

# 羊の衣をまとった狼： 高配当株ポートフォリオの隠れ

By John C. Baller, CFA  
Senior Portfolio Manager

S. Joel Mittelman, CFA, CPA  
Portfolio Strategist

Brock Campbell, CFA  
Research Analyst

The Boston Company Asset  
Management, LLC

---

In the past five years,  
we have witnessed a  
resurgence of interest in  
US dividend-paying stocks.

## エグゼクティブ・サマリー

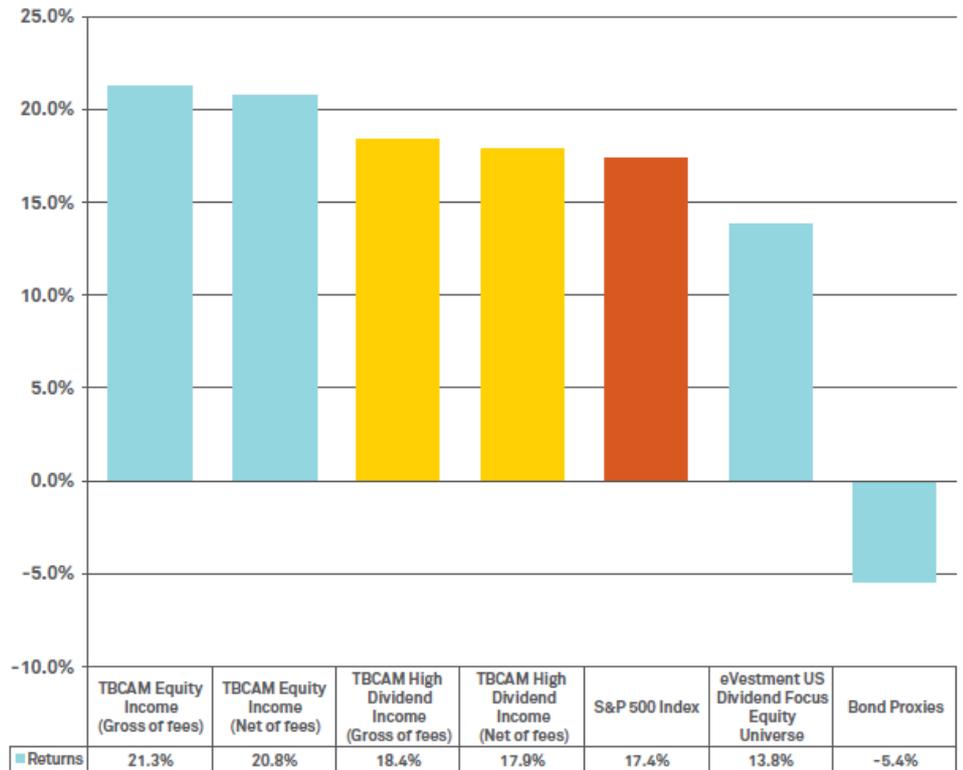
過去5年間、米国の高配当株への投資意欲が急速に高まっています。ゼロ金利の環境下において投資家がインカム収入を求めていることや、米国株へのエクスポージャーを引き上げるディフェンシブな方法であること、金利が上昇する局面では債券投資に懸念があることがその理由です。投資マネージャーは付随するリスクを十分に考慮することなく、リターン獲得という近視眼的な見方からこうした債券の代替資産への投資を進めてきたと、当社では見えています。

歴史的に、投資家は優れた下値抵抗能力やトータル・リターンを大きく押し上げる力に期待して、高い配当が得られる株式を購入してきました。しかしながら、今日の市場環境では、購入時のバリュエーションを顧みずに高利回り銘柄を買い入れることは大きなリスクを伴う可能性があります。場合によっては、高い配当を得られるという利点よりも大きなリスクを抱えることになりかねません。そのため、配当に着目して株式を購入する投資家は、現在の市場環境がもたらし得る影響を考慮する必要があります。本稿では、特に以下の3点について考察していきます。

- ー金利が上昇するリスク
- ーバリュエーションへの無関心がもたらす下落リスク
- ーファンダメンタルの変化による影響

これらの逆風は多くの投資家に影響を及ぼしますが、それは乗り越えられないものではありません。図表1は、これらのリスクすべてが存在していた最近、ファンダメンタルで先見性のある、そしてバリュエーションを重視するアプローチを用いた高配当銘柄への投資が、他のアプローチに比べて優れた運用成果を生んだことを示しています。

Figure 1: 10-Year US Treasury Interest Rate May 2013–December 2013



Source: FactSet, eVestment. Note: Bond Proxies are represented by the Telecommunications and Utilities sectors of the S&P 500 index. Please refer to the back page for other important disclosures. No investment strategy or risk management technique can guarantee returns or eliminate risk in any market environment.

Investors have often sought these stocks in an effort to preserve legacy fixed-income capital for a time when interest rates inevitably rise.

