

グラハム、ドットにおける

有価証券の分類について

住ノ江 佐一郎

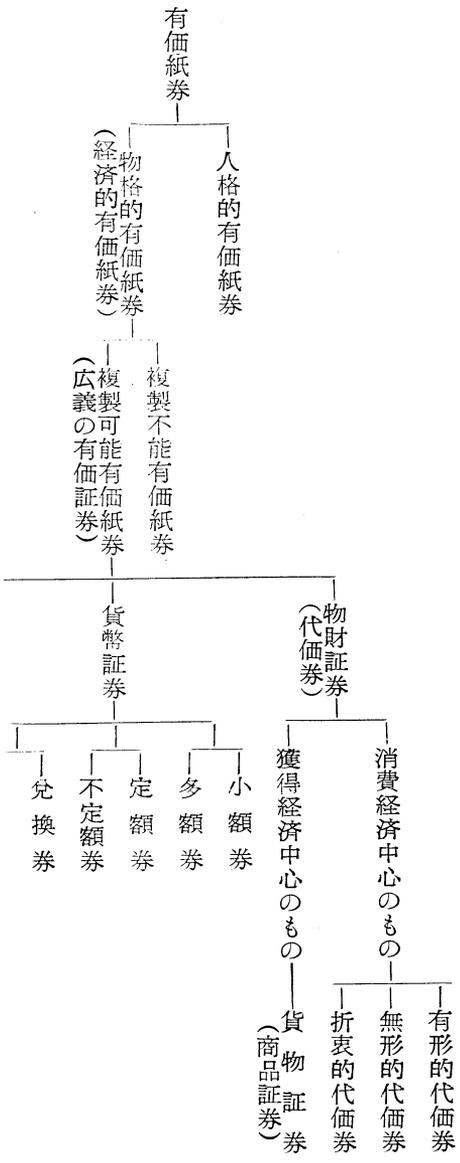
—

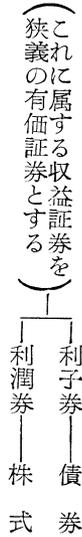
「有価証券」という語はドイツ近代法における Wertpapier に相当するものであるという前提から、有価証券の概念については、ドイツ法学に求むるを要するとして、ドイツ民法についての研究となつてあらわれた。しかし、「形式的に法律規定の表面よりして統一的なる Wertpapier の概念を得ることは不能である。従つて Wertpapier の概念は Wertpapier に関する各個規定を検討し、夫々の根拠及び目的より推して、實質的に之を把へることを要するのである。」¹⁾とせられ、ドイツ国家学辞典において、「有価証券とは代替性ある特殊の価値証券である」と一応まとめられたけれども、一般には、公社債、株式はもちろん、商品証券として考えられる貨物引換証、貨物預証、倉庫証券、船荷証券、商品券などの貨物代表証券も、また貨幣証券である手形、小切手から政府紙幣、銀行券にいたるままでを包含せしめていたのである。この傾向は、ゾンバルトによつて、高度資本主義時代における信用の特質としてあげられた三つの原理の一つとなつて「証券原理」においても見出すことができる。²⁾「資本形成にとって特に重要な証券の種類は次ぎのとほりである。(一)貨幣券、紙幣 (二)裏書(讓渡)手

形 (三) 出資証券 (持分証券) 即ち或る資本の部分額及びその部分額から発生する利潤の取得にたいする権利が証明されているところの証書。(有価証券) かうした出資証券のうち最も重要なものは、(1) 株券、即ち配当証書 (2) 社債および (3) 抵当証券などの利子証券」としている。ここでは有価証券の理解についてやや明確さを示めてきているかのようにみえるが、持分証券とのあいだにまだ判然たる分類がなされていないようである。このような法律的解释に把らわれることから、経済的解釈へ抜け出す一歩を開いたのはヒフラーディングであるといえよう。「取引所は、有価証券の市場である。ここで有価証券というのは、さしあたり、ごく一般的にいつて、ある貨幣額を代表する「価値証券」のことである。それは、二つの主要群にわかれる、一つは債務証券たるにすぎぬ貨幣証書、すなわち、一定の貨幣額として振り出された信用証券である、その主たる代表者は手形である。第二群は、一定の貨幣額を代表するのではなく、それからの収益を代表する証券である、それは、また二つに細かくわかれ、確定利つき証券——国庫債券や社債券——と配当証券たる株券となる。」^(四)しかし、この分類をさらに明確にしたのは、リーフマンである。

