

# 投資管理における諸問題

—投資管理と投資分析(1)—

松 谷 勉

## 1

個人であろうと機関であろうとすべて投資家は、不可避免的に、(1)投資銘柄の選択と、(2)投資タイミングの決定、という二つの基本的な投資決定を行わなければならない。しかも、これらの決定は持続的であり、不断に行なわれなければならない。もちろん、如何なる投資決定も投資家のもつ投資目的の達成をめざすものでなければならないこというまでもない。したがって、投資管理においては、まず、この投資決定を合理的にするための基準としての投資目的の決定・確立の過程から着手される。

ところで、一般的には、すべての投資家達のもつ投資目的は、最小限の危険負担による最大限の投資報酬——資本利得と投資所得の獲得にあるといえるが、しかしまた、この最大限の投資報酬は、より低級な証券への投資による、より大なる投資危険を負担することによって実現可能となるもの<sup>(1)</sup>でもある。したがって、最大限の投資報酬の実現というこの一般的投資目的は、一に各投資家のもつ投資危険負担力の如何にかかってくる。しかも、投資機関を除くすべての投資家にとっては、証券投資は実際上かれのもつすべての資産および資源の配分・運用に関する、いわゆる全体的な財務計画の中の一環としてのものであり、したがって、その投資目的もそれぞれの投資主体の全体的な財務(財産)管理の中での部分的な目的を分担するものとなり、その結果、すべての投資家のもつ投資危険負担力とその投資要求は、それぞれの特殊的・財務的事情によって極めて異なるものとなってくる。また、たとえ

(1) H. Sauvain, Investment Manegement, 1960, pp. 7~8.

すべての投資家が利用可能な投資資金から最大限の投資報酬の実現を目的とするとしても、その求める投資報酬の形態と時期についても、それぞれの個人的・特殊の事情によって異なる。例えば、それは、資本利得か經常所得かいずれの型を求めているのか、あるいはそれら両者であるのか、さらに、それをいつ実現しようとするのか、長期的にか短期的にか、継続的にか一時的にか、についてもそれぞれの特殊の事情によって当然に異なってくる。アメリカ投資論のテキストにしばしばそれらの典型的な事例として登場してくる<sup>(2)</sup>ように、その生計費の大部分を投資報酬でまかなう未亡人にとっては、当然に經常所得の型での最大限利潤を、また所得階層別では、その所得税率およびその報酬の生計費への充当度如何にもよるが、一般に、比較的低い階層では經常所得と資本利得の両者を、また高い階層では当然に資本利得とくに長期資本利得の型を求めるとい<sup>(3)</sup>うように、それぞれの個人的事情の如何によって大いに異なってくる。したがって、投資目的の決定・確立のためには、まず個別的・特殊の・財務的<sup>(4)</sup>事情についての分析をなすことによって、投資危険負担力と投資要求とを明確にすることが必要となる。すなわち、いわゆる投資主体分析が不可欠なものとなってくる。

例えば、ヘイズは、個人投資家について、これを家族的要因と経済的要因とに区別して分析するのが便利であるとして、それぞれつぎのような要因を

(2) D. A. Hayes, *Investment: Analysis and Management*, 1961, p. 518.

(3) 課税要因は投資政策に大きな影響を与えるこというまでもない。經常所得は個人所得税率で課税されるが、値上り利益は未実現利益であるので課税されないのは当然であるが、その売却によってえた実現資本利得はもちろん課税される。問題は、この資本利得税率と個人所得税率との差異によって生ずる。アメリカにおける現行税率のもとでは、資本利得税率よりも高い個人所得税を賦課されている高い課税階層では、經常所得と資本利得が表面上同一金額であった場合、実質的(正味の)な手取金額は前者が大きく減少することになる。したがって、實際上、高所得階層の投資家は經常所得よりも資本利得とくにより低率の長期資本利得を求める。これに対して、個人所得税率が資本利得税率と同一である課税階層にとっては、經常所得でも資本利得でもいずれであっても実質的には全く変らない。したがって一般的にはより確実に入手するという意味においてむしろ經常所得での利益を得るようになっている。

(4) D. A. Hayes, *op. cit.*, pp. 35~40.

