

相対的に高い利回りから 注目が集まる社債「劣後債」とは？

日興AMニュースレター

nikko am
fund academy

■利回りが魅力の社債「劣後債」の仕組み

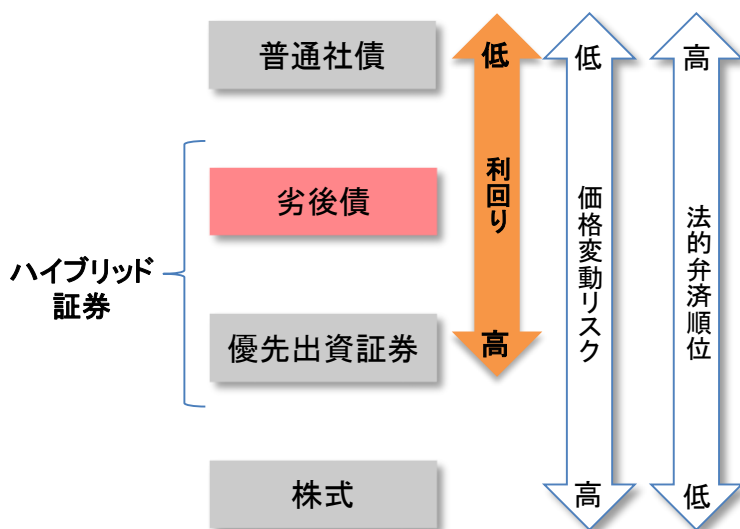
日本企業が資金調達手段として社債発行を積極化させるなか、その種類も多様化しており、中でも「劣後債」に注目が集まっています。

企業は、資金調達の目的などに応じて、株式や普通社債といった伝統的な証券のほかにも、株式と債券の特徴を併せ持つ「ハイブリッド証券」を発行することがあります。劣後債は、ハイブリッド証券の一種です。

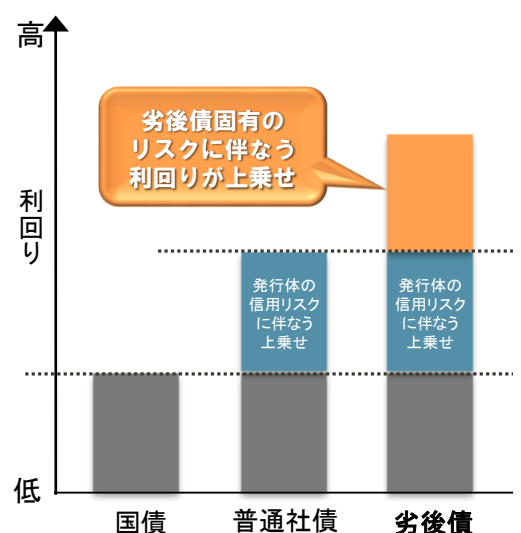
劣後債は、企業がデフォルト（債務不履行）となった場合などにおいて、元本や利息の支払い順位（法的弁済順位）が普通社債よりも低く設定されています。このため、普通社債と比べると、発行体の業績や経済状況などの変化による**価格変動が大きくなる傾向**にあります。一方で、劣後債固有のリスクに見合った利回りが上乗せされており同一の発行体が発行する普通社債に比べて**利回りが高くなる**ことが一般的です。

このように、低金利環境が長期化し、より高い利回りを求める動きが強まるなか、普通社債よりも高い利回りを持つ点が劣後債の投資魅力となっています。

企業が発行する主な証券のイメージ



劣後債の利回りのイメージ



※上記はイメージであり、実際と異なる場合があります。

日興アセットマネジメント

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが劣後債などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

facebook twitter で、経済、投資の最新情報をお届けしています。

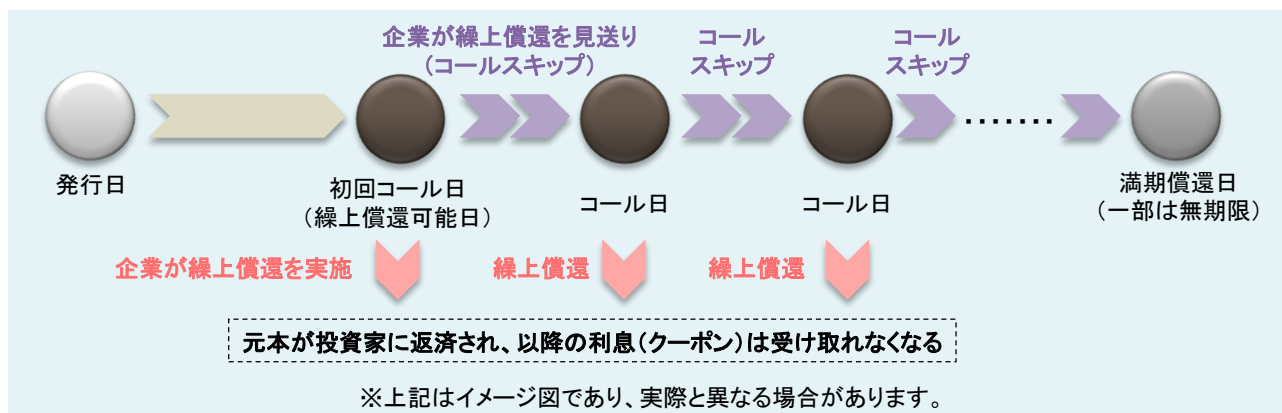
なお、劣後債は、部分的に資本性がある点や、繰上償還条項が付されていることが多い点など、価格変動リスクや利回りの大きさのほかに、普通社債と異なる特徴を持っています。

