

第5章 公社債発行市場

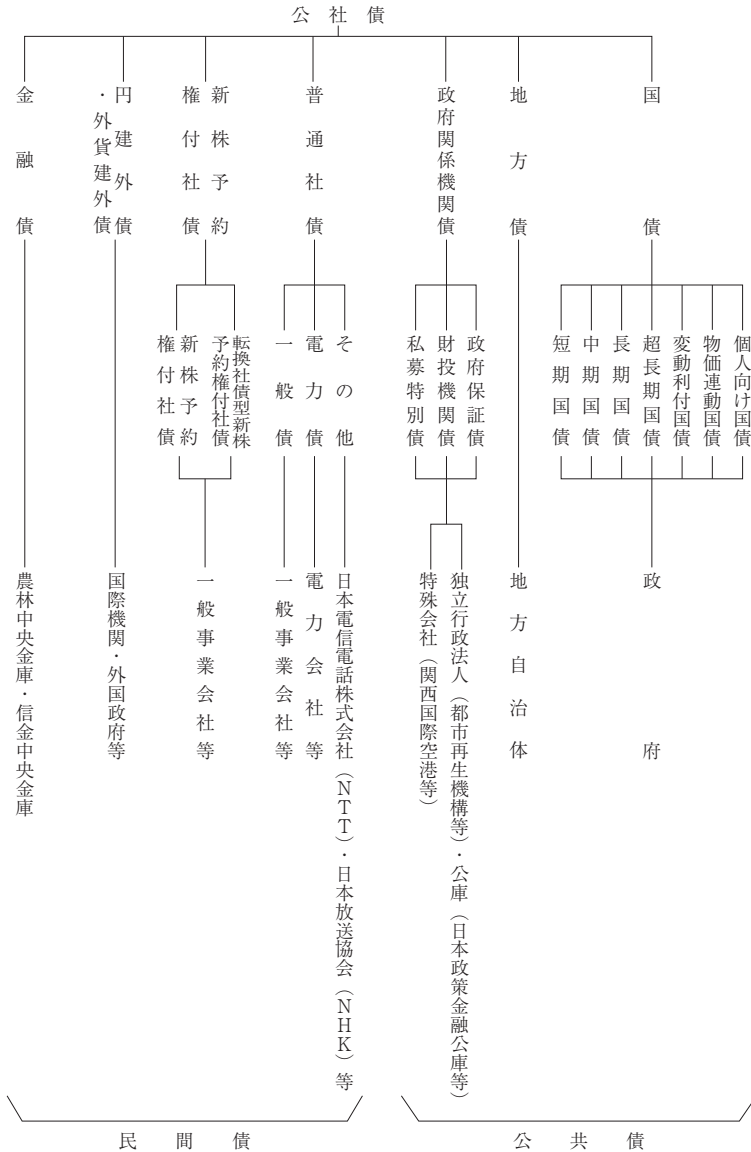
1. 公社債の種類 公社債とは公的機関の発行する債券（公共債）と民間団体の発行する債券の総称である。公社債の発行は直接金融による資金調達となるが、株式とは異なり満期には元本を償還しなければならない。発行体別に、国債、地方債、政府関係機関債、金融債、社債（事業債）、外国債がある。

このうち国債とは国が発行する債券で、満期別に短期国債（1年以内）、中期国債（2～5年）、長期国債（10年）、超長期国債（10年超）に大別される。2002年度からは10年物個人向け国債（変動利付）の発行が開始され、03年1月からは財務大臣が指定する元本部分と利子部分を分離可能な振替国債である分離適格振替国債（ストリップス債）の発行が開始された。さらに、03年度から元本と利子が消費者物価指数に連動する物価連動国債（10年）、05年度から5年物個人向け国債（固定利付）、07年度から40年固定利付国債、10年度から3年物個人向け国債（固定利付）も発行されている。

地方債は資金別に公的資金と民間等資金に大別され、前者は財政融資資金と地方公共団体金融機構資金、後者は市場公募資金と銀行等引受資金に分かれる。このうち市場公募資金は、全国型市場公募地方債、共同発行市場公募地方債、住民参加型市場公募地方債（ミニ公募債）に分かれる。また、銀行等引受資金によって起債された地方債を銀行等引受債といい、証券発行と証書借入の方法に分類される。政府関係機関債は独立行政法人などの政府関係機関が発行する債券で、このうち政府保証が付く債券が政府保証債である。他方、政府保証が付かない債券は、公募方式で発行される財投機関債と特定の金融機関が直接引き受ける私募特別債に分かれる。これら3種類を公共債という場合もある。

金融債は特定の金融機関が特別の法律により発行する債券で、5年物利付金融債と1年物割引金融債が中心である。金融債は、政府関係機関債と合わせて金融商品取引法2条1項3号の「特別の法律により法人の発行する債券」に該当し、「特殊債」と呼ばれることもある。また、社債は民間企業の発行する債券であり事業債とも呼ばれる。非金融法人企業に加え、銀行や消費者金融会社も社債を発行することができる。外国債は外国政府や企業（非居住者）が国内で発行する債券であり、特に円建・円払いで発行されるものを円建外債と呼ぶ。

公社債の種類



(注) 地方債は、地方自治法・地方財政法にもとづく債務であるが、公社債に含まれるものは、市場公募資金によって消化されるものと証券発行形式による銀行等引受債のみである。

2. 公社債の発行状況 2022年度の公社債の発行総額は238兆円となり、20年度をピークとして減少傾向にある。種類別に発行額の内訳をみると、22年度の国債の発行額は213兆円となり公社債全体の89.5%を占めている。20年度の221.4兆円よりは減少しているものの、新型コロナウイルス感染症への対応と22年2月から始まったロシアによるウクライナ侵攻等により高騰したエネルギー価格の緩和策などで依然として発行は高水準であり、特に割引短期国債は新型コロナ以前と比べて3倍の発行額となっている。22年度の国債の内訳をみると、超長期利付国債36.8兆円、長期利付国債37.3兆円、中期利付国債69.2兆円、割引短期国債63.1兆円となっている。また、詳細は第9節を参照願いたいだが、23年5月に成立したGX推進法を受けて、23年度より新たな国債として「脱炭素成長型経済構造移行債（GX 経済移行債）」の発行が決まった。