列挙している。

(1)投資家の家族状態

(a)投資家の年齢 (b)投資家の健康状態 (c)扶養家族数・その年齢・健康状態 (d)扶養家族数増加の可能性

(2)投資家の財務的状态

(a)投資に利用出来る資金の総額 (b)もしあるなら職業の性格 (c)職業から受ける所得額——課税階層 (d)現在および将来における他の資源からの所得 (e)負債額 (f)不動産・信託あるいは退職年金からの潜在的な資本利得 (g)財務問題・投資問題についての訓練と経験の程度。

なお、これ以外の要因としては、その分析が極めて困難ではあるが、危険を負担する意志の有無・その程度についても分析する必要があるといえよう。以上のような個別的・財務的諸要因についての分析にもとづいて、(1)元本の安全性、(2)元本の成長性、(3)所得の安定性、(4)購買力の維持、(5)市場性、などの投資要求の相対的重要性が決定されるものとなる。なお、機関投資家についても、これと大体同様な分析が当然なされなければならない。ここではただ、機関投資家の場合、その資金の性格からして、個人のそれよりも比較的に問題は少ないであろう、ということだけにとどめておこう。

以上のような投資主体分析によって、投資危険負担力と投資要求とを明確にされ、これにもとづいて最終的に投資目的を決定・確立されなければならない。投資目的は、あくまでも個々の投資家のもつ投資主体的条件によって独自の決定されるべきものであり、しかも、いったん決定された投資目的は投資環境の如何にかかわらず、投資主体的条件が変化しない限り持続されなければならない。<sup>(5)</sup>今日の動態的な投資環境のもとで、その環境の変化に対応して投資目的を変更するという事は、投資目的が常に変化していることになり、それでは実質的に、投資目的をもたないのと同じ結果となる。多くの個人投資家の投資の失敗は、おそらく、この点の失敗にあるといえよう。環境の変化に対応して必要なのは投資目的の変更ではなく、その目的達成の

---

(5) E. A. Mennis, "Economics and Investment Management" *Financial Analysts Journal*, Vol. 22, No. 6, 1966, p. 18.

ための投資政策の変更・投資戦略の変更である。もちろん、投資環境が根本的に変化し、すでに確立した投資目的の達成が到底不可能であるとの最終的な決定をくださった場合には論外である。しかし、その場合には、それは、投資目的の変更ではなく、むしろ、当初に予定せる投資期間の短縮化により、その投資管理を完了せしめ、それに引続いて同時的に新しい投資目的をもつ新規の投資管理が開始されたものとみるべきである。投資目的の決定には、その目的達成のための投資期間が不可欠な前提条件となっていることはいうまでもない。

だが、これまでのところ、伝統的なアメリカ投資論においては、その投資目的の決定の問題についてもそうであるが、その目的の決定に際して、その前提条件たる投資期間については、とくに問題としてとりあげられてはいない。これは、伝統的にアメリカ投資論は個人投資家を対象とする投資論を展開し、しかも、その投資概念を長期的な普通株の購入保有理論 buy and hold theory に立脚せしめていたことに帰因するものであるといえよう。何故なら、この普通株の購入保有理論は、本来、普通株の永続的な保有を前提とする接近方法であるからである。<sup>(6)</sup>したがって、投資期間はいわば無限大との想定に立っているものである。しかし、より急速な技術開発の進展している今日の動態的な経済社会においては、このような伝統的な長期的・固定的購入保有理論は当然にその修正——保有期間の短期化・組入銘柄の変更を余儀なくされる。<sup>(7)</sup>したがって、投資期間は投資目的の決定のための重要な条件として明確化せざるをえなくなる。さらに、今後、その傾向がますます増大化して行くと予想される個人投資家自身による直接的投資から専門的投資代行機関への投資資金の委託は、不可避的に投資目的と投資期間とを関連づけねばならなくなる。何故なら、専門的投資管理者は一定の投資期間内に与えられた投資目的だけを達成すれば、その責務を完全に果たしたことになるからであり、極端に言えば、その投資期間満了時点での成績が最終的なものとなるからで

(6) D. A. Hayes, op. cit., p. 76.

(7) なお、この点については拙稿「アメリカにおける普通株投資政策について(Ⅰ)」  
関西大学商学論集13巻3号を参照されたい。

ある。

それはともかく、以上のように、投資目的の決定・確立は、投資管理における出発点として極めて重要な過程であり、それは、たんに合理的な投資決定のための基準としてだけでなく、また、継続的な投資成績の評価・決定の基準ともなるものである。

投資目的の決定・確立に続く過程は、いうまでもなく、この投資目的を達成させるための最適投資決定を行ない、その具体的な投資行動へと導く、投資管理における最も中心的な投資決定の過程である。

## 2

投資管理における最も重要な投資決定とは、いうまでもなく(1)投資銘柄の選択と(2)投資タイミングについてである。周知のように、前者は利用可能なすべての投資銘柄の中から、投資目的の達成のための最適銘柄を選択・決定することであり、これに対して後者は、その選択された銘柄の購入・売却のタイミングについての決定である。もちろん、実際問題としては、これら両者は密接不可分の関係にあり、それぞれ別個の問題として考えることは不可能である。何故なら、「なにを買うべきかは、なにを、いつ、いくらで買うべきか」を意味するものであり、また、「いつ買う（売る）べきかは、当然、なにを、いつ、いくらで買う（売る）べきか」でなければならないからである。

