

研究ノート

ヨルダンの「投資論」

—分析論型投資論と管理論型投資論（Ⅱ）—

松 谷 勉

I

Jordan の Investments ([1]) は、その初版が1919年に公刊されたが、その後毎年増刷され、まる5年後の1924年9月には全面的な改訂版としての第2版が出された。ちなみにそれは、いわゆる「新時代」(the New-Era)の空前の株式ブームへと導く原動力となったともいえる、まさに画期的な投資論・普通株理論としてのかの Smith の Common Stocks as Long Term Investments⁽¹⁾ ([2]) の発表される3カ月前であった。したがって、この Jordan の第2版は、前稿⁽²⁾でみた Chamberlain による「債券投資論」([3]) の発表以降から、新時代の空前の株式ブームの直前にいたる迄の期間にお

(1) Smith の普通株理論については、拙稿「アメリカにおける普通株投資政策について(I)」商学論集第13巻第3号を参照されたい。

(2) 拙稿「アメリカ投資論の特徴——分析型投資論と管理論型投資論(I)」商学論集第22巻第1号所収。

る一般的な投資思想を基礎とするものであるといえるであろう。このことは、Jordan 自身その序文に、応用経済学の一部門としての投資論には、まだ絶対的な法則はなく、したがって、独断的な説明よりもむしろ一般的な傾向を重視した([1]p. vi)と述べていることから分かる。

ところで、証券投資・債券投資についての科学的研究を喚起すべく、第一次大戦以前における一般的な投資思想を集大成した Chamberlain の「債券投資論」の発表以降、次第に債券投資・証券投資への関心が高まり、加えて、第一次大戦中・大戦後から 20 年代にかけてアメリカ経済は急速な発展を示し、殊に公共事業部門、一般産業部門の成長・発展は実にめざましく、これら両部門内の多くの会社は、この期間に巨額の利潤を獲得した。これに対して鉄道は全般的に第一次大戦と連邦統制との影響で大打撃を受け、その結果として、従来の鉄道株に替って公共株、工業株が徐々に投資対象としての位置を獲得するようになって来た([4]p. 105)。しかも、大戦中における政府の発行した自由公債(liberty bonds)の保有を通じて証券投資知識を習得した一般大衆の多くは、この期間における国民所得の急増と共に次第に証券投資意欲を増して来た。Jordan の第 2 版は、更には Smith の「普通株理論」も、このような時機に発表されたのである。

Jordan の「投資論」の章別編成は下記の通りである。

- | | |
|-----------------------|------------------|
| (第 1 章) 資本の投資 | (第 2 章) 債券の特徴 |
| (第 3 章) 株式の特徴 | (第 4 章) 良い投資のテスト |
| (第 5 章) 合衆国政府証券 | (第 6 章) 州債 |
| (第 7 章) 自治体証券 | (第 8 章) 鉄道証券 |
| (第 9 章) 公共事業証券 | (第 10 章) 工業証券 |
| (第 11 章) 外国証券 | (第 12 章) 不動産抵当証書 |
| (第 13 章) 受託者投資 | (第 14 章) 個人投資家 |
| (第 15 章) 証券価格と経済状態 | (第 16 章) 投資の課税 |
| (第 17 章) 購入の安全弁 | (第 18 章) 保有分の安全弁 |
| (第 19 章) 企業再編成における安全弁 | (第 20 章) 投資銀行の業務 |

- (第21章) 投資数学 (第22章) 購入および売却の機構
 (第23章) 上場および非上場証券 (第24章) 金融欄の読み方
 (第25章) 情報源

以上の構成から、まず、Jordan の投資論では、投資分析の問題と投資管理の問題との両者をとりあげていること、更には、この体系は、Jordan 以降今日にいたるまでアメリカ投資論において、ほぼ一貫して「投資論—分析と管理」として踏襲されてきていることが分かる。したがって、このことから、Chamberlain のそれではなく、Jordan の投資論がアメリカ投資論の真の出発点、原点となるものであるといえるであろう。

Jordan は、まず、投資についての新しい概念として“真の投資”(true investment) を打ち出している。すなわち、真の投資とは、

- 1 生産に使用されること。
- 2 他の管理者に信託すること。
- 3 その投資家の第一目的は、それが生産的に使用されるが故に所得を得ることにあること。
- 4 生産への使用のために予想される危険に対するプレミアムが真の所得⁽³⁾(true income) よりもあまり大きすぎない程度のものであること。

と定義している ([1]p. 9)。

投資分析についての基本的な考え方については、第4章の“良い投資(good investment)のテスト”([1]pp. 44~54)で次のように述べている。すなわち、

