

投資分析論の概観

木村 増三

一 はじめに

ここに投資分析論というのは、後述のような一定の研究領域(ないしは、その領域における諸研究の総体)を意味する。筆者はこれまで、このような意味における投資分析論の概観的考察を試みた論稿をいくつか発表してきた⁽¹⁾。それらは、投資分析論の課題の明確化およびその研究領域内部の区画整理を目的として、それぞれの執筆時点における筆者の考察の到達点をまとめたものであった。本稿は、それらと同じ目的をもって筆者がさらに考察を進めた結果を内容とするものであり、以前の諸論稿のすべてに対する改訂版に当るものである。

(1) 「投資管理の概念と業務内容」、「投資分析の概念と業

務内容」——日本証券経済研究所編『体系証券辞典』東洋経済新報社(昭和四六年九月)、六一—六一八ページ。

「投資分析論の課題と体系」——日本証券経済研究所『証券研究』第三〇巻(昭和四六年一月)、一—五四ページ。

「投資関連実務と投資分析論」——『証券経済学会年報』第六号(昭和四六年四月)、六四—七六ページ。

「証券分析論の課題」——『一橋論叢』第六五巻第四号(昭和四六年四月)、一一—一五ページ——の一部分(七一—一五ページ)。

二 投資分析実務

投資分析論は、投資分析実務に関する後述のような意味の諸研究から成る一の研究領域である。そこでまず、

投資分析実務の定義から出発することにした。

二・一 投資分析実務の定義

投資分析実務——短くいえば投資分析 (investment analysis, or financial analysis)——は、本稿では次のように定義される。

「外部投資者のために、良好な投資成績をもたらすような最終的投資決定に結実することを目標にして、実務として行なわれる分析作業の総称。」

ここに「投資」とは証券投資を意味し、「投資者」とは、その計算において投資が行なわれるところの経済主体を意味する。後者は「投資主体」と言い換えることもできるであろう。「外部投資者」(outside investor)とは、証券の発行者(発行主体)の業務運営に全く関与しない投資者またはこれと同等視しうる投資者を意味し、「最終的投資決定」とは、投資に関する意思決定のうち、ただちに実行に移さるべき諸決定を意味する。また、「分析作業」とは、それぞれの課題に対して、関連諸要因を周到に検討し、それにもとづいて結論を導き出すに至るまでの、一連の知的作業を意味する。

二・二 投資分析実務の担当者

投資分析実務は、①外部投資者(以下、投資者と略称)自身により行なわれる場合と、②投資者以外の経済主体により行なわれる場合とがある。①はさらに、個人投資者がみずから行なう場合と、法人投資者のためにその職員が行なう場合とに分けられる。②は、特定または不特定の投資者のために他の経済主体が投資分析実務を行なう場合であるが、その主要部分は、営業活動として投資情報サービス・投資助言サービス・受託投資サービスなどを提供するために行なわれる投資分析実務である。営業活動としてのこれらのサービス提供は、それ自体として有料である場合と、そうでない場合とがある。

三 投資分析論

三・一 投資分析論の定義

投資分析論は、本稿では次のように定義される。
「投資分析実務の改善に役立つとする志向を含んで、投資分析実務に利用されているか、または利用可能である原理と方法について、一般化ないし類型化さ

(3) 投資分析論の概観

された水準において規範論的研究を行なうことを目的とする諸研究の総体、ないしはそのような研究領域。」ここに「原理」とは基本的な考え方を意味し、「方法」とは、原理を実用化するための道具立てを意味する。また、「規範論的研究」(normative study)というのは、事実の確認と説明を目的とする事実論的研究(positive study, or explanatory study)とは異なり、「いかにすべきか」ないしは「いかにすれば最善の(または、よりよい)効果が得られるか」という類いの問題に答えることを目的とする研究を意味する。

三・二 投資分析論と投資分析実務との関係

投資分析実務は、いずれも、作業の担当者、その目的や時点、作業の対象となる証券などに関して、それぞれに具体的特殊性を帯びているものであるが、そこには、かなり広い範囲にわたって類似の原理や方法が用いられており、また類似の原理や方法の適用が可能であるという状況が見られる。ここに、それらの原理と方法を一般化ないし類型化された水準において考察する研究領域、すなわち投資分析論の存立する基盤がある。