さて、ここでいう最適銘柄とは、投資家のもつ投資目的を達成させる最大の可能性をもつ銘柄のことである。したがって、これは、たんに証券それ自体のもつ潜在的・将来的可能性が最大であるというだけでは十分ではなく、さらに、その具体的な表現物たる株価にその最大の可能性が内包されている、つまり、その可能性が現在の株価にまだ反映されていないことが必須の条件となる。これは、あたかも成長株とは、たんに成長産業の中の成長会社の株式であるというだけでは十分ではなく、その成長性が現実の株価にまだ織り込まれていないことが必須の条件となり、その結果、成長産業・成長会社に所属しない銘柄でも、将来における株価の大なる上昇の可能性をもつもの、<sup>(8)</sup>

(8) D. Hayes, op. cit., p. 537.

いわゆる過少評価銘柄も成長株の一種とみなされるのと同じである。したがって、証券それ自体のもつ潜在的・将来的可能性が如何に最大であったとしても、その可能性がすでに現実の株価に全面的に織り込まれ済みのものは最適銘柄とはならず、それは、たんに証券の投資的特質からする投資適格銘柄・投資候補銘柄であるにすぎないものとなる。それ故結局、最適銘柄とは、本来、証券それ自体のもつ潜在的・将来的可能性と、その現在及び将来における価格との関係をいいあらわすものであり、したがって、価格を無視した最適銘柄とは本来ありえないものとなる。

ところが、株価すなわち市価は、周知のように、各時点における需要と供給との投合によって形成されるものであり、その結果、各時点における市価は、つねに、それら両者の量的関係の如何によって極めて大きく変動する。したがって結局、最適銘柄となるかどうかは、その投資タイミングの如何にかかってくることになるといえる。つまり、如何なる銘柄でも投資タイミングが最適でなければ最適銘柄とはならないということである。しかし、このことは、短期的な株式売買者 stock trader の主張するように、如何なる銘柄でもその投資タイミングが最適であれば、すべて最適銘柄・最適投資となる、ということには必ずしもならない。何故なら、われわれのいう最適銘柄とは、あくまでも投資家目的を達成させる最大の可能性をもつ銘柄のことであり、それは、一般に証券それ自体のもつ潜在的・将来的可能性とその現在および将来における価格との関係によって決まるものであるからである。

ただし、その投資目的が最大限の資本利得の実現にある場合、前記の短期的な株式売買者の主張は妥当なものとなるであろう。何故なら、資本利得とは本来、値上り利益、つまり、購入価格と売却価格との差額であり、それは、購入・売却行動の結果として実現できるものであるからである。すなわち、購入保有行動だけではいかにその時価が高騰して購入価格を大巾に上回っても、それはたんなる未実現利益であるにすぎなく、それが実際に実現できるかどうかは、実際の売却価格の如何によって決まるものとなる。前述したように、われわれの投資管理は永続的なものではなく、一定の投資期間を前提とするものであり、したがって、保有銘柄の売却行動が不可欠なものとなる。

それ故、未実現利益が大であればあるほど、その資本利得の実現をより確実なものとするためには、むしろ、より早期の売却行動が適切なものとなる。もちろんこの場合、その一定の投資期間内での未実現利益の限界、つまり、当該株価の上限の予想と他の有利な代替的投資対象の存在が問題となるであろうが。結局、最大限の資本利得実現の方法は、一般的には(1)同一銘柄の比較的長期的保有による——その保有期間の最大限はその投資期間終了迄である——いわゆる購入保有方式によるか、(2)短期的な株式売買の反復による、いわゆる安値買い高値売り方式によるか<sup>(9)</sup>とされる。しかし、投資期間の長さにもよるが、一定の投資期間を前提とする限り、資本利得実現の方法は、不可避的に株式売買の反復方式とならざるをえないであろう。何故なら、市価はつねに大巾に変動するものであるから、たとえ投資期間中に、より大なる未実現資本利得を計上したとしても、その投資期間満了の直前に、それが完全に消失してしまうこともあるからである。資本利得の実現を唯一の目的とする限り、とくに、その投資期間が短期であればあるほど、株式売買行動をとらざるをえなくなり、その結果、前記の主張は妥当なものとなるであろう。またその場合には、株価変動の振幅とその頻度のより大なる銘柄がより最適の銘柄となるであろう。資本利得の実現を唯一の目的とする場合、株式売買方式をとらざるをえないとしても、その選択する銘柄の如何によって売買の反復度は当然異なってくる。なお、このような方式での資本利得の実現に際して留意すべき要因としては、売買手数料と長・短期資本利得税を挙げることができる。これらは純利益算定においてかなりの割合を占めることになるからである。

以上のような株式売買の反復方式は、戦後のわが国における個人投資家の支配的な投資方法ともなっている。それは、戦後の一貫せる貨幣購買力の低減傾向のもとでは、長期的・固定的な配当収入よりも、より大なる資本利得をより確実に実現するための当然の方式であるともいえるであろう。もちろんヘイズも指摘しているように<sup>(10)</sup>、一般の個人投資家にとっての資本利得実現

---

(9) Ibid., p. 75.

