

2026 年 9 月 17 日 全 6 頁

データが語るコーポレートファイナンス No.3

増える社債発行額、増えない発行体

潜在的な社債発行企業を起債確率により推計

金融調査部

主任研究員
研究員森 駿介
瀬戸 佑基

[要約]

- 社債の発行額は増加基調が続いている一方、発行体の裾野拡大は進んでいない。新規に起債する発行体の割合は低下傾向である上に、BBB 格以下の社債の発行が乏しい。
- 東証プライム市場の上場企業について社債の起債確率を推計したところ、未発行の企業のうち同確率が 30%以上の企業が 144 社、同確率が 50%以上の企業が 67 社であることが示された。短期的には、金融機関や経済団体等が、こうした企業に社債発行の意義やノウハウを共有していくことが重要だろう。
- 長期的には、BBB 格以下の社債の発行拡大を通じた裾野の拡大が望まれる。そのために、クレジット分析に長けた人材の確保や信用格付のみに基づく機械的な運用の見直し、社債権者保護の充実といった、投資家・発行体双方の課題の解消が求められる。

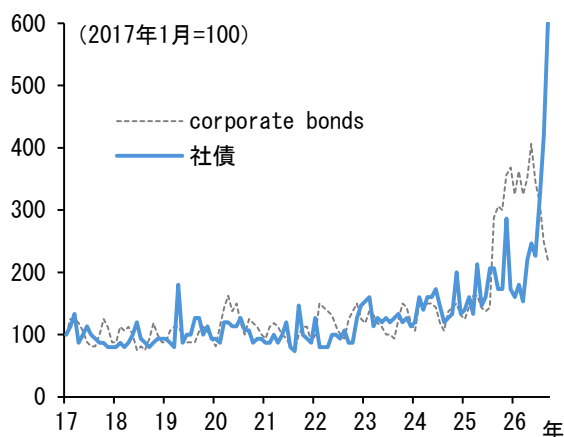
1. 社債の発行額は過去最大に迫るも、発行体の裾野拡大が課題に

日本における社債市場活性化の必要性は長年指摘されてきたものの、低金利環境の下で進んでこなかった。しかし、足元では変化の兆しがみられる。例えば、Google の検索動向により捉えた「社債への注目度」は、過去 10 年で最高水準である（図表 1）。社債の発行額も増加傾向が続いており、2026 年は前年の過去最高額を上回る勢いである（図表 2）。

もともと、発行体の裾野拡大は進んでいない。近年の社債発行本数は年間 600 本前後で安定しているものの、発行体の多くは常連組であり、過去 5 年起債がなかった「新規」の発行体の割合は低下傾向が続いている（図表 3）。また、日本で発行された社債のうち 90%以上は信用格付が A 格以上であり、BBB 格以下の起債が乏しいという課題もある（図表 4）。

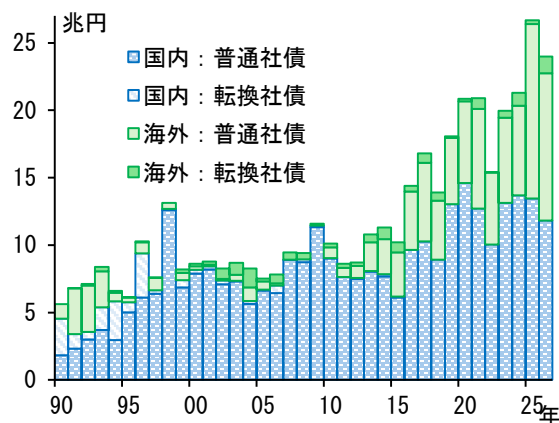
日本企業における成長投資の拡大のためには、社債調達における発行体の裾野拡大は重要であろう。実際、社債調達拡大が、①企業のリスクテイク促進、②イノベーションの質向上、③金融危機への強靱性向上などに繋がることを示唆する研究も存在する（図表 5）。

