

新型コロナウイルス感染症と社債発行の拡大

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、実体経済に深刻な影響を及ぼすと共に、国内金融市場に混乱をもたらした。しかし、政府・日本銀行により、過去の金融危機時等の教訓を踏まえた迅速かつ積極的な対応が実施された結果、金融市場は比較的短期間で落ち着きを取り戻している。例えば、社債市場において、企業は比較的順調に資金確保を進めており、2020 年における社債の発行額は過去最高の約 16 兆円となった。
2. 社債市場におけるこうした円滑な資金調達には、1980 年代頃から進められてきた発行自由化に係る制度整備、市場活性化に関する取り組みも寄与していると考えられる。社債市場においては、1980～1990 年代に発行自由化に係る制度が整備され、2000 年代において発行市場及び流通市場における市場の活性化に向けた取り組みが進められている。
3. 新型コロナウイルス感染症の感染が拡大する中、企業は社債市場における資金繰りの備えを進めると共に、調達年限の多様化及びグリーンボンド・ソーシャルボンド・サステナビリティボンド等の調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債の発行等の取り組みを継続している。
4. 今後、新型コロナウイルス感染症の問題を踏まえた企業による社債市場における資金繰りの対応が進むと共に、社債の発行市場及び流通市場における活性化の取り組みが継続されていくことで、社債市場の持続的な拡大につながるのか注目されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 佐藤淳「社債権者補佐人制度の概要と意義」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号。
- ・ 富永健司「日本の社債市場で発行が拡大するグリーンボンドと今後の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年秋号。

I はじめに

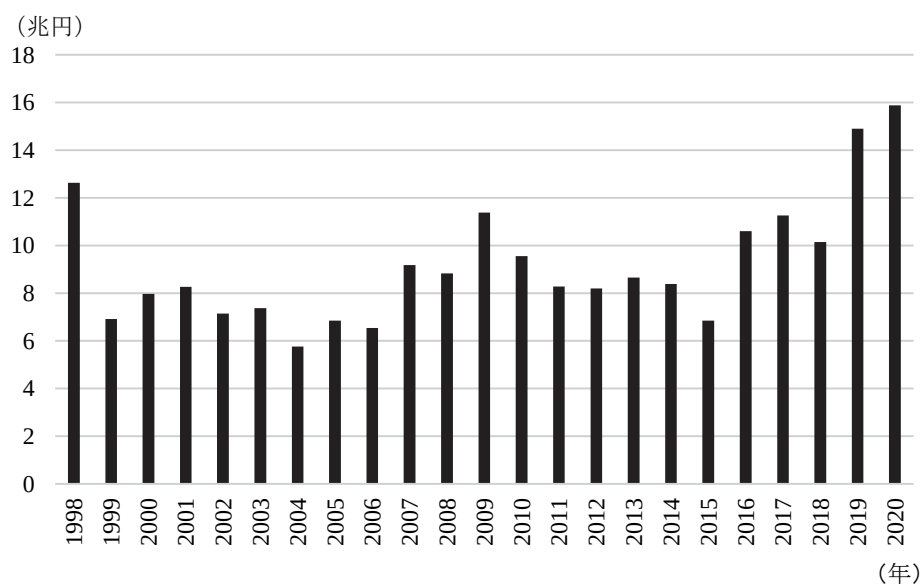
新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、実体経済に深刻な影響を及ぼすと共に、国内金融市場に混乱をもたらした。しかし、政府・日本銀行により、過去の金融危機時等の教訓を踏まえた迅速かつ積極的な対応が実施された結果、金融市場は比較的短期間で落ち着きを取り戻している。例えば、社債市場において、企業は比較的順調に資金確保を進めており、2020年における社債の発行額は過去最高の約16兆円となった（図表1）。

社債市場におけるこうした円滑な資金調達には、1980年代頃から進められてきた発行自由化に係る制度整備、市場活性化に関する取り組みも寄与していると考えられる。社債市場においては、1980～1990年代に発行自由化に係る制度が整備され、2000年代において発行市場及び流通市場における市場の活性化に向けた取り組みが進められている。

昨今では、グリーンボンド・ソーシャルボンド・サステナビリティボンド等の調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当されるSDGs債¹の発行も増加しており、社債市場の拡大につながっている。

本稿では、1980～1990年代の社債発行の自由化に係る制度整備と2000年代からの社債市場の活性化に関する取り組みを概観した上で、新型コロナウイルス感染症の感染拡大下における社債市場の特徴を整理し、今後の注目点を示す。

図表1 日本における公募普通社債の発行額



（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿では、便宜上、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを指す。

Ⅱ 国内社債市場の発展

1. 1980～1990年代の社債発行の自由化に至る経緯

日本における 1980～1990 年代の社債発行の自由化に至る歴史的な経緯を振り返ると、自由化以前の規制・慣行として、①起債調整の仕組み、②受託制度、③有担保原則（社債を原則担保付にすること）、等が挙げられる。これらの規制・慣行に関連して、証券取引審議会は 1986 年 12 月、報告書「社債発行市場の在り方について」（以下、証券取引審議会報告書）を公表し、社債市場の制度改革を提言した²（図表 2）。

