証券分析の証券投資理論における地位

住ノ江佐一郎

一

証券分析は、一般には、証券投資における一つの方法として考えられているけれども、それは、必らずしも、たんなる証券投資の方法にとどまるものではない。証券分析が証券投資の方法であるためには、その方法としての基礎となるべき理論が存在していなければならないのである。したがって、証券分析を理解しようとするばあいには、証券分析をたんに証券投資の方法として把らえるのみならず、その方法としての背後にある基礎的な理論について究明する必要があるのである。むしろ、論理的にいうならば、証券投資の方法としての証券分析は、証券投資方法として採りあげられるまえに、証券投資理論として研討され、吟味されていなければならないというのである。

この小論は、証券分析が証券投資方法としての背後にもつ投資理論を見究めるために、証券投資理論の諸類型のうちに、その基礎的理論がしめる地位を理解することによって、一つの手がかりとしようとするのである。

二

まず、証券分析そのものの内容を把握することからはじめよう。

証券分析を定義づけると、「証券の将来における可能性や、他の証券に比較したその性質や価値を決定する実践的目的のために、証券の記録や特長について研究」するものである。[①] しかし、この定義について注意すべきことは、J・I・ボーゲンのハンドブックにもみられるように、証券分析の証券投資方法における地位が確定されることとである。

「証券分析とは投資方策を行なうための必要な手段である。――方策にかわるものではない。適当な方策を採用することになると、証券分析は、随伴する危険を最小限度にとどめる目的を達成するために、最善のものとして採用される証券のグループおよび個別的な銘柄を選択するのに必要とされる。[②]」

したがって、証券投資にかんする基本的な方策が樹立されて、その投資計画を実践するばあい、具体的に、投資対象としての証券を選択する手段として用いられるのが証券分析なのである。いわば、一定の投資実践計画を遂行するための具体的な証券選択手段として理解される。したがって、このような投資計画にもとずく証券選択手段としての証券分析は、二つの機能を営むことになる。「一つは投資物件の性質が完全であるか、不完全であるかによって、証券を格付け、あるいは分類する機能である。他の一つは、証券にたいする合理的な価値を評価し、決定する機能である。[③]」

このような機能を完全に果たすために、三つの作業が必要とされる。第一は「記述的作業」といわれるもので、

企業会社によって公表される投資資料を蒐集し、これを正確な資料とするために適当な補整を加えることである。第二は「選択的作業」と称せられるものであって、証券の性格、安全性、および他の証券との比較における価格の相対的魅力を探求することである。第三は「助言的作業」であって、その証券に投資するについて注意や指針をなすことである。④

そしてまた、これらの機能を果たし、それらの作業をなし遂げるために、証券分析の技法として、二つの側面をもつとせられる。一つの側面は質的要因であり、他は量的要因である。⑤

前者は企業会社が経営する事業の性格、その将来性、およびその経営能力をみようとする側面である。したがって、後者の量的要因に比較して主観的であり、普通のばあい、評価することはむつかしいのである。後者は、企業会社が公表した販売、収益、配当、資産、負債、および資本構成などについての報告資料にもとずくのであるから、きわめて具体的、客観的である。質的要因についての考慮は、企業会社の収益や資産状態の具体的な数字から独立した分析であって、複雑な作業であるが、企業会社の業績に基本的に影響するのであるから、証券分析をなすものにとっては欠くべからざる作業である。

質的側面の吟味は、経済的分析および経営的分析を行なわねばならない。経済的分析においては、一般景気動向はもちろん、その企業会社の事業の属する産業の動向や発展性などについての積極的および消極的の諸要因を分析し、研討して、産業一般の研究を基礎にするものである。かような産業研究の後に、企業会社とおなじ業種の事業において、競争的会社に対応して、その過去の記録や将来における潜在力を評価して、その企業会社の同業種事業における相対的位置を見定めるのである。このような事業分析や比較分析は証券分析に欠くことのでき