### 金利が上昇するリスク

最近では債券利回りが低下しているため、投資家は債券の代替資産として知られる一部の高利回り株式<sup>1</sup>を重視する姿勢を強めています。これらの銘柄は伝統的に、投資家が債券に求めるものと似た特性の多くを備えています。その特性とは、インカム収入と価格の下方硬直性です。投資家はまた、金利の上昇が避けられない場面に従来から保有していた債券の元本を守るため、これらの株式に注目してきました。

しかしながら、多くの投資家は、バーナンキ米連邦準備理事会（FRB）前議長が2013年5月に量的緩和の段階的解消を示唆したことを受けた金利上昇局面に、債券の代替資産となるこれらの株式がアンダーパフォーム（場合によっては、元本が棄損した）してきた度合いに衝撃を受けました（図表2参照）。2014年は金利が低下に転じましたが、当社では長期的には金利が上昇に向かう可能性が高いと考えています。

Figure 2: Periods of Rising Interest Rates and Related Performance

	Oct. 1993 – Nov. 1994	Oct. 1998 – Jan. 2000	Jun. 2003 – Jun. 2006	Dec. 2008 – Apr. 2010	May 2013 – Dec. 2013	Average
10 Year UST Change (bps)	281	263	207	189	140	219
S&P 500 Return	2.5%	48.8%	32.0%	39.9%	17.4%	30.6%
Telecom Sector Return	-1.1%	40.9%	29.6%	6.9%	-4.8%	20.0%
Utilities Sector Return	-1.2%	-3.3%	39.6%	9.9%	-6.0%	16.7%

Source: Bloomberg, FactSet.

Equities tend to appreciate meaningfully during periods of rising rates, but not all stocks and sectors benefit equally.

金利上昇局面では株価が力強く上昇する傾向がありますが、図表2が示すように、すべての銘柄やセクターが等しく恩恵を受けるわけではありません。金利が大幅に上昇した直近の場面では、公益事業セクターと電気通信サービスセクターが一貫して著しくアンダーパフォームしました。例外は2003年の公益事業セクターと1998年の電気通信サービスセクターの2度しかなく、当時はどちらのセクターも利回りが市場全体とさほど異なっていませんでした（つまり、債券の代替資産としては機能していなかった）。しかも、その半分はセクターのパフォーマンスが絶対ベースでマイナスとなり、元本も保全されませんでした。

金利リスクから資産を守ろうとする際、投資家は経済の健全性に対する感応度が高い企業や、利回りが高い企業、あるいは配当の高い伸びが期待できる企業への投資を検討するかもしれません。例えば、情報技術セクターと金融セクターは、過去3年間に配当が約30%の伸びを示した景気感応度の高い2つのセクターです。投資家は若干の利回りをあきらめることになるかもしれませんが（それでも市場の平均を上回る水準を維持している）、株価上昇余地の大きさや、下値抵抗力による恩恵を受けることができます。

## バリュエーションへの無関心がもたらす下落リスク

債券の代替資産となる株式のうち最も利回りの高い銘柄群は成長余地が限られているため、歴史的に見て、市場全体に比べ10~20%ディスカウントされた水準で取引されてきました。しかしながら、投資家が価格をさほど気にせずに高利回り銘柄を積極的に買い進めてきたことから、過去5年間でこうした相対的なディスカウント状態は解消されました。望ましい恩恵—この場合、高い利回り—を得るため過剰な対価を支払えば、全体の投資価値を大きく損なうことになりかねません（図表3参照）。

Figure 3: Percent Excess Return

		Valuation as Measured by P/E	
		Attractive	Unattractive
Dividend Yield	High	1.5%	-0.4%
	Low	0.4%	-0.5%

Source: Wolfe Trahan Accounting & Tax Policy Research, Company filings, Bloomberg, Standard & Poor's, FactSet. Note: Dividend Yield - 500 largest companies ex-REITs; 1990-2/6/13. Dividend yield is not sector neutral. P/E is sector neutral.