投資分析論の領域における個々の研究が投資分析実務の改善に役立とうとする仕方には、さまざまな場合がありうる。たとえば、新しい原理や方法の考案または他の研究領域からの導入、すでに提唱されているがまだ利用されていない、または利用度の低い原理や方法についての推奨、すでに提唱または利用されている原理や方法についての改善の提案、などが考えられる。これらはいずれも、実務の改善に積極的に役立とうとするものである。他方において、たとえば、提唱または利用されている原理や方法について疑問を提出し、批判ないし反論を加える、などの場合も考えられる。これらは、消極的な仕方を実務に役立とうとするものである。

三・三 学問的研究と実用論的研究

投資分析論の研究内容には、学問の規準に従った学問的研究と、学問の規準から離れた思考法あるいは経験にもとづく直観的ないし推量的な判断などを用いて実務に役立つ結論を導き出そうとする実用論的研究とが含まれる。一つの論文または著書の中に、この両種の研究内容が混在している場合も多い。学者の立場からいえば、学

問的研究内容と実用論的研究内容を識別することが重要である。

三・四 投資分析論における部分領域の区分

投資分析論の領域全般にわたる体系的の研究——簡単にいえば投資分析論体系——のそれぞれについては、これを理論的に、その体系構成にしたがって明確に、いくつかの部分に分けることが可能である。ところが、総体としての投資分析論について部分領域を区分することは、現在のところ、せいぜい便宜的な仕方、つまり多少ともあいまいな点を残すような仕方で行なうべきでないと思われる。なぜなら、投資分析論の現状では、支配的な整った体系とみなしうるものがなく、いろいろの明示的または暗示的な未完成の体系が並立しており、また、どのような体系にどのような位置を占めるものであるかを判定しがたい研究なども少なからずあって、いわば脈絡を明確に整理することができないように思われるからである。

筆者は現在まだ、自己の投資分析論体系を概略の形でさえまとめる段階に達していないが、そのために進む

べき方向についてはおよその見当をつけている。そこで、このような方向になるべく沿うように、つまり、そのような意味での便宜的な仕方では、投資分析論の部分領域区分を試みることにする。それは、以下の四つの部分領域に区分するものである。

A、投資方針の選定（新規設定と改訂との双方の場合を含む）にかかわる投資分析作業の原理と方法を研究する部分領域。この部分領域（ないし、それに属する諸研究の総体）を「投資方針選定論」と呼ぶことにする。

B、選ばれた投資方針に応ずるポートフォリオの具体的編成（新規編成だけでなく、再編成すなわちポートフォリオ改訂を含む）にかかわる投資分析作業の原理と方法を研究する部分領域。この部分領域（ないし、それに属する諸研究の総体）を「ポートフォリオ編成論」と呼ぶことにする。

C、ポートフォリオ運用成績の判定（簡単にいえば、投資成績の判定）にかかわる投資分析作業の原理と方法を研究する部分領域。この部分領域（ないし、それに属する諸研究の総体）を「投資成績判定論」と呼ぶことにする。

(5) 投資分析論の概観

D、証券の投資品質についての回顧的調査と展望的鑑定にかかわる投資分析作業の原理と方法を研究する部分領域。そのような投資分析作業を総称して「証券分析業務」または「証券分析」と呼び、その原理と方法を研究する部分領域(ないし、それに属する諸研究の総体)を「証券分析論」と呼ぶことにする。

四 投資方針選定論

既述のように、投資方針選定論は、投資分析論の一部領域として、投資方針 (investment policy) の選定——投資方針の新規設定および投資方針の改訂——にかかわる投資分析作業の原理と方法を考察する諸研究から成る。たとえば、H・ソローヴェインの著書『投資管理』(第三版、一九六七年)⁽²⁾は、投資方針選定論の領域における包括的論考の代表的なものである。

