

投資銘柄選択論 (一)

松 谷 勉

個人投資家であろうと機関投資家であろうと、殆んどすべての投資家達の証券投資の目的は、一般に、一定の投資資金から最大限の投資報酬——投資所得及び資本利得——の獲得と投資元本の安全性を実現することにある、といえる。

それでは、このような投資目的を達成させるためには、實際上、如何なる投資行為、あるいは投資活動が必要であるのか。

イギリス及びアメリカにおいて、古くから盛んに行なわれている投資論、なかんずく証券投資論の研究は、このような最小限の可能的投資危険を負担することによって、最大限の投資報酬を獲得し、かつ、投資元本の安全性をも維持しうる、いわゆる理想的投資 ideal investment, utopian investment を実現化する一連の投資活動を追求する投資経済論として形成され、展開されて来た。

つまり、それは、われわれ各個人の持つ余剰資金を投資する時、そこには、常に社会全体の資本基金 capital fund が増大し、そして、この資本基金のより効果的・経済的使用によって社会全体の経済的發展がより一層可能となる。われわれ各個人投資家にとっての理想的投資は、通常、この資本基金の最も効果的な使用の結果として実

現されうるものであり、そして、この理想的投資の実現は、一般的には更に、社会的余剰資金の増加→追加投資→資本基金の増加→社会全体の経済的発展へと導くものである。他方、われわれ各個人投資家にとっての投資の失敗、すなわち投資損失の発生は、この資本基金の不経済的使用、例えば詐欺的発起人による架空会社、無能経営者の経営する不良会社等、への投資の結果としてもたらされるものであり、それは単に投資家個人の財産を減少させるだけではなくて、広く社会的資源の経済的浪費となり、社会全体の資本基金を減少させ、ひいては社会全体の経済的発展を阻害し、停滞させるものであるとの基本的理念にもとづくものである。

したがって、個人投資家の立場から理想的投資を追求する証券投資論の研究は、単に、投資家個人の投資報酬を極大化しうる投資方式 investment formula を究明し、彼ら投資家の個人的財産を増殖させる、単なる「金儲け」money-making のための研究だけに終るのではなくて、むしろ、それは、個人的にも社会的にもムダな投資を無くさせ、社会的資源のより効果的使用を推進させることによって、社会全体の経済的発展へと導く、広く社会一般の資本の使用に関する研究であるとみられている。^⑤

このようなプラグマティズムに徹する証券投資論の研究は、特にアメリカにおいて最も盛んに行なわれて来た。そして、長年にわたるこの研究の一つの大きな成果として、証券知識の普及化・証券投資の向上及び証券投資の一般化による、いわゆる「証券の大衆化」を促進させ、その資本主義的精神に反する社会的資源の浪費者たる不良会社を駆逐し、その最も効果的使用者たる優良会社の生成・発展を助長させ、ひいて、それが今日のアメリカに、「証券資本主義」Security capitalism「大衆(人民)資本主義」People's capitalismあるいは「投資家国家」Investor's nationの確立へと大いに貢献しているといえる。そして、現在においては、むしろ、この「投資家国家」論を基礎として、つまり、われわれの住んでいる、すばらしい資本主義国家たるアメリカは「投資家の国」であり、路上

で出くわす殆んどすべての人々は投資家であり、もはや、われわれのアメリカにおいては、その証券投資活動は、多額の資金を持つ一部のの人々だけに限定されているのではなく、そして又、ウォール街 Wall Street と呼ばれている、われわれ一般大衆とは縁遠い日蔭の区域の片隅で行なわれているのでもなく、それは文字通りメイン・ストリート Main Street の活動であり、極めて一般的な普通の活動であるにすぎない。したがって、われわれすべての人々は、すでに投資家であるから、あるいは、やがて投資家となるから、当然に証券投資論を研究する必要性がある^⑥、としてその研究はより、一層活潑化し、そして今日、一般に「証券論」「投資論」といえば、いずれもこの証券投資論を意味するほゞまでこの研究は一般化している。

それではまず、証券投資論研究における中心的な研究課題たる投資対象の選択論について以下のところで考究するところだしよう。

- 註 1. Douglas A. Hayes: Investment: Analysis and Management. 1961. p. 53
Hartley Withers: Hints about Investments. 1962. p. 4. H. Sauvain; Investment management. 1959. pp. 6~7.
2. Douglas A. Hayes; op. cit., p. 53
Hartley Withers: op. cit., p. 4
J. E. Kirshman; Principles of Investment, 1924. p. 79
3. H. Withers, ibid., pp. 1~24
4. R. E. Badger & H. G. Guthman; Investment—Principles and Practices, 1924, pp. 5~6
5. H. Withers, op. cit., pp. 2~3
R. E. Badger & H. G. Guthman; op. cit., p. 6
6. H. Sauvain, Investment management. op. cit., p. 2.

