

2024年5月24日 全7頁

# 2023年度の個人向け社債市場と、その新潮流

## 発行額は高水準。セキュリティトークン社債や社債型種類株式発行も

金融調査部 研究員 瀬戸佑基

### [要約]

- 2023年度は合計で2兆円を超える個人向け社債の発行があった。過去最高となった2022年度の発行額は下回ったものの、2000年度以降では3番目の高水準だった。また、「セキュリティトークン社債」の発行額増加、「社債型種類株式」の発行・新規上場など、個人向け社債市場の先行きを考える上で重要な動きが多い年となった。
- 2023年度のトピック①「セキュリティトークン社債」：ブロックチェーンなどの技術を用いて発行されるセキュリティトークン社債は、債券の小口化の際のコストが相対的に低く、個人向け社債との親和性が高い。2023年度には発行額が増加した。
- 2023年度のトピック②「社債型種類株式」：議決権や普通株式への転換権がない一方、会計上は自己資本として扱われるなど、社債と株式の両方の特性を併せ持つ社債型種類株式の発行・上場がみられた。新たな資金調達手段として発行が続くかが注目される。

## 2023年度の個人向け社債の発行額は2022年度を下回ったものの高水準

2023年度は、個人向け社債の発行額が2兆円を超えた。過去最高となった2022年度の発行額から若干下回る結果となったものの、2000年度以降では3番目に多かった（**図表1（左）**）。また2023年度は、「セキュリティトークン（以下、ST）社債」の発行が増加した点や、社債に似た性質を持つ「社債型種類株式」の発行・新規上場が行われた点など、個人向け社債市場の先行きを考える上で重要な動きが多い年であった<sup>1</sup>。

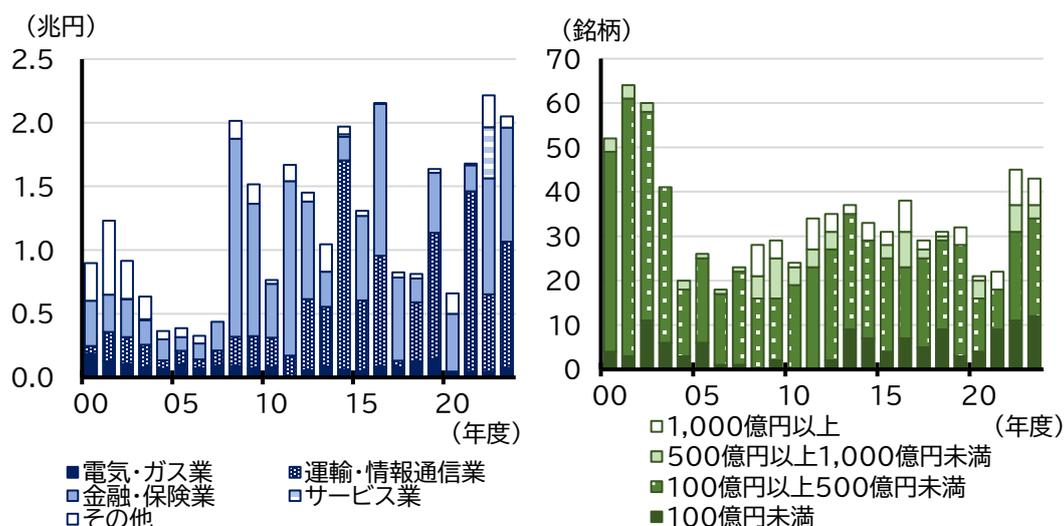
2022年度までの個人向け社債市場は、多額の発行を行う一部の企業（「第一の主体」）と、ESG債やデジタル技術を活用した社債など、特定のコンセプトを持った社債を少額発行する企業（「第二の主体」）からなっていた<sup>2</sup>。この傾向は2023年度も同様であった。