投資方針選定の論理的な手順は、次のように整理して考えることができるであろう。

①当該投資者の財務的諸条件や人的諸条件などの主体的諸条件の検討。

②当該投資者の主体的諸条件に適合する、投資収益お

よび投資危険に対する選好関数の設定。これは、一定の投資計画期間を想定したうえで、投資収益の追求と投資危険の回避に関するポートフォリオ運用上の諸目標を確定し、それら諸目標の相対的重要度を決定することを内容とする。

③投資収益および投資危険に対する当該投資者の選好関数に照らして最善の、または満足すべき成果をもたらすと判断される一組の投資戦略 (a set of investment strategies) の選定。

投資戦略は、二つの部面に分けて考えることができる。

その第一は、証券価格変動に対する戦略の部面である。証券価格変動には、循環的変動(景気循環に照応する証券価格の波動)・趨勢的変動(循環的変動の中心を貫く水準的変動)・短期的変動(循環的変動をめぐっての、より短期的な変動)・特殊事由変動(合併・買収などのような一回限りの特殊事由にもとづく価格変動)などの種々相が識別される。これら諸相のそれぞれに対して、これを投資収益の機会として利用しようとする方針をとるか、それとも無視する方針をとるか、あるいは投資危

險回避の意図をもってその価格変動の影響を中和するための手段を講ずる方針をとるか、ということが、この部面での戦略の内容をなす。

第二は、ポートフォリオ構成に関する戦略の部面である。この部面では、普通株・優先株・公社債・投資信託などの諸種の証券類型のうち、どれとどれをポートフォリオに組み入れるか、それらの組入比率についてどのような方針をとるか、高級銘柄・中級銘柄・下級銘柄のどれとどれを組み入れるか、それらの組入比率についてどのような方針をとるか、個別銘柄の選択方法および組入比率についてどのような方針をとるか、などということが、戦略の内容をなす。

いうまでもなく、この両部面の戦略は、一組のものとして同時に選定されるべきものである。両部面の戦略をきわめて簡明な形で一つの方式に結合した代表的な例として、フォーミュラ・プラン (formula timing plan) をあげる事ができる。

上述によって明らかのように、選定される投資方針の内容は、(a) 投資収益および投資危険に対する当該投資者の選好関数、(b) その選好関数を前提にして選ば

れる一定の投資戦略セット、の両者から構成されることになる。

投資方針選定論は、上記①—③の手順に含まれる投資分析作業に現に利用されているか、または利用可能である原理と方法について、一般化ないし類型化された水準において規範論的研究を行なうことを目的としているわけである。

(c) Harry Sauvain, *Investment Management*, 3rd ed., Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N. J., 1967. の書物については、拙稿「H・ソーヴェインの投資方針論の構成と問題点」(一橋大学研究年報『商学研究』一五、昭和四七年三月、七三—一五三ページ)において要約的紹介と論評を試みた。

五 ポートフォリオ編成論

既述のように、ポートフォリオ編成論は、投資分析論の一部分領域として、選ばれた投資方針に応ずるポートフォリオ (portfolio) の具体的編成——新規編成および改訂——にかかわる投資分析作業の原理と方法を考察する諸研究から成る。たとえば、H・M・マルコヴィッツの論文「ポートフォリオ・セレクション」(一九五二年)⁽³⁾、

(7) 投資分析論の概観

ならびにその著書『ポートフォリオ・セレクトション——効率的分散投資』(一九五九年)⁽⁴⁾は、ポートフォリオ編成論の領域における画期的な研究成果である。

ポートフォリオ編成に関する意思決定の中には、(a)現在の状況のもとで保有さるべきポートフォリオの具体的構成の決定およびその実現のために必要な取引に関する決定——これらが先に述べた「最終的投資決定」の内容をなす——と、(b)将来のポートフォリオ改訂に関する具体的ルールの決定とが含まれる。これらの決定およびそのための立案にかかわる投資分析作業において現に利用されているか、または利用可能である原理と方法について、一般化ないし類型化された水準における規範論的研究を行なうことが、ポートフォリオ編成論の目的である。