二

証券投資論における最も中心的な問題として、なによりもまず検討されねばならない問題は、投資対象の選択と、その投資出動の時期、つまり、その売買時期の問題である。

上述したところからも理解されるように、証券投資論の研究は、個人投資家の立場から、彼ら投資家の、いわゆる理想的投資を実現化しうる一連の投資活動を究明することによって、個人的にも社会的にも、結局ムダな投資となるところの投資活動を一刻も早く無くさせ、社会的資源の最も効果的な使用を促進させることにある。したがって、証券投資論における、より直接的な問題点は、この理想的投資を如何にして実現させるかにある。

周知の如く、証券投資において、成功を治める鍵は、一般に、如何なる銘柄を何時買ひ、何時売ればよいのか——what to buy, what to sell, when to act——にかゝっている。そして、実際問題として、この解決に投資家も可能的あるいは潜在的投資家達 actual and potential investors も苦慮しているのであり、また、この問題の解決の如何によって最終的な投資成果が定まるといえる。したがって、証券投資論の研究も、実に、この投資対象の選択と、その売買時期の問題の解明につきるといっても過言ではない。

投資対象の選択とは、資本証券の中での選択をいうこと勿論のことである。われわれの証券投資論では、その投資対象はすべて証券、とくに資本証券だけに限定しており、いわゆる財貨証券、通貨証券、また不動産その他のものを含まない。これは、今日われわれ一般大衆が投資といえは大体すべて資本証券を対象として考え、また實際上、この資本証券への投資が最も一般的であるからである。

しかし、ここで注意しておくべきことは、アメリカにおける殆んどすべての証券投資論研究者達も述べている如

く、各個人の証券投資は、各人のいわゆる全体的な財務計画 financial program を基礎にして考案した投資計画 investment plan あるいは、いわゆる財産運用の中での一部であるにすぎないから、各個人によって、それぞれ、その投資事情を異にすること勿論のことである。したがって、實際上、各個人とする証券投資対象の選択においても、この全体的な投資計画から出発しなければならないこと当然であるが、しかし、理想的投資の実現が、すべての投資家達の最高の、そしてまた、最終的目的であるから、まず、これを実現しうる一般的投資活動の原理を解明するとの立場から出発するところの投資対象の選択論及びその投資出動時期論・投資タイミング論 investment timing を究明し、次いで實際上の各個人の持つ特有の、しかも直接的な投資要求へのこの原理の具体的・典型的な適用としての、いわゆる投資政策論 investment policy については、投資原理あるいは投資原則 investment principle に続く後章で論究されているのが一般的である。なお、この点については別のところで考察することにして、ここでは一応投資対象の選択とは、理想的投資を実現させるためにするところの資本証券の中の投資対象・投資銘柄の選択であることだけにとどめておこう。

だが、ひと口に資本証券の中での投資銘柄の選択である、といってもそこには多種多様な資本証券が存在している。したがって、この多種多様な資本証券の銘柄の中から、理想的投資を実現させ得るに最適な銘柄を選び出すためには、何よりもまず、この資本証券の分類化が必要となる。何故なら、すべての選択作業はその分類化から始まる、つまり、或る特定の基準にもとずいて、無数に存在するところの或る物を区別・分類する過程が、すべての選択作業の最初の、そして中心的な過程であるといえるからである。

それでは資本証券を分類する基準として、如何なるものが考えられるであろうか。

それはまず、その証券発行者と証券所有者との間に存在するところの契約上の、あるいは法律的関係の種類によ

る分類であり、すなわち、債券 bonds と株式 stocks への二大分類である。この法律的性質は、一般的に証券分類化の基本的基準であるといえる。すなわち、債券は債務証券であり、債券所有者は、その発行者に対する債権者 creditor となる。したがって、債券には、或る将来の特定日(満期日)に、或る特定の元本額を支払う発行者の約束と、その満期日迄の期間における特定日に定期的に特定の率での、その元本に対する利子を支払う約束が記載されている^⑤。そこで、もし債券発行者が、この券面上に記載された約束を果さなかった場合には、債券所有者は、合法的に発行者に対して、その約束の履行を強制することが出来る権利を持つこととなる。したがって、このような法律的特長を持つ債券への投資の利点としては、まず、確定金額の利子の支払いを確実に受けることが出来、そして、この確定金額の利子支払いに対して発行者に強制する権利を持つことを挙げることが出来る。しかし、それがまた、その欠点として、つまり、投資家の所得は、如何なる場合においても、この確定金額の利子額に限定されていること、たとえ、その発行者が如何に莫大なる利益を得ても、それに参加することが出来ないことが挙げられる。また、利子支払いの不履行の場合に、それを強制する権利が認められているが、通常、このような事態の発生においては、すでにその発行者の破産を意味するものであり、破産の場合、利子及び元本を完全に回収することは、實際上不可能であることがある。したがって、債券における利子及び元本の確実性も、絶対的なものではなくて、あくまで相対的な意味における確実性であるといえる。更に、これらが確実に支払われるとしても、それは、あくまでも契約上に確定された金額通りそのまゝ確実に支払はれるという意味であって、一般的な利子率水準の上昇によるその債券利子率の相対的低下——したがって債券価格の下落——また、一般的物価水準の上昇にともなう貨幣の購買力の低減による債券元本価値の実質的減少をきたすことがある。

利子率水準の上昇による当該債券の利子率の相対的低下、ひいては、その債券価格の下落による損失は、彼がその

期間に売却しなかったら、蒙むることのない損失であり、また一般に利子率の変動は短期的な、かつ比較的小さい巾のものであるので、一応度外視してもよいとしても、注意すべき点は、物価水準の上昇による貨幣購買力の低減である。