地方債は13年度をピークに減少傾向にあったが19年度から増額に転じ、21年度に7.2兆円のピークをつけた。22年度の発行額は5.5兆円となっている。地方債は、地方自治体の財政悪化を受けて、01年度から住民参加型市場公募地方債、03年度からは公募地方債の共同発行が導入されている。

普通社債の発行額も15年度までの減少傾向から増加傾向に転じており、近年では銘柄数と発行額がともに高い水準で推移している。19年に入り長期金利が低下したことを受けて大型の社債発行が続き、20年4月からの新型コロナ禍に対応した更なる金融緩和も受けて社債の発行は活発化したが、高水準の発行は継続しており、22年度も579の銘柄で12.9兆円の社債が発行されている。

金融債はすべて利付金融債で22年度に1.0兆円が発行されているが、95年度の43兆円の発行額をピークに大幅に減少している。この背景には、長期産業資金供給源としての長期信用銀行が事実上消滅したこと、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）の金融債発行終了（02年3月）、みずほコーポレート銀行による財形型以外の金融債発行終了（07年3月）、あおぞら銀行の金融債発行終了（11年9月）などがある。この他、22年度の政府関係機関債は、政府保証債0.9兆円、財投機関債等3.5兆円となっている。特に財投機関債は、財政投融资制度の改革に伴い2000年度に初めて住宅金融公庫が500億円発行した後、高い水準での発行が継続している。また22年度の円建非居住者債の発行額は1.1兆円であった。

公社債発行額

(単位：10億円)

年度	公社債合計		国債		内、利付国債 超長期		内、利付国債 10年		内、利付国債 5年		内、利付国債 4年・2年		内、短期割引 国債		内、個人向け 利付き国債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1998	3,531	142,467	64	95,843	3	2,398	8	16,259	0	0	18	6,555	24	39,518	0	0
1999	2,672	141,307	80	99,807	5	2,897	10	16,920	2	1,639	18	14,487	36	48,799	0	0
2000	5,386	148,356	78	105,392	10	5,894	9	18,019	9	11,755	17	20,015	24	42,841	0	0
2001	4,651	181,531	68	144,493	11	7,392	8	20,600	7	20,425	12	19,663	24	39,596	0	0
2002	9,608	181,109	73	147,298	15	10,589	10	21,800	7	22,979	12	20,731	24	43,595	1	384
2003	13,827	196,008	79	157,797	17	12,986	11	23,000	10	23,189	12	22,185	24	47,998	4	2,967
2004	19,252	223,796	79	185,101	18	16,753	10	23,000	9	25,007	12	21,742	24	47,195	4	6,821
2005	24,485	221,001	84	180,692	20	19,579	9	23,100	10	25,718	12	22,338	24	41,907	5	7,271
2006	19,433	204,033	79	170,432	17	19,331	8	23,959	9	26,038	12	22,789	22	36,799	8	7,138
2007	12,926	173,003	63	136,504	13	17,343	5	23,533	7	25,773	12	22,041	14	22,796	8	4,662
2008	2,140	156,867	68	123,867	12	16,787	9	24,354	11	25,039	12	23,126	14	21,000	8	2,293
2009	1,507	188,807	63	156,023	11	23,141	7	28,880	7	29,621	12	29,397	18	32,899	8	1,360
2010	1,601	192,981	67	160,411	12	25,926	7	30,856	7	30,288	12	33,001	12	29,999	17	1,028
2011	1,500	196,954	72	167,283	12	26,136	8	31,360	8	31,036	12	34,514	12	29,999	20	2,426
2012	1,436	204,091	73	174,957	12	28,068	7	31,872	6	32,421	12	34,008	12	29,999	24	1,875
2013	1,458	210,040	72	180,171	10	29,349	5	33,727	8	35,216	12	36,176	12	29,999	24	3,349
2014	1,397	204,622	82	176,065	9	31,776	5	33,607	6	35,158	12	33,177	12	26,700	36	2,633
2015	1,280	199,414	78	173,670	9	34,787	4	35,519	4	32,128	12	30,766	12	25,800	36	2,137
2016	1,377	197,142	78	168,001	9	33,040	4	35,172	4	30,878	12	29,654	12	25,000	36	4,556
2017	1,409	183,344	78	155,903	9	33,172	4	33,029	4	29,336	12	28,360	12	23,800	36	3,449
2018	1,478	177,678	74	148,696	7	31,686	3	33,275	3	26,115	12	27,109	12	21,600	36	4,693
2019	1,503	174,024	78	142,985	9	30,956	4	30,195	4	25,343	12	25,775	12	21,600	36	5,248
2020	1,525	253,115	90	221,416	9	34,701	4	35,347	4	30,003	12	34,442	24	80,899	36	3,029
2021	1,407	244,462	88	215,409	9	37,638	4	36,369	4	31,307	12	37,227	22	66,899	36	2,973
2022	1,307	237,980	86	213,029	9	36,779	4	37,320	6	32,773	12	36,491	18	63,100	36	3,418

〔出所〕 日本証券業協会

(単位：10億円)