リーフマンによると「Wertpapier (価値証券) というのは、経済的には貨幣額を化体した証書 Urkunde であつて、有価証券 Effekten は Wertpapier の一種である」とするのである。^(四)従つて、商品^(四)を化体した証書 Dokumente たる商品証券 Warenpapier は、この範疇に属しないものとし、まず、価値証券の概念から倉庫証券、船荷証券、貨物引換証、商品券などを除外する。かくして価値証券を (一) 貨幣そのものを化体したものとして、政府紙幣、銀行券を属せしめ、(二) 貨幣額にたいする請求権を表示するものとして、手形、小切手、借用証書を考え、(三) 貨幣的収益にたいする請求権を表わすものとして、公債、社債、株式を類別し、(四) 財産にたいする持分を示め

すものとして株式をいれている。この四分類によると、ある種の証券は四つの性質の中の二以上を具備しているものがあるわけである。これを整理して、まず、流通手段および支払手段としての貨幣を化体している貨幣証券と貨幣的収益にたいする請求権を化体している資本証券とに分類する。この資本証券 Kapitalpapier は収益を具象化しているから、収益証券 Ertragspapier ともよんでいる。この資本証券には、代替性 Vertretbarkeit のある株式 Stocks, Shares, Aktien 債券 Bond, Debenture, Obligation と代替性のない抵当証券、組合持分、合名会社持分合資会社持分に分けられ、代替性を有つ資本証券を有価証券 Effekten といふとするのである。このリフマンの分類によく類似しているのであるが、それをさらに拡大した範囲において、分類した福田敬太郎博士の分類^四によると、つぎのように表記することができる。





かようにして、有価証券という概念を経済的に、ことに証券市場における取引対象として考えるばあい、代替性を有する資本的収益証券を指すものであるということが出来る。

二

一九三二年、米国において公布された、いわゆる「有価証券法」(Securities Act of 1933)によれば、一九三四年の「有価証券取引所法」(Securities Exchange Act of 1934)によつて修正されたけれども、つぎのように「有価証券」について規定している。

「有価証券なる語は短期債券、株式、金庫株(会社所有自社株券)債券、無担保社債券、債務証書、利潤分配
グラハム、ドッドにおける有価証券の分類について(住ノ江) 六七(四三七)

契約参加証書、証券信託証書、会社設立前の証券はまたは申込書、譲渡可能の持分証券、投資契約証、議決権信託証書、有価証券預入証、石油・瓦斯・その他の採鉱権の不可分権益の持分証、すなわち一般に有価証券として知らるる権益または手段、または前記のいずれかにたいする権益参加証書、一時的または仮証書、受領証、保証書、または応募あるいは購入の保証または権利を意味する。」

(The term "Security" means any note, stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, Certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, Voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights or in general any interest or instrument commonly known as a "Security," or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing)

この法律にもとづいて、昭和二十三年四月一三日法律第二五号をもって公布された、現行証券取引法においても、「有価証券」について分類的につきのよらうに規定している。

「この法律において有価証券とは、左に掲げるものをいう。

- (一) 国債証券
- (二) 地方債証券
- (三) 特別の法律により法人の発行する債券
- (四) 担保附又は無担保の社債券
- (五) 特別の法律により設立された法人の発行する出資証券
- (六) 株券又は新株の引受権を表示する証書
- (七) 証券投資信託又は貸付信託の受益証券
- (八) 外国又は外国法人の発行する証券又は証書で前各号の証券又は証書の性質を有するも

の (九)その他政令で定める証券又は証書」

このような法律における有価証券についての具体的列挙規定にかかわらず、一般には、有価証券を二分類して、債券と株式とに分つのが通例となっている。

三

すべての価値を有する証券又は証書のうちから、いわゆる有価証券としての本質である代替性、収益性および資本性を有する証券又は証書を選らび、これをさらに二分類して、債券と株式に分つのが一般的事実であるというのであるが、このばあい、さきに引用したヒルファーディングにおいても、この二分類を確定した利子と不確定な配当という標準をもって区別しているのであり、リーフマンにおいても、不確定収益証券としての持分証券 Anteilseffekten と確定収益証券としての貸附または信用証券 Leih-order-krediteffekten とに分類している。