- (c) Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1 (March 1952), pp. 77-91.
この論文は、Hsin-Kwang Wu and Alan J. Zakon (eds.), *Elements of Investments: Selected Readings*, Holt, Rinehart and Winston, Inc., New York, 1965; E. Bruce Fredrickson (ed.), *Frontiers of Investment Analysis*, International Textbook Co., Scranton, Penn., 1965;

Edwin J. Eton and Martin J. Gruber (eds.), *Security Evaluation and Portfolio Analysis*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N. J., 1972 に再録され、また Kalman J. Cohen and Frederik S. Hammer (eds.), *Analytical Methods in Banking*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1966 (北海道拓殖銀行調査部訳『銀行のオペレーションズ・リサーチ』(日本評論社)にも再録されている。なお、マルコヴィッツのこの論文については、拙稿「投資配分の選択——証券投資需要の形成過程」(小樽商科大学『商学討究』五一四、昭和三〇年三月、四三—八三ページ)において、部分的紹介を試みたことがある。

- (4) Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1959. (鈴木雪夫監訳『ポートフォリオ選択論——効率的な分散投資法』(東洋経済新報社)

六 投資成績判定論

既述のようにな、投資成績判定論は、投資分析論の一部分領域として、投資成績の判定(ポートフォリオ運用成績の判定)にかかわる投資分析作業の原理と方法を考察する諸研究から成る。たとえば、J・L・トレイナーの論文「投資ファンドの運用成績評価法」(一九六五年)⁽⁵⁾

や、W・F・シャープの論文「シニール・チェアル・ファン
ドの運用成績」(一九六六年)⁽⁶⁾は、投資成績判定論の領
域における先駆的な研究業績である。

ポートフォリオ運用成績を判定する場合の論理的な手
順は、次のように整理して考えることができるであろう。

① 投資成績判定の目的の設定。つまり、どのような条
件のもとにある投資主体の、どのような性格の投資資金
を対象とし、またどのような投資方針を採用しているか
という点を前提にして、判定結果を何に利用するために、
どのような期間について投資成績を判定するかをきめる
ことである。

② 設定された目的に適合する投資成績判定方式の選定、
ならびに判定結果の利用法の決定。

③ 投資成績判定の実行(データの選定およびその処
理)、ならびに判定結果の具体的利用。

投資成績判定論は、これら①—③にかかわる投資分析
作業において現に利用されているか、または利用可能で
ある原理と方法について、一般化ないし類型化された水
準における規範論的研究を行なうことを目的としている。

(5) Jack L. Treynor, "How to Rate Management of

Investment Funds," *Harvard Business Review*, Vol. 43, No. 1 (Jan.-Feb., 1965), pp. 63—75. 〃〇論文は The Institute of Chartered Financial Analysts, C. F. A. *Readings in Financial Analysis*, 2nd ed., Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1970 年より前注(5)に掲げた Cohen and Hammer (eds.), *Analytical Methods in Banking*, 1966 (邦訳「銀行のキャノン・エッセイ・リサーチ」)に再録されている。

(6) William F. Sharpe, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, Vol. 39, No. 1 (Jan. 1966), pp. 119—138. 〃〇論文は前注(5)に掲げた Elton and Gruber (eds.), *Security Evaluation and Portfolio Analysis*, 1972 に再録されている。なお、トレイナーの方法とシャープの方法との比較考察をも含めて投資成績判定法の解説に多くのページを割いている投資分析論テキストの例として J. Peter Williamson, *Investments: New Analytic Techniques*, Praeger Publishers, New York, 1970 年をあげることができる。同書の第二章「投資成績の測定と投資目標の設定」(pp. 12—51) および第三章「投資成績測定法の具体的適用」(pp. 52—96)を参照。

七 証券分析論⁽⁷⁾

七・一 証券の投資品質

(9) 投資分析論の概観

既述のように、証券の投資品質に関する回顧的調査と展望的鑑定にかかわる投資分析作業を総称して、証券分析実務ないし証券分析 (security analysis) と呼ぶ。いづれでもなく、ここで問題とされる証券の投資品質 (investment qualities) は、外部投資者の立場からみた投資対象としての証券の品質である。このような証券の投資品質は、次の三種に分類することができるであろう。