ない分析であって、各種証券の性格や価値についての格付けをなすために必要なのである。

このような一般景気動向や事業の情勢の分析を基礎として、経営そのものの質的分析をなすのである。しかし、具体的な量的記録から離れた経営管理の性質は、きわめて分析し難いのであって、経営についての一般の世評によるか、経営担当者に面接談合するかである。しかも、経営管理が合理的、活動的、ないしは創意的であるかどうかの評価は、受けとり方によって異なり、主観的である。過去の収益記録が好調をしめすときは、経営管理にたいする評価を高くし、将来における発展性にたいしてさえ評価を大きくする傾向をもつものである。好ましからぬ要因を考慮しない傾きがある。

質的観察はかように、経営活動にかんする過去、現在、および将来にわたる状態や方策にかんする分析を意味するのであるが、量的要因にたいする分析は、財務統計についての分析を内容としているのである。財務諸表を中心とした経営にかんする資料を分析するのである。いわゆる企業分析を証券投資に適用しようとするのである。これは資金貸出しに際して、金融機関において行なう信用分析や、経営者自体がその経営会社の内容にたいしてなす経営分析などにたいする投資分析の一環をなすものである。

かように、企業会社の過去、現在における収益力を中心として、将来にたいする収益可能性、企業の財務状態、資本構成の特長についての分析をなすのが量的要因分析である。

証券分析者はつねに企業会社によって公表された収益をそのまま分析の対象とするのではなく、「真の収益」を評定する。安定性と拡大性を中心として、事業の良否を問わず、過去数年にわたる「真の収益力」を算定し、将来における潜在収益力を評価するのである。

グレアムによれば、[⑥]「質的要因というのは、事業の性格、その事業における企業会社の地位、自然的、地理的、ならびに作業的特長、経営の性格、企業の、事業の、一般産業についての概況などを取扱うのであって、これらにかんする諸問題は、普通には、会社の報告には取扱われていない。」「量的要因というのは、① 資本の構成、② 収益と配当、③ 資産と負債、④ 経営諸統計に項目を別けることができる。」という。

① D. H. Bellemore and R. L. Day; Security Analysis, Interpretation of Financial Statements. 1959. p. 1.
② J. I. Bogen; Financial Hand-book. 3rd. ed., 1954. sec. 6. p. 270.
③ H. C. Sauvain; Investment Management, 1953. p. 178.
④ D. H. Bellemore and R. L. Day; op. cit. p. 1. B. Graham and D. L. Dodd; Security Analysis; Principles and Technique. 3rd. ed. 1951. pp. 13–21.
⑤ D. H. Bellemore and R. L. Day; op. cit. p. 4. B. Graham and D. L. Dodd; op. cit. p. 67.
⑥ B. Graham and D. L. Dodd; ibid. p. 68.

三

証券分析は、前述のように、証券投資計画にもとずく具体的証券選択手段として機能するものであって、その方法は、記述的、選択的、および助言的作業を質的ならびに量的の両面からなされるのであるが、その究極的目標としての証券選択は、かような方法によって評定された証券の価値が市価と比較されるところに基盤がもとめられる。

「証券分析者は、証券市場における価格動向、特定産業の証券の価格動向、分析の対象とせられる個別的証券

の価格動向にきわめて重大な関心を抱くものである。しかし、このことは、決して証券分析者が市場分析や市場の予測者となるようにつとめなければならないというのではない。[1]」証券の市場価格における騰貴に、その分析の基礎をおくことは、証券分析の厳戒するところであって、市価の騰落を利得する目的の分析ではなく、証券の固有の価値が市価に比較して、過小であるか、過大であるかを判定するための基準として市場価格を考え、市価の動向を見守るのである。いわゆる証券市場分析を証券分析を補完するものとして考えたり、ましてや、証券分析を代行するものとして証券市場分析を用いようとすることは、証券分析者の許されるところではないのである。[2]