「しかしながら、債券と株式との区別は概して法律的もしくは形式的であつて、経済上もしくは実質上は両者の間に密接による関連を有し、特に有価証券制度の複雑なる諸国においては、債券ならびに株式の各種各様の交種によつて両者の区別は形式的にも極めて不明瞭なるものとなつておることを見遁してはならぬ」^(四)のである。

この点について明解に論じているのは、B・グラハムとD・L・ドッドである。その共著である「証券分析論」(Security Analysis) における以下の如くに論ずる。^(五)

「有価証券は通常、債券と株式の二部門に分類される。しかも、後者はまた、優先株と普通株に細分される。

この第一の基本的な分類は債権者の地位と出資者の地位との法律的区別を認めて、それに従つたものである。債

券所有者は元本と利子にたいして、確定的にして優先的な請求権をもっている。株式所有者は企業収益において、相当の危険と配分を負うのである。全体として考えるばあいには、債券には他の分類部門よりも高度な安全性が具有されており、株式の分野では、より大きな危険を差引しなければならぬが、投機的利益の機会に恵まれていることを見出される。証券のこの二つの種類における法律的地位および投資的性質の対照は有価証券についての一般的な教科書の取扱の出発点をなしている。」

たとえば、A、M、サコルスキの「投資原理」においても、「多種多様な投資形態においてなされる、いま一つの分類は株式と債券のあいだのものである。株式は企業会社における所有権についての証券であるが、債券は企業会社が受領した価値について、その請求権を表示するもので、企業会社の負債についての証券である。株式の所有者はそれを発行している会社の所有者の一人であり、組合の組合員とおなじような法律的地位を占めているのである。しかし、貨幣資本をたんに貸付けたにすぎない債券所有者は債権者の権利ないしは権限 (privilege) をもつのである。」と述べている。

また、H・C・サウベーンも、「債券は負債の証券であり、株式は所有の証券である。それが基本的な区別である。もし債券を購入したら、債券を発行した事業会社なり、政府なりにたいして債権者となるのである。もし株式を買ったら、事業会社の部分的所有者となる。有価証券の性質について疑問のあるときはつねに、発行の約款が将来の期日に利子の支払または元本の償還をなす約束によって、債権関係にたつかどうかを決定することが必要である。かかる約束があるならば、債券であり、そうでなければ株式である。」と論じている。⁽⁹⁾

このような習慣的な分類方法にたいして、グラハムは三つの点から異論を述べ、自ら新しい分類を試みるので

ある。

異った分類の基礎的な要因となっている三つの点というのは、(一) 優先株を普通株とおなじ部門に入れること

(二) 債券形態を安全性と同一に見ること (三) 証券を記述する項目に正確性を欠くことに存するというのである。

優先株を普通株とともに、株式という形態をもっているがために、同一分類に入れることは、前述のサウベールにおいても、「有価証券に二つの基本的な分類があるとともに、株式についても二つの基本的な分類がある。普通株と優先株。普通株は純粋にして単純な所有権を表示するものであり、その所有権は特別の制限によって束縛されておらず、特別な権利によって込入っていないのである。優先株は優先的な所有権であり、ある限定をもっている。」と述べている。

「この研究は伝統によって権威づけられているが、この点に著しい異論を挟む余地がある。その異論のうち、もっとも明白であるのは、優先株を普通株とともに分類するが、前者は投資活動に関するかぎり、疑いもなく、債券に属するということである。典型的な、標準の優先株は確定した所得と元本の安全ということのために購入される。その所有者は事業の参加者になるのではなくて、その参加者、例へば普通株主の利益に先じて請求する権利の所有者になるのである。優先株主は形式的、法律の意味においてのみ事業の参加者であり、所有者なのであって、その投資の目的や期待の成果においては債券所有者に類似している。」という異見がグラハムにおいてなされる優先株を普通株と同部類に分けてはならぬという理由であるが、第二の異論である社債が安全性という点において同一視されることについてはつぎのように述べている。