(10) Ibid., p. 73.

のためのより良い方式は購入保有方式にあり、株式売買方式は失敗に終る場合が多いかもしれないが。

ところで、株式の購入保有方式であろうと売買反復方式であろうと、いずれにしても、問題はその投資タイミングが最適でなければならないということである。一般に、すべての銘柄の最良・最適の購入タイミングは株価の最低の時点であり、また、株価の最高の時点が最良・最適の売却タイミングとなる。したがって、タイミングとは、まさしく価格づけの問題であるといえる。<sup>(11)</sup>つまりそれは、現在の市価が高いか安い、あるいは適正かどうか、いわゆる価格の位置づけの問題である。

周知のように、アメリカにおける証券分析の研究は、ひと口でいえば、証券発行主体についてのいわゆる質的要因分析——当該発行主体の属する業種の特長・将来性・経営者の能力・その歴史・労働組合の特長・従業員の人的構成・同業種内での競争関係・異業種間との競合関係など、および量的要因分析——資産・配当・収益——過去・現在・将来の平均的収益力・成長性・安定性など、の分析をなすことによって、証券の価値を評価し、もっぱらこの証券の価値を基準とする価格の位置づけをなすことによって、価値よりも大巾に価格が下回っている銘柄——過少評価銘柄を投資銘柄として選択しようとするものである。つまり、それは証券の価値を基準とする価格の位置づけをなすことによって、銘柄選択とそのタイミングの問題の両者の同時的な解決をめざすものであるといえよう。<sup>(12)</sup>

そこではまず、証券の価値とはなにか、また、それを果たして正確に評価することができるのかどうかの問題となる。証券分析論の大家グレアムによれば、内在的価値 intrinsic value とは、例えば資産・収益・配当・経営要因を含む確実な将来の見通し、などの諸事実によって正当化されるところの価値であり、「内在的」なる形容詞を用いる主たる目的は、価値と現行市場価格

(11) B. Graham, D. L. Dodd, S. Cottle, Security Analysis, 1962, p. 70.

(12) これが、グレアムのいう、いわゆる安全限界 margin of safety である。

① Ibid., p. 96, p. 431.

(13) Ibid., p. 28, p. 518.



current market price との区別を強調することにある、と述べ、さらに、今日、株式の価値を決定する最も重要な単一の要因は、将来の平均的収益力である、といわれている。したがって、内在的価値は、まず、この将来の収益力を予想し、そして、この収益力に適当な資本還元要因を乗ずることによって算出されるものであるとして、結論的に次のような式を呈示している。

$$V = M \left( D + \frac{E}{3} \right) \pm A$$

V……株式の内在的価値  
 M……乗数  
 D……将来の予想配当  
 E……将来の予想収益  
 A……資産価値

現実の市場価格とは全く独自の、このような証券の内在的価値を評価する論拠はつぎのようである。すなわち、市価は短期間にわたっては不安定であり、かつ極めて変動しやすいものである。したがって、如何なる時点においても、一銘柄およびすべての銘柄の市場価格も、その基礎的な投資価値の信頼にたる真のあるいは正確な尺度とはならないものである。それ故、現在の市場価格が、いわゆる通常の、典型的な合理的な、あるいは標準的な市場条件と市場状況の下で如何にあるべきかを決定するのが証券の価値である、との考えによるものである。

ところで、一般に投資家にとっての株式の現在の投資価値は、投資期間中に取得する将来の現金配当支払額の現在価値に、その株式を投資期間満了時点で売却によって取得する元本額の現在価値を加えたものに等しいといえる。<sup>(14)</sup>つまり、等式で示せばつぎのようになる。<sup>(15)</sup>

$$V_0 = \frac{A_1}{(1+r)^1} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \frac{A_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{A_n}{(1+r)^n} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

(1)

- V<sub>0</sub> ……評価せる現在の投資価値
- A ……予想される将来の現金所得支払
- r ……将来の現金支払の不確実性の大きさによって決定した、あるいは、投資家の目的によって決定した期待報酬率あるいは割引率

(14) W. S. Bauman, "Investment Returns and Present Values", *Financial Analyst Journal*, 1969, 11~12月, Vol. 25, No. 5, pp. 109~110.

(15) *Ibid.*, p. 108.