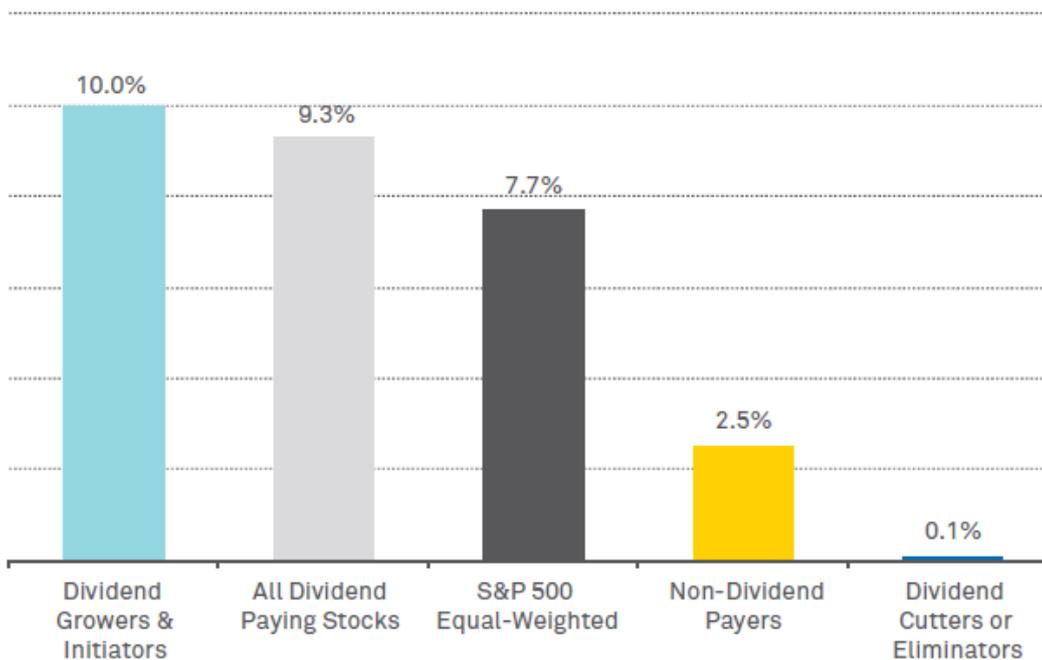
図表3は、配当利回りとバリュエーションの魅力に基づく4つの株式グループについて超過リターンを示しています。一定のバリュエーションでは高利回り銘柄のリターンが低利回り銘柄を上回り、配当を重視した投資に大きな魅力があることを裏付けています。配当利回りの水準にかかわらず、バリュエーションが高い銘柄（この場合は株価収益率の高い銘柄）はアンダーパフォームしました。魅力的なバリュエーションで高い利回りを提供している銘柄は、ボストン・カンパニーの投資アプローチにとって中核的な役割を果たしています。

## ファンダメンタルの変化による影響

高配当株式への投資を成功させるためには、事業のファンダメンタルズにも注目する必要があります。例えば、屋根に設置する太陽光パネルやホーム・オートメーションが普及すれば電力業界にとって強い逆風となるため、配当利回りの高い電力会社の伝統的なビジネスモデルは大きな変化にさらされる可能性があります。そうした事業環境の変化は消費者に販売する電力量の減少につながり、電力会社は多額の固定コストを賄うため電気料金を引き上げようとするでしょう。しかしながら、低所得の消費者の多くは太陽光発電システムを屋根に取り付けることができず、高い電気料金を支払わなくてはならなくなるため、電力料金の引き上げは公共料金を審査する委員会から大きな政治的圧力を受ける可能性があります。そのため、電力販売量が落ち込む一方で料金引き上げが困難になれば、電力会社の中にはいずれ業績が悪化する企業も出てくるでしょう。

一部の企業や経営陣はこうした環境変化に他社よりもはるかにうまく対応できると見られるため、銘柄によってリターンに格差が生じる見込みです。この変化に効果的に対処できない企業は減配に追い込まれる可能性があり、そうなればその企業はほぼ間違いなく投資家から嫌われ、株式が売りを浴びることになります。幸いなことに、配当の継続や引き上げを行う経営陣の能力や意欲を見極めるスキルを持った先見性のあるアクティブな投資マネージャーは、勝者と敗者を区別する能力を備えており、それに応じてポートフォリオのポジションを構築しています（図表 4 参照）。

**Figure 4: Average Annualized Returns of S&P 500 Stocks by Dividend Cohort (1972 – 2014)**



Source: Ned Davis Research. Monthly data 1/31/72 – 7/31/14.

電力会社は株主価値を解き放つため、金融リエンジニアリングを活用しています。過去 1 年間だけで、少なくとも 5 社の電力会社が別会社への事業の分離・独立を行いました。急ピッチで配当を引き上げ、税制上の優遇措置を受けられるこれらの企業は、初期段階で極めて優れたパフォーマンスを達成しました（図表 5 参照）。これらの企業は流通株式数や（あるいは）流動性が少なく、ヒストリカルなデータも乏しいため、高い配当の伸びと力強いパフォーマンスという強力な組み合わせを備えているにもかかわらず、パッシブ運用のマネージャーや（あるいは）定量分析を重視するマネージャーは、これらの証券へのエクスポージャーをほとんど保有しておりません。当社は、先見性のあるファンダメンタルなマネージャーはこうした困難を克服できると確信しています。

Utility companies are using financial re-engineering to unlock shareholder value.

## 結論

最近は多くの投資家が高配当株へのエクスポージャーを拡大してきましたが、高い利回りという狭い範囲のみに焦点を当てたものです。残念ながら、それは金利上昇やバリュエーションに対する無関心、そして（あるいは）ファンダメンタルの変化が生み出す意図せぬリスクをポートフォリオにもたらしてきました。

幸いなことに、投資家が高配当株への投資を通じて獲得を試みてきた真の恩恵が受けられるよう、これらのリスクを効果的に和らげることができると当社は確信しています。しかし、そのためには、投資家は高利回りだけに注目するのではなく、配当の成長見通し、経済への感応度、ファンダメンタルなポジション、バリュエーションの魅力などにも投資判断の基準を広げる必要があります。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会