周知の如く、債券の投資元本額の安全性・確実性は、あくまでその名目的貨幣金額のそれを意味するものであって、その実質的な意味における貨幣価値額のものではない。この点について、アメリカにおける多くの投資論研究者達も、第二次大戦後以降アメリカにおける債券投資の減退と株式投資の増大の原因の一つにこの点を挙げている。例えばポオイヤー J. W. Bowyer は、アメリカにおける消費者物価指数は、一九四七—一九四九年を一〇〇として、一九四〇年には五九・九であったのが、一九五九年には一二四・六に上昇し、約二〇年間に貨幣価値が半減していることを示し、二〇年後に或る財貨及び用役の購入を計画して、一九四〇年に一〇万\$の債券を購入した投資家にとつて、その満期日に償還された元本額一〇万\$は、当初の計画の約半のものしか購入し得ないことになることと述べ、将来における財貨及び用役の購入計画のために現時点において債券を購入することは極めて危険性があることを指摘している。^⑥したがって、結局債券投資の場合には、一般的利子率及び貨幣価値の両者の要因を度外視すれば、安全性・確実性共に大なるものであるといえるが、如何なる投資活動においても、この両者を無視することはありえないから、債券投資もこの両者の要因に左右される極めて危険性大なるものであるということになる。いな、株式投資の場合には、これら両者の要因が、その時々々の株価に適切に反映され、そして、それらの要因によって、収益ひいて配当に適切なる修正が加えられるものであると仮定すれば、その利子額が不変要因となっている債券投資においては、むしろ満期日までの期間におけるこれら両者の不変、あるいは一般的利子率水準の下落及び貨幣価値の増大に賭けるより、投機的なものであるといえるかもしれない。

これに対して、株式は所有権証書である。すなわち、株式所有者は、その発行会社の部分的所有者の a part-owner であり、株主総会に出席して、会社の経営についての、いわゆる議決権 voting rights を持つており、他のすべての請求権について支払った後に残ったところの収益及び資産の総計に対する分配権を持つところの、いわゆる会社の残余所有権 residual ownership を持つものである。したがって、配当の支払いについては、債券における利子のようにはその配当金額・支払時日について確定されておらず、それは、一般的には、残余収益の大きさによって決定されるものではあるが、しかし、その最終的決定は、会社の取締役達の採る配当政策の如何に全面的に依存しているところの極めて不安定なものである。また、その会社の解散時以外においては、その投資した元本額は、直接会社から返済されるのではなく、たと、株式市場を通じて、その株式に対する新規購入者にその時の市価 market price で、それを売却することによってのみ彼の最初に投資した元本額に相当するもの——彼の購入価格と新規購入者への売却価格とが全く一致することは通常少い——を回収することが出来るにすぎない。継続企業・永続企業 going concern としての会社が、万一解散するという場合においては、なおさら、債券のところでも述べた如く、それは一般に破産を意味するものであるから、直接会社からその元本額を回収することは、残余所有権たる株式にとつてはおそらく不可能であるに違いない。したがって、結局、株式投資の場合においては、その欠点として、まず何よりも配当支払いが不確定・不安定であり、その大きさ及び実際の支払いは、収益及び配当政策の如何によつて左右される極めて危険性大なるものであるといえる。また、これを反映して、株価つまり投資家にとつての元本価格も極めて変動的であり、結局、元本及び配当のいずれにおいても極めて危険性大なるものであるといえる。しかし、この株式投資の不確実性・危険性がまた、その利点ともなる。すなわち、配当支払いが不確定・不安定であり、配当額が限定されていないということは、逆に、収益が大であればそれだけ大なる配当支払いが可能で

あることを意味するものであり、またその見込みが株価の上昇をもたらすことにもなるのであるから、こゝに株式投資の不確実性・危険性と収益性・有利性の両者が並存していることになるといえる。更に、債券の場合に不利益となると指摘したところの物価水準の上昇については、一般的に株式には不利とはならない、むしろ株式はこの物価の上昇に対する防禦としての役割を果すといわれている、いわゆるインフレ・ヘッジ inflation hedge —— 一般的な物価水準に大体比例せるところの収益の増加、配当額の増額・市場価格の上昇をもたらすという。—— となるといわれている。しかし、これには色々な例外もあり、ただ、長期的な一般的な傾向としてはそうであるといえる。以上のところから結局、株式投資は、投資元本額の高度の安全性・確実性と、或る一定金額の投資所得を確実に獲得しようとする投資家にとっては本来不適當なものであるといえる。

以上に見たような一般的な法律的特長及びその投資的特質を持つ債券及び株式は、更にその証券発行者とその所有者との間に契約された種々なる条項の如何によって、細分類することが出来る。例えば担保の有無及びその種類・転換条項の有無等についての債券の細分類、あるいは配当享受の順位が記載されている優先株・議決権の有無・種類等についての株式の細分類である。しかし、われわれの研究目的からは、こゝでは一応、債券と株式への二大分類で事足りるといえるから、それらの細分類については、また他の機会にすることにしよう。

すべての資本証券を債券と株式へと二大分類した後、これらを更に分類する基準として挙げられるものは、その証券の発行者別分類である。すなわち、まず大きく公的なものであるか、私的なものであるかの分類である。

公的なものとは、例えば、政府・地方自治体・公共機関・公共団体等を指し、これらが発行する証券は公的証券 public securities といえる。(一) 国債 —— 短期国債 (短期政府証券) ・ 長期国債 —— 内国債 ・ 外債債、(二) 地方債 —— 都道府県債 ・ 市町村債、(三) 特殊法人債 —— 公社 ・ 公団 ・ 公庫債 (例えば、日本国有鉄道債券 ・ 電信電話債券 ・ 住宅債券 ・ 道路債

