

2026年6月12日 全7頁

# 社債市場活性化、米国制度を踏まえた提言

## 「公募社債を出しやすくし、売買価格を可視化する」制度設計

ニューヨークリサーチセンター

主任研究員

鈴木 利光

### [要約]

- 日本では、2008年の金融危機を経て、企業の資金調達における間接金融依存の脆弱性が明らかになった。それ以降、「社債市場の活性化」は、常に課題であり続けている。日本の上場企業の資金調達構造をみると、過去10年あまり、80%以上が借入金で、社債の発行による調達額は少ない。
- これに対して、米国の非金融法人の資金調達構造をみると、社債発行を中心とする資本市場での調達が借入金と同等であり、残高ベースでは借入金を上回っている。この点で、借入金の比重が相対的に大きい日本企業とは資金調達構造が異なる。
- 日本の社債市場の現状を見ると、「発行体の裾野が狭いこと」、「発行体が高格付の企業に大きく偏っていること」という二つの課題が特に印象に残る。これらの課題は、経済産業省によると、投資家層が限定されていることや発行手続における機動性の不足が原因と整理されている。
- 日本の社債市場活性化に向けて、米国から学ぶべき核心は、「公募社債を出しやすくし、売買価格を可視化する」という制度設計の方向性にある。
- 米国では、Form S-3ASR（優良・大型発行体向けFast-Track）が、一定の開示実績と市場での認知度を有する発行体による機動的な資金調達を支えている。また、TRACE（リアルタイムの取引報告・ポストトレード公表制度）や‘Confirmation Disclosure’（マークアップ／マークダウン開示）は、社債の取引価格や取引コストに関する情報を投資家に提供し、流通市場の透明性向上に寄与している。これらの制度は、発行市場と流通市場の双方から、社債市場の利便性と信頼性を高める仕組みとして機能している。
- 発行の機動性を高め、流通価格の透明性を向上させるという米国制度の基本的な発想は、日本の社債市場活性化にとって極めて示唆に富む。

## 1. 2008年の金融危機以降、「社債市場の活性化」は未解決の課題

日本では、2008年の金融危機を経て、企業の資金調達における間接金融依存の脆弱性が明らかになった。それ以降、「社債市場の活性化」は、常に課題であり続けている。古くは日本証券業協会が2009年7月に「社債市場の活性化に関する懇談会」を、最近では経済産業省が2025年10月に「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」を設置し、継続的に議論されている<sup>1</sup>。

日本の上場企業の資金調達構造を見ると、過去10年あまり（2013年度から2023年度）、80%以上が借入金で、社債の発行による調達額は少ない<sup>2</sup>。これに対して、米国の非金融法人の資金調達構造をみると、社債発行を中心とする資本市場での調達が借入金と同等であり、残高ベースでは借入金を上回っている<sup>3</sup>。この点で、借入金の比重が相対的に大きい日本企業とは資金調達構造が異なる。

そこで、本稿では、日本の社債市場を活性化するうえで、参考になり得る米国の制度を探る。

## 2. 日本の社債市場の現状と課題、二点抽出

日本の社債市場の現状をみると、二つの課題が強く印象に残る。

一つは、発行体の裾野が狭いことである。経済産業省によると、「我が国において、社債（公募債）を発行している企業は、TOPIX対象企業1,666社の中でも454社に限られており、発行体の裾野は必ずしも広いとはいえない。発行残高ベースでは上位企業数社への集中度が高く、金融機関と一部の大企業が大部分を占めている状況にある」<sup>4</sup>。このように、TOPIX対象企業で社債を発行している企業は、約27%にとどまっている（2025年12月15日時点）。

これに対して、少し古いデータではあるが、米国のS&P 500対象企業500社のうち、社債を発行している企業は約430社（約86%）にのぼる（2015年7月31日時点）<sup>5</sup>。

もう一つは、発行体が高格付の企業に大きく偏っていることである。同じく経済産業省によると、「発行体の信用格付をみると、日本ではA格以上が発行額全体の90パーセント以上を占め、BBB格は約2パーセントにとどまり、BB格以下のいわゆるハイイールド債は発行されておらず、発行体は高格付の企業に大きく偏っている」<sup>6</sup>。