「真に有能にして成功する証券分析者は、長期にわたって、価値が一般市価を上回っているような証券を発見する分析者なのである。[3]」

この一般市価と証券のもつ固有の価値との比較において、証券投資における具体的選択が完了するならば、その証券の価値の低落にたいして保護するために、「安全の限界」を確実にしなければならない。さらに、一般の投資大衆が証券の固有の価値を再認識してくるばあいに、その投資証券の資本還元をなす機会がくるのであるから、証券分析者は証券の市場価格の動向に注意を払わねばならない。証券の市価が証券の固有の価値より過高評価しているか、過小評価しているかが証券投資における証券分析の判定の目標である。

このように、証券の固有の価値を判定し、その価値と市価との比較において、証券投資における証券選択の決定することが、証券分析の一般原則である。

そこで、証券分析の一般原則に二つの課題が見出される。一つは、証券固有の価値の探求についてであり、他は、この固有の価値を市価と比較するばあいの方法についてである。

証券のもつ固有の価値は、既述のように、質的要因と量的要因の両面から探求されるのであるが、その中核は、企業会社の収益力にもとめられている。

「分析者は現在の収益のみならず、過去の業績を回顧して、それを解剖せずに公表された報告資料を単純にうけ入れてはならない。証券分析者は公表された、かような収益に心を奪れることなく、公表された収益と同様であるかもしれないし、また、同様でないかもしれない「真の収益」に関心を抱くのである。これらの「真の収益」を決定して、その後、将来における、いわば、来るべき五年の期間にわたって、企業会社の潜在的収益力を予想するのである。[4]」かくて、証券の固有の真の現在価値を評定するのである。

このような真の収益を探求するためには、企業会社の公表した財務諸表を中心とした諸報告資料を基礎に吟味しなければならないが、たとえ、所管当局における審査を経ているとしても、相当の修正を加える必要がある。それは、第一に、一般に承認された計算方法によっては、正確な計算ができないからであり、第二に、一般に承認された計算方法を用いるとしても、同種事業の諸会社は多種多様の報告様式を用いているのであるから、これらの報告資料について比較対照するばあい、調整しなければならないのである。

しかし、調整し、修正するといっても、それには限界があり、許される範囲が存在する。

第一は、受取債権、棚卸資産および固定資産のような貸借対照表の資産価値にかんする評価計算の領域であり、第二は、補助勘定科目の複雑な領域であり、第三は、非循環性の勘定科目や課税対象となる収益および公表された収益にかんする領域である。

① D. H. Bellemore and R. L. Day; op. cit. p. 6.

② B. Graham and D. L. Dodd; op. cit. pp. 650-651.
拙著、株価分析の理論、一六七―一八八ページ。
③ D. H. Bellemore and R. L. Day; op. cit. p. 7.
④ D. H. Bellemore and R. L. Day; ibid. pp. 10-11.

四

かようにして、証券の固有の価値を、真の収益を探求することによって、もとめたあと、いよいよ、投資対象となすべき証券を選択するのであるが、このばあい、投資的立場からみた証券の基本的分類によって、証券の投資的類型をつくるのである。[①] 安定した債券や優先株、銀行や生命保険のような最高級の普通株、多くの電力公共会社株、比較的に少ないけれども強力な工業会社や、きわめて稀な鉄道業などの株式、いわゆる優良な高級証券を第一のグループとし、このグループの他の極に地位をしめる「科学的分析」に適しない大グループの証券を他のグループとする。これらは「投機的証券」の大多数である。この類型にふくまれるものは、投機的普通株はもちろんであるが、投機的な債券や優先株である。

これらの両極端の類型のあいだには、いうまでもなく、証券分析が有用に役立つ第二級の普通株、債券および優先株がある。

これらの三つの証券の類型に適当した証券分析の方法を用いて、真の収益を中核とした分析を行なうのである。そして、投資対象として選択する証券の固有の価値、市場価格から「独立した価値」を探求して、市価と比較して投資対象としての正否を決定するのである。