図表 1 社債への注目度



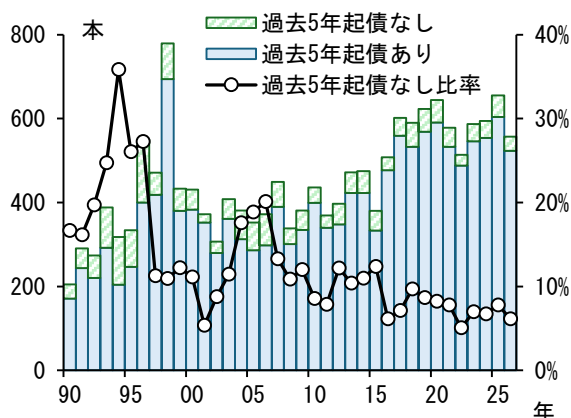
(注) 世界の Google 検索におけるキーワードの検索需要を指数化。2026 年 9 月分は 9 月 16 日までの集計。
(出所) Google トレンドより大和総研作成

図表 2 日本企業の社債発行額の推移



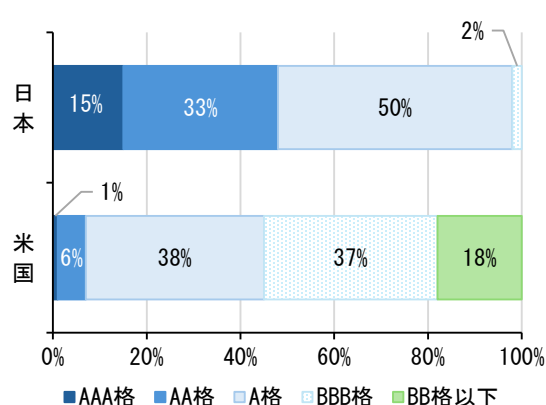
(注) 公募のみ。金融業含む。2026 年については、9 月 15 日までに条件が決定されたものを集計。
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表 3 起債経験の有無別の社債発行本数



(注) 公募のみ。金融業含む。2026 年については、9 月 15 日までに条件が決定されたものを集計。
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表 4 格付別 発行額の割合



(注) 集計時期は 2024 年。日米の構成比の差は、国内外の格付会社の評価基準の差に起因する面もある。
(出所) 経済産業省 (2026b) より大和総研作成

図表 5 社債調達拡大（銀行依存度低下）の効用に関する研究¹

①企業のリスクテイク促進	・ 社債発行企業は、起債 2 年後に設備投資を有意に増加（細野ほか，2013） ・ 新規の借り入れを行った企業は、無形資産投資を有意に減少（Hosono & Takizawa, 2017） ・ 銀行依存度が低い企業ほどリスクテイクを行う傾向。借り入れが多い企業ほど研究開発投資が少ない（内閣府，2008）
②イノベーションの質向上	・ 銀行依存度が高い企業ほど、特許の被引用数や被引用数上位の特許件数などで測定される「イノベーションの質」が有意に低い傾向（Nishimura & Suzuki, 2025）
③金融危機への強靱性向上	・ 金融危機時に銀行は追い貸しを続ける傾向。そのため、銀行借入中心型経済では金融危機後の経済回復が鈍い傾向がある（Gambacorta et al., 2014）

(出所) 各種資料（【参考文献】参照）を参考に大和総研作成

¹ 先行研究の概要は、瀬戸佑基・森駿介・西野綾斗・中村昌宏・秋元虹輝・小林若葉「『資産形成と成長の好循環』のための金融・資本市場の方向性」（大和総研レポート、2026 年 5 月 29 日）を参照されたい。

2. 社債の起債確率でみる短期的な裾野拡大策

社債の起債確率が高い企業の特徴

発行体の裾野拡大のために、まずは、「社債を起債しやすい企業であるものの社債未活用」の企業に対して、社債活用の意義・ノウハウを共有していくことが重要であろう。

では、「社債を起債しやすい企業」はどういった企業か。そこで、以下では、東証プライム市場（旧東証 1 部含む）上場企業における企業規模や財務情報、信用スコア等のデータをもとに、各企業の「社債の起債確率」を推計し、「社債を起債しやすい企業」の可視化を行った。ここで示す「起債確率」は、企業規模や信用力、その他の財務状況を踏まえたときに、その企業がどの程度「社債を発行する企業の特徴」を備えているかを示す指標である。例えば起債確率が 30%と推計された企業は、「同様の企業特性を持つ企業のうち、社債を発行している企業の割合が 30%程度になるとモデル上予測できる」と解釈できる。

