日本の社債市場の現在地
ー「企業の成長戦略の実現」と「資産運用立国の推進」に向けてー

江夏　あかね、加藤　雅貴

▌要　約▐

1. 日本の社債発行残高は 2025 年 12 月末時点で約 100 兆円に達している。しかし、欧米に比して拡大の余地があり、発行体・投資家双方の多様化等の課題を抱える中、日本証券業協会が中心となり2000年代後半から社債市場活性化に向けた取り組みを続けてきた。
2. 経済産業省は、2025 年 10 月から「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」（以下、研究会）において、企業の成長戦略の実現や資産運用立国の推進に焦点を当てて検討を進め、2026 年 4 月に中間報告書を発表したほか、同年 6 月には「社債発行のガイドブック」と「社債活用好事例集」を公表している。
3. 併せて、政府の日本成長戦略会議の中でも、分野横断的課題の 1 つである金融の文脈で社債市場活性化についても検討が進められてきた。同会議の 2026 年 6 月 24 日の会合では、主要な施策として、「厚みのある金融市場の実現（小口・低格付社債の発行を促すための規制の見直し等）」が挙げられた。さらに、自由民主党の資産運用立国議員連盟が 2026 年 5 月に示した提言でも社債市場の活性化に取り組むことが重要と言及されている。
4. 社債市場活性化の議論は、従来の日本証券業協会中心の枠を超え、経済産業省、政府会議、自由民主党など多様な主体がコミットする形に広がっている。これは、日本成長戦略等で多額の投資が必要と見込まれる中、社債市場の発展が日本経済の成長力強化に直結する課題としての認識が高まってきたためとも考えられる。今後は発行体、投資家、金融機関、業界団体、関係省庁等のステークホルダーが連携し、社債市場の活性化のみならず、企業の資本構成の最適化や効率的な資金調達、投資家の資金運用高度化等も含めた幅広い視点で取り組みを進めることが重要と言える。

野村資本市場研究所　関連論文等

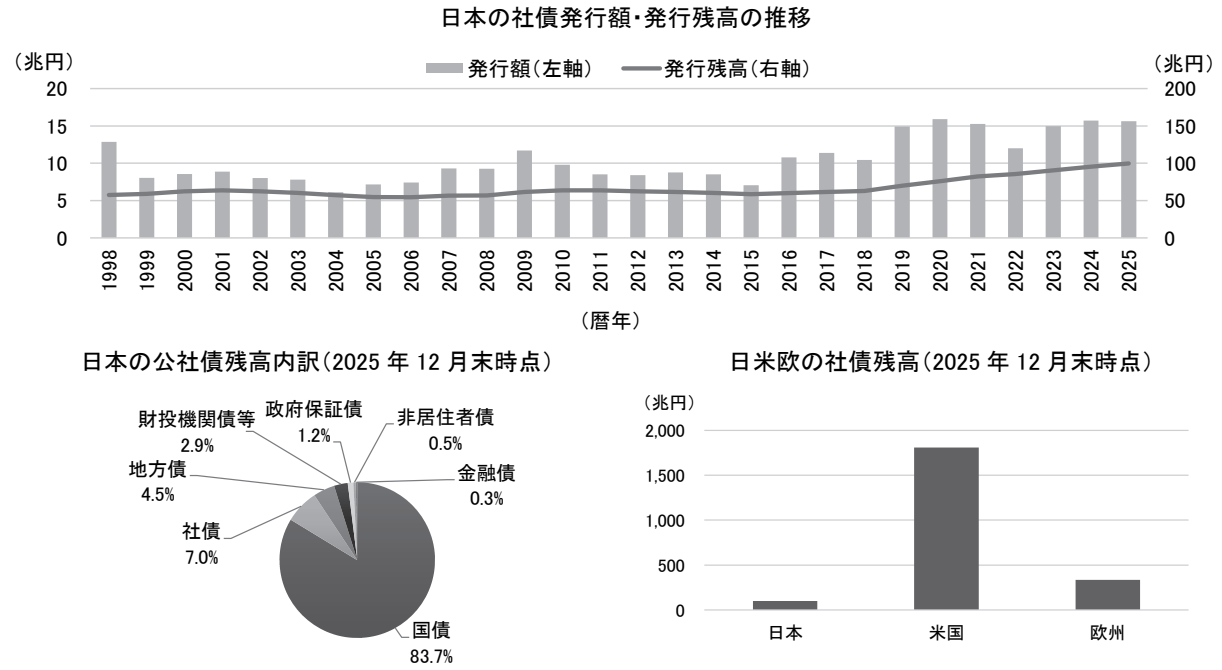
・佐藤淳「社債権者補佐人制度の概要と意義」『野村資本市場クォータリー』2016 年秋号。
・富永健司「新型コロナウイルス感染症と社債発行の拡大」『野村資本市場クォータリー』2021 年夏号。
・加藤雅貴・江夏あかね「個人向け社債の歴史・現状と今後の発展に向けた論点ー『金利ある世界』で存在感を増すファイナンスー」『野村資本市場クォータリー』2026 年夏号。

Ⅰ 日本の社債市場活性化の歩みと新たな取り組み

経済産業省は2026年6月10日、「社債発行のガイドブック」[1]（以下、ガイドブック）及び「社債活用好事例集」[2]（以下、好事例集）を公表した。これらは、同省が開催する「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」[3]（以下、研究会）が同年4月20日に公表した中間報告書[4]の内容を受けたものとなっている。

日本の社債発行残高は2025年12月末時点で約100兆円に達しており、日本の公社債の中では国債に次ぐ規模となっている。しかし、欧米に比して拡大の余地があり、発行体・投資家双方の多様化等が課題となっている（図表1参照）。

図表1　日本の社債発行額・発行残高



（注）　日本の社債は、普通社債、資産担保型社債及び転換社債（CB）の合計。米国及び欧州の社債残高は、2025年12月末の為替レートで円換算（1ドル＝156.71、1ユーロ＝184.01）。

（出所）日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、Securities Industry and Financial Markets Association, “US Corporate Bonds Statistics”、European Central Bank, “Stock of Debt Securities Issued by Non-Financial Corporations”、より野村資本市場研究所作成

[1] 経済産業省「社債発行のガイドブック」2026年6月。

[2] 経済産業省「社債活用好事例集」2026年6月。

[3] 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会は、事業会社及び投資家の双方から見た社債市場の課題及びその解決策、官民が連携して検討すべき法規制の在り方を主な検討事項として、経済産業省 経済産業政策局 産業資金課が2025年10月から開催している（経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会の設置について」第1回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会資料、2025年10月31日）。

[4] 経済産業省 経済産業政策局産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会－中間報告書－」2026年4月20日。