図表 2 社債市場における制度改革の動向

時期	詳細
1947 年 6 月	日本銀行内に起債調整協議会を設置
1949 年 6 月	起債調整協議会が起債懇談会と起債打合会へ分化
1956 年 7 月	起債懇談会を廃止。この後の発行条件は起債関係者により決定
1985 年 1 月	TDK、戦後初の完全無担保普通社債を発行
1986 年 12 月	証券取引審議会、報告書「社債発行の在り方について」を発表
1987 年 5 月	NTT、国内普通社債の発行に初のプロポーザル方式を導入
1988 年 4 月	全ての社債発行にプロポーザル方式を導入
1990 年 11 月	適債基準について、数値基準を廃止し、格付基準へと一本化。財務制限条項の見直し・緩和
1993 年 10 月	社債募集会社の廃止及び社債管理会社の導入
1996 年 1 月	適債基準を撤廃すると共に、財務制限条項を自由化

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

1) 起債調整の仕組みの改善

社債の発行は戦時中の起債統制を経た後、戦後も起債を調整する枠組みが導入された。起債調整に関連して、1947 年に日本銀行内に起債調整協議会が設置され、1949 年に同協議会が起債懇談会と起債打合会という 2 つの組織に分化した。これらの組織において、発行条件、起債銘柄、発行量などの協議が行われた。

こうした起債調整の仕組みについて、証券取引審議会報告書では、普通社債の発行条件は、電力債の流通実勢、国債等の発行条件を基に画一的に決定されており、企業の信用力や市場実勢の差が条件決定に十分に反映されていないとの見解が示された。

また、起債時期を統一する「一括起債方式」により、機動的な発行が困難であり、発行会社が資金の必要な時期に市場動向等を見極めて、起債を行うことが妨げられていることが指摘された。

起債の仕組みについて、一括起債方式や画一的な発行条件の決定方法の見直しの方向とその対応策として、①発行条件の競争的決定、②発行時期の弾力化、が示された。

² 財団法人資本市場研究会編『社債発行市場の在り方について—証券取引審議会報告—』1987 年 2 月 15 日。

発行条件の競争的決定については、引受証券会社の自由な競争下で、発行会社との個別交渉を通じて発行時期、発行条件を決定するという「プロポーザル方式」の導入が提言された。これに加えて、一括起債方式についても見直し発行会社が発行時期を自由に選択できることが必要であるとされた。

この後、1987年5月にNTTが国内普通社債の発行に初のプロポーザル方式を導入し、1988年4月には全ての社債発行にプロポーザル方式が導入された。

2) 受託制度の見直し

社債発行の受託会社（受託銀行）は、「募集の受託会社」と「担保の受託会社」を意味していた。募集の受託会社は社債の募集の際の事務的な取り扱い等の役割を担い、担保の受託会社は社債権者のための担保権の取得・保存・実行等を行う。担保付社債の場合、受託会社は募集の受託会社を兼ねているのが一般的だった。

証券取引審議会報告書では、社債市場で銀行が中心的な役割を果たしていたこともあり、受託会社は従来から社債市場全般にわたり幅広く関与していることが指摘された。具体的には、①適債基準³の策定、②償還期間の決定、財務制限条項の設定、③社債発行を希望する企業への起債に関するアドバイスの実施、等が挙げられた。また、社債の債務不履行（デフォルト）が生じた場合に、受託会社による社債の買い取りが行われてきたことについても言及された。

この点について、証券取引審議会報告書においては、受託会社と引受証券会社の間の役割と責任の分担が曖昧であり、受託会社の幅広い機能が高水準の手数料につながり、国内での社債発行コストを高める要因の一つとなっているとの見方が示された。

また、社債発行時の発行額、発行条件の決定等については、発行会社と引受証券会社間において決定していくことが望ましいとの見方が示されると共に、受託会社と引受証券会社の機能の明確化を図り、それぞれの役割に沿って社債発行を行っていくことが重要との見解が示された。

受託制度の見直しについては、1993年10月に社債募集会社が廃止され、それに伴い、社債管理会社³が導入された。社債管理会社の役割は社債管理業務に限定・明確化され、発行会社の経営破綻時の社債の買い取り等の機能についてもなくなることとなった。受託制度の見直しにより、社債発行の際、社債管理会社の設置が原則義務付けられることとなったが、例外規定により、社債の券面が1億円以上の場合は、社債管理会社を設置しない社債発行も認められた。社債管理会社を不設置とする社債は、ソフトバンク（現ソフトバンクグループ）が1995年、社債発行体の元利金支払い業務等の事務代行者（以下、財務代理人）のみを置く形で、初めて発行した。現在では、財務代理人のみを置く社債が主流となっている。

³ 社債発行時に求められていた財務指標に係る基準。純資産額、資本金対比の純資産額倍率、自己資本比率、事業利益率等に係る基準が設定されていた。

3) 有担保原則の見直し

有担保原則の慣行の背景には、1930 年頃の金融恐慌時における社債のデフォルト増加を受けた、いわゆる社債浄化運動があった⁴。有担保原則の慣行は、社債発行の基本的な仕組みとして戦後においても継続した。しかし、社債発行における有担保原則は高度経済成長期において物的担保を多く保有する重化学工業への資金供給を行うことに寄与する一方、産業構造が変化する中で物的担保が相対的に少ないサービス産業における資金調達が制約されることが指摘された。

