

2023年7月27日 全5頁

「2つの主体」が支える個人向け社債市場

発行額は過去最高を記録し、発行本数も約20年ぶりの高水準に

金融調査部 研究員 瀬戸佑基

[要約]

- 2022年度は個人向け社債の発行額が過去最高となった。もともと個人向け社債市場では、一部の企業による多額の発行により全体の発行額が押し上げられる傾向がある。2022年度もこの傾向が強く見られた一方、発行本数や発行企業数も約20年ぶりの高水準となり、1本あたりの発行額が100億円未満の社債が増加した点も特徴的であった。
- 多額の発行を行う一部の企業が個人向け社債市場における「第1の主体」といえる。2022年度においては、資金調達手段の多様化を模索した企業によって個人向け社債が改めて見直された可能性があるほか、預金金利が低水準にとどまる中、個人投資家からの需要が見込める、という判断がこのような企業による起債の増加につながった可能性もある。
- 他方で、ESG債やデジタル技術を活用した社債など、特定のコンセプトを持った社債の発行が増加している。1本あたりの発行額は小さいことが多いものの、このような社債を発行する企業は、個人向け社債市場を構成する「第2の主体」とでも呼ぶべき重要な存在となっている。会社方針に共感する個人投資家とのつながりを強固にする、といった目的のために「社債」という手段が選ばれた側面もあるようだ。

2022年度の個人向け社債の発行額は過去最高に

2022年度の個人向け社債の発行額は約2兆円と、過去最高となった¹。機関投資家向け社債を含めた普通社債の2022年度の発行総額が約12.9兆円²であることを考えると、相対的に市場規模は小さいものの、注目を浴びつつあるといえる。本レポートでは、個人向け社債発行企業の特徴を分析することで、市場の現状を整理する。

¹ 個人向け社債には明確な定義が存在しないが、日本証券業協会は、個人向け社債を「個人投資家でも購入できるように最低購入単位を100万円程度に小口化して発行したもの」と説明している。なお今回は便宜上、アイ・エヌ情報センターが「個人向け債」としている国内公募社債を個人向け社債としている。

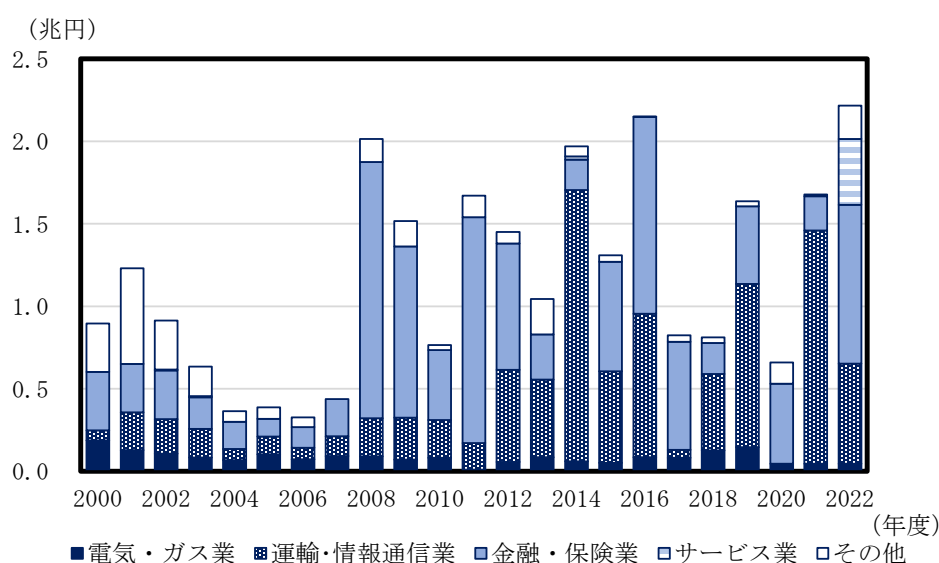
日本証券業協会「[個人向け社債の特徴やリスク、価格情報の入手方法](#)」

² 日本証券業協会「[公社債発行額・償還額等](#)」における普通社債の2022年度の発行額合計。なおここでの「普通社債」には電力債、一般債などを含み、転換社債などは含まない。

個人向け社債市場の概観：特定業種・企業からの発行が多い点が特徴

2000年以降の個人向け社債発行額を業種別に示したものが**図表1**だ。過去20年間の全体的な傾向を振り返ると、「金融・保険業」や「運輸・情報通信業」からの発行が多いほか、額は少ないものの、「電気・ガス業」からもほぼ毎年発行がある点が特徴として挙げられる。2022年度については、例年あまり発行が見られず、多くても年間200億円程度の発行であった「サービス業」から4,000億円もの発行があり、合計発行額は過去最高を記録した。

図表1 個人向け社債の発行額の推移（業種別）



(注) 対象はアイ・エヌ情報センターが「個人向け債」として分類しているもの。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