(一) 収益性品質

証券の投資品質の第一の種類は、投資上の収益性にかかわる品質であって、これを「収益性品質」(return qualities) と呼ぶことにする。

ここで考慮せらるべき投資収益 (investment return) は、(a) 投資所得 (investment income) —— 証券の発行者から受け取る配当・利子など——と、(b) 価格変動損益 (capital gain or loss) との二要素から成る。この投資収益の二要素に照応して、収益性品質はさらに次の二種類に細分して考えることができる。

① 投資所得にかかわる収益性品質。これを簡単に「所得収益性」と呼んでもよいであろう。

② 価格変動損益にかかわる収益性品質。これを簡単に

「価格変動収益性」と呼んでもよいであろう。

なお、この両者を総合した収益性品質を指称するのに、「総合収益性」という語をあてることもできるであろう。いづれにしても、収益性品質は、何らかの意味における、投資収益と投資元本との数量的関係によって測定されるべき性質のものである。

(二) 危険性品質

証券の投資品質の第二の種類は、投資上の危険性にかかわる品質であって、これを「危険性品質」(risk qualities) と呼ぶことにする。実際の作業に当っては、収益性品質に何を含めるかに応じて、それとの間に重複または脱漏がないように、危険性品質の具体的定義をきめることが必要である。

危険性品質の細分類の一例として、たとえば次のような原因別の分類が考えられる。

① 公社債についての、発行主体の元利支払能力に起因する債務不履行危険 (default risk)、② 株式についての、発行会社の配当支払の能力と方針に起因する配当の不確定性 (dividend uncertainty)、③ 発行主体の元利支払能力または配当支払の能力・方針に起因する証券の市場価

格の不確定性、④金利水準の変動に起因する証券の市場価格または所得利回り (income yield) の不確定性——いわゆる利子率危険 (interest rate risk)、⑤株式市場の内部要因に起因する株式の市場価格の不確定性——いわゆる市場危険 (market risk)、⑥物価水準の変動に起因する実質購買力基準で測った投資収益の不確定性——いわゆる購買力危険 (purchasing power risk)、などに分けるのがそれである。

他の一例として、次のような分け方も考えられる。(イ) 債務不履行危険 (上記の①と同じ)、(ロ) 配当の不確定性 (上記の②と同じ)、(ハ) 市場価格の不確定性、(ニ) 償還時の再投資における所得利回りの不確定性、(ホ) 購買力危険 (上記の⑥と同じ)、などに分けるのがそれである。ここでは、上記の③—⑤が、(イ)と(ニ)に分類し直されている。証券の市場価格の不確定性を上記の③—⑥のように原因別に分割して識別することは事実上困難であるから、一括して(イ)とするほうが実際のだと考えられる。(ニ)は、いづれ満期償還または満期以前の償還が行なわれたときの償還金の再投資における所得利回りの不確定性を意味し、上記の④に含まれる所得利回りの不確定性の意味内容を

より明確にするために言い直したものである。

(三) 費用品質

証券の投資品質の第三の種類は、当該証券への投資に関連して負担しなければならない諸費用 (たとえば税金や手数料など) にかかわる品質であって、これを「費用品質」と呼ぶことにする。それらの諸費用の中には、投資主体がだれであるかに応じて費用負担率が異なったり、あるいは免除されたりするものも含まれているので、そのような費用にかかわる品質を鑑定するためには特定の投資主体を前提にすることが必要となる。

投資主体が実際にねらう目標は、投資収益の大きさではなくて、投資収益から関連諸費用を差し引いた残りの正味投資収益の大きさである。したがって、上記三種の品質は、最終的には、(a) 正味投資収益の次元での収益性と、(b) それに対応する危険性 (言いかえれば、正味投資収益の不確定性) との二項目に、整理し直されることになる。