$n$  ……投資期間の最終年度

$V_n$  …… $n$ 年度末における期待投資価値あるいは市場価格

これがいわゆる証券の現在価値論 the present value theory と呼ばれているものであるが、この価値等式は、確定利付証券たる債券のように、その年間の支払利子が確定され、またその元本償還額が確定されている場合にはその等式で十分であり、また、実際上も債券投資家によって合理的なものとして広範に用いられているが、しかし、株式のように、将来の配当支払が不確定であり、またその売却価格も不確定である場合には、問題はより複雑となり困難なこととなる。しかし、多くの価値分析家達によって色々な等式・モデルを考案することによってそれらを解決せんと努力されている。例えば、<sup>(16)</sup>ボーマンは現在価値論について若干の新しい方式をつぎのように表わしている。すなわち、株式の場合、債券価値テーブルとは対照的に、将来の現金支払の可変性のために、まず、この配当乗数についての算出が問題となる。配当乗数は、つぎの等式から求められる。

$$DM = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+r)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+r)^2} + \frac{D_2(1+g_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_{n-1}(1+g_n)}{(1+r)^n} + \frac{V_n}{(1+r)^n} \dots\dots\dots(2)$$

$DM$  ……配当乗数

$n$  ……過渡期における評価せる最終年度、過渡期とは現金配当の年成長率が低減しつつある期間のことであり、過渡期を超えると、成長率は一定であると予想される

$g_1$  ……第1年目における現金配当支払の評価的成長率

$g_2$  ……第2年目における現金配当支払の評価的成長率

$g_n$  ……将来の第 $n$ 年目における現金配当支払の評価的成長率

$g_{n+1}$  ……過渡期を超えて不定の年数にわたる恒常的な年当たりの成長率たる評価的最終的配当成長率

$D_0$  ……\$1に等しいと仮定する過去12カ月間の1株当たり正常的現金配当率

$D_1$  ……(その支払がその年度末に支払われると仮定する) 第1年目における

(16) Ibid., pp. 112~113.

1株当たり評価的現金配当率，これは  $D_0(1+g_1)$  に等しい。

$D_2$  ……第2年目における1株当たり評価的現金配当率，これは  $D_1(1+g_2)$  に等しい。

$D_n$  ……第 $n$ 年目における1株当たり評価的現金配当率

$r$  ……期待ないしは支配的割引率

$V_n$  ……過渡期（ $n$ 年目末における）の末における期待投資価値ないしは最終的価値

このモデルによると，株式の現在価値は過去12ヶ月間に支払われた正常的な現金配当率と配当乗数を掛けたものに等しい。

$$V_0 = (DM)(D_0)$$

もし第1年目の配当成長率  $g_1$  が，その評価した（長期的将来的）最終的配当成長率  $g_{n+1}$  より大である場合，その株式はいわゆる（成長的）過渡期にある。過渡期においては年間配当成長率は直線的（恒常的）な型で，それ以後の各年度にわたって低減するものと仮定される。

最終的価値  $V_n$  は，第 $n$ 年目末における普通株の評価価値であり，実際には，最終的価値は $n$ 年目末における現在価値である。その時点での評価的最終的価値は，

$$V_n = \frac{D_n(1+g_{n+1})}{r-g_{n+1}} \dots\dots\dots (3)$$

となる。この式における分子は， $n+1$ 年目末において期待される現金配当率を期待配当利回りに等しい分母で資本還元したものである。

$n$ 年目末における最終的価値  $V_n$  にとっての期待配当利回り ( $y$ ) は，次年度において期待される現金配当 ( $D_{n+1}$ ) を最終的価値 ( $V_n$ ) で割ったものに等しい。

$$y = \frac{D_{n+1}}{V_n}$$

それ故，最終的価値  $V_n$  は，次年度における期待配当支払を配当利回りで資本還元したものに等しい。すなわち，

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{y}$$

年々の配当成長率が一定であると予想される時 ( $V_n$ ) にとっての報酬率あるいは割引率 ( $r$ ) は、二つの要因の総計に等しい。すなわち、(1)期待せる年配当利回り ( $y$ ) と(2)期待せる最終的配当成長率 ( $g_{n+1}$ ) である。過渡期における評価した配当支払を割引くために用いる報酬率あるいは割引率 ( $r$ ) は、過渡期を超えて期待される所得と元本支払のすべてを割引くために用いる率と直接的な関係がある。 $(r)$  と  $(g_{n+1})$  とが評価ないしは決定されると、最終的価値資本還元率 ( $y$ ) は既知のものとなる。何故なら  $r = y + g_{n+1}$  であるから、 $y = r - g_{n+1}$  となり、それ故、