「かかる傾向——債券形態が安全という観念と同一視される傾向から、投資者は「債券」という名称だけで損

をしないという、なにか特別の確信を持つように導かれる。この傾向は根本的に不健全であつて、往々にして、非常な誤りと大きな損害にたいする責任をもつのである。もちろん、債券一般が普通株よりも明かに安全という点において優れていることは真実であるけれども、この特点是債券形態の本質的な要素の結果ではなく、典型的なアメリカ企業が良心と知性をもって金融されている事情から生れるのであり、確定義務を果しうる合理的な期待なくして負わないという事実からいえるのである。安全性を創造するのは債券ではなく、また悪為のばあい、債券所有者にたいする法律的救済でもない。安全性ということは、債務者たる会社の債務を弁済する能力に依存するものであり、その能力によって計られるのである。資産も収益力もない事業の社債というものは、そのような企業の株式とおなじように、少しも価値のないものである。（筆者註、この点については、向井鹿松博士著「取引所の理論的研究」一五九頁「投機的利付証券」において同見解がのべられている）新しい危険に投資されたすべての資本を代表する社債は普通株と同様不安全なものであり、思慮深く考えればあるいはそれより以下の興味ないものである。何故といえ、債券所有者は、彼れが完全に、自由に、明白に事業を所有しているとき実現しえられるよりも以上に、その確定請求権によつては、会社から取得することは恐らく出来ないである。この簡単な原理が叙述を効果的にするのである。債券形態が優れた安全性をもっているという伝統的な連想のために、投資家はつねにその報酬を限定する行為によつて、損害から確保しようと信じさせられている。」

ついで、グラハムは異論の第三点となる証券表示の名称に正確さが欠けていることについてつぎのように述べている。

「有価証券を債券と株式とに分ける基本的分類は——また、それをさらに、債券と優先株と普通株の三つの主

要な部門に分類することは、多くのばあい、その名称が証券の正確な記述をなすものでないという第三の異論となるのである。これは多くの有価証券がその標準の形態に従わず、習慣的な規定を修正したり、調整したりする結果である。簡単にいえば、これらの標準形態はつぎのようである。

一 債券形態

- a 確定期日に確定利子支払にたいする無資格な権利
- b 確定期日に確定元本の償還にたいする無資格な権利（支払期日以前に証券を催告する会社の権利に従つて）

c 資産や収益についてより以上の利益がなく、経営についての議決ができない

二 優先株形態

- a 普通株に先達って支払われる、一般には累積的の一定率配当
- b 会社解散のばあい、普通株にたいする支払に先達って表示額面額についての権利（会社の証券催告権に従つて）

c 議決権がないか、あるいは普通株とともに議決権が分けられてゐるか

三 普通株形態

- a 会社の債務および優先株発行額を超过する会社資産についての按分的所有権
- b 優先控除超加収益における按分的利益
- c 役員を選任および他の目的にたいする按分的議決権

グラハム、ドッドにおける有価証券の分類について（住ノ江）

前述の標準形態に従うばあいの債券および優先株はつねに純粹債券または純粹優先株にかんじていわれるのであるが、この標準形態から多くの偏差がある。この標準形態からのあらゆる立論は現在の有価証券市場において多分の粗雑さを見出しうる。これらのうちには、つぎの名称によって、その数と重要性を確認される。所得社債、転換社債、優先株、株式購入権付社債および優先株、利益参加優先株、優先条件付普通株、無議決権普通株。これは社債に利益をあたえようとする工夫や所有者選択によって、その優先的配当を現金または普通株のいずれかで支払うような工夫にはじまっている。ことに、多くの社債や優先株に見出される Callable feature は標準規定からの立論を弱めるといえよう。

全く名称の異った決定を要求するほど、社債や株式の標準形態に関係のない有価証券の異った形態が著しくあらわれてきている。このうち最も重要視すべきものは選択的権利である。

今日の有価証券表に見出される特殊性および複雑性はその名称に従って、有価証券についての区分や一般化の伝統的やりかたに反する論議を附加している。この方法は便宜という効果をもち、ある程度の正当性はあるが、もっと融通性のある、正確な分類基礎によって仕直されなければならぬと考える。研究のためもっとも有用な標準は、投資された後の証券の固有の性質であろうとおもう。言換えれば、投資家または所有者が合理的に考える証券の危険性および収益性というものであるろうというのである。

この立場から、証券分析のために、つぎの三つの項目のもとに有価証券は分類されるとおもう。

項 目

代表的証券

第一類 確定所得と価値安定型証券

高級社債または高級優先株

第二類 高級価値変動型証券

A 収益可能性のある保護の行届いた証券

高級転換社債

B 保護の不適當な証券

低級社債または低級優先株

第三類 普通株型

普通株

上述の分類をもっと一般的な言葉でいえばつぎのようになる。

(一) 投資的社債および優先株

(二) 投機的社債および優先株

A 転換社債等

B 低度に保護された証券

(三) 普通株

この新しい名称について理解をすすめる必要がある。

第一類は名称の如何にかかわらず、所得が不変に続けられ、市場価格が購売価格と著しく変動しないという合理的な期待をもって購入された証券をいうのであって、所有者の支配的興味は元本の安全性におかれ、投資の目的がただ確実な所得を得ることにある。