七・二 証券分析の論理的な手順

証券分析実務は上述のような証券の投資品質に関する

(11) 投資分析論の概観

回顧的調査と展望的鑑定にかかわる諸種の投資分析作業から成るわけであるが、ある証券についてなされる証券分析の論理的手順は、次のように考えることができるであろう。

①当該証券の投資品質検討のために考慮さるべき諸要因（以下「品質関連諸要因」と呼ぶ）に関する回顧的調査。

②上記①の作業成果にもとづく、当該証券の投資品質に関する回顧的調査——換言すれば、過去の事実としての投資品質に関する調査。

③品質関連諸要因の将来の動向に関する何らかの意味での予測。（上記①の作業成果が参考とされる。）

④上記①—③の作業成果と、現在の取引可能価格の調査ともとづく、当該証券の投資品質の展望的鑑定——換言すれば、将来の可能性としての投資品質の鑑定。将来の可能性としての投資品質こそは、現時点における投資対象としての当該証券の実体を構成するものであり、その鑑定が、証券分析の最終段階をなすわけである。

七・三 品質関連諸要因の分類

品質関連諸要因、すなわち証券の投資品質検討のために考慮さるべき諸要因は、次の三種類に分類することができるであろう。

第一は、証券所有者に対する配当・利子・償還金などの支払についての発行主体の能力ないし方針にかかわる諸要因であって、これらを「基本的要因」(fundamental factors) と呼ぶことにする。たとえば、発行主体の法的性格、それぞれの証券の権利内容を規定している契約条項（証券契約—security contract）の内容、会社証券 (corporate securities) の場合における発行会社の企業収益力の高さ、企業収益の安定性（逆にいえば変動性）、売上高や企業収益の成長性、配当決定方針 (dividend policy) の内容、資金繰りの良否、経営陣の能力、などがこれに含まれる。

第二は、個別銘柄ないし各種の銘柄グループの市場の状況にかかわる諸要因であって、これらを「市場的要因」(market factors) と呼ぶことにする。たとえば、市場価格、市場での売買高、信用取引状況、市場性などの諸要因がこれに含まれる。

第三は、その他の要因であって、たとえば国や地方自

治体の租税制度、証券業者が收受する取引手数料や店頭売買値ざやについての公的規制および業界自主規制の内容、などがこれに含まれる。

大体において、基本的要因および市場的要因は収益性品質と危険性品質に関連のある要因であり、その他の要因は費用品質に関連のある要因である。そうでない例として、市場的要因のうちに含まれる市場性の高低が、費用品質に属する店頭売買値ざやの大小に影響を与える点をあげることができる。

七・四 証券分析の対象

証券分析の対象は、まず第一に個別銘柄であるが、それだけに限られるわけではない。各種の市場指標ポートフォリオや、何らかの分類基準による同類証券グループなどもまた、ある種の品質項目および品質関連要因に関して調査・鑑定の対象となることがある。

市場指標ポートフォリオというものは、たとえば米国のDJIA(ダウ・ジョーンズ社が作成している、一般産業株式三〇銘柄を対象とする修正株価平均)、S&P一般産業株価指数(スタンダード・アンド・プーア社が作

成している、一般産業株式四二五銘柄を対象とする株価指数)、S&P総合株価指数(同社が作成している全業種五〇〇銘柄を対象とする株価指数)、日本のNSBダウ式修正株価平均(日本短波放送社が作成している、全業種二二五銘柄を対象とする、米国のダウ・ジョーンズ社と同じ方式による修正株価平均)、東証第一部総合株価指数(東京証券取引所が作成している、同所上場株式中の市場第一部銘柄の全部を対象とする株価指数)などのような、いわゆる市場指標(market index)——当該市場の全般的な価格変動を代表的に示すものとみなされている指標——に含意されている想定のなポートフォリオを意味する。このような想定のなポートフォリオを対象とする証券分析作業においては、一の全体としての当該ポートフォリオについて、その投資品質およびそれに関連のある諸要因が検討されることになる。

証券分析の対象としての同類証券グループについては、それが市場指標ポートフォリオと同様に想定のなポートフォリオとして扱われる場合と、単なる集合として扱われる場合とがある。後者の場合には、それぞれの品質項目ごとの測定値の単純平均やその他の分布特性、それら

