

Title	バリューとグロース投資に関する有効性比較および補完可能性分析
Author	翟, 林瑜
Citation	経営研究. 72(2); 1-10
Issue Date	2021-08-31
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

バリュートグロース投資に関する 有効性比較および補完可能性分析

翟 林 瑜

目次

- 1 はじめに
 - 2 データと記述統計
 - 3 分析結果
 - 3.1 バリュートグロース投資の有効性の比較
 - 3.2 バリュート指標にグロース指標を加味する投資手法の有効性
 - 4 おわりに
- 参考文献

1 はじめに

株式市場の効率性やアノマリーに関心を持つ筆者は近年、日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性を検出した（翟, 2016; 2020）。また、グロース投資の有効性についても適切な成長性の指標である増収率や増益率を用いて、グロース銘柄と低成長またはマイナス成長（凋落）銘柄の間のリターンを比較してグロース投資もある程度有効であることを検出した（翟, 2021）。しかしながら、筆者のこれまでバリュート投資の有効性とグロース投資の有効性に関する研究で使われたサンプル期間やリターンの計測方法などにおいて相違があり、バリュート投資の有効性とグロース投資の有効性を直接に比較することができなかった。同一のサンプルデータと計測方法でこの二つの投資手法の有効性を比較することが本稿の第1の目的である。

株式投資に関する実証研究の多くは、バリュートとグロース投資を対照的な二つの投資スタイルとして捉えてきたが、バリュートとグロース投資の補完可能性、すなわちバリュート指標にグロース指標を加味する形で有効性を高めることができるかどうかを分析することが本稿の第2の目的である。

本稿も、前述の論文同様、複雑な分析方法ではなく、公開データのソートと分位間比較という投資実務で利用可能な簡便な分析方法を用いる。なお、バリュートとグロース投資に関する先行研究のサーベイについては前出の論文にすでであったとして省略することにする。

本稿の構成は、以下のとおりである。次の第2節では、データと記述統計について述べる。

第3節は、バリュート投資とグロース投資の有効性に関する比較を行い、バリュート投資にグロース投資の要素を取り入れる可能性を探る。第4節のおわりには、要約と課題について述べる。

2 データと記述統計

バリュート投資の有効性を検出した前出の論文(翟, 2016; 2020)や他の論文のほとんどは、バリュートの指標としてPER(株価収益率)やPBR(株価純資産倍率)といった財務指標を用いて、低いPERまたはPBRの銘柄をバリュート銘柄とし、高いPERまたはPBRの銘柄を非バリュート銘柄またはグロース銘柄としていた。しかしながら、業績の悪化で指標の分母である1株当たりの当期利益や純資産が急減した結果、予想PERまたはPBRが高くなるケースもあるので、高PERまたは高PBRをもってグロース銘柄とするのは不正確である。そのために、翟(2021)では、グロース指標として増収率と増益率を用いた。本稿でも、前出の論文を踏襲して、バリュート指標として低予想PER、低PBR、高DY(配当利回り)と低時価総額を用いる。グロース指標として高予想増収率、高予想経常増益率と高予想当期増益率があるが、翟(2021)は、単年度では予想当期増益率よりも予想経常増益率の方がグロース投資の有効性が高いと結論付けている。紙幅の関係もあり、本稿ではグロース指標として高予想増収率と高予想経常増益率を用いる。

データの構築は、翟(2021)で使われたデータに新たに予想PER、実績PBR、予想DYと時価総額を追加する形で行われた。銘柄の財務と株価に関するデータは、FinancialQUESTから取得した。サンプル企業は、金融、証券、保険とその他金融を除いた3月期決算の上場企業である。サンプル期間は、連結決算を全面導入した2001年から2020年までの19年間である。3月決算が大半の日本の企業は、決算発表は5月中旬で終了するが、その決算情報がFinancialQUESTに収録された後にデータベースとして利用可能になるのは5月末と想定して、2001~2019年の毎年5月末に利用可能な決算情報で投資銘柄を選定する。投資リターンは翌年の5月末までの年間リターンである¹⁾。株価は配当等調整後株価であるので、リターンは配当込みのリターンとなる。

グロース銘柄かどうかを判断する指標としては、売上高の成長性を示す増収率と利益の成長性を示す経常利益増益率(以下、経常増益率)の2つの指標を用いる。日本では、期末決算と同時に、次期の売上、利益と配当などについて経営者予想を公表しているため、いずれの指標にも予想値と実績値があるが、翟(2021)では、予想値の方により高いグロース投資の有効性があったことを考慮して、本稿では、予想値のみを成長性の指標とする。バリュート指標についてもできるだけ予想値を用いた方がいいので、5月末の予想PER、実績PBR、予想DYと時価総額を用いる²⁾。