年度	地方債		政府保証債		財投機関債等		普通社債		資産担保型 社債		転換社債型新株 予約権付社債		金融債		円建 非居住者債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1998	69	1,754	35	2,610	0	0	635	10,453	59	378	15	214	712	24,474	76	393
1999	72	2,061	40	3,325	0	0	437	7,788	126	441	23	434	688	23,304	68	1,037
2000	86	2,269	67	5,141	1	50	367	7,637	140	342	18	283	696	21,043	89	2,618
2001	90	2,225	55	4,315	24	731	333	8,172	127	394	17	283	755	16,867	41	1,308
2002	151	2,837	55	4,446	63	2,565	312	7,318	85	517	13	205	666	12,023	30	671
2003	226	4,621	95	6,898	86	2,663	353	6,993	82	200	9	77	667	9,271	39	943
2004	262	5,660	94	8,752	105	3,019	307	5,895	46	187	19	191	598	7,960	45	1,677
2005	312	6,189	94	7,002	115	4,722	335	6,904	28	354	13	113	563	8,756	47	1,592
2006	334	5,860	77	4,301	101	4,399	335	6,830	25	143	10	495	496	6,730	25	798
2007	365	5,721	79	4,298	125	4,941	425	9,401	5	153	3	30	407	6,505	78	2,647
2008	375	6,346	69	4,752	123	4,159	313	9,605	8	181	1	150	384	5,517	58	2,082
2009	418	7,361	78	4,667	164	4,735	388	10,300	2	100	3	249	347	4,180	40	1,192
2010	412	7,482	64	4,197	172	5,063	459	9,933	2	120	3	78	352	3,777	70	1,919
2011	394	6,663	61	3,331	212	5,735	394	8,277	5	200	2	33	284	3,438	76	1,994
2012	392	6,577	71	4,722	206	5,312	416	8,152	4	200	3	29	220	3,000	51	1,142
2013	421	7,069	69	5,060	212	4,678	462	8,142	1	50	10	77	121	2,618	90	2,174
2014	407	6,943	68	4,220	199	3,997	439	8,715	1	60	5	37	121	2,499	75	2,086
2015	406	6,772	68	3,146	212	4,489	348	6,941	1	50	4	166	91	2,365	72	1,816
2016	360	6,249	79	3,107	184	4,857	546	11,413	2	100	5	55	76	1,738	47	1,622
2017	362	6,101	82	3,956	210	4,814	560	10,063	2	100	1	10	76	1,330	38	1,067
2018	373	6,312	77	3,104	231	5,020	583	10,452	3	270	2	16	76	1,446	59	2,362
2019	371	6,450	49	1,803	209	4,810	704	15,759	0	0	12	9	40	1,116	40	1,092
2020	375	6,991	36	1,419	262	6,170	692	15,613	0	0	6	23	40	1,016	24	467
2021	373	7,240	30	1,129	192	4,030	646	14,860	0	0	4	13	40	989	34	792
2022	339	5,527	33	948	185	3,465	579	12,895	0	0	3	3	40	1,003	42	1,111

(注) 2019年4月分より国債以外の一般債の数値は、証券保管振替機構(ほふり)の統計データを用いた作成へと変更されている。

〔出所〕 日本証券業協会

3. 公共債の発行 国債の発行の方式は市中発行方式、個人向け発行方式、公的部門発行方式に大別されるが、以下では前二者について説明する。

国債の市中発行に当たっては、2006年度以降シンジケート団（シ団）引受方式が廃止されたため、価格（または利回り）競争による公募入札が基本とされている。これは、財務省が提示した発行条件に対して入札参加者が落札希望価格と落札希望額を入札し、それに基づいて発行価格と発行額を決定する方式である。その際、国債の種類に応じて、各落札者の入札価格が発行条件となるコンベンショナル方式と、入札価格によらず均一の募入最低価格（募入最高利回り）が発行条件となるダッチ方式を使い分けている。競争入札のほかに、主として中小入札参加者に配慮した非競争入札（2・5・10年固定利付国債）と、国債市場特別参加者（21年5月26日以降20社）向けの第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札がある。民間金融機関が募集を取り扱う個人向け販売方式は、個人向け国債と新型窓口販売（2・5・10年固定利付国債）に適用されている。

地方債の発行は、まず計画予算を策定し、地方公共団体議会の承認を経た上で総務大臣または都道府県知事と協議して決定しなければならない（地方債協議制度）。目的も公営企業財源、出資金・貸付金財源、借換財源などの適債事業に限定されている。公募地方債は総務省から指定を受けた41都道府県と20政令指定都市が発行している（2023年9月現在）。この場合、発行体は募集取扱いを行う引受シ団との交渉で発行条件を決定し、売れ残りが生じた場合はシ団が買い取ることが多い。また、03年度から発行されている共同発行市場公募地方債（地方公共団体の共同発行債）も引受シ団方式によるが、02年3月に導入された住民参加型市場公募地方債では、地域金融機関に対し、引受け並びに募集取扱い事務を委託することが一般的である。23年11月より、共同債形式による脱炭素化推進事業債の発行も始まっている。

政府保証債の発行は政府の財政投融资計画の一環として策定され、その発行限度額は毎年度国会の決議を経なければならない。発行方法には引受シ団方式と個別発行方式がある。前者の発行条件は毎月の国債の価格競争入札結果を参考にして決定され、後者は競争入札により発行条件と主幹事証券会社が決められる。財投機関債も利付債であり、その発行は主に発行体が主幹事証券会社を選定して引受シ団を組成する方法が採られる。

国債の種類

償還期間等	短期国債		中期国債	長期国債
	6ヶ月	1年	2年、5年	10年
発行形態	割引国債		利付国債	
最低額面単位	5万円		5万円	
発行方式	公募入札 日本銀行乗換		公募入札 窓口販売 (募集取扱い)	
入札方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式		価格競争入札・ コンベンショナル方式	
非競争入札等	第Ⅰ非価格競争入札		非競争入札 第Ⅰ非価格競争入札 第Ⅱ非価格競争入札	
譲渡制限	なし		なし	

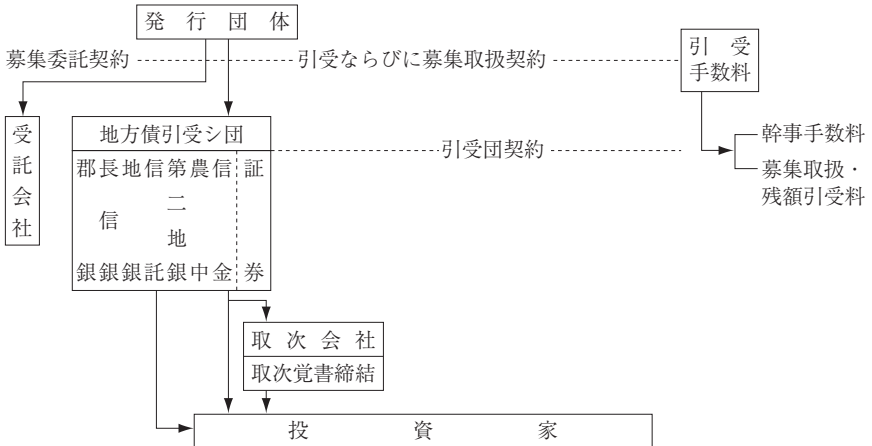
償還期間等	超長期国債			物価連動国債	個人向け国債
	20年	30年	40年	10年	固定3年、固定5年、 変動10年
発行形態	利付国債				
最低額面単位	5万円			10万円	1万円
発行方式	公募入札			公募入札	窓口販売 (募集取扱い)
入札方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式	利回り競争入札・ ダッチ方式	価格競争入札・ ダッチ方式	-	
非競争入札等	第Ⅰ非価格競争入札 第Ⅱ非価格競争入札	第Ⅱ非価格 競争入札	- (注1)	-	
譲渡制限	なし			なし	あり (注2)