の品質に関連のある共通的要因および銘柄別特殊要因などが検討されることになる。

七・五 証券分析における品質比較

証券分析においては品質比較の作業が重要な地位を占める。なぜなら、投資品質について実務上有用な判定に到達するためには、ほとんどの場合に、他の銘柄または銘柄グループとの品質比較が必要であり、投資品質の鑑定は通常、最終的には比較にもとづく鑑定に帰着するものと考えて大過ないからである。

証券分析における品質比較は、具体的には、個別銘柄間の比較、個別銘柄とそれが属する同類証券グループとの間の比較、個別銘柄と市場指標ポートフォリオとの間の比較、ある同類証券グループと他の同類証券グループとの間の比較、ある同類証券グループと市場指標ポートフォリオとの間の比較、二つ以上の市場指標ポートフォリオ相互間の比較、などを含む。このような種々の比較がなされるのは、証券分析の重要な役割がポートフォリオの証券類型別構成と銘柄別構成の選択のために必要とされるデータを提供することにあるからである。

個別銘柄間の品質比較の具体的方法としては、(1)個々の品質項目別に、または(2)複数の品質項目を総合して、順位づけ (ranking) または等級づけ (grading) を行うことが多い。(2)は、複数の品質項目についてそれぞれ何らかの方法で評点を付したうえで、それぞれの評点到当なウェイトを付して総合した結果にもとづいて順位づけまたは等級づけを行なうものである。米国における社債などについての品質格づけ (bond quality rating) は、(2)の方法による危険性品質の諸項目を総合した等級づけの具体例である。

ところで、投資品質に関する順位づけまたは等級づけを行なうに当っては、順位または等級の判定基準が必要であり、そのような判定基準は何らかの投資方針または投資方針類型を前提にはじめて設定される。したがって、品質に関する順位づけまたは等級づけの仕事は、まず一定の投資方針ないし投資方針類型を想定することから始まり、判定さるべき品質項目の選定、品質項目ごとの順位または等級の判定基準の選定、(2)の場合には項目別の評点のつけ方とそれらを総合する方法の選定を行なったうえで、データを処理して順位づけまたは等級づ

けを行なう、という手順になるわけである。

七・六 証券分析論研究のいくつかの流れ

既述のように、証券分析論は、投資分析論の一部分領域として、以上に説明してきたような内容の証券分析実務に現に利用されているか、または利用可能である原理と方法について、一般的なし類型化された水準での規範論的研究を行なうことを目的とする諸研究から成る。

証券分析論の諸研究の中には、いくつかの流れがある。たとえば、基本的分析法を推進しようとする諸研究の流れ、技術的分析法を推進しようとする諸研究の流れ、数理的手法にもとづく一定のポートフォリオ編成法を前提にして、それに接合する証券分析法を考究しようとする諸研究の流れ、などがそれである。そのようなさまざまな研究の流れは、互いに全面的な背反関係にあるものではなくて、多少とも相互補完的な役割を果たしうると考えられる。

基本的分析法 (fundamental analysis) とは、大体において、安全性重視の長期投資方針を前提とし、基本的要因を基礎にした品質鑑定を旨とする証券分析法で

ある。このような基本的分析法に関する包括的論考の代表的なものとして、B・グレアム等の共著『証券分析—原理と技法』(第四版、一九六二年)⁽⁸⁾をあげることができる。そこで提示されている普通株分析法においては、普通株の収益性品質と危険性品質とを統合した品質が、現在の購入可能価格に対するいわゆる内在価値 (intrinsic value) の比率により測定されることになる。

この場合、普通株の内在価値は、基本的要因を基礎にして、通常の場合、将来七年ないし一〇年程度の期間における一株当り税引き利益および配当の予測値と、危険性をも考慮に入れて選定される一定数値の資本還元乗数にもとづいて、推算される。