表1は、サンプル期間中の毎年5月末を投資開始時点とする場合の各指標の記述統計である。

表 1 記述統計

投資年		予想PER	PBR	予想DY	時価総額	予想増収率	予想経常 増益率	R_年間
2001	平均値	25.18	1.58	1.49	147401	4.49	30.65	-8.25
	度数	1580	1642	1644	1644	1659	1523	1657
2002	平均値	30.22	1.28	1.56	126571	4.20	64.80	-6.35
	度数	1633	1684	1696	1696	1717	1421	1709
2003	平均値	20.62	1.16	1.80	96964	5.02	56.83	58.29
	度数	1696	1737	1746	1746	1759	1558	1757
2004	平均値	23.76	1.81	1.43	130091	7.17	38.16	20.62
	度数	1746	1775	1787	1787	1851	1735	1801
2005	平均値	31.60	2.76	1.25	135233	7.49	30.49	30.42
	度数	1665	1822	1835	1835	1917	1813	1854
2006	平均値	29.72	1.94	1.26	179708	8.43	27.12	-3.49
	度数	1870	1902	1905	1907	1991	1864	1917
2007	平均値	25.03	1.60	1.48	202174	7.36	27.12	-19.58
	度数	1917	1965	1972	1972	2014	1857	1922
2008	平均値	22.44	1.28	2.02	162796	5.63	25.92	-24.47
	度数	1951	1999	2003	2005	2027	1829	1949
2009	平均値	37.38	1.07	2.06	105777	-4.29	3.28	12.53
	度数	1750	2012	2022	2022	2037	1580	1967
2010	平均値	23.59	1.07	2.09	107950	10.11	69.93	4.95
	度数	1950	2022	2030	2030	2045	1668	1977
2011	平均値	22.15	1.10	2.18	106122	5.65	89.37	-0.24
	度数	1960	2040	2042	2046	2060	1876	1993
2012	平均値	16.83	0.88	2.46	91084	6.30	29.85	53.99
	度数	2000	2060	2064	2071	2086	1884	2014
2013	平均値	24.02	1.59	1.85	142439	9.39	24.88	12.70
	度数	2019	2081	2081	2091	2105	1897	2032
2014	平均値	22.80	1.39	1.91	152536	6.09	21.27	38.58
	度数	2041	2110	2106	2116	2132	1970	2052
2015	平均値	26.80	1.78	1.66	203841	6.92	19.03	-6.44
	度数	2074	2132	2130	2137	2158	2002	2073
2016	平均値	24.57	1.73	2.05	170025	4.53	14.55	29.11
	度数	2092	2162	2160	2170	2177	2009	2101
2017	平均値	26.59	1.85	1.84	189307	6.66	17.80	23.84
	度数	2129	2180	2191	2192	2190	2025	2121
2018	平均値	27.15	2.40	1.75	211025	7.34	17.08	-15.78
	度数	2145	2200	2208	2210	2218	2067	2229

2019	平均値	26.22	1.74	2.34	186812	5.32	11.09	6.36
	度数	2158	2228	2240	2240	2242	2071	2260
2001~2019	平均値	25.50	1.58	1.83	151342	6.02	31.56	10.82
	度数	36376	37753	37862	37917	38385	34649	37385

注：投資年は投資年の5月末を意味し、R_年間は投資年の5月末から翌年の5月末までのリターンである。予想DY、予想増収率、予想経常増益率とリターンは%で、時価総額は百万円である。

表1の記述統計を眺めると、2001~2019年の株式市場においては、2007~2008年のリーマンショックの影響、2015年のチャイナショックの影響、2018年後半の原因不明の株価下落の影響と2020年3~4月の新型コロナショックの影響などがあったが、2003~2005年の上昇期や2012年末のアベノミックスのスタートの好影響などに支えられ、年間リターンの19年平均では10.82%のリターンを実現することができた。

3 分析結果

筆者は前出の論文でバリュート投資またはグロース投資の有効性について、サンプル期間の年平均リターンとともに年ごとのリターンとその有意性で分析していた。本稿は、論文が冗長になるのを避けるため、サンプル期間である19年間の年平均リターンのみで有効性を検証する。このリターンは、毎年5月末にポートフォリオを組み直した場合の19年間のbuy and hold年平均リターンに相当する。また、19年間の年平均リターンの場合、ほとんどのリターン・スプレッドが有意になるので、有意性の言及も割愛する。

