

成長投資・海外展開を支える社債市場の活性化に向けて

内閣府宇宙開発事務局 参事官
(元 経済産業省経済産業政策局産業資金課 課長)

河原 圭



第1 はじめに

近時、Big Techをはじめとする米国企業が、データセンターへの投資拡大を背景として、社債発行により巨額の資金調達を行っている。米国においては、成長期を経た企業が社債市場を活用することは一般的であり、長期または大規模な資金需要を市場から直接調達する仕組みが定着している。すなわち、社債は、融資と比較して資金使途や返済時期に柔軟性をもたせつつ、長期または大規模な資金を調達できる手法として活用されているといえる。他方、わが国では、長期にわたる低金利環境のもと、銀行融資が資金調達手段の中心的役割を担ってきた。日本企業は、海外M&A、現地生産拠点の整備、研究開発拠点への投資など、海外直接投資を積極的に推進し、企業価値を向上させてきたところ、現在、政府の成長戦略においても、対内投資の拡大に加え、日本企業のコア・コンピタンスを活かした世界市場の獲得が重要な政策課題となっている。このように国内外における成長投資の重要性が一層増すなか、多様な資金調達環境の整備は急務である。

こうした背景のもと、経済産業省は、社債の上記意義に着目し、国内社債市場の活性化を重要課題のひとつとして施策の推進に取り組んでいる。その一環として、本年6月5日に公布された産業競争力強化法の一部を改正する法律（令和8年法律第29号。以下「改正産競法」という。）では、社債活用を後押しする制度を創設した。

本稿では、経済産業省の施策および改正産競法の概要を紹介する。なお、本稿中の意見にわたる部分は、すべて筆者個人の見解である。

第2 社債市場の活性化に向けた施策の概要

1 国内社債市場の現状

まず、社債市場に供給される資金量をみるに、わが

国では、上場会社のうち社債を発行する会社の割合は約1割にとどまる。また、米国と比較すると、わが国では、民間非金融法人企業の金融負債構成のうち約85%を借入れが占め、社債等の割合はわずか約11%であるのに対し、米国では、社債の割合が50%を超えるとともに、発行額及び発行残高も、わが国の約10倍にのぼる。次に、発行される社債の信用格付をみると、BB格以下の社債市場（ハイイールド債市場）も活況である米国とは対照的に、日本国内市場で発行される社債のうち約98%がA格以上であり、BBB格以下の銘柄は極めて少ないという分布状況にある。このように、国内社債市場におけるリスクマネーの供給は限定的であり、国内外での成長投資に向けた資金調達を支える場としては、いまだ発達途上といえる。結果として、数千億円以上もの大規模な成長投資を行う大企業にとっては国内社債市場における資金供給量の少なさが、相対的に信用リスクの高い企業にとっては格付の低さがそれぞれ原因となり、海外市場で社債を発行する例が相次いでいる。

2 経済産業省の施策状況

こうした現状認識のもと、経済産業省では、昨年10月以降、有識者を集めて「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」を開催し、本年4月、中間報告書¹⁾を公表した。そのなかでも指摘されたように、日本の社債市場は、発行体数が少数にとどまるために投資家層の裾野も広がらない結果、発行体が増加しないという悪循環に陥っている（いわゆる「鶏と卵」の問題）。そこで、発行体側と投資家側の双方が抱える課題を同時に解消する施策が重要となるところ、これらは、次のとおり整理することができる。

まず、①発行体側の課題としては、これまで銀行融資中心の資金調達を行っていたことも相まって、社債発行に関する知見やノウハウが十分でなく、社債未活用企業の間において社債の意義及び利点が十分に認

図表1 施策の方向性

	発行体層の拡充を支援する施策	投資家層の拡充を支援する施策
関係主体の意識・行動変容促進 →銀行、証券会社、投資家等の自主的な役割を期待。	(①-1) 社債発行の意義やノウハウを記述した「ガイドブック」及び企業の段階や発行目的別に活用事例を整理した「好事例集」を作成し ^{注2} 、周知を行う。	(②-1) 機関投資家において高度なクレジット分析を行えるよう組織的な運用体制の強化を促すとともに、格付に依拠した画一的な投資判断から脱却するよう、運用基準の見直しを促す。
インフラ整備 →日本証券業協会 ^{注3} と連携して推進することを想定。	(①-2) 数日で発行可能な米国の実務も参照しつつ、短期間で発行可能なモデルを策定するなど機動性のある発行手続を実現する。	(②-2) 全銘柄の取引情報が公開される欧米並みの水準を視野に、価格情報の公開範囲 ^{注4} を拡大し、そのためのインフラ整備を実現する。
法整備 →産業競争力強化法、会社法等の改正を想定。	(①-3) 社債管理者設置義務の例外要件を創設すること（後記第3）により、小口・低格付社債の発行に係る制度的障壁を緩和する。	(②-3) バーチャル社債権者集会の導入、多数決により書面決議を認める制度等、機動的に社債権者の意思結集を図れるようにする。