このような状況下、2000 年代終盤頃から社債市場活性化に向けた取り組みが日本証券業協会を中心に進められてきた。また、経済産業省の研究会が 2025 年 10 月から活性化を進めるべく施策を検討してきたほか、政府が同年 11 月から開催している日本成長戦略会議の中でも、分野横断的課題の 1 つである金融の一環として、社債市場活性化が論点の 1 つとなっている[5]。さらに、自由民主党の資産運用立国議員連盟が 2026 年 5 月 14 日に示した提言[6]でも、社債市場の活性化に取り組むことが重要と言及されている（図表 2 参照）。

本稿では、日本証券業協会を中心とした 2000 年代終盤以降の社債市場活性化に向けた取り組みの動向を整理した上で、経済産業省による研究会も通じた対応状況を概観する。その上で、今後の注目点を考察する。

図表 2　政府・与党内における社債関連施策への言及（抜粋）

日本成長戦略会議　8 つの分野横断的課題への対応（主要な施策）（案、2026 年 6 月 24 日）		
	戦略 17 分野の国内投資を進める上での課題	課題の解決のために講じる主な施策（例）
金融を通じた潜在力の解放	リスクマネーの供給を強化し、成長投資や事業再編を促すため、**金融機関・市場の機能を強化**	・ **「成長投資を促進するための金融戦略」の策定・実行** – **厚みのある金融市場の実現**（小口・低格付社債の発行を促すための規制の見直し〔発行会社の社債管理者設置義務を免除する特例を創設〕等）

自由民主党 資産運用立国議員連盟 提言（2026 年 5 月 14 日）
資金供給経路の多様化による厚みのある金融市場の実現 （2）企業への資金供給経路の多様化に向け、社債市場の活性化に取り組むことが重要である。米国と比べ日本では特に低格付けを中心に発行体・投資家ともに極めて少ない状況であり、市場の活性化に向け、その前提となる社債権者保護にも配慮しつつ、以下を実施すべきである ① 社債未活用の企業向けの知見提供 ② 社債発行に係る規制の緩和、大規模な設備投資を行う企業の社債引受を行う金融機関を支援する制度の整備 ③ 機動的な発行や価格情報の参照が可能となる環境整備 ④ 機動的な開催へ向けたバーチャル社債権者集会の導入検討 ⑤ 社債発行企業のグループ企業によるデジタル社債等の勧誘に係る規制緩和

（注）　太字・下線は原文による。
（出所）内閣官房「8 つの分野横断的課題への対応（主要な施策）（案）」経済財政諮問会議（2026 年第 8 回）・日本成長戦略会議（第 5 回）資料、2026 年 6 月 24 日、自由民主党 資産運用立国議員連盟「日本成長戦略を金融面から支える『資産運用立国』のアップグレード（提言）」2026 年 5 月 14 日、より野村資本市場研究所作成

Ⅱ　日本証券業協会を中心とした社債市場活性化に向けた取り組み

日本証券業協会では 2009 年 7 月、「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置して以降、複数年にわたって社債市場の活性化に資する取り組みに関する検討を進めてきた（図表 3 参照）。

同懇談会が設置されたのは、「社債市場は、企業の資金調達手段としても、投資家の運用手段としても重要なインフラでありながら、我が国の社債市場は厚みが十分ではなく、

[5] 具体的な検討は、日本成長戦略会議の下の「新戦略策定のための資産運用立国推進分科会」で 2026 年 1 月から進められている。
[6] 自由民主党 資産運用立国議員連盟「日本成長戦略を金融面から支える『資産運用立国』のアップグレード（提言）」2026 年 5 月 14 日。

社債市場の活性化は、我が国経済の再生・活性化に極めて重要な課題」[7]との認識があった上、2008 年秋以降のグローバル金融危機でも同市場の重要性が改めて明らかになったことが背景と説明されている。

同懇談会の報告書[8]等も踏まえて、各種取り組みが進められ、主に、（1）引受審査、（2）コベナンツ、（3）社債管理、（4）価格情報（流通市場）、に関して成果物が策定・公表されている。

図表 3　日本証券業協会における社債市場活性化に向けた取り組み

年	報告書等	主な成果物			
		引受審査関係	コベナンツ関係	社債管理関係	価格情報（流通市場）関係
2009	「社債市場の活性化に関する懇談会」設置				
2010	「社債市場の活性化に向けて」公表				
2011		「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」策定			
2012	「社債市場の活性化に向けた取組み」公表	「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」策定	「コベナンツモデル」策定		
2013					「売買参考統計値に関する取扱いについて」策定
2015				「社債権者保護のあり方について」公表	「社債の取引情報の報告・発表制度」開始
2016			「コベナンツ開示事例集」策定	「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」公表	
2021				「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」公表	取引情報の発表対象銘柄をAA格からA格の一部に拡大
2022	「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」公表				「一般債の振替決済に関するガイドライン」及び「債券貸借取引に関する基本契約書」等の改訂
2024	「『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』報告書」公表				
2025		「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」策定	「コベナンツモデル」改訂 「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」策定	「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」策定	取引情報の発表対象銘柄をA-格に拡大し、対象銘柄の発行額を300億円以上に引下げ

（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「第 1 回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会　事務局説明資料」2025 年 10 月 31 日、より野村資本市場研究所作成

7　日本証券業協会「『社債市場の活性化に関する懇談会』の設置について」。

8　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て」2010 年 6 月 22 日、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（『社債市場の活性化に関する懇談会 部会』報告）」2012 年 7 月 30 日。

１．引受審査関係

日本証券業協会では、社債の引受審査[9]について、社債の機動的な発行を制約する市場慣行の解消に向けて懇談会にて検討を進め、2011 年 5 月に「証券会社による発行登録制度[10]の下での社債の引受審査に関するガイドライン」及び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）」を取りまとめた。これらを通じて、投資家保護の観点から内容の充実を図りつつ、引受審査プロセスの簡素化を通じて発行会社の事務作業の軽減やより機動的な発行が可能となった[11]。

同じく機動的な発行の観点から、有価証券の募集等に係る元引受契約を締結した証券会社（元引受証券会社）による財務諸表に関する引受審査の在り方をめぐって、米国の証券規制等も参考に、2012 年 5 月に「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」を公表した。

その後、日本証券業協会は 2025 年 6 月、「有価証券の引受け等に関する規則第 3 条の考え方（社債券の適切な引受判断に係るガイドライン）」を公表した。同ガイドラインでは、同協会の「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、活性化 WG）が 2024 年 7 月に公表した報告書[12]の提言を受け、銘柄格付が BBB 格相当または BB 格相当以下の社債券（担保付社債券等を除く）について、チェンジオブコントロール条項及びレポーティングコベナンツ[13]の付与状況を確認する必要がある旨等が示された。