技術的分析法 (technical analysis) というのは、普通株を対象に、一種または二種以上の市場的要因を基礎にして、循環のないし短期的な株価変動にもとづく価格変動収益性を鑑定しようとする証券分析法である。たとえば、株価図表をもとにして循環のないし短期的な株価変動を予測しようとする米国のチャート法 (chart reading) や日本の罫線法は、その例である。このような技術的分析法に関する代表的な論考の一例として、R・D・エド

(15) 投資分析論の概観

ワーズとJ・マギーの共著『株価動向の技術的分析』(第五版、一九六六年⁹⁾)をあげることができる。

数理的手法にもとづくポートフォリオ編成法は、それぞれに、それに接合すべき証券分析法の必要条件の指示を含んでいる。たとえば、前掲のマルコヴィッツの論文および著書⁽¹⁰⁾に提示されたポートフォリオ編成法においては、それに接合する証券分析法の必要条件是、個々の銘柄の収益性品質を《当該銘柄の予想投資収益率の確率分布の平均値 (mean value) すなわち期待値 (expected value)》によって測定するとともに、その危険性品質を《当該銘柄の予想投資収益率の確率分布の分散 (variance) または標準偏差 (standard deviation)》および《当該銘柄と他のそれぞれの銘柄との間の予想投資収益率の共分散 (covariance)》に集約する、ということである。また、マルコヴィッツの手法に比べてデータ処理および計算の大幅な簡便化をねらったW・F・シャープの論文「ポートフォリオ分析のための単純化された一モデル」(一九六三年⁽¹¹⁾)に示されたポートフォリオ編成法においては、それに接合する証券分析法の必要条件是、個々の銘柄の予想投資収益率を一定の市場指標ポートフォリオ

の予想投資収益率の関数として取り扱うこと、二銘柄間の予想投資収益率の相関は市場指標ポートフォリオの予想投資収益率との関係を通じてのみ存在するものと想定すること、などの点でマルコヴィッツの場合と異なっている。このような数理的手法にもとづくポートフォリオ編成法に接合する証券分析法の考察を含んでいるテキストの例として、K・V・スミス『ポートフォリオ管理——ポートフォリオ運用上の意思形成に関する理論的・実証的研究』(一九七一年⁽¹²⁾)——主として第五章「投資分析」を参照——、J・P・ウイリアムソン『投資——新しい分析技法』(一九七〇年⁽¹³⁾)——主として第五章「証券分析」を参照——などをあげることができる。

(7) この項は、前注(1)に掲げた拙稿の改訂版であると同時に、拙稿「証券分析——入門的解説」——日本証券経済研究所『証券研究』第三三巻(昭和四七年二月)、一一—一五ページ——の一部分(三一—一八ページ)に対する改訂版でもある。

(8) Benjamin Graham, David D. Dodd, Sidney Cottle and Charles Tatham, *Security Analysis: Principles and Technique*, 4th ed., McGraw-Hill Book Co., Inc., New York, 1962. この書物については前注(7)に掲げた拙稿

「証券分析——入門的解説」において要約的紹介と注釈を
試みたことである。

- (6) Robert D. Edwards and John Magee, *Technical Analysis of Stock Trends*, 5th ed., John Magee, Springfield, Mass., 1966. [野村証券投資信託委託会社記『フメリカの株価分析——チャートによる理論と実態』(東洋経済新報社)]
- (10) 田中 邦子 (3) (4) を参照。
- (11) William F. Sharpe, "A Simplified Model for Portfolio Analysis," *Management Science*, Vol. 9, No. 2 (Jan. 1963), pp. 277—293. この論文は「前注 (3)」に
- 註した Cohen and Hammer (eds.), *Analytical Methods in Banking*, 1966. [邦訳『銀行のポートフォリオ・リサーチ』(田中 邦子 Elton and Gruber (eds.), *Security Evaluation and Portfolio Analysis*, 1972 に再録されてる) 参照。
- (21) Keith V. Smith, *Portfolio Management: Theoretical and Empirical Studies of Portfolio Decision-Making*. Holt, Rinehart and Winston, Inc., New York, 1971.
- (31) 前掲 (6) を参照。

(一橋大学教員)