証券は、そのもつ投資品質(investment quality)において異なるものである。投資品質の三つの主要な特質(attributes)は、安全性、市場性、課税性である。いかなる投資分析も相対的な意味において、その安全性、市場性、課税性をもって示すべきであり、これらの諸特質の中では、とりわけ安

(3) 投資所得は、真の所得と危険に対するプレミアムから成る。真の所得あるいは純粋所得(pure income)とは、最高級の証券——この国では合衆国政府債券である——から得られる報酬額である([1]p. 5)。

全性がもっとも重要なものである。安全性の主たる要因は、約束した支払いをなす証券発行者の能力 (ability) と意志 (willingness) である。最終的な分析では、この能力と意志は資金を創り出す力によって決まり、これは有形資産の有無ではなくて収益力の問題となる。それ故、証券の安全性は、その大部分は所得を生み出す力 (income-producing capacity) によって決まり、物的資産の保有は分析上重要な一要因とはなるが、しかし、収益力のない資産はなんらの市場価値ももたないものとなる。

市場性 (marketability) は第二の要因であり、それは、証券を比較的速やかに、かつしばしば無理な売却に随伴するところの犠牲を支払うことなしに現金に変換する力を意味する。たしかに投資家は多かれ少なかれ永続的保有のために証券を購入するものであり、したがって、容易な売却可能性には特別な関心をもってはいないといえるかもしれないが、しかし、将来は常に不確実である。それ故、市場性も重要な特質となる。もちろん、安全性特質におけると同様に市場性も相対的なものである。課税性 (taxability) は第三番目の要因であり、それは、元本および所得に対して租税を賦課する政府の力を意味する。市場性・課税性も共に重要なものではあるが、しかし、安全性が全領域の必要不可欠なものであり、投資銀行の本来の仕事は、投資家達に販売する色々な証券の安全性の大きさを決定することにある。

債券の安全性について一般に使用されている方法は、債券発行総額と当該会社の資産の帳簿価値との比較により、その安全限界 (the margin of safety) を決定するというやり方であるが、しかし、この方法よりも年間の利子支払い必要額とその支払いに利用出来る収益とを比較する方法の方がはるかにヨリ良いやり方である。それ故、結局のところ、いかなる証券についても、その安全性についてのもっとも満足すべき方法としては、その証券に対して支払われるべき年間の利子必要額とその支払いをなすべく利用出来る収益額との比較となる。

ところで、証券の法律的契約条項は、約束した支払いをなす証券発行者の意志の度合いを示すものとも考えられるが、しかし Jordan はそれは、それ

らを支払われる特定の条件と支払不履行の場合に、発行者に負わされる罰則を表わしているものであり、安全性特質の直接的な要因とはみない。ただし、このような契約条項は、すべての証券の投資の上での位置付けとその投資価値に重要な影響を与えるものである、つまり、いわゆる証券の格付けとその価値評価において重要な要件とはなるが、その証券の安全性特質とは直接無関係である。それは、すべての投資はなんらかの危険をもつものであり、したがって、証券の投資特質としての安全性とはあくまでも相対的なものであり、それは最終的には証券発行者の支払い能力によって決まるからとなる。このような見地から Jordan は、Chamberlain のいう理想的投資の概念に代えて“真の投資”の概念を導入したものとといえるであろう。

以上のような Jordan の投資分析に対する基本的な考え方は、法律的契約条項の分析を基礎とした Chamberlain の債券分析、投資分析とは根本的に異なるものであり、経済的見地からするいわゆる投資危険分析へと大きく前進せしめたものであるといえよう。Jordan はこのような投資危険分析を基礎として証券発行主体別・種類別に投資分析を第5章から第13章迄にわたって展開している。したがって、第1章から第13章迄はいわゆる投資分析の問題をとり上げているということになる。第14章からが投資管理に関する諸問題を考察しているといえるであろう。

II

第14章の「個人投資家」(The small investor) ([1] pp. 210~222) では、まず、冒頭で中小投資家達の台頭を指摘し、とりわけ公共事業会社 (public utility companies) は、その新規資本の大部分を個別的に少額を投資している顧客達から確保しており、更には、New York 株式取引所での取引の殆んど半分は、100株未満の売買で占められているほどある。以前は富裕な投資家達に大口で証券を売却していた会社も、高い税率の結果としてその販売経路が限定され、現在では限られた所得の人々に対してより小さい