券等)、等々がわが国における公的証券の主なものである。これらの公的証券はいずれも債券であり、したがって、これらの公的証券への投資は、一般に、債券投資の中でも最も安全性・確実性大なる投資銘柄であるといえよう。しかし、公的証券は、わが国においては、その発行数・種類共に比較的になく、現在迄のところ、まだ一般の投資対象として、そう大して重要な位置を占めるにいたっていない。

これに対して、私的なものとはいってもなく私的企業、いわゆる民間会社であり、上の公的証券に対してこの民間会社の発行する証券は私的証券 private securities といえる。普通、われわれが問題とするところの資本証券とは、この私的証券であることいまでもない。

私的証券つまり民間会社の発行せる証券は、更にその各証券銘柄の発行者別・発行会社別分類として、まずその証券発行会社の従事する営業内容の如何によって分類することが出来る。すなわち、業種別分類がそれである。例えばアメリカにおいては、一般にすべての私的証券を次のように四つの部門に分類しているのが通例である。

- (一) 一般産業部門 industry……製造業・鉱業及び漁業・配給業・サービス業等々。
- (二) 公益事業部門 public utility industry……電力産業・ガス産業・電話業・電信業・水力産業等々。
- (三) 運送業部門 transportation industry……鉄道業・航空業・バス・トラック業等々。
- (四) 金融業部門 financial industry……銀行業・保険業・投資会社等々^④。

また、わが国では東京及び大阪両証券取引所では、(1)水産業 (2)鉱業 (3)建設業 (4)食料品 (5)繊維業 (6)パルプ・紙 (7)化学工業 (8)石油・石炭製品 (9)ゴム製品 (10)ガラス・土石製品 (11)鉄鋼 (12)非鉄金属 (13)金属製品 (14)機械 (15)電気機器 (16)輸送用機器 (17)精密機器 (18)その他製造業 (19)商業 (20)金融・保険業 (21)不動産業 (22)陸運業 (23)海運業 (24)空運業 (25)倉庫業 (26)通信業 (27)電気・ガス業 (28)サービス業^⑤、の二八業種に分類している。

このような私的証券の業種別分類化は、投資銘柄の選択過程において必須のものであるといえる。何故なら、各産業は、それぞれ異った独自の性格を持つものであり、同一業種に属する殆すすべての会社は、大体その業界全般に共通せる独自の性格を持ち、またその業界一般の好・不況に左右されるものであるからである。したがって、投資銘柄の選択過程においては、まず、いわゆる産業分析 industry analysis が必要となる。産業分析における主要な問題点としては、(一) その産業の発展段階はどうであるか。つまり、その産業はまだ成長するかどうか、すでに成熟化しているかどうか、あるいは衰退化するかどうか。(二) 一般的な景気状態の周期的変動に対して強いか弱いかどうかであるか。(三) その産業は競争が極めて激化しているかどうか、等を分析することにあるといえる^⑥。それはともかく、このようにすべての私的証券をその発行会社の業種別に分類し、その産業分析をなすことによって各業種別にその証券の投資的特質を究明することが必要となる。通常、このような産業分析は、国民経済全体の見通し、及び国際情勢その他種々なる要因を分析した後になされるのが一般的である。

このような私的証券の発行会社の業種別分類に続く証券銘柄の細分類としては、更にその発行会社の規模別分類をなすことが出来る。すなわち、いわゆる会社分析 company analysis をなすことによって、同一業種内におけるすべての会社を規模別——生産高・売上高・利益金・資本金・従業員数、等その他の諸要因を基礎にして、大・中・小規模に分類することである。この規模別分類は、各業界内において各々の会社の占める相対的位置を知ることにあるのであって、必ずしも大会社の証券を選択するためにはないこと勿論のことである。これは優秀なる良い銘柄は必ずしも大会社の証券であるとは限られていないからである。

上述したところの証券の分類化の過程は、例えば、われわれが実際に或る証券を購入しようとする時、必ず、まずその発行会社についての利用出来るすべての資料・情報を収集し、そしてその会社がどのような業種に属す

るものであり、またその産業の一般的特長及びその将来性はどうか、更にその業界内において現在どのような位置を占めており、将来どうなるか、その経営内容はどうか、等々について分析することによってもまた理解出来るるところである。

以上、われわれは私的証券の発行会社別分類として、その業種別分類及び同一業種内での規模別分類をなしたが、これらの私的証券は、いずれも株式及び債券から成ることというまでもない。特にわが国においては、アメリカにおける如く同一会社が多種類の株式や債券を発行することは殆どなく、稀に優先株や転換社債を発行するにすぎなく、殆どすべての会社は主として一種類の株式及び債券の発行に限定している。したがって、この点からはわが国における投資銘柄の選択範囲はアメリカに比べて若干狭められているといえる。しかし、わが国においても多数の会社が証券を発行しており、その銘柄選択は極めて困難なる問題であるといえよう。