**図表1**では、個人向け社債の業種別発行額（左）と1回あたりの発行額別の発行銘柄数（右）の推移を示している。

<sup>1</sup> なお、個人向け社債の発行総額には、ST社債のうち個人向けのものを含み、社債型種類株式は含まない。

<sup>2</sup> 瀬戸佑基『**『2つの主体』が支える個人向け社債市場**』（2023年7月27日、大和総研レポート）

図表1 個人向け社債の業種別発行額（左）、1回あたりの発行額別発行銘柄数の推移（右）



(注1) 上場廃止企業を含む。また左図において、2024年時点で未上場の企業は「その他」に分類している。  
(注2) 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。年度の集計は発行日ベース。  
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表1(左)の業種別発行額の推移を見ると、2022年度に比べ「運輸・情報通信業」における発行が増加した。2022年度に引き続き、ソフトバンクグループの存在感が大きい。同社は2024年3月に5,500億円の無担保普通社債を発行するなど、2023年度に合計で7,000億円以上の個人向け社債の発行を行った。これは2023年度の個人向け社債総発行額の約3分の1にあたる。

他方、「サービス業」では、2022年度に多額の発行を行っていた楽天グループによる発行がなく、業種全体で見ても2023年度の発行は行われなかった。なお楽天グループは公募・第三者割当増資を行うなど、個人向け社債以外での資金調達を積極的に行っている。

「金融・保険業」では、2022年度とおおむね同程度の発行があった。例年同様、一部の都市銀行などが劣後特約付きの個人向け社債を発行し、全体の発行額を押し上げた。

また、発行額は少額ながら、一部の電力会社から一般担保付社債<sup>3</sup>が発行された点も2022年度と同様であった。なお電気事業法の改正に伴い、電力会社(旧一般電気事業者)が一般担保付社債を発行できるのは、2025年3月までとなっている(2020年3月からの5年間は経過措置)。

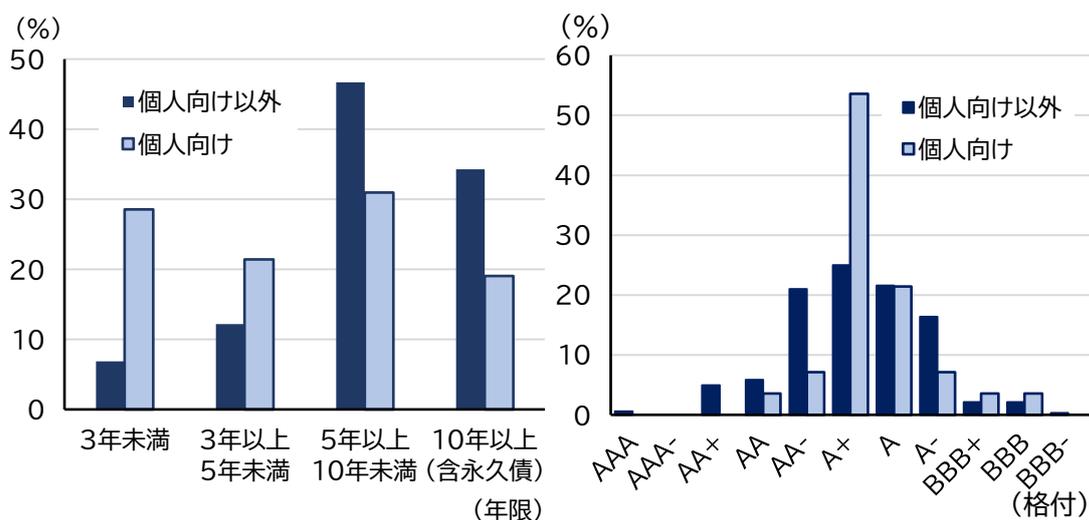
2023年度の発行総額約2兆円のうちのおよそ3分の2は、1銘柄あたり1,000億円以上の比較的大規模な個人向け社債が占めている一方、そのような社債は発行銘柄数ベースでは6銘柄にすぎない(図表1(右))。「一部の企業による多額の発行」と「大量の少額発行」が市場を支える構図が続いた。一般に個人向け社債市場は、その市場規模の小ささゆえに、市場全体での発行額が特定の個社要因によって左右されやすい。2023年度については、金利先高観が強まる中、満期保有目的が多い個人向けの発行が選好された面もあると考えられるが、個社要因の影響が強い点は従来と同様であったといえるだろう。