これらの点を受けて、証券取引審議会報告書において、①適債基準の見直し、②財務制限条項の見直し、③格付制度の充実、が方策として示された。

適債基準の見直しについては、普通社債について、無担保適債基準の一層の緩和が求められた。また、企業規模と財務比率を中心とした適債基準を格付機関による格付方式へと移行させていくことが提言された。

財務制限条項については、無担保債における投資者保護の手段として重要であり、企業活動がある程度制約されるのは当然との見方が示される一方、それによって企業の活動が必要以上に抑制されることがあってはならないとの見解が示された。その上で、財務制限条項については、発行会社の信用度等に応じたものとしていく必要があると提言された。

格付制度の充実については、ディスクロージャー制度の見直しとともに、格付機関による格付の充実とその格付情報の利用の定着を図る必要があるとされた。格付の定着にあたっては、格付機関が自らの機能の充実に努め、実績を積み重ねると共に、作業面、費用面で発行会社の理解と協力を得るなどの配慮が望ましいとの見方が示された。

適債基準については、1990 年 11 月に数値基準が廃止され、格付基準へと一本化されると共に、財務制限条項の見直し・緩和が実施された。その後、1996 年 1 月に適債基準の撤廃と財務制限条項が自由化されるに至った。

2. 2000 年代の社債市場の活性化に関する取り組み

2000 年代に入り、社債市場においては、社債等の権利移転を完全ペーパーレス化する決済制度である一般債振替制度が 2006 年 1 月に開始される等、取引の安全性・利便性の向上が図られた。2008 年 9 月のリーマン・ショック後、社債市場の活性化を図ることで、企業の資金調達手段の分散化・多様化、投資家の運用手段の拡充を行い、厚みのある流動性の高い市場を構築していく必要があるとの認識が示された。

日本証券業協会は 2009 年 7 月、国内社債市場の活性化を図るため、「社債市場の活性

⁴ 銀行・信託・保険会社から構成される五日会と呼ばれる組織の会合で 1933 年 5 月、①社債の原則有担保化、②償還を確実にするための減債基金の設立、等の項目についての申し合わせが行われたことから、社債の有担保化の推進ははじまったといわれる。

化に関する懇談会」(以下、社債懇)を設置し、社債市場の課題の整理と取り組みの検討を開始した。社債懇においては、2010年6月に報告書「社債市場の活性化に向けて」が取りまとめられ、同報告書で指摘された4つの重点的な取り組みである、①証券会社の引受審査の見直し等、②コベナンツ⁵の付与及び情報開示等、③社債管理のあり方等、④社債の価格情報インフラの整備等、について部会が設置され検討が進められた。各部会での検討結果は、2012年7月に報告書「社債市場の活性化に向けた取り組み」(以下、社債懇報告書)として公表された。

1) 証券会社の引受審査の見直し等

証券会社の社債の引受審査の枠組みについて、投資家保護の観点から引受審査の充実を図りつつ、機動的な社債発行が確保されることを目的として、実務慣行の見直しが検討された。例えば、基本的な社債の引受審査の内容について、発行登録会社、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされていることを前提として、投資家による社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元金支払い能力及びリスクファクターの開示に係る審査に重点を置いた確認をとることが示された。

社債の継続開示審査においては、従来の共通質問事項について、各発行登録会社の実態に合わせた「共通質問事項」(参考モデル)に変更し、今後にも必要に応じて見直していくこととされた。基本的な社債の引受審査の枠組みについては、従来は有価証券報告書提出時及び四半期報告書提出時において、共通質問事項による発行登録会社、監査人への確認等を行ってきたが、より機動的な社債発行を確保する観点から、四半期報告書提出時には、社内において、四半期報告書、発行登録会社のプレスリリース、格付情報その他公開情報を中心に審査等を行うこととされた。これらの検討事項を踏まえて、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」が取りまとめられた。

こうした見直しと共に、引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方についても検討・整理が行われた。具体的には財務諸表等の虚偽記載、重要な事項・事実の記載欠如があった場合に、金融商品取引法(以下、金商法)第21条第1項第4号に基づき、発行会社・監査人ともに投資家に対して損害賠償責任を負う可能性があり、また金商法第17条に基づき目論見書の利用者としても責任を負う可能性があることとされた。こうした考え方の整理に基づき、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」が取りまとめられた。

2) コベナンツの付与及び情報開示等

社債発行市場においては、信用リスクが相対的に小さい企業による社債発行が中心

⁵ 社債又はローンによる資金調達の際に、その社債要項又はローン契約上、債務者の債務履行能力の維持を図るため設けられる一定の誓約事項。担保提供制限条項、純資産額維持条項、配当制限条項、利益維持条項等がある。

となる中、社債市場全体の活性化のために、信用リスクが相対的に大きい企業についても社債発行の拡大を図っていくことが望ましいとの考え方が示された。そのためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに応じて、コベナントが柔軟・適切に設定され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境の整備が必要であるとされた。国内社債市場におけるコベナントの付与に係る状況を見ると、社債に設定されているのは主に担保提供制限条項である。また、社債の担保提供制限条項のほとんどは社債間限定同順位とされていることに加え、ローンの出し手である銀行等が社債発行企業に関する相対の情報を有しているというケースを踏まえ、社債は実質的にローンに劣後しているとの問題意識が示された。そうした状況下において、投資家が社債発行企業の社債やローンのコベナント・債務の状況等の情報を把握することが重要であるとされた。