ところで、われわれは理想的投資を実現させる最適銘柄を選択するための最初のそして中心的な過程たる証券分類論についてこれまで概略的な展開をなして来た。しかし、それだけでは具体的な投資銘柄の選択が不可能であることというまでもない。何故なら、これまでの証券分類論は証券の価格面を全く無視した分類論であり、そこにはまだ証券の価格問題が残っているからである。価格を無視した証券銘柄の分類論は、投資銘柄選択論としては実際上余り役立たないものであるといえるかもしれない。例えば、私的証券特に株式について、産業分析・会社分析をなすことよって、A会社がいわゆる成長産業 growth industry に属する成長会社であるとの結論を引き出し得たとしても、それだけで直ちにA会社の株式は優秀な最適の投資銘柄であると結論することは出来ない。それはA会社の株式の現在の市場価格が適当なものであるか、高過ぎないか、或いは安過ぎないかどうかによって最適の投資銘柄であるかどうかが決定されるからである。それでは一体、そのような分類——現在の市場価格が適切である

(適正評価)・高過ぎる(過大評価)・安過ぎる(低評価)——は何を基準にして決定されるのであるか。つまり、すべての銘柄を適正評価銘柄・過大評価銘柄・過少評価銘柄へと分類する基準は何であるかが問題となる。一般に、それは証券それ自身に内在する価値 value を基準として現実の市場価格との比較によってなされる、といわれている。したがって今、その基準として証券の価値を用いるものとすれば、この証券の価値がすべての証券銘柄を最終的に分類する基準となるといえる。そして、結局この証券の価値がわれわれの問題としている投資銘柄選択の最終的基準となるのである。

それではこのような投資銘柄選択論について、アメリカにおける証券投資論研究者達はどうのようなアプローチをなしているか、次節以下で特にベルモアの「投資論」及びソーベーンの「投資管理論」について見て見ることにしよう。

注 1、H. Savain, Investment Management, op.cit., pp. 3~5.

この点について、例えばソーベーンは次の様に述べている。個人の財務計画とは、個々人の財務的事象の管理と展開についてのすべての計画と政策との総合物である。一般的には、若年者は教育を受け、野望をもって彼の人生航路が始まる。そして通常結婚しそして子供を創る。その結果、彼は家庭の経済的繁栄に対する責任を負担する。良心的な、そして物のわかった青年は、おそらく直接的な問題として家計の均衡を考えるだけではなく、またより長期的な財務目的をも考えるであろう。家を買うべきか、生命保険についてはどうか、もし彼が貯金して、或いは気前の良い親類から若干の金を貰って持っているとするれば、彼の家族のために最も役立つ様にするにはどうすればよいか。これらは大抵の人々、がいつか出くわす極めて真実なそして実際のな問題である。異った境遇にある人々の持つこれらの問題に対しては、おそらく多くの解決策が考えられる。

しかし、それらに対して一つの一般的所見をなしうるであろう。すなわち、財産を造る上において、証券投資は通常最後になされるといふことである。これは、大抵の人々は彼らの金をまず家庭の最も火急の必要にあてられ、そしてそれ

投資銘柄選択論 (一) (松谷)

六〇

から次にしばしば証券よりもっと望ましい他の種類の資産へ使われるからである。家庭を持つ典型的な青年のまず第一のそして最も火急の財務的要求は適当な額の生命保険証券を購入することである。次に、一般的には自己所有の家を購入することである。また、流動的準備金、Liquid reserve、一時にはこの額は六カ月間の所得に等しい金額であるといわれている——銀行預金・貯蓄貸付組合への貯蓄勘定、合衆国貯蓄債券等の速やかに現金化しうるもの——は各個人の個人的財務計画の他の必須の部分とみなされている。これらのすべてを満たした上で次に証券への投資がやってくる。しかし、証券への投資の場合においても各個人の財務事情は大いに異なるものであるから、これらの個人的投資要件に適合する投資政策を作ることが必要となる。^⑥

⑥ H. Sauvain; op. cit., pp. 314~316.

注 L. V. Plum, J.H. Humphrey, T.W. Bowger, Investment Analysis and Management, 1961, pp. 76~105.

⑦ H. Sauvain, op. cit., pp. 17~18

⑧ D. H. Bellemore, Investments—Principles, Practices and Analysis, 1960, p. 129.

⑨ D. A. Hayes, Investment—Analysis and Management, 1961, p. 17.

⑩ L. V. Plum, J.H. Humphrey, T. W. Bowger, op. cit., p. 63.

消費者物価指数 1920~58
(1947~49=100)

1920—	85.7	1953—	114.4
1930—	71.4	1954—	114.8
1940—	59.9	1955—	114.5
1945—	76.9	1956—	116.2
1948—	102.8	1957—	120.2
1951—	111.0	1958—	123.5
1952—	113.5	1959—	124.6

Source: Federal Reserve Bulletin, August, 1960, p. 926.

6' J. C. Clendenin, Introduction to investments, 1955, p. 78.

7' Ibid., p. 80.

8' H. Sauvain; op. cit., p. 39.

9' 岡田繁「投資分析の基礎知識」四一—四二頁

9' L. V. Plum, J.H. Humphrey, T. W. Bowger, op. cit., pp. 183~184.