２．コベナンツ関係

コベナンツとは、社債や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の内容として、債務者の債務履行能力の維持を図るため当該債務者に一定の制約事項を課すものである[14]。

日本の社債をめぐっては従来、多様なコベナンツが設定される米国の社債とは異なり、1996 年の適債基準[15]の撤廃以降、社債間限定同順位の担保提供制限条項[16]のみが設定され

---

9 引受審査業務は、発行者から収集した資料及び情報その他必要に応じて収集した資料及び情報を基に、引受けを行う会員（証券会社）が果たすべき責任を全うするために必要な引受審査を行い、有価証券の引受けの可否の判断の基となる審査意見を形成する業務（日本証券業協会「自主規制関連用語集」）。

10 発行登録制度は、一定の期間内に有価証券（社債等）の発行を予定している会社が、その期間内における発行予定額や発行予定有価証券の種類を記載した「発行登録書」をあらかじめ提出することにより有価証券の募集や売出しを機動的に行うことを可能とする仕組み。1988 年の証券取引法（現・金融商品取引法）改正により導入された（前掲注 1 参照）。

11 日本証券業協会 社債懇事務局「『社債市場の活性化に向けた取組み』について―社債懇報告書（平成 24 年 7 月 30 日）と今後の取組み」『ジュリスト』第 1452 号、有斐閣、2013 年 4 月。

12 日本証券業協会 社債市場に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ「『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』報告書（2024 年 7 月報告）」2024 年 7 月 16 日。

13 チェンジオブコントロール条項は、支配権の移転が発生した場合や金融商品取引所に対して上場廃止申請が行われたこと又は上場廃止基準のいずれかに該当したことについて適時開示が行われた場合に、社債権者は、発行会社に対して、当該社債権者の保有する社債をあらかじめ定める価格で償還することを請求できる（プットオプション）条項。レポーティングコベナンツは、発行者が金融商品取引所へ上場している場合において、金融商品取引所への上場廃止された後に、社債権者にレポーティングを行う義務を発行者に課す条項（日本証券業協会「『社債券の適切な引受判断に係るガイドライン』の策定について」2025 年 6 月 17 日）。

14 日本証券業協会「コベナンツモデル（参考モデル）」2025 年 6 月 17 日。

15 企業が公募社債を発行する際に満たす必要がある大蔵省（当時）が定めた基準（前掲注 11 参照）。

16 企業が社債・ローン等の債務について担保権を設定することを制限し、本債権の法的な支払順位を確保しようとするもの（前掲注 11 参照）。

るケースが多かった。加えて、コベナンツ抵触事由についても、米国では抵触状態の発生から期限の利益が喪失[17]するまでに猶予期間が設定されるなど柔軟な運用が行われる傾向にあったものの、日本では社債コベナンツに抵触した場合、ただちに期限の利益を喪失することが想定されることが多かった。このような状況を踏まえて、日本証券業協会は2012年9月、「コベナンツモデル（参考モデル）」を公表した。同モデルは、社債の発行に当たって、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ツが柔軟・適切に設定されるよう、ローンにおける活用例や海外の社債市場における慣行等を参考に、コベナンツの解説や社債要項における規定例を例示したものである。なお、同モデルはより実効性を高めるべく、2025年6月に改訂された。

併せて、日本証券業協会は2025年6月、「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」を公表した。同資料は、前述の活性化WGによる2024年7月公表の報告書で、コベナンツ抵触時に期限の利益喪失以外の柔軟な対応が可能となるよう実務上の対応を整理すること等が提言されたことを踏まえて、コベナンツ抵触時にアメンド（社債契約の変更）やウェイブ（社債権者の権利放棄）を行う場合等に想定される典型的な実務の対応フローを参考として例示している[18]。

３．社債管理関係

日本証券業協会では、信用リスクが相対的に大きい企業の発行促進及び投資家の裾野拡大に向けた環境整備を通じた社債の発行市場活性化を検討すべく、2013年2月より活性化WGを開催し、2015年3月に「社債権者保護のあり方について」と題した報告書を公表した。同報告書では、社債権者への「情報伝達インフラ」の整備と、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」の創設について提言が示された。

さらに、活性化WGは2016年8月、「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」と題した報告書を公表し、新たな制度を具体的に運営するための枠組みを示した[19]。同報告書では、それまで仮称とされてきた「社債管理人」が「社債権者補佐人」との名称に変更された。社債権者補佐人については、法律に根拠を持たず、社債要項等に定めるところにより、全社債権者のためにまたは個別の社債権者の委託を受け、社債に係る事務手続きや債権の保全等に関するサポート等を行うとされた。そして、社債権者補佐人制度の普及・利用促進のため、社債権者、発行会社及び社債権者補佐人間の権利義務を規定する社債要項及び社債権者補佐人業務委託契約の作成にあたっての考え方や規定例も提示された。

---

17 期限の利益とは、法律行為に期限が付けられていることによって当事者が受ける利益を指す。債務者にとっての期限の利益とは、期限が到来するまでは債務を履行する必要がないことである。期限の利益の喪失は、一定の事由が発生した際に債務者が期限の利益を失うことを指す（小野総合法律事務所「期限の利益の喪失」2022年6月1日）。

18 日本証券業協会「コベナンツ抵触時の対応の実務フロー」2025年6月17日。

19 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リー』2016年秋号、を参照されたい。

その後、社債権者保護の観点から、改正会社法（2021年3月施行）により、「社債管理補助者制度」が2019年12月に創設された。社債管理補助者は、銀行が就任することが一般的だが、社債管理者設置義務がない社債に関し、社債権者が自ら社債の管理を行うことを前提として、社債権者による社債の管理の補助、社債管理補助者の立場から社債要項の内容の精査を行うほか、発行体の委託を受けて社債原簿の作成を行う[20]。

その後、日本証券業協会は2020年11月、「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」を設置し、社債管理補助者に期待する業務や同制度に係る社債要項の規定例等について検討を行い、2021年6月に「社債管理補助者に係る実務上の対応について（「社債管理補助者制度に関する実務検討部会」報告）」を公表した。さらに、2025年6月には、「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」を公表した。これは、前述の活性化WGが2024年7月に公表した報告書の提言を受けて、社債のコベナンツの実効性を確保する観点から補助者に期待される業務や補助者の期中設置に係る規定例を追加した上で、参考モデルの利便性を向上させるため、公募社債発行のための参考資料として策定されたものである。