証券の固有の価値は、市価あるいは人気から独立した価値やそれらに関連しないで決定された価値である。いいかえれば、「正常な価値」(Normal Value)「合理的な価値」(Reasonable Value)「中心的価値」(Central Value)「本質的価値」(Intrinsic Value)「表示された価値」(Indicated Value)「投資価値」(Investment Value)「公正な価値」(Fair Value)「正当化された取引価格」(Justified Selling Price) および「評価価値」(Appraisal Value) といわれるものである。[2]

注　福田敬太郎博士は、この種の類似の表現をつぎのように区別しておられる。
True Value（真の価値、または真実価値）Intrinsic Value（内実価値、または本質的価値）Principal Value（元本価値、または本源的価値）Real Value（実質価値、または実体的価値）Fundamental Value（基本価値、または基本的価値）Pure Value（純粋価値）Central Value（中心価値）
拙著「株価分析の基礎理論」四八ページ参照。

証券分析は、すでに決定された証券投資計画にもとずいて、証券投資を行なうばあいに、その投資資金を如何なる証券に投下するかについて、具体的に、投資対象としての証券を選択する手段として、記述的、選択的、および助言的作業をなすために、投資対象となるべき証券の質的、および量的要因について調査し、真の収益を評定して、市場価格から独立した証券固有の価値を探求し、これを、その時の市場価格と比較し、過小評価の市場価格のときは投資に適し、過高評価のときは投資に適さないとして投資態度を決定するのである。いいかえるならば、探求された証券固有の価値と市場価格との比較において、投資対象としての証券の選択手段を見出そうとするのである。

この証券分析における原則的態度については、いろいろの問題をふくんでいるのであるが、そのうちでも、と

りわけ、問題としなければならないのは、このような原則が多くの証券投資理論のうえで、如何なる地位をしめ、如何に評価されるかという問題であろう。

① この分類について、好参考文献とみられるのは、B. Graham and D. L. Dodd ; op. cit. pp. 77–83. における証券の投資的分類である。

② D. H. Bellemore and R. L. Oay ; op. cit. p. 16.

五

証券投資にかんする理論構造を考えるばあい、どうしても理解しておかねばならないことは、証券投資そのものの本質についての理解である。

証券を保有することによってえられる利益が証券投資の動機であり、目標なのであるが、この利益を取得する方法に二つあることを注意しなければならない。一つは、証券にたいする企業会社の配分によって利益とすることである。利子とか、配当とかの形態による企業会社からの配分を目標とすることであって、いわば、投下資金の果実所得を狙らうばあいである。いま一つは、投下資金より多くの資本還元をなそうとすることを目標とすることである。投下した資金によって証券を保有し、その証券の市価の騰貴によって、より多くの資金が回収されることを、最初から意図するばあいである。一般には、前者を投資と称し、後者を投機といわれる。前者における果実所得を目標とするとき、その投資資金にたいする利子とか、配当とかの形態で果実所得を取得するには一定の期間を必要とするが、その期間の到来までに、保有証券の価格の騰貴によって、予定された果実所得として

の利子または配当の価額を収得しうる機会をもつばあいが生ずる。このようなとき、当初の投資計画どおりに、果実所得の収得しうる期間の到来を依然として待機するのは証券投資者の愚かな投資活動であって、合理的には、より短い期間において、当初の予定の果実所得が収得しうるのであるから、元本としての証券の価格騰貴によって、元本差益を証券の売却によって収得するであろう。いいかえるならば、投資から投機への変質がみられるのである。このような、一定の予定期間の後に果実所得を収得するかわりに、より短い期間に、予定の収得額を元本の騰貴による差益を、売却によって収得するという積極的な活動のみではない。もともと一定の予定期間の後に果実所得を収得しようとする計画は、元本を投下して保有するにいたった証券の価格が購入価格より低落しないということが基本的な条件でなければならないのであるから、消極的ではあるが、証券の購入価格の維持を見透さねばならないのである。ここに、単純に果実所得の収得を狙う投資活動といっても、その基盤には購入した証券価格の騰貴下落をも考慮されなければならないのである。すなわち、消極的な意味において、投機的考慮を必要とするのである。収得される果実所得にたいする計算のみならず、証券の購入価格そのものについても考えられなければならないのであり、価格が基本的条件となることを理解されなければならないというのである。