3.1 バリュート投資とグロース投資の有効性の比較

まず、バリュート投資の有効性を表2に示す。

表2 バリュート投資の有効性

分位	予想PERによる分位		PBRによる分位		予想DYによる分位		時価総額による分位	
	予想PER	R_年間	PBR	R_年間	予想DY	R_年間	時価総額	R_年間
1(バリュート)	7.87	17.54	0.45	14.19	3.44	14.59	2614	16.49
2	11.84	12.30	0.69	11.23	2.42	11.78	7043	11.56
3	15.76	10.08	0.96	10.29	1.82	10.19	16689	9.96
4	21.82	7.51	1.40	9.96	1.23	7.81	50154	8.64
5(非バリュート)	70.20	6.35	4.40	8.31	0.25	9.95	680491	7.62
平均	25.50	10.72	1.58	10.80	1.83	10.86	151342	10.86
リターン・スプレット		11.19		5.88		4.64		8.87

注：R_年間は2001~2019年の各年の5月末から翌年の5月末までの年リターンの平均である。予想DYとリターンは%、時価総額は百万円である。リターン・スプレットは第1分位(バリュート)のリターンと第5分位(非バリュート)のリターンの差である。

次に、翟（2021）の表 2-4 を簡略化してまとめた表 3 で改めてグロース投資の有効性を示す。なお、翟（2021）は予想増収率や増益率の高い順で分位分けをしたに対して、本稿は上のバリュー投資の分析方法に合わせて低い順で分位分けしている。

表 3 グロース投資の有効性

分位	予想増収率による分位		予想経常増益率による分位	
	予想増収率	R_年間	予想経常増益率	R_年間
1(グロース)	26.66	12.96	182.92	11.65
2	6.76	11.59	17.56	11.65
3	3.32	9.68	5.18	10.84
4	0.57	9.92	-4.25	9.19
5(凋落)	-7.19	9.58	-43.56	8.91
平均	6.02	10.72	31.56	10.44
リターン・スプレット		3.39		2.74

注：R_年間は 2001～2019 年の各年の 5 月末から翌年の 5 月末までの年リターンの平均である。予想増収率、予想経常増益率とリターンは％、時価総額は百万円である。リターン・スプレッドは第 1 分位（グロース）のリターンと第 5 分位（凋落）のリターンの差である。

表 2 のバリュー投資では第 5 分位の非バリュー群から第 1 分位のバリュー群に向かって、表 3 のグロース投資では第 5 分位の凋落群から第 1 分位のグロース群に向かて、ほぼすべての指標において、年リターンの R_年間が一意的に高くなっている。バリュー投資とグロース投資のいずれも有効であることがわかる。

次に表 2 と表 3 にあるリターン・スプレットを比較する。表 2 の予想 PER、PBR、予想 DY と時価総額によるバリュー投資のリターン・スプレットはそれぞれ 11.19％、5.88％、4.64％と 8.87％であるのに対して、予想増収率と予想経常増益率によるリターン・スプレッドはそれぞれ 3.39％と 2.74％に過ぎず、バリュー投資の有効性がグロース投資より高い³⁾。

3.2 バリュー指標にグロース指標を加味する投資手法の有効性

バリュー投資に高い有効性があり、グロース投資にもある程度有効性が検出されたことを踏まえ、バリュー指標にグロース指標を加味する投資手法の方にはもっと高い有効性を有するのではないかと考えられる。そのために、バリュー指標に、それぞれ予想増収率と予想経常増益率を加味する投資手法の有効性を考察する。

2 指標で分位（ポートフォリオ）を組む場合、2 段階分位分けの方法がよく使われる。例えば時価総額と PBR でポートフォリオを組む場合、まず時価総額で 3 分位分けしてからその各分位についてさらに PBR で 3 分位分けする形で、トータルで 9 つのポートフォリオを構築す

る。この手法は、第1段階の指標を特定しなければならないし、ポートフォリオの数もかなり多くなる点で実務では使いにくい。本稿では、翟（2016）で使われた総合ランクで以下の手順で5分位分けを行う。まず、投資年ごとに、バリュースコア指標でバリュー順にランク付けを行い、グロース指標でグロース順にランク付けを行う。次に、この二つのランクを足し合わせて総合ランクとする。最後に、この総合ランクで5分位分けを行う。

