

チーフ・アナリスト
大槻 奈那

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

劣後債の魅力とリスク：複雑さが難点。一方、安定的な高利回りが魅力。

投資歴が相当長い人でも、恐らく「劣後債」に投資したことがある人は少ないと思います。

地味な債券の中でも、少し特殊な「劣後債」はなじみが薄い投資商品です。しかし、株式とは違う魅力もあります。まだまだ知られていない「劣後債」の魅力とリスクについて解説します。

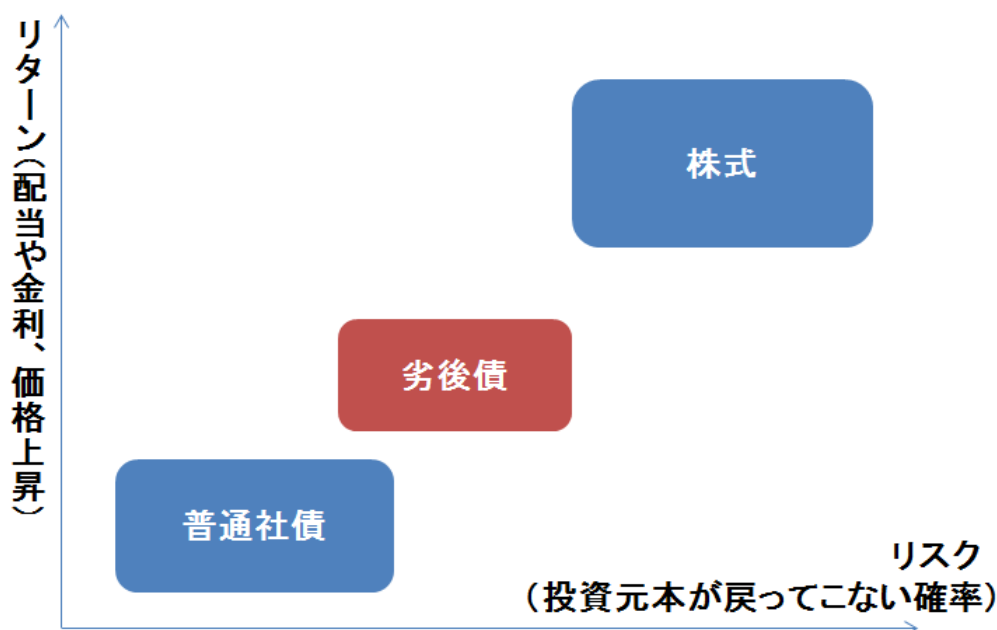
「劣後債」とは？何に対して“劣る”？

企業や国の債券は、通常、満期が来れば償還されます。しかし、満期前に企業が倒産してしまった場合、企業は全ての負債を返済することができなくなります。

そんな時、企業はどのような順序でお金を返すのでしょうか。

まず、最初に返済されるのは借入や普通社債です。銀行の場合、顧客から預かっている預金も含まれます。それらを全額返した後、残ったお金で返済されるのが劣後債です。それでもまだ余れば、優先株や普通株の株主にお金を回します。

図表1: 劣後債のリスク・リターンのイメージ



つまり、企業が潰れた時にお金が戻ってこないリスクは、株式>劣後債>普通社債の順に高くなります。倒産した時の返済順位が普通社債よりも低いことから“劣後債”と呼ばれます。普通社債と比較して相対的に高い利回りが期待できます。業績に左右される株の配当金と異なり、あらかじめ金利の支払い条件が定められていることも特徴的です。

劣後債の魅力は？

普通社債よりも倒産時の返済リスクが高い分、劣後債の利回りは普通社債よりも高くなっています。例えば、米バンクオブアメリカの劣後債の利回りは、4.0%（残存8年2か月、18/8月時点）であるのに対し、満期までほぼ同じ期間の普通社債の利回りは3.7%です。

なお、バンクオブアメリカ株の配当利回りは年1.9%程度ですから、劣後債の利回りの方が配当よりはるかに高いこととなります。

図表2: 劣後債の利回りの例

発行体	タイプ	利回り(税引き前)*	満期	期限まで	格付け
バンクオブアメリカ(BAC)	普通社債	年3.72%	2026年10月22日	約7年10か月	A3 (Moody's)、A- (S&P)
	劣後債	年4.02%	2026年10月28日	約8年2か月	Baa2 (Moody's)、BBB+ (S&P)
	株式	<配当利回り年1.9%>	--	--	--