４．価格情報（流通市場）関係

日本証券業協会では2012年8月、社債価格情報のインフラ整備等の実施に向けた措置を検討するため、「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、価格情報WG）を設置した。日本証券業協会が公表している公社債店頭売買参考統計値[21]をめぐっては、広く投資家や市場参加者に利用されているが、一部の銘柄（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銘柄）において、実勢価格（取引価格やビッド・オファー[22]等）との乖離が大きいとの指摘があること等を踏まえ、信頼性の向上に向けて、価格情報WGにて見直しが進められた[23]。

その結果、（1）指定報告協会員の指定基準の厳格化、（2）売買参考統計値の算出方法の見直し、（3）報告時限・公表時間の繰下げ、（4）報告された気配値の確認態勢の充実・強化、等が行われ、2015年11月からこれらが反映された。特に、売買参考統計値の算出をめぐっては、従来は上下一定数の報告気配値をカットした上で、平均値、中央値、最高値、最低値が示されていたが、見直しを通じて上下カットを行わないこととなり、マーケットの動きを適切に反映した報告気配値が上下カットされてしまうという問題の解消につながった。

---

[20] 前掲注1参照。

[21] 公社債店頭売買参考統計値は、公社債店頭売買の参考となる価格・利回り。日本証券業協会は、公社債の店頭取引の特性等に鑑み、1966年3月に「公社債店頭基準気配発表制度」を開始し、2002年から「公社債店頭売買参考統計値発表制度」に改訂し、運用している（日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値発表制度について」2023年5月18日）。

[22] ビッドは、価格を提示する買い手の希望価格（買い値）。オファーは価格を提示する売り手の希望価格（売り値、アスク）。

[23] 日本証券業協会「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」2014年6月17日。

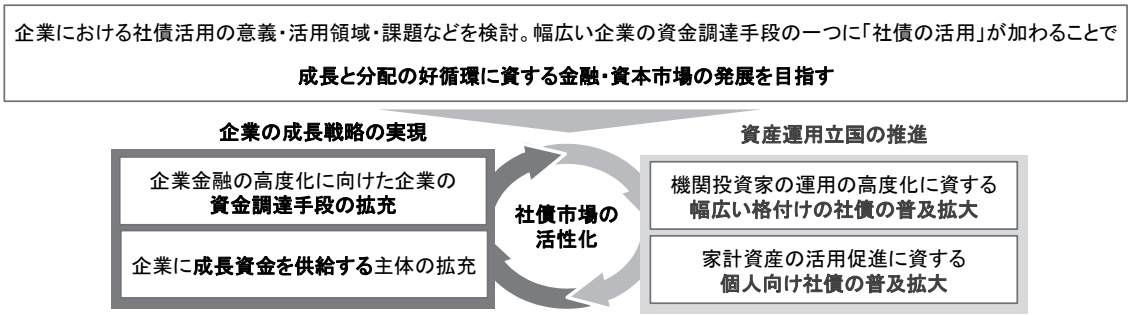
併せて、2015 年 11 月より、社債の取引情報の報告・発表制度が始まった。日本で初の取り組みとなった同制度の下では、（1）取引数量が額面 1 億円以上の取引、（2）当該社債の格付が AA 格以上、かつ、格付を 2 以上取得または発行体が発行体格付を 2 以上取得の銘柄、を対象とし、約 1,200 銘柄が発表されることとなった[24]。社債の取引情報の報告・発表制度はその後、社債の流動性等に与える影響を考慮しながら、定期検証を経た上で、2015 年からの 10 年間で段階的に対象を拡大した[25]。その結果、2026 年 6 月末時点の社債の取引情報の報告・発表制度では、銘柄格付が AA 格以上または A 格相当以上の一部の銘柄の取引情報が取引の翌日に公開されることとなっている。

Ⅲ 経済産業省による研究会を通じた取り組み

経済産業省は 2025 年 10 月、「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」を設立した。研究会は、企業における社債活用の意義・活用領域・課題等を検討し、幅広い企業の資金調達手段の 1 つに「社債活用が加わることで成長と分配の好循環に資する金融・資本市場の発展を目指す」とされた[26]。従前の日本証券業協会の議論も踏まえつつ、企業の成長戦略の実現や資産運用立国の推進に焦点を当てたことが特徴と言える（図表 4 参照）。

研究会は 2026 年 4 月 20 日、中間報告書を公表し、その中に示されていた発行体の裾野拡大に向けた施策の一環として、経済産業省が同年 6 月 10 日、ガイドブック及び好事例集を発表した。

図表 4　研究会の設置趣旨



（出所）経済産業省 経済産業局 産業資金課「第 1 回企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 事務局説明資料」2025 年 10 月 31 日、より野村資本市場研究所作成

[24] 日本証券業協会「社債の取引情報の報告・発表制度及び見直し後の公社債店頭売買参考統計値制度の開始について」2015 年 10 月 21 日。

[25] 定期検証による制度見直しについては、（1）発表対象基準における複数格付要件の撤廃（2017 年 3 月）、（2）発表事項における「売買の別」の追加（2018 年 10 月）、（3）発表対象基準の拡大（A 格の一部まで、2021 年 4 月）、（4）時系列データの発表（2021 年 12 月）、（5）新発債の発表開始時期の早期化（2024 年 2 月）、（6）発表対象基準の拡大（2025 年 11 月）、が行われた（経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「第 4 回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 事務局説明資料」2026 年 3 月 11 日）。

[26] 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「第 1 回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 事務局説明資料」2025 年 10 月 31 日。