単位での販売に努めていると述べ、次いで、平均的な人々にとってのもっとも適当な投資計画をあげている。すなわち、

1. 生命保険証券の購入。
2. 緊急時における流動性準備金としての貯蓄口座への規則的な追加分をなすこと。
3. 家庭をもつこと。

これら三つの条件を備えた時点で、

4. 安全な証券へ投資すべきである。

そして、その手段、方法として、

1. ベビー・ボンド (baby bond) ⁽⁴⁾ の購入。
2. 端株の購入。
3. 分割払いでの証券の購入。
4. 顧客持株制度と従業員持株制度の利用による株式の購入 ⁽⁵⁾。
5. 財務省貯蓄証書 (treasury saving certificates) の購入。
6. 郵便貯蓄債券 (Postal savings bonds) の購入

などをあげている。

このような投資計画は、当時のアメリカにおける平均的な人々を対象としたものとしては、ある意味では当然のことともいえるが、今日から見れば余りにもプリミティブなものであるように思われる。しかし、このような極めて初歩的・可能的・実践的な投資計画・投資方針が、それ以降における一般大衆投資家達による積極的な証券投資へと導き、更には大衆投資家王国へと開花せしめたともいえるであろう。

(4) 普通、額面金額 \$ 1,000 未満の債券をベビー・ボンドと呼ばれているが、実際上もっとも多いのは \$ 500, \$ 100 のものであり、時には \$ 50 のものもある ([1]p. 211)。

(5) 顧客および従業員に対して証券を少量ずつ、しかも分割払いで売却することによって、その運転資本を調達し、同時に彼ら顧客と従業員との善意関係 (goodwill) を確立しようとして、多くの会社とくに公共事業会社において活発に実施されていた ([1]p. 217)。

次いで第15章「証券価格と経済状態」(〔1〕pp. 223~234)では、まず、証券価格の特性について述べ、次いで、景気循環の各局面における投資方針を指摘している。すなわち、

証券価格は商品市場におけると同様に常に変動し続けている。証券価格を大巾に変動せしめる原因は、商品市場におけると同様に需給状態の変化にあるが、しかし、明らかに証券市場における需給は、商品市場におけるそれとは異なった諸要因に起因するものである。証券の市場価格を決定する主たる要因は、その証券からもたらされる所得である。これが、市場価格がその証券の名目価額・額面金額と稀にしか同じにならない理由である。投資家達は額面金額とは全く無関係に、その証券がもたらすであろう所得に応じてある価格を進んで支払うのである。所得を考慮する場合に、投資家は所得の額はもちろんのことであるが、それと同様にその所得の安定性についても留意する。たとえその利子支払い額が同一であっても、利子支払いがより確実であると思われる証券は、より弱い状態にある証券よりもより良い価格が付けられる。ある会社の5%債券は通常、その同一会社の5%の株式よりもより高い価格で売られる。それは、債券所有者はその所得支払いの享受においてより確実であるからである。それ故、証券の価格は主として所得支払いのいかんによって決まり、これらの所得支払いの安定性とその額は、その大部分は変動的な経済状態のいかんにかかっている。しかし、債券・優先株・普通株はそれぞれ異なった影響を受けるものとして、債券価格と株式価格の変動について個別に次のように述べている。

【債券価格の変動】

発行者の支払不履行の問題がない場合には、すべての債券の市場価格は、その債券のもつ表面利率と同様な証券からもたらされるであろう投資所得の現在市場利率との間に存在する関係によって決まる。当該会社の財務力とは全く無関係に、5%の債券は、かかる証券から得られる現在利回りが6%である時には、額面金額で売ことは出来ない。市場利率の上昇傾向によって、債券から得られる利回りがそれに比例して増大することを要求されるの

は当然のことである。債券価格は、その利回りによって決まるものであるから、その時点で要求されるより高い利回りを購入者が得られるように、債券価格は下落しなければならない。他方、もし市場利子率が低下すれば、債券利回りもそれに対応してより低くなり、そしてその債券の市場価格を上昇させることになる。債券価格のトレンドは、主として市場利子率のトレンドによって決まり、利子率が高ければ債券価格はより低くなり、より低い利子率はより高い債券価格へと向かわしめる。

利子率は、貸付可能資金に対する需要と供給によって決まる。事業活動が活発な時にはその需要は大であり、そして供給は限定される。このような時には、利子率は相対的に高い。事業活動が低下している時にはその需要が減少し供給が増え、その結果、利子率はより低下する。事業が不活発な時には、需要は少なく供給は大であり、利子率は相対的に低い。事業活動が好転しつつある時には、拡張のための資金需要が増大し、その供給は幾分減少するから利子率は上昇する。それ故、事業活動が異常に高い時期には、利子率は相対的に高いから債券価格も同時に低い。債券購入の最も有利な時はこの時期である。事業の沈滞期には、利子率は相対的に低いから、この時期には債券価格は高い。この時期は債券売却の最も有利な時である。利子率が上昇し続けている時には債券価格は低下し、そして、利子率が低下しつつある時には上昇する。