業種別の推移を詳細に見ると、まず金融・保険業では、2008年の金融危機後に発行額が急増した。金融危機を受けて財務状況が急激に悪化する中で、自己資本増強などを図るため³にメガバンクなどが劣後債を発行した事例が目立った。資金調達方法の多様化を目的とし、個人向けの劣後債を中心に発行額を増やしたと考えられる⁴。需要面に注目すると、急速に株安が進んだ局面でもあり、株式よりも低リスクで預金よりも金利が高い債券に個人投資家からの需要が集まったといえよう。

運輸・情報通信業に関しては、年度によって発行額に大きなばらつきがある。2014年度に急激に発行額が増加したのは、ソフトバンク（現ソフトバンクグループ）が3,000～4,000億円規模の個人向け社債を相次いで発行したためだ。2021年度も同様にソフトバンクグループが多額

³ 例えば三井住友銀行が2009年3月に発行した第14回期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）の有価証券届出書によると、用途として「本社債の発行は本邦の自己資本比率規制における補完的項目（Tier 2）に算入される資本の調達を目的としたもの」と明記されている。

⁴ 個人向け劣後債に絞った発行件数などについては、矢作大祐・太田珠美「[家計の債券投資に変化の兆しあり](#)」（大和総研レポート、2012年12月11日）が詳しい。

の発行を行っており、同社が 2021 年度の個人向け社債発行額に占める割合は 8 割以上となっていた。

電気・ガス業については、一部の電力会社から、1 回あたりの発行額が 100 億円程度の一般担保付社債が定期的に発行されている。福島第一原子力発電所の事故の影響で、2011 年度は一時的に発行が見送られたものの、その後はコンスタントに発行が続いている。

サービス業については、2022 年度以前の発行額は極めて少なかった。2022 年度に急激に発行額が増加したのは、楽天グループから合計で 4,000 億円の発行があったためだ。

ここで挙げた業種以外からの発行額は相対的に少ない。個人向け社債は、特定の業種や企業からの発行が多い点に特徴があると言える。

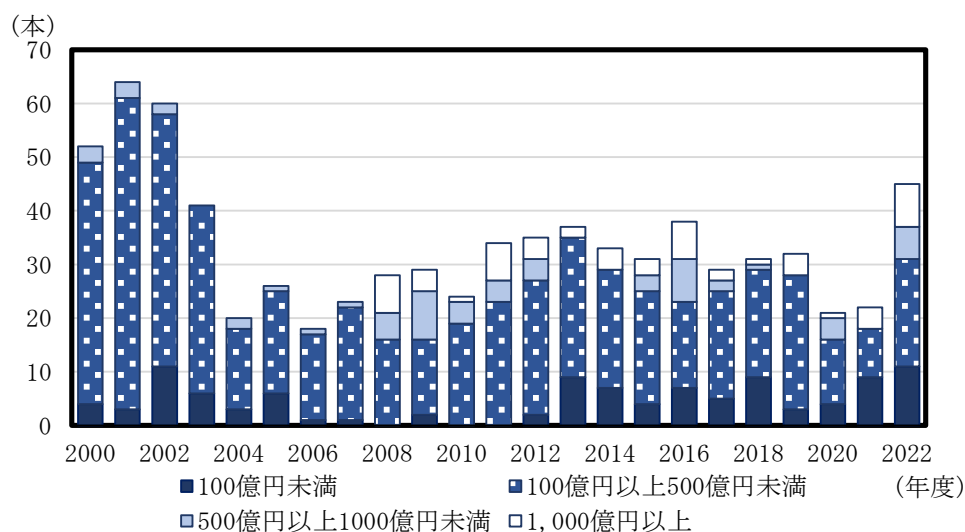
2022 年度の個人向け社債市場：発行額は過去最高、発行本数も約 20 年ぶりの高水準

2022 年度は、年度合計で 1,000 億円以上の個人向け社債を発行した企業が過去最高の 8 社となった。「金融・保険業」に関しては従来通りメガバンクが劣後債を発行する例が多く、「運輸・情報通信業」ではソフトバンクグループとそのグループ企業であるソフトバンクそれぞれからの発行が、「サービス業」では楽天グループからの発行が突出して多かった。2022 年度の個人向け社債発行額が多かった企業は、上位から、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、楽天グループ、ソフトバンクグループ、日産自動車、ソフトバンクと続き、この 5 社だけで 2022 年度の総発行額の 7 割近くを占める。一般に個人向け社債市場では、全体の発行額が個社要因によって左右され、激しく増減する傾向にあるが、2022 年度も同様に個社要因が強く影響し、発行額が押し上げられた。

このような多額の発行を行う一部企業が、個人向け社債市場における「第 1 の主体」といえるだろう。「第 1 の主体」からの発行額が増加した原因としては、いくつかの可能性が挙げられる。預金金利が低水準にとどまる中、相対的に利回りの高い社債に対する個人投資家からの需要が見込みやすい状況であったことに加え、一部企業においては、発行体格付けの低下などを受けて機関投資家向け社債の起債が行いにくかったため、資金調達手段の多様化目的から個人向け社債が選択された可能性もある。この流れに加えて、銀行から劣後債の多額の発行があり、2022 年度の発行額が押し上げられたとみられる。