$$V_n = \frac{D_{n+1}}{r - g_{n+1}} = \frac{D_n(1 + g_{n+1})}{r - g_{n+1}}$$

となる。

以上のような現在価値論を利用する時、まず、会社の売上高・収益・現金流入・配当見通し、などの分析をなすことによって将来における現金配当支払いについて評価し、また、さらに株式の清算価値を評価せねばならない。そして、それにもとづいて支配的な市場割引率を決定することになる。現在価値論であろうと内在的価値論であろうと、いずれにしても、これらの証券の価値評価の基礎は、中期的・長期的な将来における会社収益の予測にあり、それは主として過去のモデルの将来への投影によって求めようとするものである。長期的な株式市場価格の傾向と長期的な会社収益および配当の傾向との間には直接的な明確な歴史的関係のあることも実証されている。されば、価値分析論者達は、将来における会社収益・配当の予測をもとに、株式の価値を算出し、この価値によって変動的な市価のあるべき位置を決定しようと努めるものである。したがって、それは、如何なる等式やモデルを考案しても、結局のところ将来の会社収益という不確定要因を如何ほどまでに正確に予測することができるかどうかにかかってくるといえる。もちろん、彼らはこの将来的事象についての予測は正確なものであるとは主張していない。このような主張をなすことは、普通株は実質的に危険のない投資となるという不合理な結論へと導くものであるからである。彼らは、判断における誤りは、その予報が明白な事実となり、そして一貫した型で用いる時には、極小化され

るものであると主張するのである。それは、貧弱な予測でも、全くないよりはより良いものであり、そして将来への投影という系統的なアプローチの使用は、非系統的なアプローチよりもより有益なものであるとの考えに立っているものである。<sup>(17)</sup>

以上のところから、現実の市場価格については与件として全く考慮せず、ただ証券のもつ価値を基準とする現在の価格の位置づけだけでは、長期的・歴史的な株価動向についてはともかくとして、極めて変動的な現実の市価の中での最適価格をとらえることは到底不可能なこととなるであろう。それ故、一定の投資期間内における一連の個別的価格時系到の中での現在の市価の位置づけ、現在の株式市場価格全般の中での個別的価格の位置づけ、さらに、株式市場価格一般の価格時系列の中での現在の価格一般の位置づけが不可欠なものとなる。つまりこれは、将来における価格動向の予測が必要となるということである。将来における価格動向の予測が果たして可能であるかどうかについてはさておくとして、証券市場分析あるいは、たんに市場分析として呼ばれている研究は、これらの個々の株式価格の将来における動向、および、一般的な株式市場価格の将来における動向を予測することによって、株式投資の最適価格—最適タイミングを実現しようとするものである。

### 3

証券の内在的価値を基準として、価格の適否を決定しようとする証券価値分析論者達は、将来における価格動向の予測を全くしないものであり、また、将来の価格についての予測のための努力をも全く無視する態度をとっている。それは、

(1)偶然以上のより正確な確率をもって、価格の転換点を予測することは不可能である。

(2)投資家は、株式市場よりもむしろ、株式の市場に直面しているのであり、したがって、例えば、ダウ工業株平均の転換点を予測しようとする努力は、

---

(17) W. S. Bauman, "Scientific Investment Analysis—Science or Fiction?"  
Financial Analyst Journal, 1967, Vol. 23, No. 1.

むしろ無意味なことである。何故なら、平均はつねに上下するが、しかし、平均を構成している個々の株式銘柄の価格動向には大きな不一致があるからである。さらに、

(3)平均を予測することに努力しても、戦後の期間における大部分の下向転回は、わずか10%~20%にしかすぎないものである、との理由によるもの<sup>(18)</sup>である。なお、この点については、グレームもつぎのように述べている<sup>(19)</sup>。

将来における価格動向について前もって述べることは誰にもできないものである。おそらく、その理論的妥当性は、市場の過去の歴史の中に求めなければならないであろう。しかし、もしこれについて若干の注意を払って研究すれば、その過去の歴史のもたらす指標は余り役立たないものであることがわかるであろう。すなわち、1885~1921年の期間における株価の波動を調査すると、それらは、たしかに全く同じではないが、しかし、大雑把な比較をなすことができる。11の波動の平均的期間は40カ月(その中間は37カ月)であり、そのはばは最低30カ月から最高50カ月であった。さらに、若干の例外はあるが、その周期の振幅もまた比較可能なものである。かくて、これらの市場の波動は、大体3年から4年毎に、投資家は自己の株式を合理的に明白な低水準で購入することができ、そしてそれを合理的に明白な高水準で売却することができる、という考えを支持するには十分規則的なものであった。しかし、1921年以降、株価の周期はその連続的な型において全く同質ではない。例えば、1921~1933年の期間と振幅は1871~1921年迄の期間のどの価格の周期のそれよりも遙かに大きい。さらに、大多数の分析家達は、1949年末から1961年央迄の12年間を1つの強気市場として性格づけている。その結果、最近の35年間の株式市場周期を規則化することは極めて困難である。1949~1956年にはスタンダード・アンド・プアー Standard & Poor's の総合株価指数は、1953年だけを除いて、どの場合にも各年度の初めよりも終りの方がより高い水準にあった。その上、どの年度においても、その年間の高値と安

(18) J. B. Cohen, E. D. Zinbarg, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 1967, p. 455.