推計の結果、以下のような特徴を持つ企業では、社債の起債確率が高まることが確認できた（推計方法や結果の詳細は、【補論】参照）。

- ・ **時価総額が大きい企業**：規模が大きい企業は、アナリストのカバレッジや機関投資家等との対話の機会が多いため、経営者と投資家間の情報の非対称性が小さい。そのような企業では、投資家が企業の信用力や事業内容を評価しやすいため、社債を起債しやすい。
- ・ **信用スコア²が高い企業**：財務健全性が高く、倒産・債務不履行リスクが小さい企業では、社債投資家が要求するリスクプレミアムが小さいため、起債しやすい。
- ・ **リスクが小さい企業**：信用スコアでは捉えきれない企業のリスク（キャッシュフローの変動リスクなど）を株価のボラティリティで捉えた場合、ボラティリティが低い企業ほど、将来の返済能力に係る不確実性や業績変動リスクが低いと評価されやすいため、起債しやすい。
- ・ **有形固定資産比率が高い企業**：経営悪化時にも債権者が回収可能な資産が多く、損失リスクが小さい。資産の存在が確認しやすく情報の非対称性も抑えられるため、起債しやすい。
- ・ **負債比率が高い企業**：借入れが増えるほど、銀行への依存によるホールドアップや交渉力の問題が大きくなり、社債発行による調達手段の多様化の必要性が高くなる。

「社債の起債確率が高い未発行企業×負債残高の大きい企業」へのアプローチが重要か

推計された社債の起債確率と負債残高の関係性について、散布図で示したのが図表 6 である。

まず、社債未発行企業の平均的な社債の起債確率は 13%に留まっており、同確率が低い企業が多いことが読み取れる。一方で、社債の起債確率が一定程度高い企業も存在する。具体的には、社債未発行企業 1,062 社のうち、同確率が 30%以上の企業は 144 社、50%以上の企業は 67 社存在する。社債市場活性化の観点からは、このような「社債の起債確率が高い未発行企業」

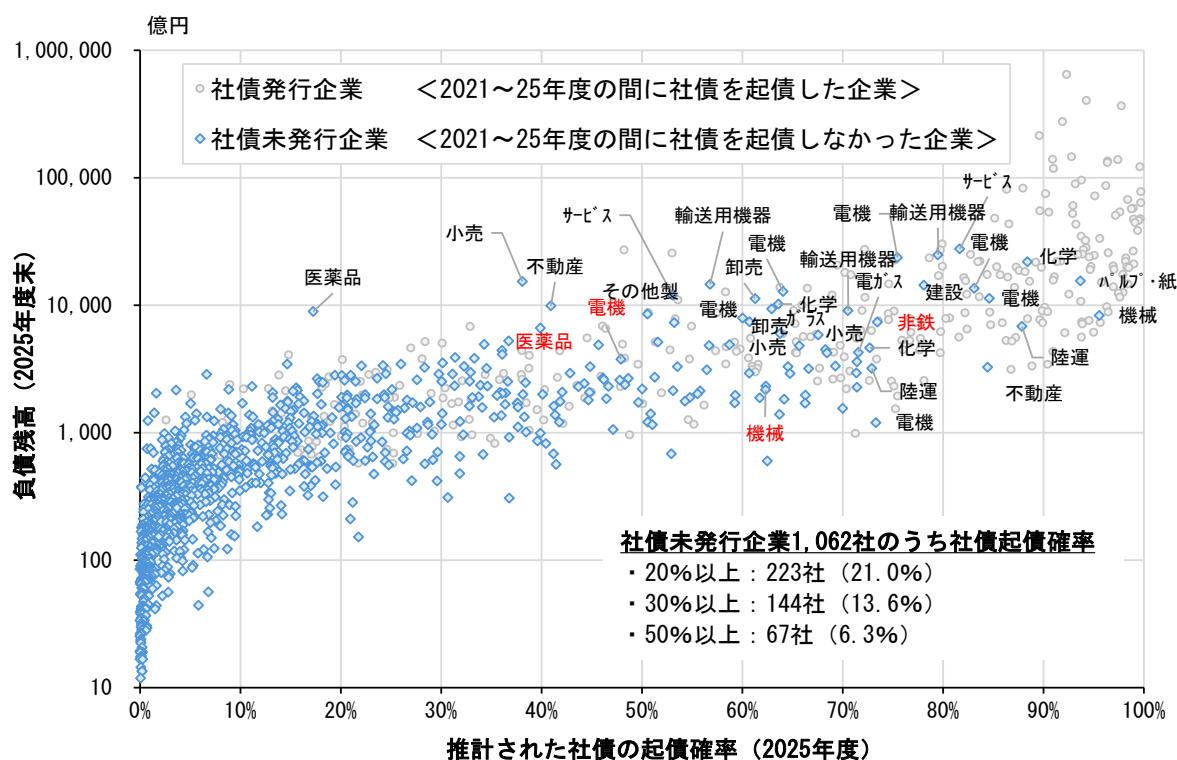
² 信用スコア（Z スコア）については、Altman（1983）をもとに、下記の式により推計した。