劣後債の主な特徴

元本や利息の支払い	企業がデフォルトした場合などにおいて、 普通社債より支払い順位が劣後 する
満期(償還期限)	普通社債より長い 傾向にある(無期限の場合もあります)
繰上償還	繰上償還条項(コール条項) が付されているものが一般的
発行体における会計上の分類	普通社債と同様、負債に分類されるが、一定の条件で自己資本に算入できる
価格変動リスク	(同一の発行体が発行する) 普通社債に比べて価格変動が大きい 傾向にある
利回り水準	(同一の発行体が発行する) 普通社債に比べて利回りが高い 傾向にある

■劣後債における繰上償還条項とコールスキップ

劣後債の多くには、繰上償還条項(コール条項)が付されています。これは、発行体が債券を満期前に償還することができるというものです。一般的な繰上償還条項付の債券では、繰上償還以降、利息が受け取れなくなることなどが投資家にとってリスクとなります。



一方で、劣後債の場合は、繰上償還の実施を前提に、償還までの期間が長めに設定されており、初回コール日以降は、資本性が低下したり、利払いが増加したりと、繰上償還の見送り(コールスキップ)が、発行体企業にとってデメリットとなりやすい仕組みとなっていることが一般的です。

こうした特徴から、劣後債は初回コール日で繰上償還されることが一般的です。そのため、市場では、繰上償還が織り込まれる傾向にあり、コールスキップされると、劣後債の価格が大きく下落するリスクがあります。

劣後債のコールスキップに伴う発行体への影響(デメリット)

会計上のデメリット	コール日を過ぎると、 資本として認められる金額が減少 する可能性がある
利払い負担	コール日を過ぎると、投資家に 支払うクーポン(利息) が増加する可能性がある
資金調達への影響	市場における信用力が低下し、 資金調達が難しくなる可能性 がある

■海外ではコールスキップが行なわれる事例も

前述のように、劣後債は、初回コール日での繰上償還実施が一般的です。実際に、日本では、企業イメージへの影響なども考慮され、一部の発行条件が特殊な劣後債などを除くと、コールスキップが行なわれる事例は、ほとんどみられていません。

ただし、発行体の財務状況が著しく悪化したり、金利が著しく上昇した場合などにおいては、経済合理性に基づき、コールスキップが行なわれる可能性も考えられます。

海外では、資金調達環境に鑑みた経済合理性が優先され、繰上償還が見送られるケースが比較적입니다。以下では、その事例をご紹介します。

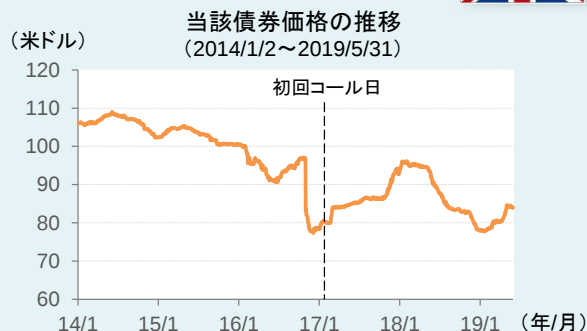
(ご参考)海外におけるコールスキップの事例①

例1

スタンダード・チャータード銀行(米ドル建て劣後債)のケース



- 発行年月 : 2006年12月
- 利率(発行時) : 6.409%
- 繰上償還可能年月 : 2017年1月(初回)
- 償還年月 : 無期限(永久劣後債)
- 発行額 : 7.5億米ドル



- ✓ 英国拠点の世界的金融グループ、スタンダード・チャータード銀行は、上記劣後債の初回コール日での繰上償還を見送ると2016年11月に発表。同債券は、次回繰上償還可能な時期が10年後の2027年であることから、一時、大きく下落することとなりました。
- ✓ 同債券は、コールスキップ後の利率が市場金利に連動するタイプであり、発行時から市場金利が大きく低下するなか、新たに資金調達を行なうよりもコールスキップした方が低コストであるとの経済合理性の観点から、コールスキップに至った模様です。なお、同行は、同債券のコールスキップ後も市場での資金調達が問題なくできているようです。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

※ 上記は過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

日興アセットマネジメント

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが劣後債などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

facebook twitter で、経済、投資の最新情報をお届けしています。

(ご参考)海外におけるコールスキップの事例②

例2

サントンドール銀行(ユーロ建て劣後債)のケース



- 発行年月 : 2014年3月
- 利率(発行時) : 6.250%
- 繰上償還可能年月 : 2019年3月(初回)
- 償還年月 : 無期限(永久劣後債)
- 発行額 : 15億ユーロ



- ✓ スペイン最大級の銀行であるサントンドール銀行は、上記債券について、初回コール日での繰上償還を見送ると2019年2月に発表。経済合理性の観点からの判断とみられています。
- ✓ 同行の経営状態への懸念が小さかったことや、その後のコール日が3ヵ月ごとに設定された条件であったことなどから、債券価格への影響も限定的となり、現在は落ち着きを取り戻しています。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

※ 上記は過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

このように、海外では、実際にコールスキップが発表されたことで、債券価格が下落するケースがみられました。ただし、上記の例では、発行体の財務状況が著しく悪化したわけではないこともあり、市場は徐々に落ち着きを取り戻し、債券価格の下落は一時的なものに留まりました。

■おわりに

劣後債には固有のリスクもありますが、その分、普通社債よりも魅力的な利回りが提供されています。そのため、劣後債への投資においては、投資信託などを活用し、多数の銘柄に分散投資することが、リスクの低減を図りながら、インカム収益の獲得をめざす有効な手段として考えられます。