(19) B. Graham, D. L. Dodd, S. Cottle, *op. cit.*, p. 71.

値との開きは、大体15%に達した1953年を除いては、余り大きくはない。事実、1948～1959年迄の11年間にわたって、その指数の最大の下落は22%に達していない。したがって、以前の周期的な株価動向は、投資タイミングのどのような型での基礎としても、もはや通用しないであろう、と。

以上のような将来の価格動向の予測を無視する証券価値分析論者の主張に対して、市場分析の技術によって、偶然的結果よりもより良い成果をもたらすことが可能であり、市場分析と証券分析との両者の利用によって、より良い銘柄選択とタイミングの決定が可能である、との立場をとるコーエン＝ジンバーク<sup>(20)</sup>は、以下のような論評を加え、さらに市場分析の有用性についての見解を述べている。すなわち、

株式市場は“選択的” selective である、すなわち、個々の株価は縦列的に動かないものであるという価値論者の批判は全く正当である。しかし、このことから不適當な意味が引き出されているように思われる。その“平均”の主要な上向および下向の波動は、図表を描けばわかるように、通常、むしろ上手に市場の全体の調子を反映しているものである。図表は、その平均が下落する時には大部分の産業の株式もまた下落していることを示している。同様に平均の上昇時には、大半の株式グループもまた上昇していることを示している。

“選択的”とは、強気市場では色々な株式銘柄は非常に違った大きさの割合で上昇し、そして弱気市場では非常に違った大きさで下落することを意味するものである。すべての株式が同時に、同じ高さ、低さになるということではない。それ故、投資家の注意はもっぱら平均にだけ集中してはならない。しかし、平均を無視してもいけない。何故なら、平均の主要な趨勢がいったん下向に向った時には、その趨勢に影響されない銘柄を選び出すことは非常に困難であるからである。色々な株式銘柄の間での全く異なった価格動向が存在するということの真の重要性は、価値分析と価格予測的アプローチとを対立するものとするよりも、むしろ、強固な味方であるとするべきである、と述べている。つまり、市場分析は価格がどのように動くかを求めるの

---

(20) J. B. Cohen, E. D. Zinbarg, op. cit., pp. 456～458.

に対して、価値分析はいわば価格の中心たる価値をもとになぜ動くのかの理由づけの基礎を追求するものであるから、これら両者の利用が必要であるというものである。

つぎに、第2次大戦後の弱気市場がその下げ巾が小さかったことが、タイミング問題の重要性を軽減させているという価値論者の主張に対しても、つぎのような欠点のあることを指摘し、反論している。すなわち、

(1)価値分析家自身も認めているように、“選択的”とは、平均の下落が極く小さい時にでも、若干の株式は全く大きな下落を示していることのあることを意味するものである。

(2)大胆な投資家達は、その既存の保有銘柄の売却の外に、空売り short selling によって、価格の下落についての正確な予測にもとづいて、報酬を増加させることができる。

(3)戦後の期間は、それ以前の年度における若干の下落の深さに比べて、平均して大きな価格の下落が起ってはいないけれども（例えば、1920～21年、1937年には40%、1929～32年の大恐慌期の80%についてはいうまでもないが）今後、それよりもより大なる下落が起こらないであろうというなんらの保証も存在しない。明らかに、その機会は多くはないであろう。しかし、もし起った場合、その困難性がでてくるのであり、早期の注意信号は、おそらく、若干の下落に先行する注意信号とは大きな相異はないであろう。いい変えれば、その下落が非常に急激になる可能性に対する保険のように、若干の下落が予想される場合にも売却（あるいは少なくとも買い控える）することを主張することができる。

さらに、価値と価格との開きが極く短期間のものであり、かつ極く小さいものである時においても、短期的売買者 in-and-out trader だけは、これらの波動を予測しようとし、そして、それに従って行動しようとする。このような行動は余り感心しないものであるとの批判があるが、これも余り妥当しないものであるとして、つぎのように説明している。何故なら、例えば、ある35才の投資家が年報酬率8%の配当プラス資本騰貴をもたらす代表的な普通株へ毎年\$1,000投資したとすれば、彼の65才の退職時に\$122,000の価値を



もつポートフォリオを所有することになる。もし、彼の投資のより適当な時期に、8%から9%へとその年間報酬率を引き上げることができたとすれば、彼の退職時には、平均して20%の\$148,000の価値をもつポートフォリオを所有することになるであろう、と。