三

ヘルマン Dnuglas H. Bellemore は、彼の「投資論——原理・実践・分析——」の第一部「投資原理」の中の第五章「普通株と優先株」の冒頭で、まず、会社証券は株式と社債との二つの主たる組へ分けられる。これらの証券は根本的に異なるものであるので、投資家は常にその基本的差異について知っておかなければならない、と述べて、それ以下のところで、これらの証券についての各々の法律的観点からの特長と種類、及びその一般的な投資的特長について考察している。また第六章「普通株投資理論」で、普通株は投資対象と考えられることが出来るか、それとも投機対象と見るべきであるか、との問題からその議論を進めている。そして彼は、注意深く選択し、上手に分散させ、好況期は勿論のこと、不況期における平均的な見積り収益についての慎重なる評価にもとづく合理的な価格で購入せる普通株は投資的銘柄と考えられるが、どのような理論の下でも、主要な問題は、証券分析の科学的な方法にもとずいて将来の収益を評価することであり、過去の記録は将来の収益の見込みを評価する場合における一つの要因ではあるが、しかしたゞその一つにしかすぎないと述べている。そして、一九〇〇年以降、今日まで普通株投資についての理念は相当変っているとして、それ以下のところをいわゆる普通株投資理論 The Theory of

Common Stock Investment について年代順に概観し、それらについて論評をなしている。更に第七章「債券とプライベート・プレースメント・ノーツ」第八章「債券及び優先株投資理論」では、同じように債券及び優先株についての法律的立場からの種類とその特長について論じ、そして一九二〇年代以前においては、投資家は債券を購入し、そして投機家だけが株式を購入したにすぎない。債券投資の利点は、投資元本と投資所得の相対的安全性にある^⑥。としてそれ以下で、債券・優先株投資の一般的特長について論究している。そして更に、第二部「政府証券」では第一十六章「連邦政府債券」第十七章「州債」第十八章「地方自治体証券」第十九章「所得債券」として、これらの各債券についての法律的特長と種類及びその投資的特質について論じている。以上の第九章までのところでは、ベルモアは投資論の序論として株式及び債券特に債券についての論究をなし、投資論における最も中心的な問題点たる株式、特に普通株についての詳細なる検討は次の第三部「証券分析」でなしている。

彼はその第三部「証券分析」として、まずその冒頭の第二〇章「証券分析入門」^⑦で、証券分析とは、他の証券と比較して、その将来の潜在的可能性 future potential その品質及び価値を決定するとの実践的目的のために、証券の記録及び特長についての研究であると定義することが出来る。そして、分析家の仕事(作業) job は三つある、すなわち (一) 記述的作業 descriptive——適切な諸事実を収集し、「真の収益」“true earnings” を確かめるために報告された資料に必要な調整をなし、そして、正確なる財務状態を明確にし、そして公平にみて、好都合な要因も不都合な要因もいずれも挙げて、明白な、公表せる報告としてそれらの諸事実を示すこと。(二) 選択的作業 selective——その時価 current price あるいは或る他の決められた水準での、証券の品質、安全性・相対的魅力についての結論を明確にし、そして提示し、購入、保有、売却あるいは銘柄の変更に対する忠告を与える。(三) 助言的作業 advisory——健全なる諸原理及び適切なるポートフォリオの考慮をもとにして、その証券が適する投資

家達の組分けを明確にすること、であるとの説明から始めて、それ以下の第二七章までの八章にわたって、このいわゆる証券分析論についての一般的な論究をなしている。つまり、それは、ひと口に言えば、証券発行会社についての、いわゆる質的分析——産業の特長、将来性、経営能力等——及び量的分析(財務諸表分析)——資産・配当・収益——過去・現在・将来の平均的収益力——をなすことによって、その証券の現実の市場価格とは別個に、証券それ自身に内在せる、いわゆる独自の価値 independent value 内在的価値 intrinsic value 基本的価値 fundamental value 中心的価値 central value 合理的価値 reasonable value 公正価値 fair value 評価価値 appraisal value 正常的価値 normal value 投資価値 investment value と呼ばれている証券の価値を評価して、この価値と現実の市場価格との比較によって、証券の実際的な銘柄選択へと接近しようとする一連の証券価値分析の過程についての全般的な、かつ詳細なる究明をなしているのである。

ところで彼は、この証券の価値評価の過程において、証券分析家は、証券の基本的分類について完全に精通していなければならないとして、証券を次の三つの部分に分けている。まず第一のグループは、安全な債券及び優先株、銀行株、保険会社株のような最高級の普通株、大部分の電力公益事業会社株、比較的少ないが強力な産業会社株、極めて少ないが鉄道会社株等の良質の「上位証券」"senior securities" から成るものであり、これらの証券は、科学的な証券分析の技術に適するものであり、分析及び比較の標準が確立されている。他の極端なるグループは、本来、どのような真に科学的な「価値分析」にも適さないところの多くの証券のグループであり、その事業の性質、その産業内での地位から、そしてしばしば、その資本構成からして高い危険を持っているところの明らかに「投機的証券」"speculative securities" の大多数がそれであり、投機的普通株は勿論のこと、投機的な債券・優先株も含まれる。これらの二つのグループの間には、証券分析の作業に適するが、しかしそれは、上位証券のグループ