他方、社債投資家にとって投資判断に必要な情報が必ずしも十分に開示されていないといった指摘を踏まえて、社債の発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう「コベナント（参考モデル）」を例示し、取りまとめるとの方針が示された。こうした提言に基づき、日本証券業協会は 2016 年 9 月、「コベナントの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について（コベナント開示例示集）」を発表した。同例示集では、開示制度における「追加情報の注記」及び「重要な後発事象の注記」等の開示に関連して、発行企業による自主的な情報開示が進むよう、参考として開示の判断基準及び開示内容が例示されると共に、これまでの発行企業による開示事例等が紹介されている。

3) 社債管理のあり方等

社債の発行に当たっては、原則として社債管理者の設置が義務づけられているが、各社債の金額が 1 億円以上の場合等は例外とされており、国内の社債発行市場の状況を見ると、約 8 割の社債には社債管理者が設置されていない⁶。こうした状況下において、信用リスクが相対的に大きい企業による社債の発行環境の改善、企業金融を巡る投資家の意識変化への対応を通じた社債市場の活性化を実現するにあたり、社債管理に係る制度についても、あり方を検討する必要性があるとの問題意識が示された。

1993 年の商法改正時に社債管理会社制度が導入され、社債管理者には多くの場合、発行会社のメインバンクが就任しているが、信用リスクが相対的に大きい会社が社債の発行を検討する場合、投資家が社債管理者の設置を求めても、メインバンク等は社債管理者としての義務と債権者としての保全・回収活動のバランスを踏まえ、社債管理者への就任を躊躇する可能性を否定できないとの指摘がなされた。こうした状況に鑑みると、社債管理者としての適切な担い手が不在となるケースが生じる可能性がある。

⁶ 日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取組み」2012 年 7 月 30 日、23 頁。

そこで、適切な社債管理業務の担い手を確保することを目的として、社債管理のあり方の検討を行うとの方針が示された。具体的には、米国トラスティ制度の考え方を参考に、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、原則として、社債のデフォルト時以降、社債権者の代理人として、債権の保全・回収のための業務を行う「社債管理人（仮称）」の制度を設けることが検討された。

その後、日本証券業協会及び社債懇は、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（以下、インフラ整備 WG）を設置し、2013 年 2 月より、社債権者保護の充実のための方策について検討を進め、2015 年 3 月に報告書「社債権者保護のあり方について」を公表した。当該報告書においては、社債権者をサポートする実務上の仕組みとしての「社債管理人制度（仮称）」の創設についての提言が行われると共に、本制度の普及・利用促進に向けて、社債要項及び業務委託契約の内容を検討すべきとされた。これを受けて、インフラ整備 WG では、本制度に係る事項や具体的な規定内容についての検討を行い、2016 年 8 月、報告書「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」を公表した。なお、制度の名称については、仮称として社債管理人が用いられていたが、インフラ整備 WG での検討の結果、社債権者補佐人とする事となった⁷。

4）社債の価格情報インフラの整備等

社債の流通市場の活性化を図るためには、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要である。社債の売買は、主に売り手と買い手の相対取引によって行われており、売買価格等の内容について第三者は知ることができない。そのため、日本証券業協会では、公社債の店頭売買を行う際の参考として、公社債店頭売買参考統計値制度を設けている。

同制度は、1966 年 3 月に、公社債店頭基準気配発表制度としてスタートし、2002 年 8 月には、売買の参考であることの明確化、精緻性の向上等を目的とした制度の見直しが行われ、公社債店頭売買参考統計値発表制度として改定された。他方、公社債店頭売買参考統計値については、イベントの発生により信用リスクが高まった銘柄や流動性が低い一部の銘柄について、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）との乖離が大きいとの課題が指摘されていた。

日本証券業協会は、こうした課題等について検討を行い、社債懇報告書において、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、①社債の取引情報の報告及び公表、②公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上、等についての提言を行った。

日本証券業協会は 2012 年 8 月、社債懇報告書における提言を踏まえ、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」（以下、社債の価格情報インフラ WG）を設置した。