<sup>3</sup> 電力会社(旧一般電気事業者。東京電力・関西電力などの大手電力会社)は、電気事業法により、ほかの債権者よりも優先的に弁済される権利が付いた一般担保付社債を発行することができるとされていた。

## 個人投資家の需要を考慮したためか、年限が短い債券が多い個人向け社債

2023 年度に発行された社債のデータをもとに、個人向け社債と機関投資家向け社債の違いを簡単に整理する。**図表 2** は上場企業が発行する個人向け社債とそれ以外の社債の発行年限の分布（左）と債券格付けの分布（右）を発行銘柄数ベースで示している。

**図表 2 2023 年度発行の社債の年限（左）、債券格付け（右）の分布（銘柄数ベース）**



(注1) 右図の格付けは格付投資情報センター (R&I) による。なお R&I が格付けを行っていない債券は集計対象外としている。

(注2) 期限前償還条項付社債についても、満期ベースで集計を行っている。

(出所) 格付投資情報センター、アイ・エヌ情報センター、QUICK より大和総研作成

社債の年限を見ると、機関投資家向けでは「5年以上10年未満」や「10年以上」が占める割合が高いのに対し、個人向け社債は、「3年未満」や「3年以上5年未満」がそれぞれ2~3割を占めるなど幅広く分布しており、総じて機関投資家向けに比べて年限が短い。なお、個人向け社債の「10年以上」の区分では、ごく一部の例外を除きほぼすべてが年限10年の債券だ。一般に個人向け社債は機関投資家向け社債以上に満期保有目的で購入されることが多いと考えられ、個人が購入しやすいように比較的短い年限で発行されることが多いようだ。ただし、期限前償還条項付の債券（コーラブル債）についても満期ベースで集計を行っているため、特に年限10年以上の債券での実際の償還タイミングは、図で示したよりも早い可能性がある。

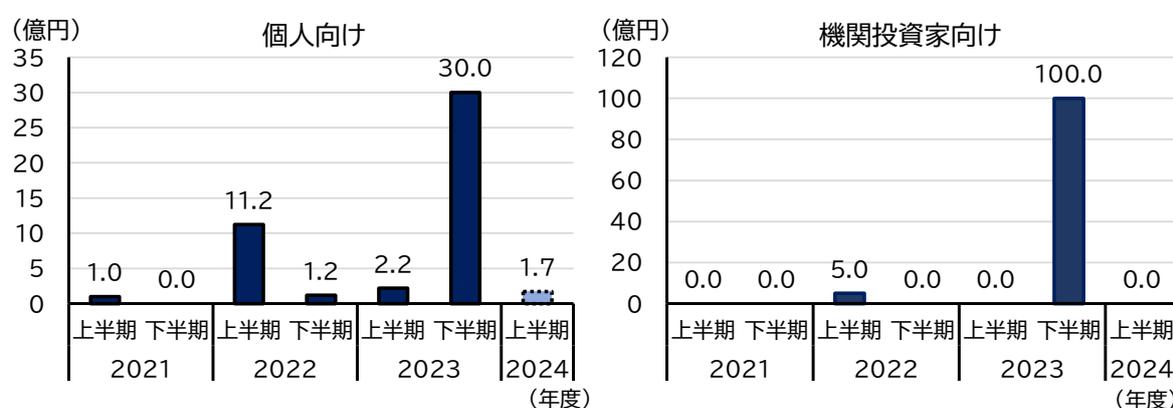
また、債券格付けでは、個人向け社債は「A+」の集中度が高く、相対的にAA・AAAクラスの高格付けの債券が少ない（ただし、格付けは格付投資情報センター (R&I) によるもので、R&I による格付けが行われていない社債は集計していない）。