つぎに、タイミングの改善による投資利回りへの影響については、第2次大戦後の期間の大部分にあてはまったよりも、将来においてより大なる影響を与えるであろうと主張している。すなわち、1950年代におけるような全面的な、大きな株価上昇は今後期待することは不可能である。何故なら、過去における株価成長は(1)会社収益および配当の増大と、(2)極めて高いPERとによるものであったが、(1)は今後も持続すると期待できるが、PERについては現在よりも50%も大になるという機会は極く小さいものであろう。したがって、普通株の購入保有による総報酬率（配当プラス資本騰貴分）が、戦後の期間における12~15%から、今後、将来においてそれが8~9%に低下すると仮定すれば、的確に株価の転換点を予測することによって、将来における報酬率を前もって高めておくことが必要であると。つまり、将来における株価の大巾なる上昇が期待される場合、長期的な購入保有方式のもとでは、その購入価格は余り重要な問題とはならないであろう。何故なら、それは経済の長期的成長性とともなうポートフォリオの目的を達成しようとするものであるからである。しかし、経済の成長性が小さくなり、株価の大巾なる上昇が期待されないとの仮定のもとでの長期的保有では、その当初の購入価格が極めて重要な問題となり、極端にいえば、その購入価格の如何によって、ポートフォリオの最終的成績が決まってくることにもなるということである。

最後に、彼は心理的観察について、つぎのように述べている。長期的価値への重視は、投資家をして資本市場の循環的変動を上手に乗り切らせるものである、つまり、循環的変動によって感情的に投資家を参らせてしまうという危険を避けることができると一般的に考えられている。しかし、不幸にも人間は自分自身のために健全であるべきような強固な意志をもってはいない。専門的に訓練され、物事を長期的に観察するすぐれた立場にあるところの機関投資家でさえも、市場の渦中に巻き込まれる傾向がある。チャー・ター

プの不断の報告によって“価値”についての彼らの考えを変更するのも銀行・保険会社の投資委員会のメンバー達に共通するところである。それは、もし彼らが価値それ自身の原因についてはもちろんのこと、価値からの開差の理由を理解していたとしても、参照するより良い機構をもっていないからではないだろうか。

以上、将来における価格動向の予測を無視する証券価値論者に対する批判と、市場分析によるタイミング決定の重要性についてのコーエン＝ジンバークの所見を考察してきた。価値論者に対する彼の論評は全面的に妥当なものであると考えられるし、また、価格動向の予測にもとづくタイミング決定の有用性についても全く彼の主張の通りであるといえよう。もちろん、彼も前記の引用の冒頭のところで述べているように、証券価値分析技術が完全なものでもないし、またそれを容易に使用することができないのと全く同様に、予測技術も完全なものではなく、また容易に使用することもできないが、しかし、それらの予測技術の使用によって、偶然的結果よりもより良い成果を実現することができるであろう。前述したように、証券の価値を求める価値分析も、その将来における収益・配当の予想を基礎とするものであり、あらゆる意味においてそれは絶対的なものではなく、また客観的なものでもなく、分析者の主観的判断がその根底に大きく横たわっているものといえよう。その意味においてはむしろ現実の価格それ自体からのアプローチの方がより客観的なものであるともいえるかもしれない。しかし、市場分析の目的は現実の客観的な存在物たる価格から将来の価格の動向を予測しようとするにあり、それは極めて主観的なものとなる。いずれにしても、前者は証券の内的研究であり、後者はその外的研究であるといえよう。したがって、証券価値分析と証券市場分析との両者によって、われわれの求める「最適銘柄」・「最適投資」が実現できるものとなり、これらのいずれか一方だけでは到底不可能である。ここでの問題は、将来における価格動向の予測をどのようにして行なうのか、またそれが果たして可能なかどうかである。周知のように、市場分析は一般に(1)基本的経済分析あるいは景気循環分析 business cycle ana-

(21) Ibid., p. 456.

lysis と(2)技術的市場分析 technical market analysis とに大別することができる。前者は、株式市場価格と一般的な景気状態の水準との間には一定の関係があると仮定し、主要な経済的趨勢の予測と景気状態の変動を基礎として、将来の株価動向を予測しようとするものである。<sup>(22)</sup>つまり、証券市場をとりまく外部環境の分析によって株価予測へ接近しようとする、いわゆる証券市場外部分析である。これに対して後者は、経済状態および株式市場価格の変動の最上の表示者 the best indicator は株価それ自身である<sup>(23)</sup>として、株価の足取りを図表化し、その株価のパターンから将来の株価動向を予測しようとするものである。したがって、技術的市場分析はまさしく証券市場内部分析であるといえる。それでは、つぎに、これらの市場分析について、前記のコーエン＝ジンバークの所説を中心として考察することにしよう。

---

(22) L. V. Plum, J. H. Humphrey, J. W. Boryer, *Investment Analysis and Management*, 1961, p. 417.

(23) *Ibid.*, p. 421.