社債の価格情報インフラ WG は 2013 年 9 月、報告書「社債市場活性化のための公

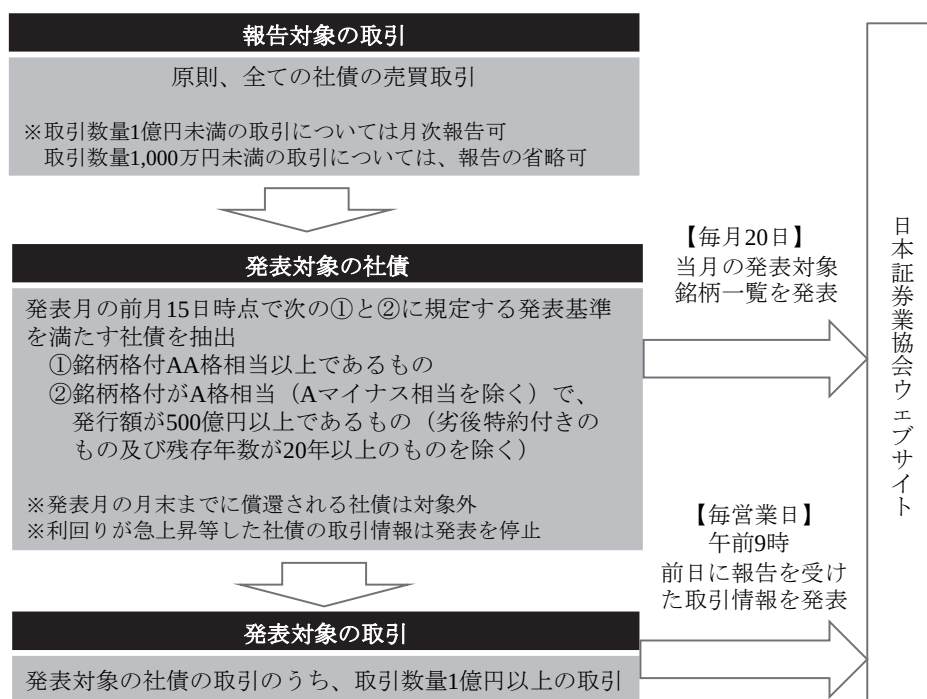
⁷ 詳細は、佐藤淳「社債権者補佐人制度の概要と意義」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号を参照。

社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」を取りまとめた。同報告書では、①社債の指定報告協会の指定基準（指定報告協会の指定基準の厳格化、主幹事証券会社による気配値の報告の義務付け）、②日本証券業協会における売買参考統計値に係る指導・管理態勢の充実・強化、③社債の売買参考統計値の算出方法（売買参考統計値の算出方法の見直し、最低報告社数の見直し）、④社債の売買参考統計値の報告期限及び公表時間の繰下げ、⑤売買参考統計値に対する理解の促進、の対応について検討が行われた。

日本証券業協会は、当該報告書の見直し案に係る意見募集を行った後、2013年12月に、報告書で示された見直し案に係る関係規則及びガイドラインの改正案等を公表した⁸。

社債の価格情報インフラWGは、売買参考統計値の信頼性の向上に係る取り組みと共に、社債の取引情報の報告及び公表制度についても検討を行い、2014年3月、新たに社債の取引情報の報告・発表制度を設ける規則改正を実施した⁹。同制度によれば、報告対象となる取引は原則、全ての社債の売買取引である。ただし、取引数量1,000万円未満の取引は報告の省略が可能である（図表3）。

図表3 社債の取引情報の発表制度の概念図



（注） 2021年6月28日時点。

（出所）日本証券業協会より抜粋

⁸ 日本証券業協会「『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』の一部改正等について」2013年12月17日。

⁹ 日本証券業協会「社債の取引情報の報告・発表に係る『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』の一部改正等について」2014年3月18日。

発表対象となる社債は発表月の前月 15 日時点で、①社債の銘柄格付が AA 格相当以上、②銘柄格付が A 格相当（A マイナス相当を除く）で発行額が 500 億円以上であるもの（劣後特約付きのもの及び残存年数が 20 年以上のものを除く）、の条件を満たす社債となる¹⁰。発表対象の社債については、発表月の月末までに償還される社債は対象外であることに加え、利回りが急上昇等した社債の取引情報については発表が停止される。発表の対象となる取引は、これらの発表の対象となる社債のうち、取引数量が額面 1 億円以上の取引である。

発表対象の取引の発表事項は、①約定年月日、②銘柄コード、③銘柄名、④償還期日、⑤利率、⑥取引数量（額面金額ベース）、⑦約定単価、⑧売買の別、⑨売買参考統計値（平均値）である¹¹。原則として、報告を受けた翌営業日の午前 9 時を目途に、日本証券業協会のウェブサイトで発表される。

新しい公社債店頭売買参考統計値制度及び社債の取引情報の報告・公表制度は 2015 年 11 月 2 日より開始されている。

Ⅲ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大下での社債市場

新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、実体経済に深刻な影響を及ぼすと共に国内金融市場に混乱をもたらした。業種によっては収入の大幅な減少により資金繰りに影響がみられた他、金融市場においても一時的に混乱が見られた。

しかし、政府・日本銀行により、リーマン・ショック時等の教訓を踏まえた迅速かつ積極的な対応が実施された結果、金融市場は比較的短期間で落ち着きを取り戻している。社債市場において発行市場及び流通市場における制度インフラの整備が進められてきたことも、比較的円滑な資金調達及び市場取引に寄与している。