【株価の変動】

普通株の現在価格は、当該発行会社の収益力 (earning power) のいかんによって決まる。株主は部分所有者 (part-proprietor) であり、その主たる権利は利潤の分け前にある。この権利の価値は、論理的には、当該会社の達成した繁栄の度合いによって決まる。もちろん、収益力とは繁栄の度合いを意味するものであり、いいかえれば、満足すべき利潤を示す企業の相対的能力を意味するものである。

普通株の価格は、その会社の過去、現在および予想される将来の収益力を反映せるものである。普通の投資家達は、将来におけるその収益力の可能性

を決定するための一つのガイドとして、主として過去および現在の収益力を研究する。過去の記録が満足すべきものであれば、その将来も同じようにそうなるであろうと仮定する。だから、過去の収益力の傾向が現在の価格に影響する。しかし、とくに良く熟知している投資家達は、過去のそれとは異なる極く近い将来における収益の可能性を研究することに努める。もしその見通しが余り良くなかったならば、投資家達はその持ち株を売却する傾向があり、そしてこの売却の動向が株式の価格をヨリ低下させるものとなる。もしその見通しが良ければ、投資家達は株式の購入をおし進め、この購入の動きが価格を引き上げることになる。当該会社の収益力の変化を予想して株式を売買するというこの方法は、将来を割引きする問題である。

この割引き作用 (discounting operation) が、しばしば現在の収益が良いのにもかかわらず証券の市場価格を下落させたり、また現在の収益が悪い場合にも価格を上昇させたりする。それ故、株価の傾向は、主として会社収益の傾向いかんによって決まり、収益の増加は、株価を遙かにヨリ高くし、収益の減少は株価をヨリ低下させることになる。したがって、会社の繁栄の度合いを左右する諸原因について探求しなければならなくなる。

ある一定年度における普通の企業にとっての繁栄の度合いは、通常その年度における事業活動の程度に正比例する。これはすべての会社にあてはまるが、公共事業および鉄道事業と区別されているところの一般産業会社にはこのことはとくに良くあてはまる。取引が活発である時には、商品・用役に対する需要は大であり、そして販売価格は高い。仕事の量の増加と各取引でのヨリ大なる利巾との両者から利潤は大となる。取引が低減せる時には同様に利潤も減少する。取引が鈍い時には仕事の量の減少とヨリ小さい利巾との両者によって利潤も少ない。取引が回復するにつれて利潤も通常大になって行く。したがって、株価は事業活動が著しく活発な期間には高く、そしてその沈滞期には低いとみるのが合理的となる。事実、もし株価が現在の収益によってのみ支配されるならば、もっとも有利な株式購入時点は沈滞期にあり、そして最上の売却時点は極めて積極的な期間となる。しかし、有利なもしく

は不利な将来の収益力がたえず現在の価格に影響を及ぼすものであるから、賢明な投資家達は通常、ブームの天井に到達する前に株式を売却し、沈滞期のどん底が過ぎる前に購入する。それ故、一般に株価は、会社収益によって決まり、そして、この会社収益は、その相対的な大きさとしては、経済状態の変化のいかにかかっている。

【景気循環と投資方針】

合衆国の商業統計は、事業活動は好況期(繁栄期)と不況期(沈滞期)の影響を受けるという、広汎に知られている経済法則の基礎資料となっている。これまでのアメリカにおける好況、後退、不況、回復という景気循環は、3年以下の場合もまた5年以上の場合もあったが、しかし、その平均的期間は約40カ月であった。景気循環の各局面でのもっとも望ましい投資方針(investment policy)を知っておくことは重要なことである。しかし、その方針を実行する前に、現時点が大体景気循環のどの局面に位置するのかを決定出来なければならない。投資家達にとって、ある一定時点における景気循環の位置づけをたやすく決定することの出来るところの、景気循環の各局面を特徴づけ、そしてそれらと同時に生起する若干の経済指標がある。それらは、銑鉄生産率、物価水準、利子率、賃金、雇用量、貨物輸送量、会社収益、銀行借入、銀行貸付などである。

(1) 不況期の特徴とその投資方針

①物価低落 ②大量の失業 ③賃金低下 ④利子率の低下 ⑤銑鉄生産の低減 ⑥会社収益の減少 ⑦貨物輸送量の減少 ⑧銀行借入金の減少 ⑨銀行貸付金の低下 ⑩株価の低下 ⑪債券価格の上昇。

このような不況期には、株式の購入と債券の売却を勧めている。それは、次にやってくる経済状態は、株式を上昇させ債券を下落させる傾向があるとの見込みにもとづくものである。