(注) 1. 物価連動国債は2020年5月以降、第Ⅱ非価格競争入札を取り止めている。

2. 個人向け国債は個人(一定の信託の受託者を含む)のみに譲渡可能。

〔出所〕 財務省理財局『債務管理レポート2023』35頁

公募地方債引受機構の一例



〔出所〕 地方債協会

4. 民間債の発行 普通社債の発行については、かつて厳しい規制下に置かれており、その規制の中核が社債受託制度であった。この制度の下では、当時のメインバンク制を背景に、銀行が個別の社債発行に対し強い影響力を保持しており、社債発行市場全体においても、証券会社よりも銀行の発言力が強かった。しかし、メインバンク制の弱体化とともに、この社債受託制度は1980年代に機能を低下させ、93年の商法改正で抜本的な改革がなされた。これにより、社債制度の規制緩和が大きく前進した。

社債発行会社は、引受幹事証券会社、引受シ団、社債管理者または財務代理人などの関係機関を選定し、予備格付けも取得する。準備が整うと、引受幹事証券会社および引受シ団はプレマーケティングに基づく需要予測を行う。これをもとに発行条件が決定され、募集が行われる。この需要予測方式では、主幹事がシ団各社に投資家の需要調査を依頼し、その調査結果を集計した上で発行条件を決定する。その際の発行条件の決定は、発行予定社債と同年限の国債金利もしくはスワップ金利に、需要予測の結果得られた上乘せ幅を加えることで利率を決定するスプレッド・プライシングが一般的であったが、16年1月から日本銀行がマイナス金利政策を導入した影響もあり、現在では利回りの絶対値を提示して需要調査を行う絶対値プライシングも定着している。

発行体の格付けでみた場合、上位の高格付け社債発行が大半を占めており、低格付け社債発行の割合が低いことは日本の特徴である。これは大手機関投資家が主にA格以上の高格付け社債に限定して投資していることが要因である。わが国でも発行が増加傾向にあるSDGs債（ESG債）においても（第9節参照）、ICMA（国際資本市場協会）・金融庁・環境省などが設定する発行指針・基準への準拠や外部機関の評価とともに、高い信用格付けが求められている。

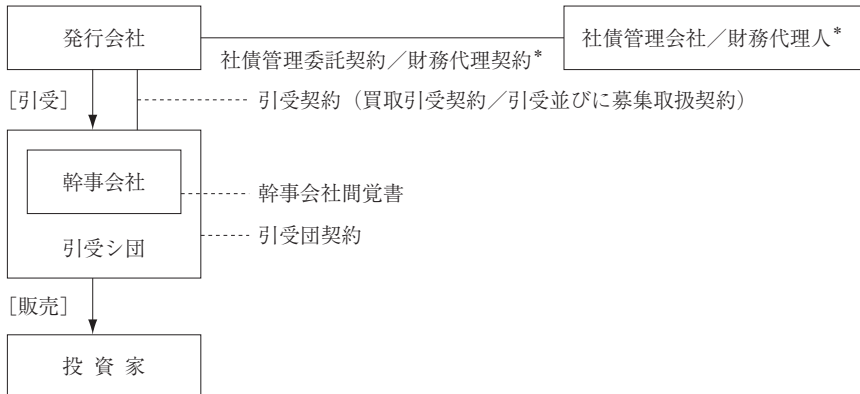
この他、23年3月にクレディスイスGが発行したAT1債（Additional Tier 1債）が無価値化する問題が生じたが、それ以降も、三井住友フィナンシャルG、三菱UFJ・FG、みずほFGがAT1債を発行している。また、ソフトバンクが個人向けに発行した1,200億円の社債型種類株式は、議決権や普通株への転換権が無く法的な分類は株式であるが、そのスキームは社債に類似している。この社債型種類株式は、23年11月にわが国で初めて証券取引所（東証プライム市場）に上場された。

主な SDGs 債（ESG 債）の発行例

条件決定日	発行体	発行額	利率	年限	ESG 債区分	信用格付	評価機関
2022年6月	ENEOS ホールディングス	850億円	0.83%	10年	トランジション	AA-(JCR) A+(R&I)	JCR
2022年7月	日本電気	600億円	0.46%	5年	サステナビリティリンク	A (R&I)	R&I
2022年10月	森ビル	500億円	1.36%	35年	グリーン	A-(JCR)	Sustainalytics
2022年10月	KDDI	500億円	0.43%	5年	サステナビリティ	AA-(R&I)	R&I
2023年1月	日産自動車	1,400億円	1.02%	3年	サステナビリティ	A (R&I)	Sustainalytics
2023年4月	SOMPO ホールディングス	700億円	0.48%	5年	ソーシャル	AA+(JCR)	JCR
2023年4月	住友不動産	400億円	0.49%	5.3年	グリーン	AA-(JCR) AA-(R&I)	JCR, R&I
2023年5月	三井不動産	1,000億円	0.81%	10年	グリーン	AA (JCR) AA-(R&I)	Sustainalytics
2023年5月	トヨタ自動車	500億円	0.74%	10年	サステナビリティ	AAA (JCR) AAA (R&I)	Moody's
2023年5月	中国電力	600億円	0.92%	10年	トランジション	A+(R&I) AA (JCR)	JCR

〔出所〕 ESG 債情報プラットフォーム

公募事業債引受機構



〔注〕 *物上担保附社債の場合、受託会社と信託契約を締結する。

〔出所〕 大和証券『債券の常識』

5. 格付会社と公社債の格付け 格付けとは、公社債の元利払いの確実性を測定し、簡単な記号で表示したものであり、通常専門の格付会社が行っている。もともとはアメリカの社債市場で発達してきたものであり、1930年代の大恐慌期に定着したとされている。それがわが国でも80年代に導入され、現在社債発行企業は格付けを取得することが一般的である。