Z スコア=6.56*(運転資本/総資産)+3.26*(利益剰余金/総資産)+6.72*(EBIT/総資産)+1.05*(純資産/負債)

であり、かつ「負債残高の大きい企業」を中心に、裾野拡大を図っていくことが望まれる。

では、このような企業に対して、こういったアプローチが有効だろうか。例えば、経済産業省が2026年6月に公表した「[社債発行のガイドブック](#)」および「[社債活用好事例集](#)」などを活用し、企業に対して社債発行の意義や具体的な実務・ノウハウを広く共有していくことが考えられる。その際、企業との接点を有する金融機関や経済団体等が情報発信や啓発の担い手となり、社債発行を資金調達の実選択肢として認識する企業を増やしていくことが期待される。

図表 6 社債の起債確率と負債残高（2025年度）



(注1) 分析対象は、2010～25年度の東証1部・プライム上場企業（金融業除く）。図中のラベルは、該当企業の東証33業種。赤字は、2026年度に社債を起債した企業。

(注2) 「推計された社債の起債確率」は、公募社債の起債確率を企業の時価総額・売上成長率・有形固定資産比率・現預金比率・負債比率・株価のボラティリティ・信用スコア・年度ダミー・業種ダミーをもとに推計した結果。推計方法の詳細は、【補論】を参照されたい。

(出所) アイ・エヌ情報センター、Bloombergより大和総研作成

3. BBB格以下の社債の発行拡大に向けた道筋

投資家側・発行体側双方の課題を解きほぐす必要あり

ここまでは、短期的な裾野拡大策として、「社債の起債確率が高い未発行企業」へのアプローチについて考察したが、中長期的には、BBB格以下の社債の発行拡大を図ることも必要となるだろう。図表4で示した通り、日本の社債市場ではA格以上の発行が主体となっており、米国に比べるとBBB格以下の社債の発行は極めて少ない。国内外の格付会社の評価基準の差による面もあるものの、日本の社債市場は相対的に格付の低い社債が起債しづらい環境である。

経済産業省が 2025 年から 2026 年にかけて開催した「[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「[中間報告書](#)」（2026 年 4 月 20 日、経済産業省）では、この点について、発行体・投資家双方の課題を指摘している。投資家側の課題としては、「クレジット分析に長けた人的資源を十分に投入している機関投資家が少なく、その結果、個別銘柄ごとのリスク・リターン分析が精密にできず、社債については投資対象外とするか一部の高格付銘柄のみを取り扱うにとどま」る（p. 5）ことなどが背景にあるほか、一部の機関投資家は、BBB 格未満に格下げされた銘柄は直ちに売却等の措置を講じる、といった投資基準等を設定し、信用格付に基づく機械的な運用を行っているという。

こういった課題に加え、中間報告書では、価格情報の不透明性といった市場構造上の課題、最低投資単位の大きさゆえの分散投資の難しさ、社債権者保護の不十分さ等の要因も相まって、BBB 格以下の社債に対する需要・供給の低迷が発生していると指摘している。つまり、投資家・発行体のいずれか一方の課題を解決すればよいのではなく、双方の課題を解きほぐす必要がある状況にある。具体的には、機関投資家による運用体制等の見直しに向けた働きかけに加え、価格情報のさらなる透明化等が求められる。

さらに、そもそも格付を問わず社債活用の意義等が十分に企業に共有されていないことへの対応も重要だ。中間報告書では、先述の「社債発行のガイドブック」および「社債活用好事例集」の利用のほか、銀行及び証券会社等の市場関係者が周知・提案を実効的に行うことが重要、とされている（p. 9）。前章では、「社債の起債確率が高い未発行企業」かつ「負債残高の大きい企業」へのアプローチの重要性を指摘したが、中長期的には、より幅広い企業に対して社債活用の意義を広めていくことが肝要となる。