(2) 回復期の特徴とその投資方針

①物価上昇 ②失業の減少 ③より高い賃金 ④ゆるやかな利子率の上昇 ⑤銑鉄生産の増加 ⑥会社収益の向上 ⑦貨物輸送量の増加 ⑧銀行借入金

の増加 ⑨銀行貸付金の増大 ⑩株価の上昇 ⑪債券価格の下落傾向。

回復期には、株価のボトムと債券価格の天井が共に過ぎ去ったから、株式を買い増しし、そして債券を売却する方策が勧められる。それは、極く近い将来における経済の拡大につれて株価は上昇し続け、そして債券価格は下落し続けるであろうとの可能性からである。

(3) 好況期の特徴とその投資方針

①高い物価 ②実際上の失業なし ③高賃金 ④高金利 ⑤大量の銑鉄生産
⑥多額の会社収益 ⑦大量の貨物輸送量 ⑧巨額の銀行手形交換高 ⑨巨額の銀行貸付 ⑩高株価 ⑪低い債券価格。

好況期における最上の方針は、その時点で両市場に存在するところの有利な状態を考慮して、株式を売却しそして債券を購入することである。その後の経済状態の変化は、株価をより低く、そして債券価格をより高くするであろうとの可能性があるからである。

(4) 後退期の特徴とその投資方針

①物価下降 ②失業の増加 ③賃金の減少 ④利率のゆるやかな下降 ⑤銑鉄生産の減退 ⑥会社収益の減少 ⑦貨物輸送量の減少 ⑧銀行借入金の低減 ⑨銀行貸付金の低減 ⑩株価下落 ⑪債券価格の上昇。

景気後退期には、株価は引続いて下落し、そして債券価格は、景気が再び上向きに向かう前に更に上昇するであろうから、株式の購入は勧められない。余剰資金はより有利に債券投資へ向けられるであろう。

Jordan は以上のように、証券価格の特性と景気循環の各局面における、もっとも適当な投資方針、投資戦略を述べた後、このような政策は、真の投資とは永続的な基礎で行なうべきものであり、したがって、経済状態における恒常的な変化に殆んどあるいは全く注意を払う必要のないものである、という一般的な考え方とは異なるように思われるが、しかし、このような考えは、数年以前までのように景気動向と証券価格の動きとの一体性について相対的に知られていなかった段階では妥当したが、今日のように、かなり多くの人々によってそれらが知られている時点では、その投資が短期であろうと

長期であろうと、もっとも有利な時点での証券の購入、売却は合理的なものであり、したがって、このような行動をとる人々を投機家とはいえないであろう、と述べている。このことから Jordan は、投資概念を同一銘柄の長期固定的保有とする伝統的な静止的な規定ではなく、むしろ動的に投資行動としてとらえているといえるであろう。つまりこれは、Smith のいう投資管理概念、すなわち、投資管理とは継続的な行為であり、判断の継続的な適用を意味するものであり、投資の行為を含むがしかし、また多くの投資の行為を含むものである ([2] p. 115) との規定と同じものであるといえるであろう。もちろん、Jordan は、このような投資概念—投資行動—投資管理という考えを基礎にしているが故に、投資管理に関する諸問題をとりあげているのであろうが。

III

第16章「投資の課税」([1] pp. 235~242) ここでは、すべての証券が税法上全く同じ取り扱いを受けるのであれば、投資家にとって課税問題は比較的簡単であるが、しかし実際には、その証券の種類いかんによって異なった取り扱いを受けている。したがって、証券の課税問題は投資家にとって極めて重要な一要因となる、と述べ、連邦所得税——普通税 (normal tax) と累進付加税 (surtax), 免税証券 (tax-exempt securities), 州所得税, 州相続税, 個人財産税, 免税契約証券 (tax-free covenant securities), 株式譲渡税などの項目について略述している。

株主の受け取る現金配当は、普通税からは完全に免除されているが、これに対して、会社社債から受ける利子は普通税と累進付加税の両者が賦課され、ただし、合衆国政府債の利子は免税である。証券の転売による利潤は、所得と同じ基礎で課税されるが、投資家の選択で普通税・累進付加税の代りに特別資本利得税 (special capital gain tax) でも受けられる。免税証券としては、①1917年4月以前に発行された合衆国政府債 ②1947年満期の3.5%

付第1自由公債 ③州債および地方自治債 ④連邦土地銀行債 (Federal Land bank bonds) ⑤株式組織の土地銀行債 (Joint Stock Land bank bonds) ⑥准州債 (Territorial bonds) ——ハワイ, ペルト・リコ, フィリピン——をあげている。免税契約証券とは、社債発行会社とその社債所有者に代って、連邦所得税の中の普通税の全額もしくは一部分を支払うことを同意して発行した社債であり、普通のケースでは、2%以下の支払いを約束している。