これに対して、米国では、A格以上は発行額全体の45%にとどまり、BBB格がそれに迫る37%

---

<sup>1</sup> 日本証券業協会の議論については、[大和総研レポート「『社債市場活性化懇談会 部会』報告公表」（吉井一洋、2012/9/25）](#)を参照されたい。

<sup>2</sup> 「第5回価値創造経営小委員会 事務局資料」（経済産業省、2025/10/24）

<sup>3</sup> 'Financial Accounts of the United States, F.103, L.103' (FRB/FRED, 2025)

<sup>4</sup> 「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」（経済産業省、2026/4/20）、p. 1

<sup>5</sup> 'S&P 500 Bond Index: Simplifying the U.S. Corporate Bond Market' (S&P Global, 2016/4)

<sup>6</sup> 脚注4資料、p. 2

を、BB 格以下のハイイールド債も 18%を占めている<sup>7</sup>。

これらの課題は、経済産業省によると、投資家層が限定されていること（クレジット分析能力及び流通価格情報の不足等による）や発行手続における機動性の不足が原因と整理されている。こうした課題を解消するうえで、価格透明性（及び流動性）、発行時機動性の観点から示唆に富む米国の制度を挙げる<sup>8</sup>。

### 3. TRACE：リアルタイムの取引報告・ポストトレード公表制度

米国の金融取引業規制機構（FINRA）は、一定の証券に係る店頭取引について、ポストトレードの価格透明性を高めることを目的として、‘Trade Reporting and Compliance Engine’（TRACE）と呼ばれる取引報告・公表制度を運営している。

TRACE は、FINRA 会員のブローカー・ディーラーに対して、対象証券の店頭取引のポストトレード報告を義務付ける仕組みである。FINRA はこれを通じて、対象証券の包括的かつリアルタイムの価格情報アクセスを提供している。

TRACE は、2002 年に社債から始まり、後に対象を拡大してきた<sup>9</sup>。米国証券業金融市場協会（SIFMA）の債券発行残高のデータを基に推計すると、TRACE は、債券・証券化商品全体の 90% 前後をカバーしている<sup>10</sup>。米国証券取引委員会（SEC）のスタッフ論文によると、TRACE によるポストトレード透明性は、一般的に取引コストと価格分散を低下させると整理されている<sup>11</sup>。

米国の経験が示すのは、透明性が弱い市場では、特に個人や非専門投資家が参入しにくいという点である。特に社債のような店頭市場では、「いくらで約定したか」が見えること自体が市場参加者層を広げる。

日本では、一定の国内公募円貨建社債については、日本証券業協会が、証券会社から取引情報の報告を受け、発表基準を満たす一定規模以上の取引について翌営業日に公表する「社債の取引情報の報告・発表制度」を運営している<sup>12</sup>。しかし、TRACE に相当する、幅広い固定利付証券を対象とした包括的なリアルタイムの取引報告・ポストトレード公表制度は存在しない。

そこで、日本でも、段階を追って、例えば次のような「日本版 TRACE」を整備することが考えられる。

<sup>7</sup> 脚注 4 資料

<sup>8</sup> 本稿では、公募社債市場の活性化に直結し得る米国の制度を取り上げる。そのため、私募市場の適格機関投資家に流動性をもたらす、米国のハイイールド領域で重要な役割を果たしている Rule 144A（1933 年証券法）には言及していない。

<sup>9</sup> TRACE は、社債、米国政府機関債、ABS/MBS、米国国債、米ドル建て外国ソブリン債、の順に対象を拡大してきた。

<sup>10</sup> ‘Research Quarterly: Fixed Income - Outstanding’（SIFMA、2026/3/20）

<sup>11</sup> ‘Pre-trade Information in the Corporate Bond Market’（Louis Craig, Abby Kim, Seung Won Woo、2020/10/8）

<sup>12</sup> 発表対象となるのは、一定の格付・発行額等の基準（AA 格以上、または A 格で発行額 300 億円以上等）を満たす一定の国内公募円貨建社債のうち、1 取引の取引数量が額面 1 億円以上の取引に限定される。