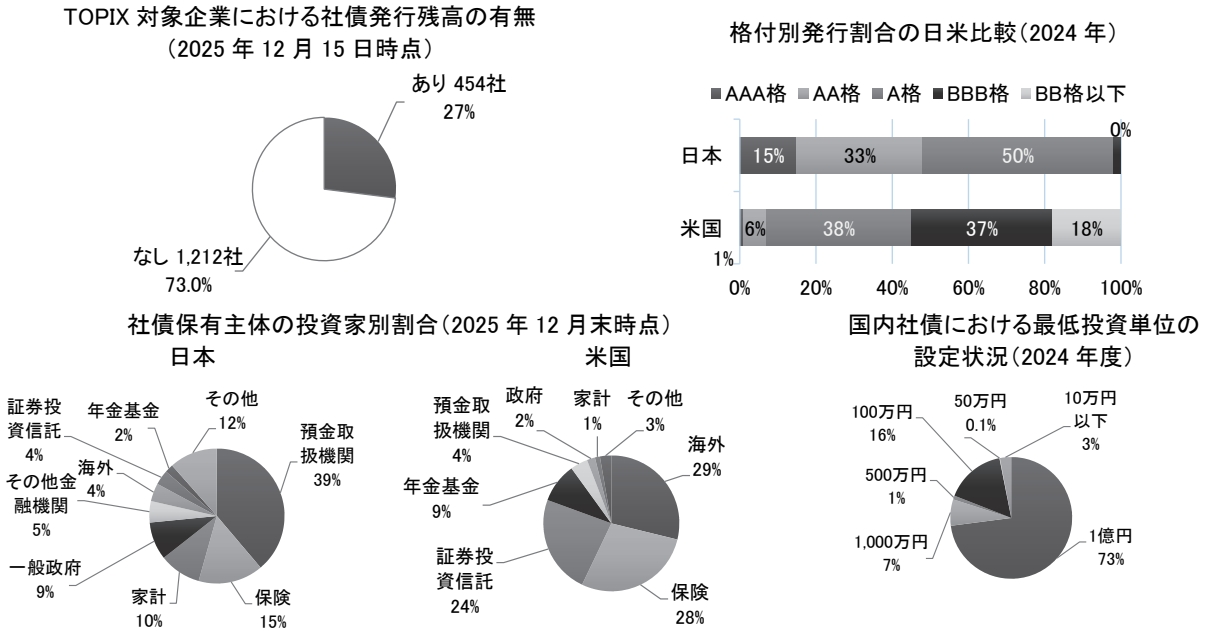
１．中間報告書の概要

中間報告書では、問題意識として、（1）「日本企業が将来にわたり持続的な成長を実現していくためには、成長投資の規模をこれまで以上に拡大していくことが不可欠」、（2）「投資規模の拡大に伴って銀行借入のみでは量的に不足する領域が広がっている」ほか、「金利動向や金融機関のリスク管理の変化等により金融仲介の在り方も変化の兆しを見せており、銀行借入のみで資金需要の全部を賄える環境が今後も継続するとも限らない」、（3）「負債性資金の重要な供給源として社債市場が果たし得る役割は大きく、速やかにその市場環境を整え、企業が成長に向けた資金を確保しやすい基盤を築くことが求められている」と記した。その上で、日本の社債市場の現状と課題を整理し、施策の方向性を示した。

１）日本の社債市場の現状と課題

国内社債市場の現状としては、（1）公募社債の発行体数は、東証株価指数（TOPIX）対象企業全体の約 4 分の 1 で、発行体の裾野が必ずしも広いとは言えない、（2）発行体の信用格付分布で A 格以上が 9 割以上と高格付企業に偏っている、（3）投資家構成は預金取扱機関や保険会社が中心で、保有割合の高い投資家は長期安定運用の志向が強く、銘柄によっては売買高や約定件数が限られ、価格情報の蓄積も進みにくい、（4）最低投資単位が 1 億円の銘柄が全体の 7 割超を占めており、欧米に比して投資単位が大きい、といった実態が挙げられた（図表 5 参照）。

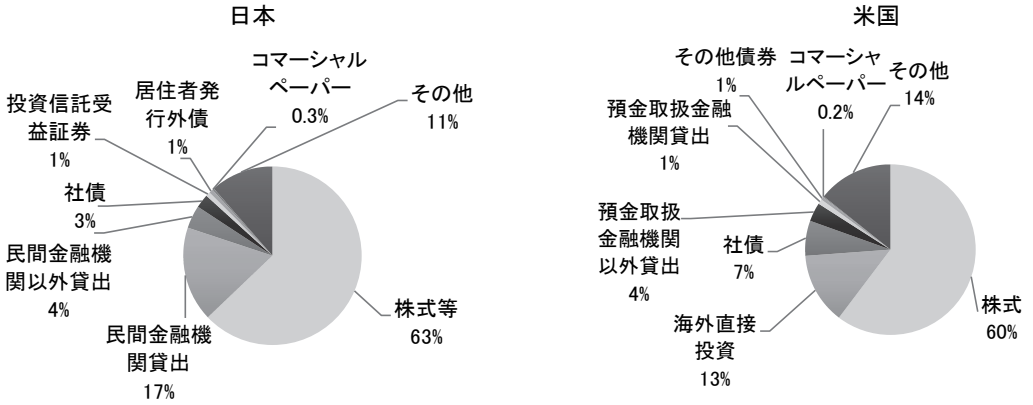
図表 5　日本の社債市場等の主な状況



（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会－中間報告書－」2026 年 4 月 20 日、日本銀行「資金循環統計」、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts”、より野村資本市場研究所作成

そして、日本で社債を併用する企業は信用力の高い大企業に偏在し、多くの企業が間接金融のみで負債性資金を調達しているといった実態を改めて指摘した上で、企業の社債活用が進まない背景を挙げた（図表 6 参照）。具体的には、（1）社債活用の財務戦略的意義の未浸透、（2）投資家層の限定性による需給構造の制約、（3）発行手続の長期化・機動性不足、という要因が相互に作用し、企業の社債活用や発行体のすそ野拡大を抑制していると説明された（図表 7 参照）。

図表 6　民間非金融法人企業の金融負債構成（2025 年 12 月末時点）



（出所）日本銀行「資金循環統計」、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts”、より野村資本市場研究所作成