最後に、投資政策の作成において注意深く熟考すべき点として、次の5つを列挙している。すなわち、(1)配当は普通税からは免除されるので、6%を支払われる株式は、6.5%の報酬の課税社債と同一の利回りとなる。(2)配当は、それが支払われた時には、正規の累進付加税で課税されるから、多額の収益を内部留保し、株主にはその保有分の価値騰貴を通じて利潤を可能にせしめる会社は株主にとっては有利となる。何故なら、そのような利潤は資本利得としてより低率での課税で済むからである。(3)会社が税金の一部を支払うから、免税契約社債は、そのような契約のない課税社債よりも正味利回りにおいてほんの少し有利となる。(4)割引債は、たとえ同一の利回りであったとしても、額面あるいはプレミアム付債券よりも有利である。何故なら、その割引額が実現した時には、資本利得とみなされ、配当よりもより低率の課税で済むからである。(5)免税債券は、2万ドル以上の所得のある投資家にとって、課税債券よりもより良い利回りをもたらすものとなる。

投資成績の最終的評価は、すべての投資収益に対する租税支払後の正味報酬を基礎とするものであり、したがって、課税問題は証券投資における重要な問題となるこというまでもない。今日においても、免税証券としての州債、地方自治債などがとくに富裕な投資家層にとって有利な投資対象として重視されており ([5] pp. 72~74)、さらには進んで、不動産、家畜飼育 (cattle feeding)、石油・ガス採掘などの租税回避型投資 (tax-sheltered investments) が注目されだしている ([5] pp. 119~135) ことから、Jordan が課税問題を証券投資における重要な要因としてとりあげているこ

とについては、高く評価すべきであろう。

第17章「購入の安全弁」(〔1〕pp.243~253) まず、投資において従うべきもっとも安全なルールは、投資する前に調査することであるとして、詐欺的証券(fraudulent securities)の識別について述べている。すなわち、詐欺的証券の購入によって、毎年数100万ドルがなくなされているが、ほんの少しの慎重な配慮がなされていたならば、それだけでそのすべてを救えたかもしれない。まずい投資(poor investment)からの損失を保護するために、多くの州では詐欺的証券の発行を阻止するための法律を設けているが、しかし、もっとも制限的な法律をもつ州においても、貧弱な証券(poor securities)をたやすく購入できることが経験によって立証されている。したがって最終的にはもっとも良い安全弁は個人の常識となる。それは、証券の値打ち(merit)を調査するのに極く普通の注意を要するだけにすぎない私的な防禦が、公的な防禦よりも極めてヨリ効果的であったことが今迄のところで証明されているからである。

主要な安全弁として、各々の投資目的は、所得(income)を得ることにあるべきであり、元本の値上りによる利潤(profit)を得ることにはならない。市価の上昇が後日大巾な利潤をもたらすことになるとの主たる考えでもって証券を購入する投資家達は、ヨリ正確にはそれは投機家である。さらに、投資家は異常に高い投資報酬率を期待してはならない。その利回りが真の利子よりもむしろ危険に対する高いプレミアムから成る証券は、実際には投機クラスに属するものであり、その証券それ自体、投資として購入すべきものではない。

また、まだ開発期にあるどの会社の証券も投機であり投資ではない。持続的な収益力を証明するにたるほどの長期に互って操業を続けるまでは開発期の会社であり、普通その期間は最低5年である。さらに、財務諸表を公開していない会社の証券も望ましい投資対象ではない。

詐欺的証券の発行を識別するための色々な目じるしとして、類推による論拠、限定的発行、多額な利潤の約束、事実ではなく意見による記述、が共

通的なものであると述べている。

評判の良い商会から証券を購入すべきであり、信頼するにたる商会は、その顧客に対して責任を感じ、そして疑わしい証券の購入を決して推奨しないであろう。債券商会の名声については、証券それ自体と全く同様な注意深さをもって調査すべきである。もし投資家が確実に信頼できる商会を通じて売買しているとすれば、貧弱な証券を購入していないことは確実であるとして、いわゆる“もぐりの仲買店”(bucket shop)との取引を厳禁している。