社債市場の裾野が拡大しない背景として、特定の大きな課題があるわけではなく、各主体がそれぞれに課題を抱え、それらが絡み合っているという状況がある。一朝一夕に解消できる課題ではないものの、中長期的な社債市場の裾野拡大に向けて、各主体が地道に取り組みを進めていく必要があるだろう。

【補論】社債の起債確率の推計方法

本レポートでは、企業ごとの社債発行の蓋然性を把握するため、過去 5 年間に社債発行実績があるか否かを被説明変数とするロジットモデルを推計した。説明変数には、企業規模（時価総額）、売上高成長率、有形固定資産比率、現預金比率、負債比率、株価ボラティリティ、財務健全性を示す信用スコア（Z スコア）を用いた。各年度に共通する経済環境や業種ごとの特性を考慮するため、年度固定効果と業種固定効果を加えている。推計対象は 2010～2025 年度の東証プライム市場（東証 1 部）上場企業（金融業除く）。推計結果は、図表 7 の通りである。

この推計結果に、2025 年度における各企業の財務特性や信用スコアなどの値を代入することで、2025 年度における企業ごとの社債起債確率を算出した。

図表 7 社債の起債確率の推計結果（ロジットモデル）

【被説明変数】 過去5年間に社債発行実績が 存在する場合に1を取るダミー変数		解釈例
対数時価総額	0.0990*** (0.0010)	時価総額が1%増加すると、社債発行確率は平均で約0.1%pt上昇
信用スコア [Altman(1983)のZスコア(注3)]	0.0042*** (0.0010)	信用スコアが1ポイント上昇すると、社債発行確率は平均で約0.42%pt上昇
企業のリスク [日次の株価ボラティリティの年度平均]	-0.0014*** (0.0002)	ボラティリティが1%pt上昇すると、社債発行確率は平均で約0.14%pt低下
売上高成長率	-0.0003** (0.0001)	売上高成長率が1%pt高くなると、社債発行確率は平均で0.03%pt低下
有形固定資産比率	0.0020*** (0.0002)	有形固定資産比率が1%pt高くなると、社債発行確率は平均で0.20%pt上昇
現預金比率	-0.0033*** (0.0002)	現預金比率が1%pt高くなると、社債発行確率は平均で0.33%pt低下
負債比率	0.0052*** (0.0002)	負債比率が1%pt高くなると、社債発行確率は平均で0.52%pt上昇
業種固定効果	Yes	
年度固定効果	Yes	
サンプルサイズ	25,894	
疑似決定係数	0.4585	

(注1) 分析対象は、2010～25年度の東証1部・プライム上場企業（金融業除く）。

(注2) 各説明変数は、いずれも前年度の値。係数は、説明変数が1単位上昇した場合に、社債起債確率が平均的にどの程度上昇するかを示す平均限界効果を表す。カッコ内は、標準誤差。***、**はそれぞれ有意水準1%、5%で係数が有意であることを表す。

(注3) 信用スコア（Zスコア）の計算方法については、脚注2参照。

(出所) アイ・エヌ情報センター、Bloombergより大和総研作成

【参考文献】

- Altman, E. I. (1983) “Corporate Financial Distress, A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy” John Wiley & Sons.
- Gambacorta, L., J. Yang, K. Tsatsaronis (2014) “Financial structure and growth” BIS Quarterly Review. March 2014 pp.21-35.
- Hosono, K., and M. Takizawa (2017) “Intangible Capital and the Choice of External Financing Sources” RIETI Discussion Paper Series. 17-E-080. May 2017
- Nishimura, Y. and K. Suzuki (2025) “Bank-firm Relationships and Innovation Outcomes: Evidence from Categories and Quality” RIETI Discussion Paper Series. 25-E-051. May 2025
- 経済産業省 (2026a) 「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 資料3 事務局説明資料」(2026年3月11日)
- 経済産業省 (2026b) 「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)
- 経済産業省 (2026c) 「社債発行のガイドブック」、「社債活用好事例集」(2026年6月)
- 内閣府 (2008) 『平成20年度 年次経済財政報告』(2008年7月)
- 細野薫・滝澤美帆・内本憲児・蜂須賀圭史 (2013) 「資本市場を通じた資金調達と企業行動—IPO、SEO、および社債発行の意思決定とその後の投資・研究開発—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2013年 第1号 (通巻第112号)、pp.80-121.