*18/8/20時点の価格を基準

(出所)ブルームバーグ、発行体資料よりマネックス証券作成

企業はなぜこのような金利の高い債券を発行するのでしょうか。発行体は、劣後債を発行すると、格付会社などから、その一定割合を“資本”としてカウントしてもらえます。もちろん、新株を発行すれば資本は増えますが、その場合株式が希薄化してしまいますし、ROE（株主資本利益率）も下がってしまいます。劣後債を発行すれば、こうしたデメリットを避けて資本比率を引き上げることができます。

特に銀行の場合、こうした劣後債を発行して資本を補うケースが非常に多くみられます。日米欧の大手銀行では、ほぼ全行がこうした劣後債を発行しています。

劣後債のリスクとは

一方、前述の通り、もし、返済期限までに発行体が倒産してしまったら、普通社債以上に返済されにくくなります。また、金融機関の場合、損を出して資本比率が極端に低下してしまったら、劣後債が返済されなくなったり、株式に強制的に転換させられる可能性があります。

図表3: 劣後債の利点とリスク

発行体の状況	普通社債	劣後債	株式
業績が順調な場合	○	◎高利回り	◎配当+株価も上昇
業績が悪化した場合	○	○(*)利払い継続	△ 株価下落、減配も
赤字に転落した場合	○	○(*)利払い継続	▲ 株価下落、配当停止も
資本比率が規制基準以下に低下した場合 ^(**)	○	▲ 株式に転換 or 返済されない	▲ 株価下落、配当停止も
倒産した場合	▲返済されないリスク有	×返済されないリスク大	×上場廃止で価値暴落、または無価値に

(*) 劣後債には、満期より早く償還できるという「期前償還条項」が入っているものがある。この条項がある場合、早めの

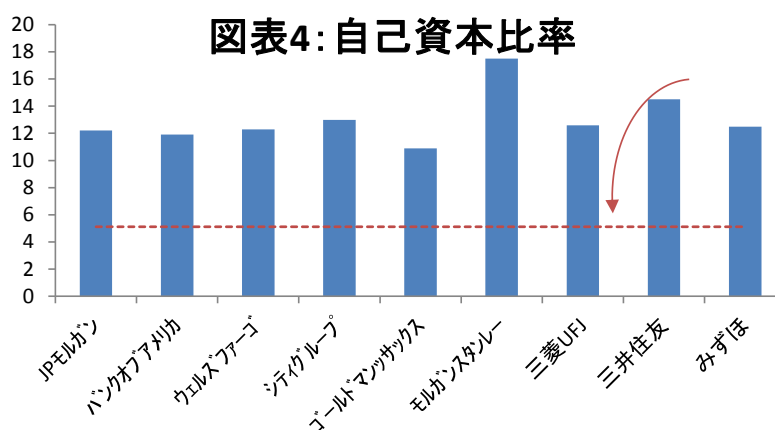
(**) 発行体が金融機関の場合のみ、通常、普通株式等Tier1比率5.125%が最低基準

◎メリット大、○メリットあり、△ややリスクあり、▲リスクあり、×リスク大

(出所) マネックス証券

なお、銀行の劣後債の場合、資本比率が基準以下まで下落してしまうと、元本が返済されなくなる場合があります。そのようなケースはまれですが、昨年、経営難に陥った Banco Popular（スペイン）がサンタンデールに買収される際に劣後債に損失が発生しました。

但し、日米の大手銀行の資本比率は、現在 10%超と高く（図表 4）、しかも上昇傾向にあるので、こうした懸念は相当低いと思われます。因みに、資本比率が低下してきたら、劣後債を市場で売却することも可能です（但し、株式ほどの流動性がないので、価格が低下するリスクはあります）。



(出所) 各社資料、8/20時点の直近期のCET1(普通株式等Tier1比率)

分散投資の一環として

このように、劣後債は、仕組みも複雑ですが、高利回りで、価格変動が少なく、会社が一時的に赤字になっても利払いが続くなど、株式とは違う強みがあります。

現在、世界では、200兆円程度の劣後債が発行されています。これまでは、その殆どが機関投資家向けで、個人が買えるものは残念ながらひと握りでした。

しかし、近年個人向けのものも徐々に増えています。これまで株式だけに投資をしていた人も、分散投資の一環として、劣後債への投資を検討してみてもいいかもしれません。

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。

提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会