格付会社は、債券の格付けに当り、担保の有無、財務上の特約、他の負債との優先劣後条件などを踏まえて発行企業の財務・営業状況を分析することで元利払いの安全性を測定し、その結果を記号で表示する。AAA格は最上位の信用力を有し、元利払いに関する不確実性はほとんどないことを示している。以下、AA、A、BBBと信用力は低下するが、この上位4格付けを通常、投資適格と呼んでいる。これを下回るBB格以下の債券はジャンク債（投資不適格債）と呼ばれるが、これらの債券は信用度が低いために高利回りが設定されており、高利回り債（ハイ・イールド債）とも呼ばれ、欧米では相当規模の発行市場が定着している。このようなジャンク債の発行市場がわが国に存在しなかったのは、適債基準によりこの種の債券の発行が政策的に排除されていたためである。しかし、96年に適債基準は撤廃され、現在ではジャンク債の発行に関する規制は存在しない。しかしながら、19年にBB格の発行（アイフル）があったが、BBB格すら発行は低調のままである。

現在わが国では、スタンダード&プアーズ（S&P）、ムーディーズ、フィッチといった米系格付会社のほか、日系の格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）が信用格付業者として活動している。信用格付業者とは、金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行（10年4月）により創設された制度であり、従来の指定格付機関制度に代わるものである。また、近年は地方債や財投機関債の格付も行われている。

米国のサブプライムローン問題発生後、格付けのあり方が大きく問われることとなった。もともと、格付会社は発行体からの格付手数料によって運営されているため、格付けが甘くなりがちであるという批判があると同時に、格付けは参考指標にすぎないという見方もあった。しかし、現在では、格付けはさまざまな金融規制や政策において利用されており、世界的にも格付会社は登録制により行政の監督下におかれることになっている。

格付の記号と定義の例

格付投資情報センター (R&I)	
格付け	定義
AAA	信用力は最も高く、多くの優れた要素がある。
AA	信用力は極めて高く、優れた要素がある。
A	信用力は高く、部分的に優れた要素がある。
BBB	信用力は十分であるが、将来環境が大きく変化する場合、注意すべき要素がある。
BB	信用力は当面問題ないが、将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある。
B	信用力に問題があり、絶えず注意すべき要素がある。
CCC	信用力に重大な問題があり、金融債務が不履行に陥る懸念が強い。
CC	発行体のすべての金融債務が不履行に陥る懸念が強い。
D	発行体のすべての金融債務が不履行に陥っているとR&Iが判断する格付。

日本格付研究所 (JCR)	
格付け	定義
AAA	債務履行の確実性が最も高い。
AA	債務履行の確実性は非常に高い。
A	債務履行の確実性は高い。
BBB	債務履行の確実性は認められるが、上位等級に比べて、将来債務履行の確実性が低下する可能性がある。
BB	債務履行に当面問題はないが、将来まで確実であるとは言えない。
B	債務履行の確実性に乏しく、懸念される要素がある。
CCC	現在においても不安な要素があり、債務不履行に陥る危険性がある。
CC	債務不履行に陥る危険性が高い。
C	債務不履行に陥る危険性が極めて高い。
D	債務不履行に陥っている。

ムーディーズ	
格付け	定義
Aaa	信用力が最も高いと判断され、信用リスクが最低水準にある債務に対する格付。
Aa	信用力が高いと判断され、信用リスクが極めて低い債務に対する格付。
A	中級の上位と判断され、信用リスクが低い債務に対する格付。
Baa	中級と判断され、信用リスクが中程度であるがゆえ、一定の投機的な要素を含む債務に対する格付。
Ba	投機的と判断され、相当の信用リスクがある債務に対する格付。
B	投機的とみなされ、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付。
Caa	投機的で安全性が低いとみなされ、信用リスクが極めて高い債務に対する格付。
Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利回収が見込める債務に対する格付。
C	最も格付が低く、通常、デフォルトに陥っており、元利回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付。

スタンダード&プアーズ	
格付け	定義
AAA	当該金融債務を履行する債務者の能力は極めて高い。スタンダード&プアーズの最上位の個別債務格付け。
AA	当該金融債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付け（AAA）との差は小さい。
A	当該金融債務を履行する債務者の能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
BBB	当該金融債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い。
BB	他の「投機的」格付けに比べて当該債務が不履行になる蓋然性は低いが、債務者は高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によっては当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているが、当該債務が不履行になる蓋然性は「BB」に格付けされた債務よりも高い。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。
CCC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く、債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い。
CC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で非常に高い。不履行はまだ発生していないものの、不履行となるまでの期間にかかわらず、スタンダード&プアーズが不履行は事実上確実と予想する場合に「CC」の格付けが用いられる。
C	当該債務は、不履行になる蓋然性が現時点で非常に高いうえに、より高い格付けの債務に比べて優先順位が低い、または最終的な回収見通しが低いと予想される。
D	当該債務の支払いが行われていないか、スタンダード&プアーズが想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については、その支払いが期日通り行われない場合、猶予期間の定めがなければ5営業日以内に、猶予期間の定めがあれば猶予期間内か30暦日以内のいずれか早いほうに支払いが行われるとスタンダード&プアーズが判断する場合を除いて、「D」が用いられる。また、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務交換（デリストレスト・エクステンション）が実施された場合も、当該債務の格付けは「D」に引き下げられる。
NR	格付けの依頼がない、格付けを確定するには情報が不十分である、またはスタンダード&プアーズが方針として当該債務に格付けを付与していないことを表す。

6. 社債管理 現在の社債管理者制度の基本機能は、社債受託制度を抜本的に改革した1993年6月の商法改正により明確化された。93年改正は、それまでの「社債募集の受託会社」の名称を「社債管理会社」に改めるとともに、①社債管理会社を原則として強制設置とし、その資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社等に限定、②社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定、③社債管理会社の権限・義務・責任を明確化、などを行っている。すなわち、従来社債募集の受託会社が行っていた発行時の事務代行業務は社債管理会社の本来業務とされず、発行後の社債管理業務に限定された。

この法改正の結果、社債の受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は法律上取り払われ、ここに従来の社債受託制度の個別発行体に対する規制者的な役割は終焉し、次の変化がみられた。①従来、受託銀行が徴収していた手数料は社債管理手数料と改称され、かつ引き下げられた、②社債管理会社の強制設置に例外規定（社債券面が1億円以上の場合など）が設けられたことによって、社債管理会社を設置せず、財務代理人だけを設置するいわゆる「不設置債」が増加し、一般化している。