以下では、2023年度の個人向け社債市場におけるトピックとして「ST社債（デジタル社債）」と「社債型種類株式」の動向について整理する。

## 2023 年度のトピック①：「セキュリティトークン社債」の発行が相次ぐ

2023 年度は、4 銘柄<sup>4</sup>（個人向け 3 銘柄、機関投資家向け 1 銘柄）の ST 社債が発行された。発行銘柄数は 2022 年度から横ばいであったが、発行総額は個人向け・機関投資家向けともに大幅に増加した。セキュリティトークン（ST）とは、ブロックチェーンなどの技術を用いて権利の移転・記録が行われる有価証券<sup>5</sup>である。報道などでは「デジタル証券」（特に社債形式のものは「デジタル社債」）などと表現されることもある。現在の ST 市場は、主に不動産などを裏付け資産とした不動産 ST が主役であるものの、社債を裏付け資産とした ST 社債についても発行が行われつつある状況だ。この ST 社債については、券面が発行であるという点は従来型の社債と同様だが、権利の移転などを、証券保管振替機構を通さずにブロックチェーンなどを用いて行う点が大きく異なっている。対象投資家別に、ST 社債の発行額を示したものが図表 3 だ。

図表 3 上場企業による個人向け・機関投資家向け ST 社債の年度別発行額



(注) 発行日・発行額ベースで集計（一部社債は募集額ベース）。償還済みの債券も含む。2024 年度の発行額はレポート執筆段階のもの。

(出所) 各社資料より大和総研作成

通常の社債市場と同様、個社要因が全体の動向を左右する面が大きいものの、個人向け・機関投資家向けともに、2023 年度には発行額が増加した。なお、発行本数ベースでは、2023 年度までに発行された ST 社債のうち約 4 分の 3 が個人向けの発行となっているが、発行額ベースでは、2023 年 12 月に日立製作所が 100 億円と大規模な起債を行ったことで、機関投資家向けの通算発行額が個人向けを上回っている。

また、現時点ではほとんどの個人向け ST 社債が発行年限 1 年で発行されている。技術的基盤が整いつつある中、短い年限の債券を少額発行することで、新たな技術を用いた債券の発行コストや投資家の反応を探っている段階であるといえるだろう。

<sup>4</sup> 発行日ベースでカウント。私募を除く。

<sup>5</sup> ここでの説明はあくまでも簡易的なものとなる。用語の解説は「[デジタル証券/セキュリティトークン](#)」（大和総研、WOR(L)D）などを、ST を用いた資金調達（セキュリティトークンオフERING）などについては、内野逸勢・木下和彦・清田昌宏（2021）「[デジタル証券が生み出す新たなフロンティアの可能性](#)」（『大和総研調査季報』2021 年秋季号（Vol. 44）掲載、pp. 22-45）などを参照。

また不動産 ST を含めた業界動向は、Progmatt の齊藤達哉 CEO による解説（[https://note.com/tatsu\\_sl23](https://note.com/tatsu_sl23)）が詳しい。

## 個人向けでは小口化の容易さなどがメリット

ST 証券 (ST 社債) の特徴として挙げられることが多い点を、**図表 4** にまとめた。現時点では、これらの特徴のうち、個人向け社債の発行体と、機関投資家向け社債の発行体から好感されている要素は多少異なるようだ。

**図表 4 現時点で挙げられることが多い ST 社債の特徴**

・投資家をリアルタイムで把握することが可能
・小口化が比較的容易
・発行体独自のポイントなど、金銭以外のリターンを付与することが可能
・記録されたデータの改ざんが難しい

(出所) JPX 総研資料、日本取引所グループや丸井グループなどの発行体資料、青木俊介・野原新平・大山豪気 (2022) 「活用が広がるデジタル社債 ～自己募集型とグリーン・デジタル・トラック・ボンドの紹介～」(アンダーソン・毛利・友常法律事務所『CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE』) (2022 年 6 月) より大和総研作成

ST 社債においては、投資家 (社債権者) を発行体がリアルタイムで把握することが可能になる点が特徴だ。振替社債に比べて社債権者の管理が容易であり、債券の小口化に伴う管理コストも相対的に低くなることで、個人向け社債発行時のハードルが低くなるといえる。加えて、払い自体を自社のポイントで行うなど、投資家に対して非金銭的リターンを付与することが可能になることで、社債発行に際して、投資家に対するマーケティング的な側面も生まれ得る。