本章では、①日本銀行の金融緩和の強化による総じて安定した資金調達環境、②長期負債における社債の活用の活発化、③SDGs 債の発行の拡大、について概観する。

1. 日本銀行の金融緩和の強化による総じて安定した資金調達環境

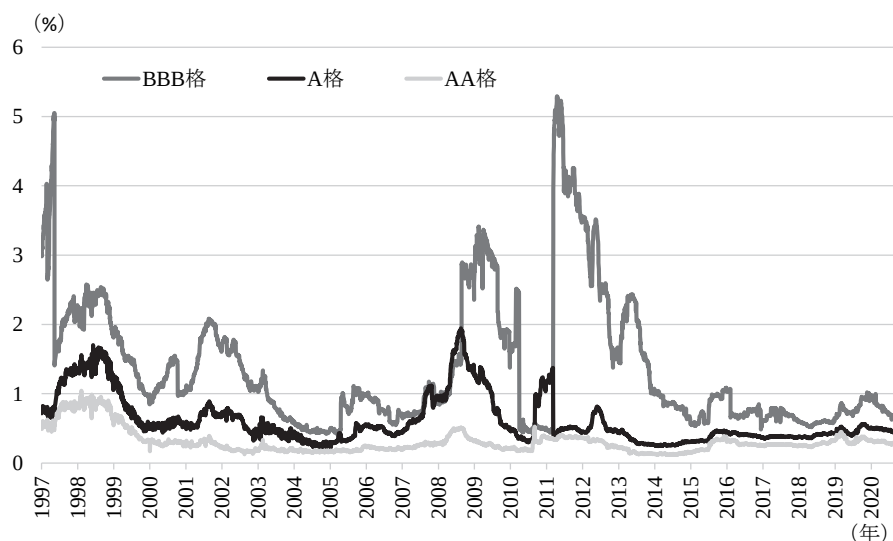
新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い、社債市場では社債スプレッドが上昇したが、政府・日本銀行により、リーマン・ショック時等の教訓を踏まえた迅速かつ積極的な対応が実施された結果、社債スプレッドの上昇についても比較的緩やかなものにとどまっている。

社債市場は新型コロナウイルス感染症禍が深刻化する前は、総じて堅調な状況であったが、2020 年 2 月から 3 にかけて利回りが上昇した（図表 4）。その後、日本銀行が 2020 年 4 月 27 日に金融緩和の強化を発表したことで、利回りの上昇が一服した。具体的には、

¹⁰ 2021 年 6 月末時点。なお、発表基準については制度開始当初の基準から改定が行われている。

¹¹ 2021 年 6 月末時点。

図表4 5年物社債の対国債スプレッドの推移

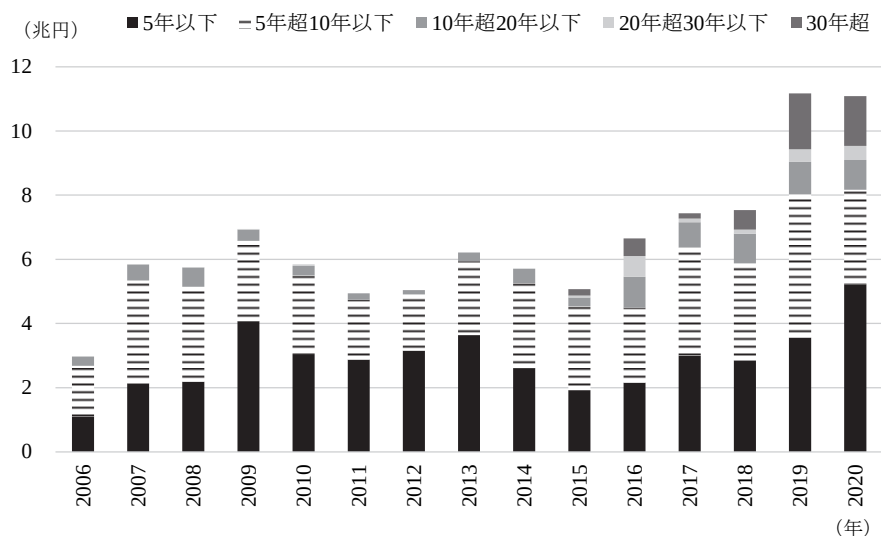


(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

金融機関や企業等の資金調達の円滑確保のための措置の一環として、①コマーシャル・ペーパー（CP）・社債等の買入上限額を従来の約 5 兆円から約 20 兆円に増額、②発行体毎の買入限度額の緩和、③対象となる社債の残存期間の長期化、等が実施された¹²。

2020 年における償還期間別の社債発行を確認すると、低金利環境の継続と日本銀行の金融緩和策による中期ゾーンを中心とした市場環境の安定化により、中期債の発行が活発化したことに加え、超長期債についても積極的な発行が継続した（図表 5）。