さらに05年5月施行の会社法は「社債管理会社」の名称を現在の「社債管理者」に改めるとともに、その責任および権限を拡充している。具体的には、①旧商法上、「社債ノ管理」とは社債管理会社に法律上付与された権限の行使のみを指し、社債管理委託契約等に基づく権限（約定権限）の行使は含まれなかったが、会社法では約定権限の行使が「社債の管理」に含まれ、その行使についても公平誠実義務や善管注意義務を負うこととなる、②社債管理委託契約の定めがあるとき、社債権者集会の決議なく社債の全部について訴訟行為および破産・更生手続等に属する行為を行うことができるようになる、③減資や合併などにおける債権者保護手続では、原則として社債権者集会の決議なく異議を述べるができるようになった。

21年3月施行の改正会社法では、社債にかかわる事務手続きや債権の保全などの支援を業務とする「社債管理補助者」制度を導入している。この制度は社債管理者不設置債が対象となり、日本証券業協会が16年に創設した「社債権者補佐人」と同様に、金融機関のほか破産手続等の実務に詳しい弁護士や弁護士法人なども担うことができる。

会社法における社債管理者の選任・権限・責任

項目	内容	法条
【選任と権限】		
選任を要する場合	社債を発行する場合に選任を要するが、各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護に欠ける虞がないものとして法務省令で定める場合は必要ない。	法702条
社債管理者となり得る者	銀行、信託会社あるいはこれに準じる者。	法703条
委託事項	社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債管理を委託する。	法702条
社債管理者の義務	社債権者のために公平かつ誠実に社債の管理を行わなければならない(公平誠実義務)。社債権者に対し善良な管理者の注意を持って社債管理を行なう義務を負担する(善管注意義務)。	法704条
社債管理者の権限	社債権者のために社債に係る弁済を受け、または社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為をする権限を有する。上記のために必要あるときは、裁判所の許可を得て社債発行会社の業務および財産の状況を調査できる。	法705条 1項、4項
権限に関する特別の規制	以下の行為については、社債権者集会の決議によらなければならない。 ①その社債の全部についてする支払猶予、責任免除、和解 ②その社債全部についてする訴訟行為又は破産手続、更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為(訴訟手続には裁判上の和解を含む)。 なお、社債管理者との間で社債管理委託契約の定めがあるときは、社債権者集会の決議なく社債管理者はこれらの行為を行なうことができるようになった。	法706条 1項、2項 法676条 8号
債権者保護手続における社債管理者の権限	社債権者が異議を述べる場合には社債権者集会の決議を要することが原則だが、社債管理者は社債権者のために異議を述べることができる。ただし、社債管理委託契約に別段の定めをすることができる。	法740条 1項、2項
【責任】		
責任(損害賠償)	社債管理者が会社法又は社債権者集会決議に違反する行為をしたときは、社債権者に対し連帯して損害賠償責任を負う。	法710条 1項
法定の特別責任(損害賠償)	①社債発行会社が社債の償還若しくは利息の支払を怠り、若しくは社債発行会社について支払の停止があったときの前3ヵ月以内に、社債管理者がその債権に係る債務について社債発行会社から担保の供与又は債務の消滅に関する行為を受けた場合。 ②社債管理者の債権につき、社債発行会社から担保の供与又は弁済の受領を受けること。 ③社債管理者との間で支配会社と被支配会社との関係その他特別な関係を有する者に対して、社債管理者の債権を譲渡すること。 ④社債管理者が社債発行会社に対し債権を有する場合に、相殺の目的を持って社債発行会社の財産の処分を内容とする契約を社債発行会社と締結すること、又は社債発行会社に対して債務を負担する者の債務を引き受ける契約を締結して相殺すること。 ⑤社債管理者が社債発行会社に対して債務を負担する場合に、社債発行会社に対する債権を譲り受けて相殺すること。	法710条 2項
免責	社債管理者が誠実にすべき社債の管理を怠らなかつたこと、又はその損害が社債管理者の行為によって生じたものではないことを証明したとき。	法710条 2項但し書き
社債管理者の辞任と責任	①社債発行会社および社債権者集会の同意を得て辞任することができる(但し、予め事務を承継すべき社債管理者を定める必要がある)。 ②やむを得ない事由がある場合に裁判所の許可を得て辞任することができる。 ③社債管理委託契約に定める事由が生じた場合にも辞任することができる(但し、社債管理委託契約の中に事務を承継する社債管理者の定めがない限り)。 なお、社債発行会社の社債の償還若しくは利息の支払を怠り、若しくは社債発行会社について支払の停止があった後、又はその前3ヵ月以内に社債管理委託契約に定める事由により辞任した社債管理者は710条2項に基づく損害賠償責任を免れない。	法711条 法712条

〔出所〕 佐藤彰紘『新会社法で変わった会社のしくみ』、日本法令、2005年、179、181頁から作成

7. 新株予約権付社債・仕組み債 新株予約権とは、権利者（新株予約権者）が一定期間内に権利を行使した時に、会社が新株予約権者に対し一定価額で新株を発行するか、保有する自己株式を移転する義務を負うものをいう。

新株予約権付社債とは新株予約権を付した社債であり、実態的には従来の転換社債に相当するものと非分離型の新株引受権付社債に相当するものとに分けられる。転換社債に相当する転換社債型新株予約権付社債とは、①新株予約権を社債と分離して譲渡することができず、②社債の発行価額と新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を同額とした上で、③新株予約権を行使すると必ず社債の現物出資により新株予約権が行使されるものをいう。その多くは株式分割などの場合を除いて株式への転換価格が発行時に決定され、固定される。しかし、株価の下落に伴い転換価格が下方修正されるものもあり、中でも転換価格が6カ月に1回を超える頻度で修正される条項付のものは、「転換価格の修正条項付き転換社債型新株予約権付社債（MSCB）」と呼ばれるが、株価下落懸念のため、最近はほとんど発行されていない。一方、従来の新株引受権付社債のうち、分離型のは会社が社債と新株予約権を同時に募集するものとみなされるため、新株予約権付社債の範疇に含まれるものは非分離型のみである。この場合は、従来と同様、新株予約権が行使された際に払込金が別途支払われ、社債部分は残る。