プの場合におけるような一様なものとしてではなくて、高度に展開せるものとしてであるところの、二流の普通株・債券・優先株であるとして^④いる。そして彼はそれに続いて、これらのすべてのケースにおいても分析家は、過去の収益の記録を検討することから着手するが、しかし、このような過去の記録は、安定的産業に属する上位証券の場合には、大部分の普通株、特に、収益の安定性の欠如が一般的な特長となっている循環的産業 *cyclical industries* に属する会社と未熟な会社 *unseasoned companies* の場合におけるよりも、その将来に対する遙かにより大なる信頼性を持つ指標となるのが通常である、ということ^⑤を銘記しておくべきであると述べている。そして更に、これらの三つの部類についてそれぞれ次の様に説述している。まず「上位証券」の場合には、分析家は、まず第一に、これらの証券は、満足な契約によって充分に保護されているかどうか、第二に、好調な時期においては勿論であるが、一般的な不況の時期においても、充分な収益の安定性と収益力の充分なる限界によって保護されているかどうかを決定しなければならない。そして、この場合における主要なる判断の基準となるものは、過去において、常に充分な安全性の限界 *a sufficient margin of safety* があったか。更に、現在の金融市場における状況からして、その価格及び利回りは満足しうるものであるか、であると指摘し、そして、上位証券の分析技術はむしろ充分に発達しており、全く標準化されていると述べている^⑥。

次に、「二流の債券及び優先株」の場合には、上位証券の分析におけるような充分に発達した信頼するに足る分析技術はなく、したがって、これらの投機的債券・優先株を正確に分析することは非常に困難であるとしている。

そして最後の「普通株」では、普通株の分析技術は、上位証券の評価方式にあるような殆ど標準化されたものはないが、しかしそこには普通株分析についての二つのむしろ違った接近方法のあることを指摘している。まず第一の方法は、より古くて、しかも今なお大いに一般的に認められているものでありそして、それは客観的よりもむしろ

る主観的なもので、また量的測定よりもむしろ質的測定を重視するものである。この方法では、その将来の見込みが最も約束されているところのものを選択するために、色々な産業や会社について詳細に検討するのである。そして、次に有望な産業の中でのそれらの会社の相対的位置や、その相対的見込みを決定するために各会社についての検討をなす。一般的には、この方法で、成長産業の中の成長会社を選択しようとするものが多く、また若干のものは人気のない市場に「埋まっている」"behind" 産業や会社を選択する。第二の方法は、幾分より新しい接近方法で、特定の普通株にとつての「独自の価値」"independent value" を決定しようとするものであり、独自の価値とは、これらの普通株の現在の市場価格や、あるいは人気とは独立した、そしてそれらとは関係なしに決定される価値である。と述べて、そのようにして決定された価値を上で列記した名称で呼ばれているとしている。そして、これらの価値は、単に、資産・配当・収益及びそれに将来の収益力について評価した見込みを加えたものを基礎にしてもたらされる。この価値が決定されたら、それを特定の産業及び会社に対する分類にもとずいて指定された率 assigned rates で資本還元する capitalized のである。つまり、その価値は、根本的には、割引された評価的収益力の倍数であると彼はいう。この第二の方法を用いて分析家は、特定の普通株の購入を勧める前に、独自の価値がその証券の現在の市場価格よりも大巾に上回っているかどうかを検討し、価格よりも価値の方がかなり大であるところの銘柄の購入を勧めるのである。この価格よりも上回る価値の大きさが、常に起こりうる予見しえない不利な要因に対する保証として作用するところの保護の限界 margin of protection となる。更に、市場は、結局、その過小評価 undervaluation の銘柄の価値を高めるようになると考え、そして、その時には、市場価格は「真実価値」"true value" と同じ高値になるであろうと考えているのである。したがって、このような第二の方法は、第一の方法——質的あるいは予想的接近方法に比べて、根本的には、真実的・量的・客観的方法であり、この点に

関して、この普通株選択の方法は、上位証券に適用した分析の技術と殆んど変らなくなり、そして、この第二の方法を使用すると、特定の産業や会社、あるいは市場一般についての極端なる楽観論や悲観論に巻き込まれるようなことはないと述べている。

以上のようにベルモアは、彼のいう第二の方法、つまり量的・客観的分析の方法により、重点をおくことによって、証券の独自の価値を引き出し、この価値を土台として、現実の市場価格との比較によって証券のより良い選択が可能となるとして、次の第二章以下で、この量的要因分析としての一般的な財務諸表分析を展開している。そして、それらの後の章第二十八章「一般産業証券の分析」第二十九章「一般産業証券の分析——続章」第三十章「鉄道証券の分析」第三十一章「公益事業証券の分析——電灯・電力会社」第三十二章「投資会社の分析」第三十三章「銀行株の分析」第三十四章「保険会社株式の分析」として、まず発行主体の業種別に、いわゆる産業分析をなし、次いでその産業内での会社分析——質的要因・量的要因の分析を展開している。

以上におけるベルモアの証券分析についての研究は、結局、証券発行会社の質的及び量的要因の分析をなすことによつて、証券それ自身に内在する独自の価値を評価し、この価値と現在の市場価格との比較によつて、証券投資銘柄を選択しようとするものであるといえる。いかえれば、証券の最終的分類化・選択の基準を、証券の価値に求め、この価値と市場価格との比較によつて、証券を三つの部分、すなわち、過大評価・過小評価(低評価)・適正評価銘柄へと分類し、この中の過小評価銘柄を投資銘柄として選択するための基礎としての客観的価値を評価しようとするものである。したがって、結局彼の証券分析論は、いわゆる(価値)評価的アプローチによる証券選択論であるといえる。勿論、こゝで忘れてはならないことは、これらの証券分析論の研究においては、価格(市価)は究極的には必らずその価値通りの大きさになる、との根本的命題を前提としていることである。

