 Sukuk 債券始於 2003 年，由一超國際性組織伊斯蘭開發銀行 (Islamic Development Bank)，透過其 SPV 公司團結信託服務有限公司 (Solidarity Trust Services Limited) 發行 5 年期 Sukuk 債券，並採用 66%租賃型 (Ijarah)、31%成本加利潤銷售型 (murabahah) 及 3% 委託製造型 (Istisna)。到目前為止，沙烏地阿拉伯 Sukuk 債券主要發行者皆為企業，雖然其中包含部分國有企業，但和一般國家發行人以政府為主有所不同，最常見的發行人有：沙特基礎工業有限公司 Saudi Basic Industries Corporation (SABIC)、沙特電力公司 Saudi Electricity Corporation (SEC) 及房地產開發公司 Dar Al-Arkan Real Estate Development Company，其中公用事業佔最大的部分 30%，其次為航空公司 24%及銀行業 18%。

沙烏地阿拉伯企業伊斯蘭債券 (Sukuk) 發行人：

- GACA 沙烏地阿拉伯民航局
GACA 沙烏地阿拉伯民航局雖然僅有兩檔 Sukuk 債券，但每檔規模達到 40 億美元，為沙國最大之 Sukuk 債券發行量，該 Sukuk 債券之發行主要為了吉達國王阿卜杜勒阿齊茲國際機場 (the King Abdulaziz International Airport in Jeddah) 及利雅得哈立德國王國際機場 (the King Khalid International Airport) 之擴建，由於沙國本身並不發行 Sukuk 債券，使得 GACA 之 Sukuk

債券接近於政府信評。

- Saudi Basic Industries Corporation(SABIC)沙烏地阿拉伯基本工業
Saudi Basic Industries Corporation(SABIC)沙烏地阿拉伯基本工業在 2006、2007 及 2008 年共發行三檔 20 年期 Sukuk 債券，每隔 5 年該債券將會提前還款，第 5 年將會償還 10%、第 10 年將會償還 20%、第 15 年將會償還 30%，並且每隔 5 年投資人將會擁有 PUT 權，即將債券賣回給發行人之權利，但賣回價格(PUT PRICE)則會依年期有所不同，第 5 年時賣回價格為 90%、第 10 年時賣回價格為 70%、第 15 年時賣回價格為 40%，這樣的設計等於投資人要拿回全部的本金，僅能在第 5 年賣回或者持有到第 20 年債券到期時。
- Saudi Electricity Corporation(SEC)沙烏地阿拉伯電力公司
Saudi Electricity Corporation(SEC)沙烏地阿拉伯電力公司為國營企業，自 2007 年開始透過 SPV 發行 Sukuk 債券，為沙國最大之 Sukuk 美元券發行人，總規模達到 115 億美元。
- Banks in Saudi Arabia 沙烏地阿拉伯銀行業
Banks in Saudi Arabia 沙烏地阿拉伯銀行業為另一個重要 Sukuk 債券發行人，沙特荷蘭銀行(Saudi Hollandi Bank)在 2008 年發行第一檔銀行業 Sukuk 債券，此外，半島銀行(Bank Aljazira)、國家商業銀行(National Commercial Bank)、沙特英國銀行(Saudi British Bank)及沙特法國銀行(Banque Saudi Fransi)都發行過 Sukuk 債券，通常銀行業發行之 Sukuk 債券天期都在七年以上，但都附買回權利。

(4)阿拉伯聯合酋長國(UAE)

阿拉伯聯合酋長國(UAE)Sukuk 債券市場自 2005 年的 20 億美元開始，增長到 2015 年已經達到 300 億美元，為世界第三大 Sukuk 債券市場，但僅有 6% 採取當地貨幣計價，其餘 94%皆為美元計價，但發行人則跟沙烏地阿拉伯類似，79%的發行人皆為企業。2006 年杜拜港 Dubai Ports, Customs and Free Zone Corporation (PCFC)發行 35 億美元的 Sukuk 債券，若在該 Sukuk 債券到期前 PFPC 可以進行 IPO 的話，則可轉換為股份，為首檔可轉換為股權之 Sukuk 債券。

肆、心得與建議

資本市場最重要的功用即是替企業及政府籌資，使得總體經濟得以發展，伊斯蘭市場因為傳統教義的限制，使得資本市場發展時間相較西方國家晚，但發展速度相當快速，自 2001 年起全球石油價格飆漲，中東產油國家財富不斷累積，尋求合適投資機會之需求日益殷切，加以全球面對人口老化問題，穆斯林人口卻以每年 2-3% 的速度成長，使得伊斯蘭金融持續發展，其中最活躍的工具便是伊斯蘭債券(Sukuk)市場，除了傳統的穆斯林國家外，英國、香港、南非、盧森堡、法國及愛爾蘭等國亦紛紛加入，現在 Sukuk 債券已成長為 3220 億美元的市場。雖然 Sukuk 債券市場持續發展，但由於其受限於伊斯蘭教義中禁止收取利息及禁止具風險或不確定之交易等規定，雖透過 SPV 架構建立規避限制，但各國伊斯蘭學者解讀及作法不同，使得其結構上較傳統債券複雜，次級市場並不活絡，茲將目前發展狀況整理分層解析。