この小口化、非金銭的リターンの付与により、投資家の年齢層の広がりを実現した例もある。丸井グループは「エポスカード会員のみ」を対象に、利息の一部がエポスポイントで支払われる ST 社債を 2023 年度までに計 4 回発行した。丸井グループによると、通常の個人向け社債 (最低購入単位 100 万円) では、申込者のうち 30 代以下は 4% にすぎなかったのに対し、エポスカード会員向けの ST 社債 (最低購入単位 1 万円) の申込者は 30 代以下が 38% となった (2022 年度)<sup>6</sup>。エポスカード会員の年齢構成比が反映された側面もあると考えられるが、債券の小口化、最低購入単位の引き下げにより、若年層にも債券投資が広がる可能性を示唆する結果ともいえる。

他方、機関投資家向け社債の発行にあたっては、「社債の小口化によるコスト増加」や「社債によるマーケティングの必要性」を考慮する必要性は相対的に薄い。この点、機関投資家向けの ST 社債は、現時点では ST の異なる側面が好感され発行されているようだ。

2023 年度までに発行された 2 銘柄の機関投資家向け ST 社債は、「グリーン・デジタル・トラック・ボンド」(以下、「GDTB」) だ<sup>7</sup>。2022 年に日本取引所グループが初めて発行し、2023 年には日立製作所が 100 億円の起債を行った。GDTB とは、従来のグリーンボンドにまつわる課題を解

<sup>6</sup> 丸井グループ「& magazine (インパクト共創マガジン) ISSUE 03: SOCIAL BONDS」(2023 年 5 月) より。なお 38% という集計結果は、2022 年度に発行した計 2 回の債券についての集計結果であると考えられる。

<sup>7</sup> GDTB については、JPX 総研主催の研究会「ESG 投資におけるデジタル債の活用に関する研究会」内の各種資料・報告書や、高頭俊 (2022) 「グリーン投資を可視化する『グリーン・デジタル・トラック・ボンド』の取り組み」(『月刊資本市場』 No. 444, 2022. 8, pp. 22-30) などが詳しい。本段落内の GDTB の説明は、これらの資料を参考としている。

決するため、ブロックチェーン技術など活用した債券だ。JPX 総研が主催者となり「ESG 投資におけるデジタル債の活用に関する研究会」が開催され、2023 年に詳細な報告書（以下、「研究会報告書」）<sup>8</sup>が公表された。

グリーンボンドでは、グリーン性指標の計算・集計・公表の煩雑性などが発行体・投資家双方にとっての課題となっていた。今回発行された GDTB は、調達した資金を充当したプロジェクトのグリーン性指標をリアルタイムで集計・表示するシステムを構築することで、発行体・運用会社双方のグリーンレポート作成コストなどを下げることができる点が優れている。また研究会報告書では、「発電所からデータを取得し投資家に連携すると同時に、セキュリティ・トークンにも日々の発電量/CO2 削減量を書き込む仕組み」(p. 7) としたことで「仮に悪意を持つ者によってウェブサイト等のデータが書き換えられたとしても、真のデータはセキュリティ・トークンの中に日々書き込まれており、数字の改ざんは直ちに検知可能であることから、グリーンウォッシュ対策に有効である」(p. 7)、といったメリットを挙げている。

このように、現時点では個人向け・機関投資家向けで ST 社債の異なる点が好感されている。一方、研究会報告書で挙げられている GDTB におけるメリットは個人向けのグリーンボンドを発行する際にもメリットとなり得るものだ。個人向け社債の発行ハードルの低下、またグリーンボンドの発行ハードルの低下により、個人向け社債市場の拡大にもつながるだろう。

なお、大阪デジタルエクスチェンジ (ODX) が運営する ST の私設取引システム (PTS) である「START」においては、現在不動産 ST のみが取扱われているが、社債の取扱いについても検討が行われている<sup>9</sup>。セカンダリー市場の充実による流動性の向上に伴い、投資家にとって ST 社債の購入時のハードルが下がることで、さらに ST 社債を発行しやすい環境が整う可能性がある。