知されていないこと（①-1）、発行手続（マーケティング期間）に時間を要するために機動的な発行が困難ななか、特に金利変動局面においては発行体が最適な発行時期を逃すおそれがあること（①-2）、社債発行会社は原則として社債管理者を定めなければならない（会社法第702条本文）が、相対的に信用力の低い企業は、その担い手を確保できず、発行に至らない事例が存在すること（①-3）があげられる。一方、②投資家側の課題としては、一部機関投資家において高格付社債に偏重した形式的な投資基準がとられ、低格付社債が投資対象から排除されていること（②-1）、流通市場における価格情報インフラについて公開範囲がまだ高格付銘柄のみに限られているため、透明性および流動性の低い状態が解消されないこと（②-2）、投資家保護に資するコベナンツは、企業の事業状態の変動に応じて柔軟に変更され、コベナンツ抵触時に迅速な対応がとられることが重要であるが、現行会社法上、いずれの措置を講じるとしても社債権者集会を開催する必要があるため、機動的な対応が困難であること（②-3）があげられる。

以上の課題に対応する施策の方向性は、おおむね図表1のとおり整理される。これらの各施策については、各市場関係者との協働のもと、同時並行で推進することが不可欠である。

第3 産業競争力強化法改正による措置

1 制度趣旨と背景

前記第2の2で述べたとおり、社債の発行体は、原則として、社債管理者設置義務を負う。社債管理者は、発行体の財務状況を継続的に監視するとともに、デ

フォルト発生時等には善管注意義務が課され得るなど、広範かつ重い義務と責任を負うところ、リスク管理の観点から、相対的に信用力（格付）の低い成長企業に対する社債管理者への就任は敬遠される傾向にある。

例外的に、①各社債の金額が1億円以上である場合（会社法第702条ただし書）、または②投資家の人数が50人未満の場合（会社法施行規則第169条）には、社債管理者の設置を要しないものの、①のように最低投資単位を高額に設定すると、主たる購入層が大手機関投資家に限られるために、内部的な投資基準に合致しない低格付社債は購入されない。また、②によれば、企業は、成長投資に必要な資金需要を満たすことができない。

こうした事情により、特にグロース企業において社債発行に至らない事例がみられるところ、このような企業は、融資に当たっても、投資金額が多額であり、事業リスクも比較的高いため、運転資金中心の融資となり、金利も高く、厳格なコベナンツが設定される傾向にある。その結果、デット・ファイナンスを通じた成長投資に当たって、その規模を縮減し、又は投資自体を断念する事態に陥りかねない。また、最低投資単位が高額であることは分散投資や投資信託の組成も困難にするため、投資機会の拡大を阻害する要因にもなる。このように、現行の社債管理者制度は、発行体と投資家双方の裾野拡大にとって障害となっている。

そこで、社債管理者設置義務の要件を見直し、最低投資単位を1億円未満とする小口または低格付の社債発行を容易にする制度とともに適切な投資家保護の在り方を検討する必要がある。研究会においては、最低投資単位金額の引き下げ、投資家の属性に応じて保護の程度を区別する方向性及び社債管理補助者の活用

に加え、適切な内容によるコベナントの付与を通じて、社債権者保護と市場の健全な発展の両立に向けた制度を設計することが望ましいとの提案がなされた。

2 制度の概要および意義

このような流れも受け、経済産業省は、今般、産業競争力強化法の改正を通じ、社債管理者設置義務を免除する特例制度を創設した。

具体的には、生産性向上設備等^{注5}の導入を行うのに必要な資金を調達するために社債を発行しようとする事業者が、①適格機関投資家私募又は特定投資家私募としての発行、②社債管理補助者の設置、③一定のコベナント^{注6}の設定という3要件を充足した場合には、主務大臣から「事業費上昇事業適応^{注7}計画」の認定を受けることで、会社法等の上記例外規定にかかわらず、社債管理者を設置しないまま小口社債を発行することができるようになる^{注8}。これは、社債権者自身による相応のリスク管理が期待される、いわゆるプロ投資家が社債を引き受ける場面に適用対象を限定しつつ、特定投資家には幅広い投資家層が含まれることに鑑み、債権保全および債権回収に係る能力を補完する趣旨から、②および③を要件として要求したものである。