仕組み債とは、一般にデリバティブを組み込んだ債券の俗称であるが、近年様々なタイプが発行されている。株式の他にも金利や為替、クレジットリスクを組み込んだ仕組み債などがある。このうち株式のリスクを組み込んだ仕組み債として、日経平均オプション取引を組み込んだ日経平均連動社債があり、一般に日経平均株価が上昇すれば高利回りを享受できるが、下落するとオプションが行使され損失が発生する。他社株転換条項付社債（EB債）は、対象企業の個別株オプションを組み込んだものであり、一般に対象企業の株価が上昇すればオプション料が取得できるため投資家は高利回りを享受できるが、株価が下落するとオプションが行使され当該株式をその価格で引き取らなければならない。第8節で記すように、一部の金融機関等による仕組み債の不適切な販売が社会的な問題ともなり、日本証券業協会は投資勧誘や顧客管理に関する新たな自主規制を2023年7月から適用している。

仕組み債の種類

【変形キャッシュフロー債】

ステップ・アップ債

当初のクーポンは実勢金利よりも低いが、一定期間経過後からクーポンが高くなっていく債券。その仕組み上、発行体が任意での償還権（コールオプション）を付けている場合が多い。

ステップ・ダウン債

当初のクーポンは実勢金利よりも高いが、一定期間経過後にはクーポンが低くなる債券。

ディープ・ディスカウント債

クーポン部分は全期間を通じて実勢金利よりも低いものの、発行価格自体がアンダーパーで設定されていて、クーポンの低さを償還益で補完する債券。

リバース・フローター債

金利が上がればクーポンが低下し、下がればクーポンが上昇する債券。金利スワップを用いたデリバティブ債。

【インデックス債】

株価、金利、債券インデックス債

償還元本が日経平均に連動するもの、クーポンが日経平均に連動するもの、クーポンが金利スワップレートに連動するもの、償還元本が日本国債先物価格に連動するもの等がある。

為替インデックス債

払込金とクーポンが円貨、償還金が外貨のデュアル・カレンシー債と、払込金と償還金が円貨、クーポンが外貨のリバース・デュアル・カレンシー債が中心。通常はクーポンよりも元本の額が大きいため、デュアル・カレンシー債の方が為替変動リスクが大きい。

【オプション付随債】

他社株転換条項付社債

発行体の任意で、償還金の支払いを予め決められた株数の他社株式によって行うことができる債券。購入者にとっては、プット・オプションの売りを行っていることになり、オプション・プレミアムの分、クーポンが高くなる。

その他のオプション付随債

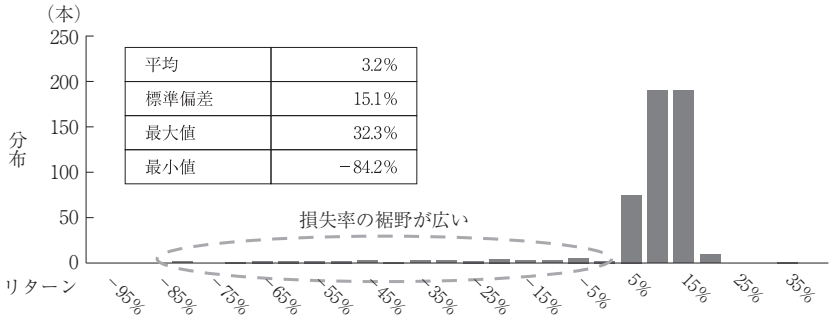
発行体の選択で期限前償還のできる「コーラブル債」、逆に投資家の選択で期限前償還ができる「プッタブル債」、デュアル・カレンシー債に為替オプションを付けた「ノック・イン・デュアル債」等がある。

【出所】 Hephastos Investment Researchのホームページ (http://hephaistos.fc2web.com/bond_guide/shikumi_sai.html)、金融広報中央委員会 HP などから作成

8. 仕組み債の販売問題 前節で述べたように、仕組み債はデリバティブを組み込んだ債券であるため、内在するリスクが複雑となりその把握は容易ではない。従って仕組み債の販売者には、適合性の原則の遵守とともに顧客に対する十分な説明責任が求められる。しかしながら証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）の仕組み債に関する紛争解決手続事例数（仕組投信を除く）をみると、2015年度に10件であったものが、19年度に33件、20年度69件、21年度25件、22年度41件と顕著に増加している。金融庁は、21年12月の市場制度ワーキング・グループで、仕組み債の販売に関する苦情の増加と、商品性にかかわる情報であるコストの非開示や重要情報シートの非導入を問題視し、22年5月の「資産運用業高度化プログレスレポート」の分析では、EB債の商品性を踏まえた販売時の顧客向け情報の不備を指摘した。さらに金融庁は、同年6月の「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果」を踏まえ、8月に公表した「2022事務年度金融行政方針」において、仕組み債を取り扱う金融機関の経営陣に対して顧客の真のニーズを踏まえた販売であるのかの検討を促した。このような金融庁の姿勢を受けて、一部の機関投資家向けの私募債を除き、多くの金融機関は自主的に公募型の仕組み債の販売を制限した。

自主規制機関である日本証券業協会は、仕組み債に関連する複数のガイドラインを設置している。23年2月に日証協は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の改正案として、顧客への勧誘前、勧誘・販売時、販売後に適用される①勧誘開始基準ガイドライン、②合理的根拠適合性ガイドライン、③広告指針、④投資勧誘規則、⑤重要事項説明ガイドラインならびに⑥販売勧誘体勢の見直しの改定を表明した。今回の自主規制規則の見直しで最も注目されるのは、仕組み債等の複雑でリスクが高い商品の販売プロセスにトップマネジメントの直接関与を求めた点であろう。このような商品を販売する合理性の検証、取引や苦情等の把握、販売勧誘体勢の検証や見直しなどが新たな関与の対象とされた。また、合理的根拠適合性を中核とする適切な顧客選別の必要性や、説明資料等における商品の複雑性やリスクの表示方法の見直し、顧客の理解度を示す確認書の記載の見直しなども中核となる。これら新たな規則の改定は23年7月から適用されている。

EB債のリターン実績の分布



(注) 2019年4月に個人向けに販売されたEB債のサンプル856本のうち、クーポンリターンが算出可能な固定利付債(364本)のみを抽出して算出。21年12月末時点で未償還のものは当該時点の時価から算出。リターンは年率。

[出所] 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2022」

仕組み債の販売実績

(単位：百億円)

	証券会社	主要銀行等	地域銀行
2017年度	343	152	50
2018年度	214	91	34
2019年度	197	106	49
2020年度	261	114	72
2021年度	244	107	64

[出所] 金融庁「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営モニタリング結果について」(2022年6月)