他方、発行本数ベースで見ると、発行額ベースとはやや様相が異なる。2022 年度に関しては発行本数も増加し、2003 年度以来約 20 年ぶりの高水準となった。1,000 億円以上の大型起債だけでなく、100 億円未満の起債も増加しており、1 本あたりの発行額が二極化していた様子が見え（**図表 2**）。上述の発行額上位 5 社が発行した社債については、本数ベースで見ると全体の 2 割にすぎなかった。なお 2022 年度は、個人向け社債の発行社数も 28 社と、2003 年以來の高水準であった。

図表2 個人向け社債の発行本数の推移（起債規模別）



(注) 対象はアイ・エヌ情報センターが「個人向け債」として分類しているもの。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

額は少ないながら、ESG債やデジタル社債などのバラエティに富む社債も存在

2022年度は「第1の主体」以外の企業からも特定のコンセプトを持った社債の発行が増加しており、これらの企業は個人向け社債市場における「第2の主体」とでも呼ぶべき重要な存在となっている。ここでは主に「ESG債」と「デジタル社債」という2つの観点から特徴的な社債を紹介する。

東京証券取引所（東証）が公開する「ESG債情報プラットフォーム」によると、個人向け社債（民間企業発行のものに限る）は、2022年度に計5本発行されている⁵。合計で2,300億円と、発行総額対比で見ると個人向け社債全体の約1割を占め、400億円程度であった2021年度に比べると大幅に増加している。今まで個人向け社債を発行していなかった企業が起債するケースもあり、新たな資金調達手段として個人向けESG債への注目度が高まっているといえる。例えば、日産自動車が発行した個人投資家向け社債は、グリーンプロジェクトとサステナビリティプロジェクトに充当されるサステナビリティボンドとして発行された。その発行額は1,400億円と、東証のプラットフォームに掲載されている個人向けESG債としては1回あたりの発行額が最大⁶であった。

他方、デジタル社債の発行額も増加している。デジタル社債の定義は様々だが、電子的な形で管理される有価証券である「セキュリティトークン」の一種であるとされることが多い。

丸井グループは、エポスカード会員に向け、利息の一部がエポスポイントで支払われるデジタル社債を発行した。例えば「第1回無担保セキュリティトークン社債」では利率1%のうち0.7%

⁵ 募集形態が公募（リテール）の、民間企業発行のESG債を条件決定日ベースで集計した。

⁶ 日産自動車のサステナビリティボンドは、額ベースでは「多額の発行」というべきものだが、便宜上この節内で紹介している。

分はエポスポイントで支払われる⁷。第1回債の発行額は1億円程度であったが、人気を受けて追加発行が行われるなど、大きな反響があった。この社債はソーシャルボンドであり、資金は途上国にてマイクロファイナンスを展開する企業などへの投資に使われる。「本取り組みに共感していただける当社のお客さまに対して、応援投資・資産形成の機会を提供していきたい」⁸との考えのもと、まずはエポスカード会員のみを対象とした発行を行ったという。

またカゴメは、セキュリティトークンではないものの、ブロックチェーン技術を活用し、社債購入者の情報を取得することで、購入者に対して特典を付与する「デジタル特典付社債」を導入した⁹。第1回の発行額は10億円だが、保有者に現物の特典（野菜ジュース）を付与するという株主優待とも似た特殊なスキームは、各種報道などで大きな話題となった。

いずれの例も、エクイティファイナンスや機関投資家向け社債以外での資金調達手段の確保が急務であるため個人向け社債を発行した、といったタイプのものではなく、会社方針に共感する投資家とのつながりを強固にする、などの目的のために社債という手段が適しているため発行した、ということだろう。

特定の企業が市場の主役だが、ESG債・デジタル債などの発行も増加

個人向け社債の発行額が増えている最大の理由は、特定の企業が、資金調達手段の多様化や安定化などを目的とした発行を行ったためだと考えられる。もともと個人向け社債市場の市場規模は小さいこともあり、これら「第1の主体」からの大型の発行が重なったことで、発行額が過去最大に押し上げられた。発行額の大部分を特定の企業による社債が占めているという状況故に、個人向け社債市場が今後どの程度の盛り上がりを見せるかは見通しづらい。

他方、ESG債やデジタル社債など、特定のコンセプトや意図を持った債券も少額ながら発行されており、高い人気を得るものも存在している。個人向け ESG 債などの発行額は今後も過去に比べ高水準で推移するとみている。

⁷ 丸井グループ「[社会貢献も資産づくりも 丸井グループの“応援投資”～ソーシャルボンド～](#)」

⁸ 脚注7リンク先Q&A内「デジタル債はなぜエポスカード会員しか買えないのですか？」への回答より引用。

⁹ カゴメ株式会社「[デジタル特典付き社債『愛称：カゴメ 日本の野菜で健康応援債』の発行](#)」（2023年2月8日）