元来、証券投資という実践的態度において、証券の価格を問題にするばあい、証券価格の現在の市価そのものを問題にするのではなく、それが高すぎるか、安いかを問題にするのであり、また、今後、それが如何に変動するであろうかを問題にするのである。いいかえるならば、現在の証券市価が形成されている条件を分析しようとするのではなく、その形成された市価が証券投資として適当であるかどうかを判定しなければならないというのである。現在の市価をあたえられたものとして、判定の対象にするのであるから、基本的に二元論的態度をもつ

ことになる。したがって、この証券投資として、現在の証券価格が適当であるかについての判定標準が、その測定に必要になるのである。この判定標準を探求するところに、証券投資理論が存在し、証券投資方法が工夫されるのである。

このような基本的理解を証券投資理論構成のうえにもつならば、証券分析は、その理論的類型においてしめる地位は、自ら明かになる。

というのは、現実の証券市価とは独立した証券固有の価値、（一般には、これを証券の投資価値といっている）を探求する証券分析的方法と、現在の証券市価が形成されている基礎的条件の変化にともなう反省と吟味によって、今後、如何に変化するかを評価し、この評価による現在の証券市価から独立した証券の価値を証券投資における判定の標準としようとする証券市場分析的方法との対照が、まず、考えられる。

証券分析においても、上述のように、現在の証券市価をあたえられたものとして、それから独立した証券固有の投資価値を探求して、投資決意をなそうとするのであるが、現在の証券市価とはまったく無関連に、証券固有の価値を探求することにおいて、現在の証券市価を、一応、基礎として、そこから条件の変化に相応して、異った市価が形成され[①]、証券市価の変動が形成されるとする証券市場分析とは相違が見出される。

証券分析も、証券市場分析も、いずれもおなじように、現在の証券市価をあたえられたものとして理解するのであるが、前者はそれとはまったく無関係に独立した証券固有の価値を探求しようとするに反し、後者はそれを基礎として、その形成要因の変化にともなって、異なった証券市価が新しく形成され、あたかも、証券価格が変動するかのように観察されるのであるから、この両者のあいだには基本的に異質的な相違が存在するとみなければ

ばならない。

しかも、証券分析における証券固有の価値の探求は、質的要因として一般景気動向や事業的趨勢を考慮されているけれども、もっとも徹底した見解は、前述したように、グレアムに見出すことができるのであるが、どちらかといえば、これを軽視し、分析において関連するばあいのみに限定しようとする方向をとっている。

そして、主として、特定の企業会社の経営にかんする分析を基礎として証券固有の価値を探求しようとする。しかし、特定の企業会社の経営は一般景気動向や事業の情勢が独立したものではない。通俗的な表現を藉りると、それらが分母となって、経営の業績は変化するのであるから、この分母にたいする分析は、特定の企業会社の経営業績についての分析の基礎となるべきものである。このように考えると、証券分析は、グレアムのいうように、証券市場分析と補完し合うものではないというものではなく、むしろ、相互に深い関連をもつものであるといわねばならないのである。

証券分析の証券投資理論における地位は、かように、証券市場分析と補完関係に立つものであると考えたいのである。②（三五・七・一七）

① 拙著、株価分析の基礎理論、二四六ページ。

② 拙稿、証券投資方法の展開、バンキング、昭和三五年八月号。