図表 7　企業の社債活用が進まない主な背景・課題

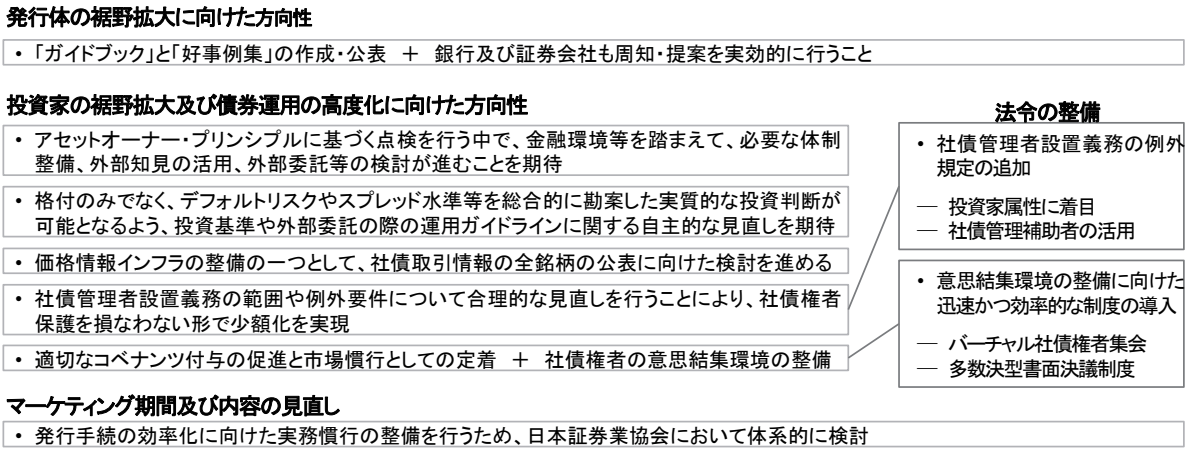
1. 社債活用の財務戦略的意義の未浸透
・ 企業において、銀行借入と比較する際の社債の相対的な優位性が見えにくい
2. 投資家層の限定性による需給構造の制約
・ (i)国内社債市場における投資規模は小さく、多額の発行を安定的に吸収するだけの投資家の需要が厚くない、(ii)BBB 格以下の社債に投資する主体が限られているために、これらの企業による社債発行が困難となっている
・ 公共債への投資比率が高く、国内社債への資金配分や限定的であり、その中でも特に BBB 格以下の社債を投資対象とする投資家は限られている
・ 投資家の限定性は、(a)クレジット分析体制の不備、(b)投資基準・内部規定上の制約、(c)価格情報を推知する上での制約、(d)最低投資単位の大きさに起因する分散投資等の制約、(e)社債権者の保護が不十分であることによる投資対象としての魅力の低さといった複合的要因に起因している。その結果として、BBB 格以下の領域に十分な投資がされず、それも相まって発行体の裾野が広がらないという「鶏と卵」の問題が固定化されている
3. 発行手続の長期化・機動性不足
・ 社債発行までのプロセスが長期化する要因で、とりわけ近年問題視されているのは、マーケティング期間が海外と比較して長期に及んでいる点である
・ 丁寧な手続きは、安定的な需要形成の観点から需要な役割を果たしてきた。一方で、市場環境が急速に変動し、基準金利やスプレッドが日々変動する局面においては、プロセスの長期化により最適な発行タイミングを捉えにくくなり、結果として当初想定した金利水準から乖離する可能性が高まっている
・ 発行体の裾野拡大や取引量増加を図るにあたり、証券会社にかかる負担を軽減させることで、新規発行体の掘り起こしにつながる可能性もある

（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 －中間報告書－」2026 年 4 月 20 日、より野村資本市場研究所作成

２）施策の方向性

中間報告書では、（1）発行体の裾野拡大、（2）投資家の裾野拡大と債券運用の高度化、（3）発行手続の効率化、の 3 点に係る施策を推進することが有用とした上で、（4）社債に関する法令の整備についても言及された（図表 8 参照）。

図表 8　施策の方向性



（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会－中間報告書－」2026 年 4 月 20 日、より野村資本市場研究所作成

（１）発行体の裾野拡大に向けた施策の方向性

中間報告書においては、発行体の裾野を拡大する政策は、単に企業の資金調達手段を多角化するという意味にとどまらず、市場全体の厚みと魅力を高め、投資家の参入を促進することにつながると言及された上で、主に 3 つのポイントが挙げられた。

1 点目は、社債活用の意義や財務戦略上の利点を、社債未活用企業も含む多くの企業に周知させる施策である。具体策として後述のガイドブックや好事例集が示された。

2 点目は、調達コストの低減に向けて、補助金等の施策を講じることも期待されると記された。これは、引受手数料や格付取得費用等を含む調達コストの大きさが社債活用の障害になっているとの問題意識が背景となっている。

3 点目は、銀行及び証券会社が周知・提案を実効的に行うことが挙げられた。特に、銀行については、「既存の融資取引を通じて企業の財務状況を把握していることから、関連法令に留意しつつ、社債活用が適切な局面においては選択肢として提示する役割が期待される」と記された。

（２）投資家の裾野拡大と債券運用の高度化に向けた施策の方向性

投資家関連の施策としては、以下の 5 点が挙げられた。このうち、4 点目と 5 点目については、後述の社債に関する法令の整備につながっている。

1 点目は、「運用体制の見直しに向けた働きかけ」である。具体的には、「各ア

セットオーナーにおいて、『アセットオーナー・プリンシプル』[27]に基づく点検を行う中で、金融環境等を踏まえて、受益者等の最善の利益を勘案した運用目標や運用方針が定められているか、必要に応じて外部知見の活用や外部委託が検討されているか、これらを実施しない場合にはその理由が十分に説明されているか等の検討が進むことが期待される」と示された。

2 点目は、「信用格付のみに依拠した投資判断の見直し」である。「格付会社による評価は、市場において重要な情報基盤を提供し、投資判断におけるリスク評価の主要な指標として大きな役割を果たしている」とした。その上で、「『BBB 格未満に格下げされた場合には売却する』といった形式的基準ではなく、デフォルトリスクやスプレッド等の要素を総合的に勘案し、格下げ後も保有を選択できる柔軟な判断枠組みを設けることや、外部委託時にはより柔軟な投資基準を設けること」等を通じて、「投資基準や外部委託の際の運用ガイドラインに関する自主的な見直しを進めていくこと」を期待している旨が記された。

3 点目は、「流動性を向上させる価格情報インフラの整備」である。前述のとおり、日本証券業協会による社債の取引情報の報告・発表制度では、2015 年から 10 年間で対象を拡大してきたが、中間報告書では、「社債の取引情報の全銘柄公表に向けた検討がより一層進展することが期待される」とされた。

4 点目は、「分散投資を円滑にする環境の整備」である。機関投資家向け社債の多くが最低投資単位を 1 億円と設定している現状を踏まえて、「投資単位が小額化されれば、小規模な機関投資家であっても複数銘柄への分散投資が可能となり、信用リスクの平準化が進み、需要基盤の拡充につながる」とした。ただし、「最低投資単位の小額化は、会社法における社債管理者設置義務の範囲と密接に関係するため、同義務の範囲や例外要件について合理的に見直しを行うことにより、社債権者保護を損なわない形で実現する形が求められる」とした。

5 点目は、「社債権者保護の充実に向けた環境の整備」である。具体的には、2 つのポイントが挙げられた。1 つ目は、「適切なコベナンツ付与に関するさらなる周知」として、「発行体、引受証券会社、機関投資家等の市場関係者が、コベナンツの意義と設計の考え方について共通理解をさらに深め、市場環境として定着させていくことがより強く求められる」とした。併せて、欧米で追加負担制限コベナンツ[28]を付与することが一般的との状況を取り上げ、日本でも「発行体に過度な負担が生じない方向で環境整備が進められていることも併せて周知すべき」とされた。

---

[27] 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」2024 年 8 月 28 日。

[28] 社債のコベナンツは、主に一定の行為を規制される追加負担制限コベナンツと定期的に財務指標を確認する財務維持コベナンツに分類される。追加負担制限コベナンツには、負担の制限、担保提供制限、配当等制限、支払制限、セール・アンド・リースバック制限、合併等の制限、チェンジオブコントロール条項（大株主の異動による償還）、子会社・関連当事者に関する制限がある（日本証券業協会「コベナンツモデル〔参考モデル〕」2025 年 6 月 17 日）。