図表5 公募普通社債の償還期間別発行額（金融業を除く）



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

¹² 日本銀行「金融緩和の強化について」2020 年 4 月 27 日。

2. 長期負債における社債の活用の活発化

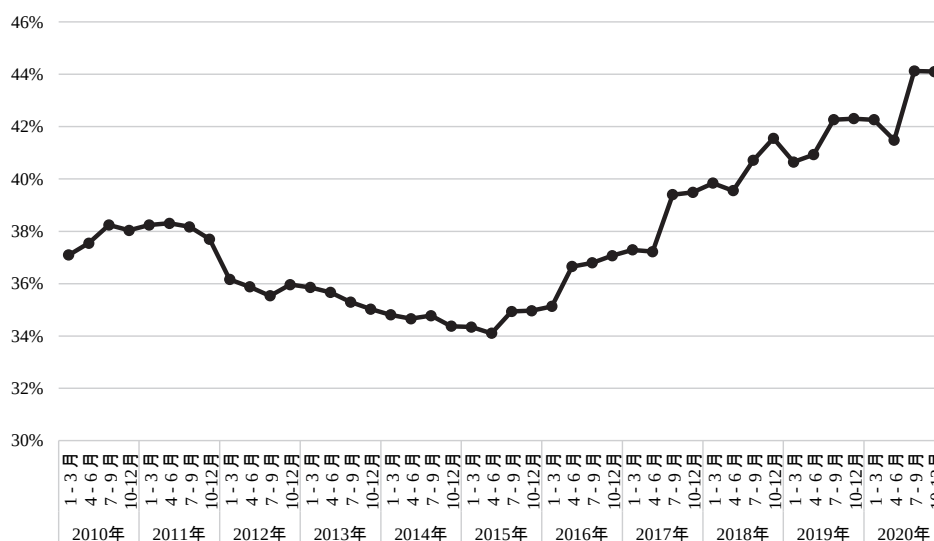
日本企業においては、特に大企業を中心に社債の活用を進められてきた。昨今では、長期負債に占める社債の比率が上昇しているが、2020 年においてもこうした傾向が継続した（図表 6）。

長期負債における借入及び社債の合計額に占める社債の割合¹³（社債比率）を確認すると、社債比率は、資本金が 10 億円以上の大企業について 2016 年以降上昇傾向にある。2020 年においては、2020 年 4 月以降の市場環境の安定化等の要因から 6～7 月頃以降に社債発行が活発化したこと等を受けて、社債比率についても同時期に比較的大きく上昇している。

社債発行の目的として、①社債償還資金／銀行借入の返済／手元資金の確保、②設備投資資金への充当、等が挙げられる。2020 年においては、新型コロナウイルス感染症拡大に伴う外出自粛により収入が大幅に減少した鉄道会社を含む陸運セクターの社債発行が拡大した（図表 7）。同セクターの中で、東日本旅客鉄道（JR 東日本）は複数回の起債によって、同セクター最多となる総額約 4,300 億円（1 月に 300 億円、4 月に 1,250 億円、7 月に 850 億円、10 月に 1,000 億円、12 月に 900 億円）の社債を発行した。社債発行による調達資金は、有利子負債の償還の他、手元資金の確保等に充てられた。

JR 東日本は 2020 年 4 月の決算説明会において、新型コロナウイルスの感染症の感染拡

図表 6 大企業の社債比率の推移（金融業を除く）

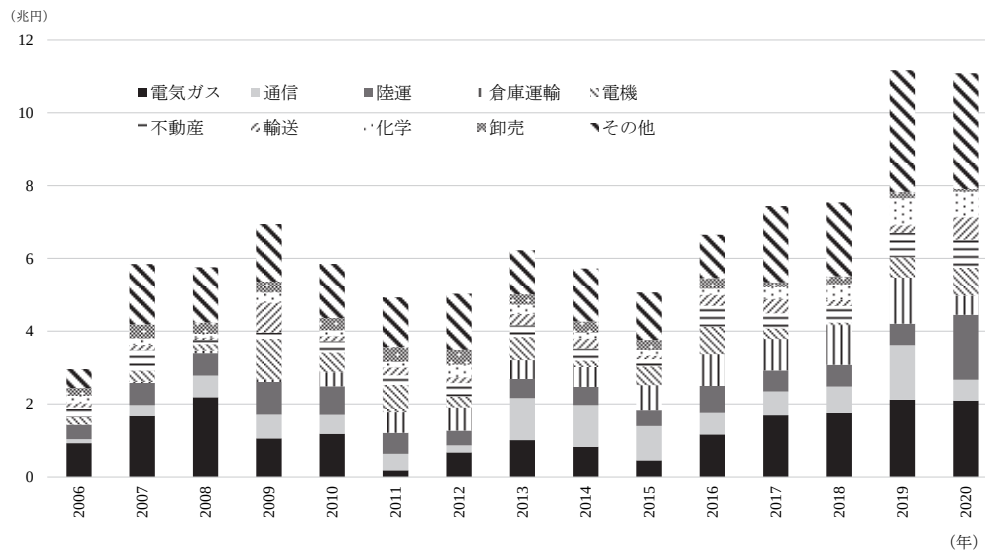


（注） 資本金 10 億円以上の企業が対象。社債比率は、長期負債における借入及び社債の合計額に占める社債の割合。

（出所）法人企業統計より野村資本市場研究所作成

¹³ 普通社債、転換社債等。

図表 7 業種別社債発行額（金融業を除く）



（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

大に対する資金繰りに係る対応として、「早め、多め、長め」の資金調達により一定の手元資金を確保していく、との姿勢を示した¹⁴。

陸運セクターの中で2番目に社債発行額が多かったのは西日本旅客鉄道（JR西日本）であり、2020年に複数回の起債によって総額約3,300億円（5月に1,900億円、8月に1,100億円、12月に300億円）の社債を発行した。社債発行による調達資金は、債務返済、設備投資の確保等に充てられた。