第二類は元本価値の予想変化が真の意味をもつのである。Aでは、単純投資の安全性を希望しながらも、転換権あるいはそれに似た特権によって附加的な利益の可能性をもつものである。Bでは、一定の損失危険を認めて、そのかわりに、相応した利得の機会を予測の上でもっているものである。この部類に属する有価証券は二つの点

で第三類の普通株型とは異っている。(一)一定の保護によって、低位証券にたいして有効な優先権をうけている。(二)実質的ではあるが所得の可能性がある限度をもっている。普通株投資にともなう理論的な、楽観的な予想利益の無制限と対照的である。

確定所得証券、価値安定型証券の部類にはすべての単純債券や正常価値で売られる高級優先株のほか、つぎのようなものが包含される。

- (一) 転換率が購買の要件としてあまり作用しない完全な転換証券、また参加的あるいは権利付高級証券
- (二) 投資的性質の保証付普通株

(三) 高級な単純優先株の条件を有しているA級あるいは優先的普通株（たとえばモントゴメリ・ワードA級株）しかし、不当に低価で販売されている投資的性質の債券は第二類に属する。というのは、購買者がその市価評価に期待したり、興味を待っているとされるからである。

「かくて、有価証券の分類は第一類と第二類のあいだのように、証券分析者や投資家の個人的立場に依存しているという限界条件が見出されるのである。このような限界条件は証券分析をなすばあい、つねに発生する。」

「第二類と第三類の分類規準はまた第一類と第二類のそのように不定的である。」

「要するに、分類の性格や目的の基礎は証券の名称にあるのではなくて、所有者にたいする特殊の条件や、状態に実質的な意味をもっているのである。所有者が法律的にいかにかに権利付けられることを望むかではなくて、得たいと思うのは何かにともづくのである。購買または分析のときにあらわれている条件において、何が期待されるのが正当であるかに依存しているのである。」

このようなグラハムにおける有価証券についての分類は、発行される証券によって調達された資本についての分類についても大きな影響をあたえるものなのである。一般においては貸付資本と企業資本、他人資本と自己資本というような分類がなされるが、このばあい、グラハムの証券分類によると、この貸付資本と企業資本との従来の分類について、可成の修正的条件が持ち込まれる可能性を含んでいるとみななければならない。この点について、福田教太郎博士もまたつぎのように述べている。

「貸付資本と企業資本の区別は、資本自体の本質的差別ではなく、所得についての危険程度による仮設的分類である。それゆえに、実際上は両者を厳密に区別することができない場合がある。例えば債券を資本用具とする^(一)と、形式上それは貸付資本であるように見えるけれども、その債券が富籤的性質を帯びている場合とか、または取引所上場物件で投機的利益のために利益のために所有せられる場合とかには、その収利率は不定となり、従って企業資本の性質を有するものとなる。反対に、株式を資本用具^(二)とすると、形式は企業資本を形成することとなるけれども、基礎の鞏固な会社が配当率を保証するとき、または確実な優先株を所有するとき、その株券所有者が投機的利益を追求しない限り、そこに著しく貸付資本の性質が現われて来る。」^(三)

このような見解は上述のグラハム・ドッドの有価証券の分類についての見解を裏から理解したものと考えられる。

(一) 平田央著、有価証券法史論 一一五頁

(二) 梶山力訳、ゾンバルト「高度資本主義」三〇八頁

(三) 林 要訳、ヒルフマーディング「金融資本論」二〇六頁

(四) Lieftmann, *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften*, 1931.

- (四) 福田敬太郎博士著、証券市場論 一九一二八頁
証券取引論 一九一二六頁
証券 一一八頁
- (五) 福田敬太郎博士著 証券市場論 三一頁
- (六) Benjamin Graham and David L. Dodd, Security Analysis principles and Technique, 3rd, ed., 1951, p.77—83.
- (七) A. M. Sakolski, ph. D., principles of Investment, 1925. p.59.
- (八) H. C. Sauvain, Investment management, 1953. p.20.
- (九) H. C. Sauvain, Ibid., p.21
- (十) 福田敬太郎博士著、証券市場論、七頁