2 つ目は、「社債権者の迅速な意思結集環境の整備」である。これは、コベナンツの柔軟な運用の促進、社債権者保護等の観点から重要とされたものの、「実務上の機動性には課題があり、関連制度の見直しが求められる」とされた。

（３）発行手続の効率化に向けた検討の方向性

中間報告書では、マーケティング期間が海外に比して長いことに触れ、「発行体が希望するタイミングで機動的かつ迅速に発行できるようにするためにも、また、市場関係者の事務負担を低減するためにも、マーケティング期間の在り方を見直す必要性は急速に高まっている」と指摘した。その上で、見直しにあたって、（1）「すべての案件に一律の短縮化を求めるのではなく、発行規模、信用力、発行頻度、市場環境等、案件特性に応じて合理的な期間を設定する運用を整理」、（2）発行体及び投資家側の意識変容、（3）POT 方式[29]の活用の促進、を踏まえたアプローチが有用であると示された。そして、さらなる議論の場が必要であり、「日本証券業協会において体系的な検討をすることが期待される」と記された。

（４）社債に関する法令の整備

法令の整備については、（1）社債管理制度の見直し、（2）社債権者の意思結集環境の整備、について方向性が示された。

1 点目について、会社法[30]の例外規定により、社債の最低投資単位を 1 億円に設定する例が大半を占めている現状を取り上げ[31]、「社債権者保護を確保しつつ、最低投資単位 1 億円未満の社債発行が促進されるよう、現行の社債管理設置義務の例外規定に新たな類型を追加することが考えられる」と記された。具体的な検討の方向性として、（1）投資家を適格機関投資家[32]や特定投資家[33]といったプロ投資家に限定、（2）

---

[29] POT 方式は、証券会社各社が、投資家から受けた注文内容を POT システム（Excel の場合もあり）に集約し、需要情報や販売先を他の証券会社や発行会社と共有し、各証券会社が協力して販売する方式を指す（前掲注 4 参照）。

[30] 会社法第 702 条（社債管理者の設置）では、「会社は、社債を発行する場合には、社債管理者を定め、社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を行うことを委託しなければならない。ただし、各社債の金額が一億円以上である場合その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合は、この限りでない」と規定している。

[31] 例えば、主要国における機関投資家向け社債の一般的な最低投資単位（公募投資信託を含む、最頻値、2025 年）は、日本が 1 億円、米国が 1,000 ドル、英国が 10（～20 万）ポンド、ドイツが 10 万ユーロ（経済産業省産業資金課「社債関連施策と産業競争力強化法の改正」2026 年 6 月 8 日）。

[32] 適格機関投資家とは、金融商品取引法第 2 条 3 項 1 号において規定されている「有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者」のこと。証券会社や投資信託委託業者、銀行、保険会社、投資顧問会社、年金資金運用基金などが該当する。いわゆる「プロ」の投資家であり、法律が認めた投資の専門家であることから、金融商品取引法上の行為規制の適用が一部除外されている（野村證券「証券用語解説集｜適格機関投資家」）。

[33] 特定投資家とは、知識・経験・財産の状況に照らして金融取引に係る適切なリスク管理を行うことが可能な投資家を指す。適格機関投資家、国及び日本銀行は所定の手続なく特定投資家として取り扱われる。特殊法人・独立行政法人等は、所定の手続なく特定投資家として取り扱われるが、金融商品取引業者等に対して一般投資家として取り扱うよう申し出ることが可能となっている。一定の要件に該当する個人等は、所定の手続（金融商品取引業者等への申出）を経ることにより特定投資家として扱われる（前掲注 1 参照）。

最低投資単位を 1,000 万円以上としたうえで、社債管理補助者制度等の措置を併用、といった形で、関連法規を改正して新たな例外措置を設ける案が挙げられた。

なお、この点に関して、2026 年 5 月 29 日に成立した「産業競争力強化法の一部を改正する法律（改正産競法）」を通じて、一定の要件を満たした社債について社債管理設置義務を免除する特例制度が創設されることとなる[34]（図表 9 参照）。本法律が施行され特例制度が開始すれば、プロ投資家向け私募においては、最低投資単位を 1 億円未満に設定しながら社債管理設置義務の免除を受けることができるようになる。

なお、前述のとおり、日本成長戦略会議の分野横断的課題の 1 つである金融の文脈で社債市場活性化についても検討が進められてきたが、2026 年 6 月 24 日の会合において、主要な施策として、「厚みのある金融市場の実現（小口・低格付社債の発行を促すための規制の見直し〔発行会社の社債管理者設置義務を免除する特例を創設〕等）」が示された[35]。

図表 9　産競法の社債管理者設置義務の特例制度の概要

項目	詳細
概要	産競法において新たに創設する「事業費上昇事業適応計画」の認定を受けた事業者が、同計画上の設備投資資金を調達するために社債を発行する場合において、次の①から③の要件をいずれも満たす場合には、社債管理者設置義務を免除する会社法の特例を設けることとする
要件	「事業費上昇事業適応計画」の認定を受けた事業者による、同計画上の設備投資資金を調達するための社債発行であることを前提として、 ① 特定投資家私募又は適格機関投資家私募にあたること ② 社債管理補助者が設置されていること ③ 一定のコベナンツ(注 2)が設定されていること

（注）　1. 下線は原文による。
2. 一例としてチェンジオブコントロール条項やレポーティングコベナンツ等を想定。詳細は告示・ガイドラインで定める予定。

（出所）経済産業省「社債発行のガイドブック」2026 年 6 月、より野村資本市場研究所作成

2 点目について、迅速かつ効率的に社債権者の意思決定を図るための新たな制度を整備するため、今後、会社法の改正を通じて、（1）バーチャル社債権者集会、（2）社債権者集会の決議があったものとみなす制度、を導入または見直すことが期待されると記された（図表 10 参照）。

この点について、法務省の「法制審議会 会社法制（株式・株主総会等関係）部会」[36]が 2026 年 3 月 18 日に取りまとめた「会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案」（中間試案）においても取り上げられている（図表 11 参照）。

34 前掲注 1 参照。

35 内閣官房「8 つの分野横断的課題への対応（主要な施策）（案）」経済財政諮問会議（2026 年第 8 回）・日本成長戦略会議（第 5 回）資料、2026 年 6 月 24 日。

36 法制審議会 会社法制（株式・株主総会等関係）部会は、法務大臣が 2025 年 2 月に法制審議会に「会社法制に関する諮問」として、「近年における社会経済情勢の変化等に鑑み、株式の発行の在り方、株主総会の在り方、企業統治の在り方等に関する規律の見直しの要否を検討の上、当該規律の見直しを要する場合にはその要綱を示されたい」と示したことを受けて設置され、2025 年 4 月から会議が実施されている。