- ✓ まずは公募社債を対象に、約定価格・利回り・約定時刻・数量帯の報告義務を導入
- ✓ 最初から完全リアルタイム・フルサイズとはせずに、まずは小口・標準サイズ以下の取引にのみ迅速公表を求め、ブロック取引には遅延公表や公表数量に上限を設ける措置を認める (※1)
- ✓ 日本証券業協会のデータサイトで、個人投資家や非専門投資家でも確認しやすい形で、銘柄別価格履歴を表示する (※2)

(※1) TRACE でも、透明性と市場機能のバランスが継続的に議論されてきた。FINRA も TRACE の導入当初から「透明性を最大化しつつ、流動性を損なわない」ことを意識しており、最初から全面開示したのではなく、流動性の高い銘柄から段階的に拡大した。

(※2) FINRA は、TRACE に報告された対象証券の店頭取引情報を‘Fixed Income Data’を通じて公表しており、投資家は個別証券を検索し、取引価格、利回り、数量、取引時刻等のポストトレード情報を確認できる。

#### 4. Confirmation Disclosure : マークアップ/マークダウン開示

米国では、FINRA のルール改正 (2017 年) に基づき、ブローカー・ディーラーは、社債・政府機関債等のリテール顧客向け取引について、一定の場合<sup>13</sup>、顧客に交付する取引確認書上で、マークアップ/マークダウンを開示すること、及び約定時刻 (秒単位) と当該債券の取引データにアクセスできる FINRA ページへの参照・リンクを表示すること (以下、‘Confirmation Disclosure’) が求められている<sup>14</sup>。

少し古いデータではあるが、FINRA の推計では、2015 年第 1 四半期におけるリテール顧客向け社債のうち、58.25%が Confirmation Disclosure の対象となるという<sup>15</sup>。

株式と違い、社債では価格形成が見えにくいいため、「自分はいくら不利/有利な価格で買ったのか」が分からないこと自体が敬遠理由になりやすい。そのため、社債の投資家基盤を広げるためには、約定価格の妥当性を検証できる情報を投資家に提供することが重要である。

日本にも、取引成立後に顧客へ契約締結時等交付書面・取引報告書を交付する制度は存在する<sup>16</sup>。しかし、Confirmation Disclosure のように、一定の債券取引について書面でマークアップ/マークダウンを開示させる制度はない。米国の制度は、小口投資家に「値付けの見える化」を与えるという意味で参考になる。

そこで、日本でも、段階を追って、例えば次のような「日本版 Confirmation Disclosure」

<sup>13</sup> ここでいう「一定の場合」とは、ブローカー・ディーラーが、リテール顧客に対して、自己勘定で社債または政府機関債を売買した場合で、同じ日に、同じ債券について、その顧客取引を実質的に相殺するような自己勘定取引を別途行っており、その相殺取引の合計額が顧客取引額以上である場合をいう。

<sup>14</sup> ‘Regulatory Notice 17-08: SEC Approves Amendments to Require Mark-Up/Mark-Down Disclosure on Confirmations for Trades With Retail Investors in Corporate and Agency Bonds’ (FINRA, 2017/2/15)

<sup>15</sup> ‘Regulatory Notice 15-36: FINRA Requests Comment on a Revised Proposal Requiring Confirmation Disclosure of Pricing Information in Corporate and Agency Debt Securities Transactions’ (FINRA, 2015/10/12)

<sup>16</sup> 金融商品取引法第 37 条の 4 等参照

を整備することが考えられる。

- ✓ まずは公募社債を対象に、取引報告書に約定時刻、参照価格ページの URL、一定条件下でのマークアップ/マークダウン情報を表示する
- ✓ 「日本版 TRACE」と連動し、投資家が市場実勢を容易に把握できるようにする