JR西日本は2020年7月の決算説明時に、資金調達については、長期資金を基本として早め、多めに調達しているとの方針を示した¹⁵。

同社は、2018年5月に発表した「JR西日本グループ中期経営計画2022」¹⁶の中で、財務戦略に関連して、安全・成長投資を最優先として、株主還元を充実させると共に債務削減は基本的に行わないとの姿勢を示してきた。しかし、新型コロナウイルス感染症の拡大による外部環境の変化を踏まえて、2020年11月に中期経営計画の見直しを発表し、中長期的な資金使途の優先順位として安全投資を掲げ、それに次ぐ項目として、債務削減・成長投資・株主還元を示した。安全投資については、投資総額は一定程度抑制するものの、安全性向上に必要な投資を着実に進めていくとの姿勢が示された。

¹⁴ JR東日本「2020年3月期 決算説明会」2020年4月30日。

¹⁵ JR西日本「2021年3月期第1四半期決算Web会議 主なQ&A」2020年7月31日。

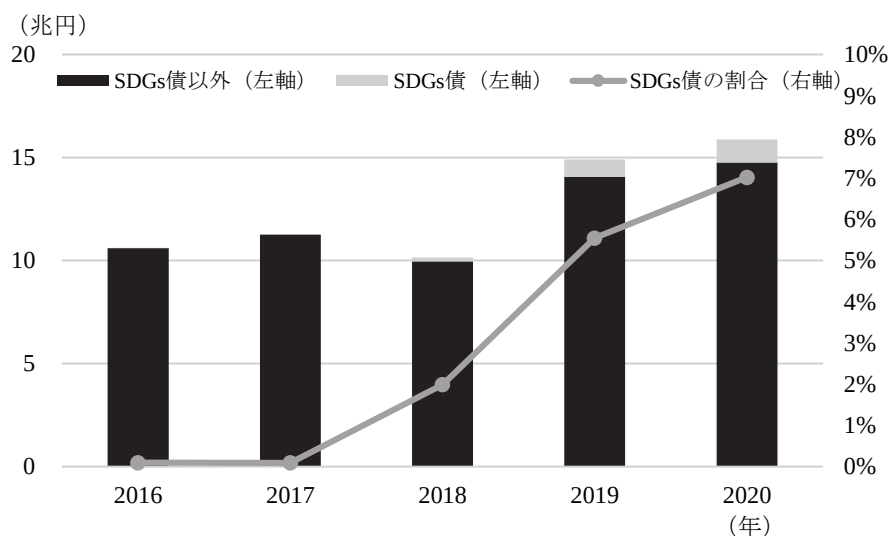
¹⁶ JR西日本「『JR西日本グループ中期経営計画2022』及び2018年3月期決算説明会」2018年5月1日。

3. SDGs 債の発行の拡大

日本の公募普通社債市場においては、野村総合研究所が 2016 年 9 月にグリーンボンドを、アシックスが 2019 年 3 月にサステナビリティボンドを、ANA ホールディングスが 2019 年 5 月にソーシャルボンドを初めて発行した。近年、公募普通社債市場における SDGs 債の割合は上昇傾向にある（図表 8）。

公募普通社債市場における SDGs 債について、最も大きな割合を占めているのはグリーンボンドである。2020 年において、グリーンボンドの発行額は公募普通社債市場における SDGs 債全体の 48% を占めた。グリーンボンドは、2017 年頃から開始された環境省による発行支援策により発行が促進されている。2018 年度からは、グリーンボンド発行支援事業に対する補助金の公募が始まったことも発行を後押ししている。グリーンボンドの発行額上位の業種は、投資法人、不動産業、電気機器等となっているが、社債発行の常連である電気・ガス業等の業種についての発行余地は比較的大きいと言える¹⁷。近年では、低炭素化・脱炭素化を踏まえた経済社会への移行（トランジション）に向けたファイナンスの観点からトランジションボンドについても関心が高まっており、日本の社債市場においても進展が注目される¹⁸。

図表 8 公募普通社債市場における SDGs 債の発行額と全体に占める割合



（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

¹⁷ 詳細は、富永健司「日本の社債市場で発行が拡大するグリーンボンドと今後の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年秋号を参照。

¹⁸ 詳細は、江夏あかね「新型コロナウイルス感染症問題下で進展するグリーンリカバリーとトランジション・ファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号を参照。

IV 今後の注目点

新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、実体経済に深刻な影響を及ぼすと共に、国内金融市場に混乱をもたらした。しかし、政府・日本銀行により、過去の金融危機時等の教訓を踏まえた迅速かつ積極的な対応が実施された結果、社債市場を含む金融市場は比較的短期間で落ち着きを取り戻している。

国内社債市場は、1980～1990年代における社債発行の自由化に係る制度の整備、2000年代における市場の活性化に向けた取り組み等を通じて発展してきた。社債市場におけるこうした取り組みの進展についても、新型コロナウイルス感染症の感染拡大下での社債市場における比較的円滑な資金調達及び市場取引に寄与していると考えられる。

新型コロナウイルス感染症の感染が拡大する中、企業は社債市場における資金繰りの備えを進めると共に、調達年限の多様化及びSDGs債の発行等の取り組みを継続した。

今後、新型コロナウイルス感染症の問題を踏まえた企業による社債市場における資金繰りの対応が進むと共に、社債の発行市場及び流通市場における活性化の取り組みが継続されていくことで、社債市場の持続的な拡大につながるのか注目されよう。