図表 10　社債権者の意思結集環境の整備に関する制度の概要

項目	内容
バーチャル社債権者集会	一定の規律の下でバーチャルオンリー社債権者集会（集会場所の定めのない社債権者集会）の開催を認める制度
社債権者集会の決議があったものとみなす制度	発行体、社債管理者、社債管理補助者または社債権者が社債権者集会の目的である事項について提案し、知れている社債権者、発行体及び社債管理者または社債管理補助者に対して通知し、社債権者から書面又は電磁的記録による同意の意思表示がされ、一定の可決要件を満たした場合には、社債権者集会の決議があったものとみなす制度

（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会－中間報告書－」2026 年 4 月 20 日、より野村資本市場研究所作成

図表 11　会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案の社債関係部分の概要

項目	内容
バーチャル社債権者集会	・ 現行法上、社債権者集会の「場所」を定める必要があるとされており（会社法第 719 条第 1 号）。産競法のような特例もない ・ 株主総会との相違点を考慮しつつ、基本的にバーチャル株主総会に関する規律と同様の規律を設けることを想定 ・ 振替社債の社債権者が社債権者集会において議決権を行使する場合などには、書面による証明書の提示が必要とされている（振替法第 86 条） →併せて見直しを検討
社債権者集会の決議があったものとみなす制度	(1)A 案の要件 ① 提案者が提案を知れている社債権者等に通知 ② 同意期限（通知発信日から 2 週間以降に限る。）までに、書面または電磁的方法による議決権 行使で社債権者集会の決議要件を満たすこと ➢ 決議要件の分母：現に議決権を行使した議決権者とする ③ 同意期限（通知発信日から 2 週間以降に限る。）の経過 (2)B 案の要件 A 案とほぼ同様であるが ➢ 決議要件の分母：全議決権者とする ➢ 同意期限：いつでも可 （※その他の手続等は、基本的に社債権者集会の招集手続と同様の形で規律）

（注）　下線は原文による。
（出所）法務省民事局「『会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案』（社債関係部分）について」2026 年 6 月 8 日、より野村資本市場研究所作成

2．社債発行のガイドブック及び社債活用好事例集の概要

経済産業省が 2026 年 6 月 10 日に公表したガイドブックは、社債発行を検討している企業に向けて、「社債による資金調達の意義や特徴を整理するとともに、発行に至るまでの具体的な手順や、関係者の役割、留意すべき実務上・制度上のポイントを、できる限り平易に解説することを目的」としている。同ガイドブックの章立ては、（1）社債の概要、（2）社債発行の意義、（3）社債発行手続の全体像、（4）公募債の発行、（5）私募債の発行、（6）さまざまな種類の社債発行、（7）投資家保護のための措置、となっている。

同日に付属資料として公表された好事例集は、7 つの企業[37]による社債活用事例を取り上げ、特徴、効果、意義等がまとめられている（図表 12 参照）。

[37] 7 つの企業は、IDOM、エスコン、キオクシアホールディングス、GENDA、ソフトバンクグループ、日本製鉄及び U-NEXT HOLDINGS（前掲注 2 参照）。

図表 12　社債活用好事例集の概要・構成

項目	内容
社債発行の目的・戦略	・ 大型 M&A（合併と買収）等の成長投資の原資として、多様な投資家から長期・大規模資金を調達 ・ 資本性と負債性の資金を組み合わせ、財務規律を維持しながら機動的に資金調達 ・ 銀行借入に依存しない資金調達手段として社債を活用。 ・ 初回債を通じて投資家との接点を形成し、投資家向け広報（IR）・ブランド戦略や将来的な調達多様化へ
社債発行の効果・メリット	・ 資本コストの低減、長期性の資金獲得、投資家層の拡大を通じて、安定的な財務基盤を構築 ・ 市場アクセスの確立により、大型の成長投資を継続することが可能に ・ 銀行借入の条件改善や機動的な追加調達など、成長と財務改善の好循環を実現 ・ 社債発行実績を通じて信用力や認知度が向上し、投資家基盤を拡大

（出所）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課「『企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会』－中間報告書・施策の概要－」2026 年 6 月 8 日、より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 今後の注目点

日本の社債市場活性化に向けた議論は長らく、日本証券業協会を中心に進められてきた。近年では日本証券業協会に加えて、経済産業省による企業金融の高度化の観点からの検討、政府の成長戦略会議における問題提起、さらには自由民主党の資産運用立国議員連盟による提言など、多様な主体が社債市場の機能向上にコミットするようになっている。これは、日本が GX（グリーントランスフォーメーション）実現[38]や日本成長戦略[39]等で多額の投資が必要と見込まれる中、社債市場の発展が日本経済全体の成長力強化に関わる重要な課題としての認識が高まっていることの表れと考えられる。

今後は、発行体、投資家、金融機関、業界団体、関係省庁など、多様なステークホルダーが各々の立場から課題解決に取り組み、相互に連携しながらますます改革を進めていくことが求められる。その際、議論の視点を社債市場の活性化そのものに限定するのではなく、日本企業の最適な資本構成の実現、デットとエクイティを含めた効率的な資金調達の促進、さらには投資家等における資金運用の高度化・効率化といった、より広い金融資本市場の観点から捉えることが重要と言える。

社債市場は、企業と投資家を結ぶ重要なインフラであり、その機能向上は企業の成長資金の確保のみならず、家計金融資産の有効活用や資本市場の競争力向上にもつながり得る。各ステークホルダーが中長期的な視点を共有しながら改革を継続することで、日本企業の持続的成長と金融資本市場の健全な発展に向けた好循環の形成が期待される。

[38] 日本では、産業革命以来の化石燃料中心の経済・社会、産業構造をクリーンエネルギー中心に移行させ、経済社会システム全体を変革すべく、エネルギーの安定供給・経済成長・排出削減の同時実現を目指す「GX（グリーントランスフォーメーション）」を推進している。GX 実現に向けて、10 年間で 150 兆円超の官民投資を実現すべく、「成長志向型カーボンプライシング構想」の具体化を進めている（経済産業省「GX〔グリーントランスフォーメーション〕」）。

[39] 日本政府が 2026 年 6 月 24 日に開催した経済財政諮問会議・日本成長戦略会議合同会議では、戦略 17 分野の「主要製品・技術等」における官民投資額として、発表時点で、2040 年度までの累計で 370 兆円超を想定している旨が示された（内閣官房「戦略 17 分野の『主要な製品・技術等』における官民投資額」、経済財政諮問会議（2026 年第 8 回）・日本成長戦略会議（第 5 回）資料、2026 年 6 月 24 日）。