仕組み債に関連する日本証券業協会のガイドライン

関係ガイドライン	
勧誘開始基準ガイドライン (協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の2の考え方)	仕組債等の販売の勧誘を行うに当たっては、勧誘開始基準を定め、適合した者でなければ勧誘を行ってはならないとする投資勧誘規則第5条の2の考え方を示したガイドライン
合理的根拠適合性ガイドライン (協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方)	新たな有価証券等の販売に当たっては特性やリスクを十分に把握し、適合する顧客が想定できないものは販売してはならないとする投資勧誘規則第3条第3項の考え方を示したガイドライン
注意喚起文書ガイドライン (協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第6条の2の考え方)	仕組債等の販売に係る契約を締結しようとするときは、あらかじめ、顧客に注意喚起文書を交付しなければならないとする投資勧誘規則第6条の2の考え方を示したガイドライン
広告等に関する指針	協会の広告等に関する法定記載事項や留意事項を示すもの。債券全般の広告等に係る表示事項及び留意事項に加え、仕組債など個別銘柄の広告等に係る留意事項についても記載
重要事項説明ガイドライン (協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第4項の考え方)	有価証券の売買等においては重要な事項について顧客に十分な説明を行うとともに、理解を得るよう努めなければならないとする投資勧誘規則第3条第4項の考え方を示したガイドライン

[出所] 日本証券業協会「仕組債の販売勧誘に関するガイドライン等改定のポイント」(2023年2月)

9. 脱炭素成長型経済構造移行債（GX 経済移行債）の発行 わが国でも、2020年前後よりグリーンボンドやソーシャルボンドを中心としたSDGs債（ESG債）の発行が顕著となってきた（右図表）。16年のパリ協定（気候変動）に象徴される国際的な取り組みの増進を背景として、ICMA（国際資本市場協会）が定めるグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則、金融庁のソーシャルボンドガイドラインや環境省のグリーンボンドラインなどの発行指針や基準、さらにはSASBスタンダードやGRIスタンダードなどの開示基準の整備がSDGs債の発行の後押しをしていると言えよう。

21年10月に発足した岸田政権は、新しい資本主義に向けた重点投資分野としてグリーントランスフォーメーション（GX）への投資を掲げている。22年6月に公表した「経済財政運営と改革の基本方針」において、50年のカーボンニュートラル実現を見据えて「成長志向型カーボンプライシング構想」の具現化が示されるとともに、今後10年間で150兆円超の官民による投資を先導するために十分な規模の政府資金を「脱炭素成長型経済構造移行債（GX 経済移行債）」の発行により調達することが検討課題として記された。22年7月に設置された岸田総理を議長とするGX実行会議における議論・検討を経て、23年2月に「GX実行に向けた基本方針：今後10年を見据えたロードマップ」が閣議決定されるとともに、「脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律（GX推進法）」が5月12日に可決・成立している。

このGX推進法に基づき、GXの実現に向けて23年度より10年間で20兆円ほどの政府支出が認められた。この資金を調達すべく、カーボンプライシングの導入により得られる将来の財源を裏付けとするGX経済移行債が新規に発行されることとなった。このGX経済移行債は、産業競争力強化・経済成長と排出削減の両立に貢献する分野への投資等を目的に発行される。国会の議決を経た金額の範囲内で発行され、その発行限度額は、特別会計予算総則で規定される。23年度は最大1.6兆円の債券発行が予定されている。GX経済移行債は国債の一種であるが、その調達資金はエネルギー対策特別会計で区分して経理され、その発行においては資金用途等を明記したフレームワークの開示とともに第三者機関による外部認証を受ける。

国内で公募されたSDGs債（ESG債）の発行額と発行件数

（単位：億円）

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 6月末
グリーン	発行額 (発行件数)	100 (1)	660 (6)	2,363 (26)	5,650 (47)	7,754 (74)	10,958 (84)	10,856 (93)	7,107 (42)
ソーシャル	発行額 (発行件数)	350 (2)	1,231 (9)	2,521 (10)	5,119 (22)	9,150 (47)	11,642 (53)	19,608 (97)	12,847 (50)
サステナビリティ	発行額 (発行件数)	- -	- -	- -	1,370 (14)	4,435 (25)	5,210 (42)	7,010 (50)	4,760 (20)
サステナビリティ・リンク	発行額 (発行件数)	- -	- -	- -	- -	200 (2)	1,100 (7)	2,940 (16)	1,730 (9)
トランジション	発行額 (発行件数)	- -	- -	- -	- -	- -	200 (2)	4,212 (27)	1,500 (8)
グリーン& サステナビリティ・リンク	発行額 (発行件数)	- -	- -	- -	- -	- -	160 (2)	0 0	0 0

〔出所〕 日本証券業協会「SDGs債の発行状況」

GX実現に向けた基本方針

<p>1. エネルギー安定供給の確保を 大前提としたGXの取組</p>	<p>2. 「成長指向型カーボンプライシング構想」 等の実現・実行</p>
<p>①徹底した省エネの推進</p> <p>②再エネの主力電源化</p> <ul style="list-style-type: none"> 次世代太陽電池（ペロブスカイト）や浮体式洋上風力の社会実装化 <p>③原子力の活用</p> <p>④その他の重要事項</p> <ul style="list-style-type: none"> 水素・アンモニアと既存燃料との価格差に着目した支援 カーボンリサイクル燃料（メタネーション、SAF、合成燃料等）、蓄電池等の各分野において、GXに向けた研究開発・設備投資・需要創出等の取組を推進 	<p>①GX 経済移行債を活用した、今後10年間で20兆円規模の先行投資支援</p> <p>産業競争力強化・経済成長と排出削減の両立に貢献する分野への投資等を対象とし、規制・制度措置と一体的に講じる。</p> <p>②成長志向型カーボンプライシングによるGX投資インセンティブ</p> <ul style="list-style-type: none"> i. 排出量取引制度の本格稼働【2026年度～】 ii. 発電事業者に有償オークション導入【2033年度～】 iii. 炭素に対する賦課金制度の導入【2028年度～】 <p>※上記を一元的に執行する主体として「GX推進機構」を創設</p> <p>③新たな金融手法の活用</p> <p>④国際戦略・公正な移行・中小企業等のGX</p>

〔出所〕 GX 経済移行債発行に関する関係府省連絡会議（第1回）資料（2023年6月）