IV

第18章「保有分の安全弁」(〔1〕pp. 254~269) まず冒頭で、投資家達はその購入時における同じように、保有する証券にも安全弁を用いるべきである。どの証券にもある大きさの危険はあるが、しかし、この危険の大きさは常に変わるものである。元本における大きな損失の危険を回避するために投資家は分散化(diversification)の安全弁を利用すべきである。また、危険の大きさの変化を考慮して、適切な時点で証券を交換すべきあり、さらに、盗難あるいは不注意による損失を守るために、証券を安全な場所で保管すべきであると述べている。ここでは、分散化・分散投資の問題、保有証券銘柄の変更の問題、証券の実質的・物理的保管の問題をとりあげている。

まず分散投資の方法として、(1)一銘柄への投資金額の制限による分散化 (2)同一業種内への投資金額の制限による分散化 (3)地域的分散化 (4)満期日別分散化(5)利子・配当支払日別分散化、をあげている。Jordan は、次に、このような分散化の有利性を実際の具体例をもって説明し、またその方法について分散化理論の応用例として、1919年6月7日付の債券相場表から以下のような具体例を示しているが、それ以上の説明は加えていない。

銘柄名	業種	地理的区分	満期日	利子支払日
Edison Electric Illuminating Company, First Consolidated 5's	公共事業	ニュー・ヨーク	1995年	1月1日 7月1日

Utah Power & Light Co. First 5's	公共事業	ユタ	1944年	2月1日 8月1日
Pennsylvania R. R. Company, First General 4's	鉄道業	東部及び中央部	1923年	3月1日 9月1日
Liberty Loan, Fourth 4 $\frac{1}{4}$ 'S	政府	全国	1938年	4月15日 10月15日
United States Steel, Corp., Sinking 5's	工業	各州	1963年	5月1日 11月1日
Southern Pacific R. R. Company, General 4's	鉄道業	南西部	1949年	6月1日 12月1日

(以上の6銘柄へ総投資資金 \$ 6,000 を均等に分散投資すると仮定している)

なお、以上の総投資から得られる所得は、次のようになるであろう。

1月1日	Edison Elec.	\$ 25.00
2月1日	Utah Power	25.00
3月1日	Penn. R. R.	20.00
4月15日	Liberty Loan	21.25
5月1日	U. S. Steel	25.00
6月1日	Southern Pacific	20.00
7月1日	Edison Elec.	25.00
8月1日	Utah Power	25.00
9月1日	Penn. R. R.	20.00
10月15日	Liberty Loan	21.25
11月1日	U. S. Steel	25.00
12月1日	Southern Pacific	20.00

次に、科学的な分散投資の基礎に横たわる分散化の一般原理を列挙している。すなわち、(1)すべての投資を一市場に限定すべきではない。(2)すべての投資を異なる国に分散すべきである。(3)それらは異なったクラスのものであること。(4)総投資金額を異なったクラスの証券へ均等に分散させること。(5)証券のクラスの数は、投資可能金額に応じて変えるべきであり、投資金額がたとえ少なくとも、最低4~5のクラスの証券へ分散させるべきであること。(6)個々の投資は本来良い証券であること。(7)その証券の市場価格の変動幅を大体同様な範囲内のものに留めておくべきである。

分散投資の問題の最後の項目として Jordan は、分散化は個々の投資家達

の立場に応じてなすべきであるとして、(1)生計費を全額その投資所得に依存している人々にとっては、最上級の低利回りの債券への分散投資、(2)生計費の一部をその投資所得に依存している人々にとっては、もっとも安全な証券およびそれに次ぐ順位の証券への分散投資、(3)生計費を投資所得に全く依存していない人々にとっては、ヨリ高い報酬をもたらす可能性のある第2順位、第3順位のクラスの証券への分散投資によって、最大限の投資所得を實現しうる可能性をもつものである、と指摘している。

保有証券の変更の問題については、次のように述べている。危険の大きさの変化を考慮して適切な時点で証券を変更すべきである。色々な時点である証券を売却し、そして他の証券へ再投資することが投資家にとって有利となり、時々、明確な損失を回避するためにこのような行動をとる必要が生じる。また、組入れ銘柄を変えることによって、危険を増大させないでヨリ大なる所得を確保できたり、さらには、所得の損失なしに元本のヨリ大なる安全性をも得られることもできる。それ故、このような機会を得ようとする投資家は、常にその発行会社の内部的事象 (internal affairs) および外部的な景気状態に注目し、その証券の現在の市場価格についての合理的な意見をもっておくべきである。経済状態の変化、とくに利子率と物価の変動については知っておくべきであろう。さらに、早い機会に不利な傾向から守るためには、その会社の公表された財務諸表の分析しておくべきである。要するに、保有証券銘柄を有利に変更できるかどうかは投資家の用心深い監視能力によって決まるものであると述べている。そして最後に、証券の実質的の保管についてもとりあげている。