なお、こゝでわれわれの容易に気づくことは、ベルモアは、このような証券分析の研究にその九〇〇頁にも達する彼の「投資論」の殆んど全頁をあてゝおり、結局、彼の「投資論」は実質的に証券分析論の研究であるといえる。また、この意味からも証券分析の研究が証券投資論の研究領域において如何に重要な中心的な研究課題であるかが解かる。

だが、こゝで注意すべきことはこのようなベルモアの「投資論」にみられる証券分析論中心主義は、アメリカにおける証券投資論研究者のとり一貫した方法であるといえる。例えば、二〇年代における代表的著作として知られ、また投資論研究の古典的名著といわれているヨルダン David F. Jordan の「投資論」、あるいはカーシュマン John E. Kirshman の「投資原理」においても同様にその中心は証券の種類及び分析におかれていた。

それでは一体、このような研究方法はどうしてとられて来たのであろうか。勿論この点についての究明には相当なる範囲にわたる資料を必要とし、その投資論及び証券論一般についての歴史的研究を必要とするが、筆者の見るところではこの点について次のようにいい得る。すなわち、アメリカにおける証券投資論の研究は、もともと、如何にしてよりよい投資銘柄を見つけ出すかという点により、重点がおかれていた。したがって、それは当然に証券銘柄分析、証券発行者分析を研究する本来的にそれは、投資銘柄選択論・証券分析論の研究であつたといえる。しかも、スミスのいわゆる「普通株理論」が発表されて以来、株式が債券よりも優秀なる投資対象であるとの考え方が支配的となるにいたつて、投資銘柄選択論は益々その選択範囲が拡大され、また複雑な、困難なものとなり、投資論研究はもっぱらこの投資銘柄選択論の研究に集中するにいたつた。他方、証券投資論における他の中心的問題たる投資時期論あるいは投資タイミング論の研究は、もっぱら株式市場論研究に委ねられていたのであつたといえる。これは、株式市場論研究は株式取引所制度論としての研究と、株式市場分析論・株式市場価格分析論としての研究

との両者から成り立っていたから、投資時期論の研究はこの後者の株式市場価格論研究で専らとりあげられていた。しかし多くのアカデミックな研究者達による価格論の研究は、株価は結局、究極的にはその内在的価値によって決定されるものであり、したがって価格論の研究も、結局のところ株式の内在的価値評価論の研究に基礎をおかなければならないとの立場が支配的となるにいたり、証券投資論における中心的研究課題たる投資銘柄選択論と投資時期論はこゝに証券分析論として一本にまとめられるにいたった。いな、むしろ証券価値評価論としての証券分析論の研究に集中されるにいたったのであるといえる。したがって、今日、アメリカにおける殆んどすべての証券投資論は、この投資銘柄選択論・証券価値評価論としての証券分析論の研究に集中され、投資タイミング論の研究は極めて稀であり、また、このような価値評価論の立場からの投資銘柄選択論では、その投資銘柄の投資タイミング論はそこに当然含まれているのでこれの研究の必要性はないとの考えによるものであるといえる。なお、この点については後の節で検討することにしよう。

それはともかく、このように証券を、まず確定対価証券としての債券・優先株と、不確定対価証券としての普通株へと分類し、それらの法律的特長及び投資的特質についての一般的な検討をなし、次にそれらの投資的特質にもとずいて (一)上位証券 (二)投機的債券・優先株 (三)普通株に分類し、次いで、これらの証券の発行主体の業種別に分類し、いわゆる産業分析をなすことによつて、その各業種別証券の投資的特質を究明し、最後に、その各々の会社分析 company analysis——質的・量的要因の分析による内在的価値を評価することによつて証券投資銘柄の選択問題を解明しようとするところの、いわゆる評価的アプローチは、われわれの投資銘柄選択論における主要な接近方法であるといえよう。

したがって、証券の投資的特質にもとずく分類化の完成は、われわれの目下の問題として検討している投資銘柄

の選択問題の半ば以上を解決したことになる。いな、その分類論いかなでは、それがそのまま投資銘柄選択論となるともいえる。この後者の例としての代表的研究として挙げる事が出来、また上記のヨルダン、ベルモア、その他、多くの研究者達とは異なつて、この証券の投資的特質にもとづく格付け、grade によつて、証券を分類化しようとする。ローレンソン、Harry Souvain の所説をいふ。次節で十見づみることしよう。

注 1. D.H. Bellemore, Investment,—Principles. Practices and Analysis, 1960

2. Ibid., p. 82
3. Ibid., pp. 82~103.
4. Ibid., pp. 104~123.
5. Ibid., p. 104.
6. Ibid., p. 147.
7. Ibid., pp. 463~480.
8. Ibid., p. 463.
9. Ibid., p. 463.
10. Ibid., p. 476.
11. Ibid., p. 476.
12. Ibid., p. 476.
13. Ibid., p. 477.
14. Ibid., pp. 477~478.
15. Ibid., p. 479.
16. D.F. Jordan, Investments, 1924.

なお、ヨルダンの「投資論」は一九六〇年までに実に三七版も改訂増版されている。

投資銘柄選択論 二 (松谷)

17. J. E. Kirschman, Principles of Investment, 1924.
18. E. L. Smith, Common Stocks as Long-Term Investments, 1924.