一、伊斯蘭債券(Sukuk)適法性

Sukuk 債券雖透過 SPV 轉移資產等方式遵循伊斯蘭律法 (Shariah principles)，但實務上其實牽涉到遠期價格、成本加價、期貨和訂製生產概念，其中遠期價格加價銷售，交貨後延遲付款或以分期方式為之，雖然這種交易方式被稱為一般銷售程序，但實際上 Sukuk 債券投資人僅在債券發行之初持有資產，在之後的交易流程中實際持有債務，因此有借貸利息之嫌，故大多數伊斯蘭學者無法認可。現在的伊斯蘭學派中，沙斐儀(Shafi)及達西里(Dhahiri)學派允許這種模式的銷售交易，故馬來西亞證券委員會採行此種觀點，制訂相關的伊斯蘭金融工具，但目前此種架構僅侷限於東南亞穆斯林國家如馬來西亞、印尼及汶萊等，其他中東穆斯林國家學者並不認同。另外，鑒於此種架構下具有債務之特性，考量伊斯蘭律法 (Shariah principles) 中禁止收取利息之規定，債務不應於次級市場進行交易，目前僅馬立克(Malik)及沙斐儀(Shafi)認為在符合嚴格的條件下，債務可以於次級市場交易，故整體來說伊斯蘭債券缺乏次級市場。

二、伊斯蘭債券(Sukuk)屬於債務性工具或者權益性工具

伊斯蘭教之所以禁止收取利息，主要是教義中將金錢僅視為「交易之媒介」(medium of exchange)，利潤僅來自銷售、租賃或投資等有實際從事生產之活動，伊斯蘭教之教義認為金錢本身無法產生孳息，強調實際承擔風險才有分潤，故 Sukuk 債券架構下才有股本參與型 (Musharakah) 及盈利分享型 (Mudarabah) 存在，已經類似於股票等權益性工具效果。但大部分 Sukuk 債券投資人皆為尋求固定收益之投資人，投資人未必願意承擔資產本身之風險，但又對於 Sukuk 債券

架構下多數以資產為基礎較有債權保障表示歡迎，Sukuk 債券架構複雜，連帶使得課稅上亦較為複雜。若 Sukuk 債券歸類於權益工具型態，以美國市場來說恐怕將面對到美國聯邦所得稅，但若歸於債務工具，投資者則無面臨到雙重課稅的問題，在於許多非穆斯林國家並無考量伊斯蘭金融立法空間，使得 Sukuk 債券發展受限制，讓 Sukuk 債券於國際市場接受度較低。

三、伊斯蘭債券(Sukuk)訂價

目前市場多將 Sukuk 債券視為債務型工具，通常市場上多以某種通用國際基準如美元 3 個月 Libor 作為指標，並以美元相關的殖利率曲線對債券進行評價。目前國際 Sukuk 債券以倫敦同業拆放利率為主，以當地貨幣計價之 Sukuk 債券，則多以吉隆坡拆放利率或者新加坡拆放利率為基準，但目前於 Sukuk 債券市場中，確實無妥適的基準利率，雖然，伊斯蘭學者並未明確表達反對使用傳統市場國際慣例之利率指標，但亦明確表示不可將傳統國際慣例指標應用於現行 Sukuk 債券架構，使得其國際接受度仍待考驗。

臺灣穆斯林人口僅有 5 至 6 萬人占全臺人口之 0.002%，與馬來西亞之穆斯林人口占總人口之 61% 相較相對偏低，欠缺發展伊斯蘭資本市場之基本條件，且臺灣多數民眾對伊斯蘭律法、文化及制度皆不熟悉，短期內尚難發展以一般投資人為主之伊斯蘭金融商品。惟臺灣近年來受惠於長期貿易出超，導致國內壽險業及銀行投資去化資金需求大增，使得臺灣國際債市場近幾年持續發展，許多國際知名投資人皆選擇在臺灣發行國際債及寶島債。短期內發展 Sukuk 債券市場，或許可以參考香港或英國發展伊斯蘭債券之經驗，發展以外國伊斯蘭專業投資機構為目標客戶之專業板伊斯蘭(Sukuk)債券。目前臺灣對於伊斯蘭律法、文化及制度不甚瞭解，亦缺乏對伊斯蘭金融熟悉之專業人才，短期內宜加強政府及金融業者與穆斯林國家之交流，蒐集穆斯林國家相關伊斯蘭金融體系資料，瞭解穆斯林國家之法律、文化、會計，以及伊斯蘭金融商品之特性，參考香港或倫敦等較晚進入且與臺灣資本市場相近，就其伊斯蘭市場交換經驗，以培育我國之伊斯蘭金融專業人才。

伍、資料來源

- 1.滙豐銀行(HSBC):Sukuk Guide-An essential introduction to the Islamic bond market
- 2.摩根大通銀行(J.P. Morgan): Sukuk Overview & Credentials
- 3.陳秋月：開拓伊斯蘭金融之市場連結研討會出國報告
- 4.王永寶：當前蘇庫克模式特徵及其運作