以上のように、Jordan は保有分の安全弁として (1)分散投資の問題と (2)保有証券銘柄の変更の問題をとりあげている。これらの問題は、いわゆるポートフォリオの構成とその管理運用に関する問題であり、投資管理論における中心的課題そのものであることというまでもない。しかもこれは現代ポートフォリオ管理論における中心的課題ともなっていること周知の通りである。もちろん、上記の如く Jordan のそれは極めて初歩的・素朴なものでは

あるが、しかし、これらの問題を危険回避と有利性・収益性追求のための方法としてとりあげていることには注目しなければならない。何故なら、これらの問題は、投資管理における中心的課題であるからであり、したがって、それが、われわれが Jordan の投資論が投資分析論としてではなく、むしろ投資管理論として管理論型投資論であるとする根拠となるものであるからであり、さらには、Jordan の投資論が、投資分析と投資管理の両者の問題を研究課題とするアメリカ投資論の原典となるものであるという所以のものであるからである。われわれが以上において、投資分析に関する問題よりもむしろ、投資管理に関する問題についてより多く、詳細に紹介・考察したのも、このような意味・理由からである。

V

Jordan の投資論においては、以上見てきたごとく、投資分析の問題と投資管理の問題がとりあげられている。もっとも、それらはいずれも極めて初歩的・素朴なかわちのものであり、その具体的内容も十分なものでなく、さらには、理論的というよりもむしろ実践的色彩の極めて強いものである。しかし、このことは、20年代の前半までにおける証券投資、とくにその株式投資がまだそれほど一般化しておらず、株式が漸く投資対象として認められだしたにすぎないという時代的・歴史的背景からして、けだし当然のことともいえるであろう。このことは、Jordan 以降の20年代後半に現われる多くの研究は、その内容も豊富になり、かつかなりの進展を示すものとなっているこというまでもない。ともあれ、Jordan のとりあげた問題の殆んどすべてが、現代アメリカ投資論研究における重要な課題として、今なお積極的な研究がなされていること周知の通りである。この意味からも、Jordan の投資論は極めてすぐれた研究であり、まさしくアメリカ投資論の原典となるものであるといえよう。

なお最後に、前記 Smith が、その画期的な「普通株理論」の書物の最終

章〔2〕pp.114~118)で、投資管理の主要機能を要約、列挙しているが、これを見ることによって、当時における投資管理概念を知ることができるであろう。すなわち、Smithは、

(1)まず、投資家の目的に合致する妥当な投資計画を作成すること。

(2)次に、現在の産業および経済状態の下で、その管理する資金のどれだけを株式へ、どれだけを債券へ投資するかを決定すること。

(3)諸条件の変化を見守り、そしてかかる諸変化に調和させて、それらの各々の割合を訂正すべく備えること。

(4)色々な産業及び産業グループの現在の状態を研究し、そして信頼できる資料をもとにして、ヨリ大なる見込みがあると思われるものを、その分散化の範囲内のものとして選択すること。

(5)次いで、これらの産業内の主導的会社の経営状態、財務状態を検討すること。

(6)産業の状態と個々の会社の状態の両者における変化を注視し、そしてもっとも新しい利用可能な情報についての合理的な分析にしたがって、その投資を変更させるべく備えること。

(7)分散化は、その基本的原則としては保持するが、しかし適用する管理の品質を悪化させないために、分散化の適度な範囲を決めておくこと。

を列挙し、これは簡単な仕事ではない。経験、高度に専門的な分野での訓練、時間、手段を必要とするものであり、したがって、これは、例えば投資信託などのような金融界の諸機関によって適当になされうる仕事であると考え、と述べている。

Smithの指摘をまつまでもなく、たしかに投資管理の問題は、証券投資管理を本業とする投資信託においては不可欠な問題であり、したがって、この意味から、投資信託の生成発展とともに投資管理問題の研究がヨリ一層押し進められ、活発化して行くともいえるであろう。だが、個人投資家を対象とする伝統的なアメリカ投資論研究において、果たして、このことは全面的に妥当するのだろうか。われわれのなすアメリカ投資論研究の歴史的展開

過程の概略的考察から、それが明らかになるであろう。

引用文献

- [1] Jordan, D. F.; Investment, 1924, Prentice-Hall, Inc.
- [2] Smith, E. L.; Common Stocks as Long Term Investments, 1924, The MacMillan Company.
- [3] Chamberlain, L.; The Principles of Bond Investment, 1911,
- [4] Bellemore, D. H.; Investments, 1960, Simmons-Boardman Publishing Corporation.
- [5] Smith, K. V. & Eiteman, D. K.; Essentials of Investing, 1974, Richard D. Irwin, Inc.