バリュースコア指標に予想増収率と予想経常増益率を加味する投資手法の有効性をそれぞれ表4と表5に示す。

表4 バリュースコア指標に予想増収率を加味する投資手法の有効性

分位	予想PERと予想増収率			PBRと予想増収率			予想DYと予想増収率			時価総額と予想増収率		
	予想 PER	予想 増収率	R_年間	PBR	予想 増収率	R_年間	予想 DY	予想 増収率	R_年間	時価 総額	予想 増収率	R_年間
1(バリューかつ グロース)	10.22	15.17	16.40	0.62	13.14	14.23	2.92	12.54	14.99	5779	19.65	15.96
2	14.40	8.98	11.78	0.90	8.53	12.08	2.23	8.51	11.78	18938	8.68	11.27
3	27.97	6.57	10.55	2.25	9.61	10.47	1.69	11.35	9.43	88804	3.31	10.01
4	27.22	0.96	8.32	1.74	1.29	9.15	1.53	0.99	9.27	177797	0.44	8.58
5(非バリュー かつ凋落)	46.94	-3.41	6.22	2.20	-3.53	7.72	0.82	-4.43	8.39	437693	-3.09	8.04
平均	25.35	5.65	10.63	1.54	5.81	10.73	1.84	5.79	10.77	145751	5.80	10.77
リターン・ スプレッド			10.18			6.51			6.60			7.92

注：R_年間は2001～2019年の各年の5月末から翌年の5月末までの年リターンの平均である。予想増収率、予想DYとリターンは%、時価総額は百万円である。リターン・スプレッドは第1分位（バリューかつグロース）のリターンと第5分位（非バリューかつ凋落）のリターンの差である。

表4のリターン・スプレッドを単一のバリュースコア指標による表2のリターン・スプレッドと比較すると、PBRと予想DYの場合にのみ予想増収率の加味によるリターン・スプレッドの改善があり、予想PERと時価総額の場合、予想増収率の加味の意義がない、ということがわかる。

表5 バリュー指標に予想経常増益率を加味する投資手法の有効性

分位	予想 PER と予想経常増益率			PBR と予想経常増益率			予想 DY と予想経常増益率			時価総額と予想経常増益率		
	予想 PER	予想経常増益率	R_年間	PBR	予想経常増益率	R_年間	予想 DY	予想経常増益率	R_年間	時価総額 百万円	予想経常増益率	R_年間
	1(バリューかつグロース)	10.04	83.16	16.47	0.61	127.86	13.06	2.99	106.43	14.47	5815	120.05
2	13.42	41.95	12.59	0.85	35.63	11.59	2.37	37.83	11.90	18664	38.25	12.23
3	21.53	61.30	10.32	1.43	16.40	10.72	1.82	44.56	10.17	78386	28.10	10.28
4	25.46	3.06	6.83	1.97	-3.12	9.74	1.48	0.24	9.05	189460	-6.67	8.45
5(非バリューかつ凋落)	39.23	-22.68	6.06	2.39	-20.28	7.23	0.98	-31.72	6.84	467358	-22.58	7.20
平均	21.94	33.36	10.43	1.45	31.29	10.47	1.93	31.46	10.49	151909	31.42	10.49
リターン・スプレッド			10.41			5.83			7.63			7.03

注：R_年間は2001～2019年の各年の5月末から翌年の5月末までの年リターンの平均である。予想経常増益率、予想DYとリターンは%、時価総額は百万円である。リターン・スプレッドは第1分位（バリューかつグロース）のリターンと第5分位（非バリューかつ凋落）のリターンの差である。

同様に、表5のリターン・スプレッドを単一のバリュー指標による表2のリターン・スプレッドと比べると、PBRと予想DYの場合にのみ予想経常増益率の加味によるリターン・スプレッドの改善があり、予想PERと時価総額の場合、予想経常増益率の加味の意義がない、ということがわかる。

4 おわりに

日本の株式市場における2001～2019年のバリュー投資とグロース投資の有効性について確認と比較を行い、バリュー指標にグロース指標を加味する投資手法の有効性向上効果を検討した結果、以下のことが検出された。第1に、バリュー投資手法とグロース投資手法のいずれにも有効性がある。第2に、バリュー投資の有効性がグロース投資より高い。第3に、バリュー指標にグロース指標を加味する場合の有効性はまちまちで総じて高くない。