## 5. Form S-3ASR : 優良・大型発行体向け Fast-Track

米国では、一定の優良発行体に、簡素化された登録様式である Form S-3 の利用を認めている。具体的には、将来の証券発行に備えてあらかじめ登録届出書を提出し、市場環境に応じて機動的に証券を発行する「一括登録」(Shelf Registration) である。発行体は、登録届出書の一部に含まれる基本目論見書 (Base Prospectus) で発行体情報や発行可能な証券の種類を示し、個別発行時には追補目論見書 (Prospectus Supplement) により発行額、利率、満期、価格等の具体的条件を補足する<sup>17</sup>。

Form S-3 の利用には、米国法上の会社であること、証券取引所法上の登録証券を持つこと、少なくとも 12 か月間の報告義務に服していること、非関連者 (non-affiliates)<sup>18</sup> が保有する普通株式の市場価額総額が 7,500 万ドル以上であること、必要な開示書類を適時提出していること等が求められる。

さらに、「適格著名発行者」(Well-Known Seasoned Issuer/WKSI) であれば、「自動一括登録」(Automatic Shelf Registration/Form S-3ASR) の利用が可能であり、登録は SEC への提出と同時に効力発生する。つまり、通常の SEC レビューを待つ必要がない。

Form S-3ASR の利用が可能な WKSI となるには、Form S-3 の利用要件に加えて、非関連者 (non-affiliates) が保有する普通株式の市場価額総額が 7 億ドル以上であること、又は過去 3 年間に登録公募で非転換証券を 10 億ドル以上発行していることが求められる。WKSI には、登録届出書提出前の勧誘行為 (一般的に 'gun-jumping' として禁止されている) が例外的に許容されている。SEC によると、2024 年時点の WKSI は 2,039 社で、年次報告書 (Form 10-K) 提出会社 (5,555 社) のうち約 36.71% である<sup>19</sup>。

こうした WKSI 向けの Form S-3ASR は、さながら、「優良・大型発行体向け Fast-Track」と位置付けることが可能である。

日本にも、米国の一括登録 (Shelf Registration) に倣い導入した、発行登録制度<sup>20</sup>がある。

<sup>17</sup> Form S-3 では、基本目論見書 (Base Prospectus) は発行体情報の多くを、既に提出済みの年次報告書 (Form 10-K)、四半期報告書 (Form 10-Q)、臨時報告書 (Form 8-K) 等の SEC 向け報告書を参照することにより取り込む。また、将来提出される同様の報告書も自動的に参照することで、目論見書情報を継続的に更新する。

<sup>18</sup> 発行体の 'affiliate'、すなわち役員・取締役・支配株主等の関連者に該当しない者をいう。

<sup>19</sup> 'RIN 3235-AN41/ Registered Offering Reform' (SEC, 2026/5/19)

<sup>20</sup> 一定の適格要件 (1 年間以上の継続開示、上場企業であること、一定額以上の株券の売買金額・時価総額、指定格付けの取得等) を満たす発行会社が、一定期間内 (1 年又は 2 年) に予定する有価証券の募集または売

日本の発行登録制度は、発行登録書の効力発生後、個別発行時には発行登録追補書類を提出することで売付けが可能となる仕組みであり、個別発行ごとに新たに有価証券届出書を提出する必要はない。この意味で、制度上は個別案件の機動性を相当程度確保している。もともと、発行登録書を提出しても、投資家の検討期間を確保すべく、効力発生まで一定の待機期間（「おおむね7日」）がある<sup>21</sup>。また、実務上は、投資家向けマーケティング、条件決定、格付・引受審査、社内手続等に時間を要しており、起債運営の迅速化にはなお改善余地がある<sup>22</sup>。

したがって、日本制度の課題は、継続開示情報をどこまで発行登録書・目論見書側に再記載せずに利用できるか、個別回号をどこまで簡素な補足書類により発行できるか、また優良・大型発行体に対してどこまで負担の軽い実務ルートを認めるかにある。

米国の Form S-3 による一括登録（Shelf Registration）、とりわけ WSKI 向けの Form S-3ASR は、登録届出書を提出した時点で即時に効力発生し、個別発行時には最小限の補足開示で起債できる点で、より柔軟な設計を有している。