## 2023 年度のトピック②：「社債型種類株式」が初めて上場

社債とは異なるが、「社債型種類株式」の発行・新規上場が見られた点も 2023 年度の特徴だといえよう。2023 年 11 月に、ソフトバンクによる社債型種類株式が日本で初めて上場<sup>10</sup>したのち、インフロニア・ホールディングスや東海カーボン、楽天グループも発行を計画していると発表した。個人が購入可能であること、社債に近い性質を持っていることなどから、個人向け社債市場の動向を考える上でも注目されるトピックといえるだろう。

会社法では、株式会社は「剰余金の配当」や「残余財産の分配」などの事項について、異なる定めをした内容の異なる「種類株式」を発行することができる<sup>11</sup>とされている。2023 年度に相次いで発行された「社債型種類株式」は、一般的に**図表 5**のような特徴を持っている。

<sup>8</sup> 株式会社 JPX 総研・野村証券株式会社「[ESG 投資におけるデジタル債の活用に関する研究会－報告書－](#)」（2023 年 4 月 27 日）

<sup>9</sup> 大阪デジタルエクスチェンジ株式会社「第 1 回 START 運営委員会」（2024 年 3 月 13 日）資料より。

<sup>10</sup> 社債型種類株式の発行事例はあったものの、上場は当事例が初となる。

図表 5 社債型種類株式の一般的特徴

配当	<ul style="list-style-type: none"> <li>・優先的配当（普通株主への配当の前に優先的に配当）</li> <li>・配当額は事前に定められており、これを超えての分配は行われない</li> <li>*一定期間は固定配当、その後は変動配当とする例が多い</li> </ul>
議決権	<ul style="list-style-type: none"> <li>・なし（種類株主総会が開催される場合、種類株主総会における議決権はあり）</li> </ul>
普通株式への 転換権	<ul style="list-style-type: none"> <li>・なし</li> </ul>
資本性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・会計上：資本扱い</li> <li>・格付上：一部が資本扱い（調達額の50%が資本とされる想定のものが多い）</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取得条項が付されている</li> </ul>

（注）一般的な例を記述。詳細は発行体により一部異なることがある。

（出所）日本取引所グループ、各社の説明資料より大和総研作成

まず、優先的に配当が行われる一方、この配当額はあらかじめ定められており、定められた額以上の配当が行われない（「非参加型」と称される）ことが一般的だ。なお、直近で発行されている社債型種類株式については、発行後 5 年間は固定配当とし、それ以降は変動配当とする例が多い。加えて、原則として株主総会での議決権を有さず、普通株式への転換権も存在しないため、発行に伴い株式の希薄化は生じない。この点、事前に利率が確定しており、発行に際して希薄化が生じない債券と近い性質がある。

他方、企業にとっては会計上「資本」として扱われる点が、一般的な劣後債（会計上は「負債」と異なる（ただし格付け上は、50%が資本とされる想定のものが多い）。加えて、一定期間経過後に行使可能な取得条項が付されている例が多い。ソフトバンクが発行した例では、原則として発行から 5 年経過後以降に、ソフトバンクが発行価格相当額に調整を加えた額で取得（コール）できるとされている。

## 2023 年度の個人向け社債市場：技術革新による静かなる変化が起きつつある

2023 年度の個人向け社債市場は、発行額が高水準となったものの、機関投資家向けの社債を含めた社債発行額全体から見ると、個人向け社債市場は依然として小さな市場であることには変わらない<sup>11</sup>。この点、債券の小口化が容易であるなど、従来個人向け社債を発行する際に課題となっていた点を解決する ST 社債の発行が徐々に行われるようになってきたことは着目すべきだろう。発行体側の個人向け社債発行のハードルが低下するだけでなく、流通市場が整備されれば、個人投資家の購入ハードルの低下につながる可能性もある。

他方、社債型種類株式については、発行・上場事例がまだ少ないため、今後の発行動向を見通すことは難しく、個人向け社債市場に与える影響も判断しづらい。株式と社債の中間的存在としての新たな資金調達手段として 2024 年度にどの程度の発行が行われるかが注目点となる。

<sup>11</sup> 日本証券業協会「公社債発行額・償還額」によると、2023 年度の普通社債発行総額は、約 15 兆円だった。