上記特例制度には2つの意義を見いだすことができる。まず、社債未発行企業に対して社債活用機会を提供することである。企業の資金調達は、成長段階及び事業戦略に応じて幅広く選択可能な状態にあることが望ましく、社債においても私募債から公募債に至るまで種々の選択肢が整備されるべきである。本特例を利用した社債発行を契機として、さらなる成長の過程で公募債市場にアクセスする企業の増加が望まれる。

次に、本制度の活用を通じて多様な発行事例を蓄積し、その成果を踏まえて、資金調達手段としての社債の利便性向上とより調和のとれた社債権者保護の在り方を検討し、将来的には会社法を含めた制度全体の見直しにつなげていくことである。本特例の創設が社債制度全体を見直す大きな第一歩となることが大いに期待される。

第4 今後の展望

わが国が持続的な経済成長を実現するうえで、各企業が海外市場獲得も含めた多角的な事業展開に向けて、積極的に成長投資に取り組むことが求められる。これに伴い、資金ニーズも多様化し、社債の活用場面が一層増加することが見込まれる。以上を踏まえ、す

でに海外投資を行っている企業から今後事業拡大を志向する企業まで、各企業において機動的に社債を発行できる体制を平時から整えることが重要であり、経済産業省としては、各企業が円滑に社債を活用できる環境の整備に取り組む所存である。

本稿で紹介した取り組みが社債市場の活性化および国内企業の成長として結実するためには、各関係者が業界や官民の垣根を越えて、それぞれの立場で役割を果たしつつ、発行事例を積み上げていくことこそが不可欠である。本稿が、読者にとって社債への関心を高め、社債市場に参加する一つのきっかけとなれば幸いである。

注1 https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/corporate_finance/pdf/20260420_report.pdf

注2 https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/corporate_finance/20260610_report.html

注3 日本証券業協会が主催する「社債等の発行手続に関するワーキング・グループ」および「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」において、継続的な検討と取り組みが行われている。

注4 2026年5月末現在、①銘柄格付がAA格相当以上、または②原則、銘柄格付がA格相当で、発行額が300億円以上の銘柄に限り、日本証券業協会により、取引の翌営業日午前9時頃に公開されている。

注5 今般の産競法改正が民間企業の国内での高付加価値な成長投資を促し、わが国の産業競争力の一層の強化を支援する趣旨によることに照らし、投資対象は国内設備投資に限定される見込みである。

注6 レポーティング条項（債権者の投資判断に重大な影響を及ぼす事象が発生した場合に債権者への情報提供を義務付ける条項）やチェーンオブコントロール条項（発行会社において組織再編や大株主の異動があった場合に社債の期限前償還の権利を社債権者に与える条項）を代表例として想定している。詳細は告示またはガイドラインの中で記述される予定である。

注7 産業競争力強化法では、事業者が、産業構造又は国際的な競争条件の変化その他の経済社会情勢の変化に対応して、事業の生産性向上又は生産・販売する商品・役務に係る新需要開拓を目指して行う事業の変更であって、情報技術の進展による事業環境の変化に対応して行うもの又はエネルギーの利用による環境への負荷の低減に関する国際的な競争条件の変化に対応して行うものを事業適応と定義し（法第2条第12項）、計画認定制度及び各種支援措置を設けている。

注8 上記三要件は、事業費上昇事業適応計画に記載すべき「社債権者の保護に関する事項」（法21条の23の2第4項第1号）として、実施指針（告示）の中で定められる予定である。

【本稿に関するご意見・ご感想はこちらまで】

■ 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

■ メール：bzl-shasai-sangyoshikin@meti.go.jp

■ 電話：03-3501-1676

（筆者略歴）

2001年経済産業省に入省後、資源エネルギー庁、商務流通グループ、製造産業局、通商政策局、産業技術環境局等のポストを歴任したほか、日本貿易保険株式会社（NEXI）に出向（パリ事務所長）。通商金融課長～通帳資金課長、産業資金課長を経て、2026年6月～内閣府宇宙開発事務局参事官。