そこで、日本でも、継続開示実績が十分で市場からの認知度が高い上場企業や、定期的に社債を発行する常連起債体については、社債に限定した簡素・迅速な発行ルートを整備する余地がある。具体的には、例えば次のような「日本版 Form S-3ASR」を整備することが考えられる。

- ✓ 社債発行に限定した優良・大型発行体（日本版 WSKI）<sup>(※1)</sup> について、「社債発行迅速化区分（仮称）」を創設する
- ✓ 当該区分の発行体には、登録届出書提出前の勧誘行為を例外的に許容し<sup>(※2)</sup>、登録届出書の提出に即時発効を認める
- ✓ 当該区分の発行体には、「ベース開示＋タームシート補足」<sup>(※3)</sup> に基づく社債発行手続きを認める

（※1）例えば、導入段階では、「特に周知性の高い者」（「企業内容等開示ガイドライン」B8-3）の要件を参考にすることが考えられる。

（※2）一般的に、登録届出書提出前の勧誘行為（gun-jumping）は禁止されている（金融商品取引法第4条第1項）。

（※3）現行の発行登録制度に比して、初回登録時の記載をより包括化・抽象化し、個別案件時には条件・流通・価格などに絞った追補で足りる設計を想定している。

なお、SEC は 2026 年 5 月 19 日に、Form S-3 の利用要件、及び WSKI のみに認められている Form S-3ASR の利用要件（p. 5 参照）を大幅に緩和し、公募市場への機動的なアクセスをよりに

出しについて予め発行登録書を提出しておくことで、個別発行時には発行条件等を記載した発行登録追補書類を提出することで募集・売出しを行うことを認める制度をいう。

<sup>21</sup> 「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」B8-2 参照。なお、日本でも、米国の WSKI を参考にした「特に周知性の高い者」による届出の即時効力発生特例があるが、主として上場株券の募集や一定のライツ・オフリングを対象とするものであり、社債の発行を直接対象とする制度ではない（「企業内容等開示ガイドライン」B8-3）。こちらの特例の概要については、[大和総研レポート「プレ・ヒアリング、待機期間など証券発行手続の緩和に関する改正」](#)（横山淳、2014/10/15）を参照されたい。

<sup>22</sup> 脚注 4 資料

っそう拡大する旨の提案をしている（コメント提出期限は同年7月27日）<sup>23</sup>。詳細は割愛するが、この提案によると、まず、Form S-3の利用が認められる企業の数（2024年時点では3,405社で、Form 10-K提出会社のうち約61.3%）が、60%超増加するという。また、Form S-3ASRの利用が認められる企業の数（2024年時点では2,039社で、Form 10-K提出会社のうち約36.71%）が、4,114社（2024年のForm 10-K提出会社のうち約74.06%）に増加するという。

## 6. 「公募社債を出しやすくし、売買価格を可視化する」制度設計

日本の社債市場活性化に向けて、米国から学ぶべき核心は、「公募社債を出しやすくし、売買価格を可視化する」という制度設計の方向性にある。

米国では、Form S-3ASRが、一定の開示実績と市場での認知度を有する発行体による機動的な資金調達を支えている。また、TRACEやConfirmation Disclosureは、社債の取引価格や取引コストに関する情報を投資家に提供し、流通市場の透明性向上に寄与している。これらの制度は、発行市場と流通市場の双方から、社債市場の利便性と信頼性を高める仕組みとして機能している。

もちろん、日米の社債市場には、市場規模、投資家層、発行体の構成、取引慣行などに大きな違いがある。そのため、米国制度を日本に機械的に移植できるわけではない。しかし、発行の機動性を高め、流通価格の透明性を向上させるという基本的な発想は、日本の社債市場活性化にとって極めて示唆に富む。

今後の日本の制度整備においては、継続開示情報を活用した発行手続の簡素化・迅速化と、社債取引価格の可視化を通じた投資家保護・流動性向上に資する市場インフラの整備を、車の両輪として同時に進めることが重要である。社債市場の活性化とは、単に発行量を増やすことではなく、発行体が利用しやすく、投資家が参加しやすい市場インフラを整えることにほかならない。

以上

---

<sup>23</sup> 脚注 19 資料