バリュート投資手法の有効性が高い現象は、多くの国で検出されている。それでは、なぜこのようなアノマリーが存在するであろうか。これをめぐっては二つの仮説がある。一つは行動ファイナンス理論に依拠する仮説である。バリュート株は多くの場合不人気な訳あり銘柄で、その株価は過少評価されがちであるが、急速な業績改善や資本政策の変更などのカタリスト（好材料）で株価の過小評価が修正される。もう一つは、効率的株式市場仮説である。バリュート株は業績が低迷したり、企業価値を重視しない資本政策を取り続けたりするなどの問題があり、高いリスクを抱えている。バリュート株の好投資成績はバリュート株固有のリスクに対するプレミアム（補償）に過ぎない。この二つの仮説のどちらがより正しいかを分析することは今後の課題である。

本稿では、バリュート指標に増収率または増益率を加味する場合の投資手法の有効性を分析したが、リターン・スプレッドを最も高めるような最適のバリュート指標とグロース指標の組み合わせがあるのか、バリュート株や市場平均と比べ、グロース株のリターンのボラティリティに特徴があるのかについても今後の課題にしたい。

注

- 1) 翟 (2021) で計測した 10 か月リターンを割愛した。
- 2) 増益率の分母の経常利益や当期利益がマイナスや 0 のとき、増益率が算出不可能なため、分母の利益が 10 百万円以下の銘柄を除外した。また、外れ値処理としては増収率が 200% 以上または -100% 以下のサンプル 8 個、増益率の絶対値が異常に高いサンプル 8 個、リターンの絶対値が 95% 以上のサンプル 33 個を取り除いている。なお、分母の利益が 0 近辺や赤字の銘柄が除かれたため、サンプルは業績のいい銘柄に偏り、上方バイアスがあることに注意されたい。
- 3) バリュート投資の有効性と優位性は、長期間平均では確かに頑健に存在するが、毎年恒常的に見られるわけではなく、有効または優位ではない年もある。また、バリュート株にはバリュート・ストラップ（万年安）の株が多く、急速な業績改善や資本政策の変更（増配、自社株買いと MBO など）のカタリストで株価が大きく上昇するのはごく一部である（坂本, 2014 と福嶋, 2008 を参照されたい）。

参考文献

- 坂本勲 (2014) 「ミス・プライシング修正仮説と分位間移動によるバリュート株効果の要因分析」『徳山大学論叢』第 78 号、37-54 頁。
- 翟林瑜 (2016) 「日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 67 巻第 1 号、37-52 頁。
- 翟林瑜 (2020) 「日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性：続篇」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 70 巻第 4 号、1-9 頁。
- 翟林瑜 (2021) 「日本の株式市場におけるグロース投資の有効性」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 72 巻第 1 号、1-31 頁。
- 翟林瑜・関石・姚星明 (2017) 「中国の株式市場におけるバリュート投資の有効性」大阪市立大学経営学会『経営研究』第 68 巻第 2 号、17-28 頁。

- 福嶋和子（2008）「バリュースト株、グロース株のリターン要因と分位移動」『証券アナリストジャーナル』 Vol. 46, No. 7, 84-95 頁.
- Athanassakos, G. (2011) “Do Value Investors Add Value?,” *Journal of Investing*, 20, 86-100.
- Chan, L. and J. Lakonishok (2004) “Value and Growth Investing: Review and Update,” *Financial Analysts Journal*, 60, 71-86.
- Chan, L., Y. Hamao and J. Lakonishok (1991) “Fundamentals and Stock Returns in Japan,” *Journal of Finance*, 46, 1739-64.
- Davis, J., E. F. Fama and K. R. French (2000) “Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997”, *Journal of Finance*, 55, 389-406.
- Fama, E. F. and K. R. French (1992) “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- (1998) “Value versus Growth: The International Evidence,” *Journal of Finance*, 53, 1975-1999.
- (2012) “Size, Value, and Momentum in International Stock Returns,” *Journal of Financial Economics*, 105, 457-472.
- Greenblatt, J. (2006) *The Little Book That Beats the Market*, John Wiley & Sons, Inc.
- Gregor, E. (2010) “Value Investing Anomalies in the European Stock Market: Multiple Value, Consistent Earner, and Recognized Value,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 527-537.
- Lakonishok, J., A. Shleifer and R. W. Vishny (1994) “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk,” *Journal of Finance*, 49, 141-1578.

Value Investing Effect and Growth Investing Effect in the Japanese Stock Market

Linyu Zhai

Summary

By comparing value investing effect and growth investing effect in the Japanese 2001~2019 stock market, I found that value investing outperforms growth investing. I also searched the possibility of using both the value index and growth index and found that the improving effect by using both is not so significant.