

株式投資論

岡部好香著

株 式 投 資 論

岡 部 好 香 著

成 文 堂

著 者 略 歴

昭和12年 3月 早稲田大学政治経済学部卒業
同 年 4月 朝鮮銀行入行
昭和20年 8月 終戦により同行退職
昭和21年 4月 持株会社整理委員会勤務
昭和26年 4月 同委員会解散のため退職
昭和26年12月 実業家原安三郎氏私宅勤務，主として同家所有
有価証券の整理保管に当る
昭和27年10月 小柳証券株式会社勤務
昭和41年 7月 定年により同社退職
同 年 8月 岡部製麺会社（家業）監査役，今日に至る。

株 式 投 資 論

検印省略

昭和49年12月30日 初版第一刷発行

著 者 岡 部 好 香

発 行 者 阿 部 義 任

〒162 東京都新宿区早稲田鶴巻町441

発 行 所 株式会社 成 文 堂

電話(203)9201 振替東京93491

製 版 榮泰印刷

製 本 鈴木製本所

©Yoshika Okabe 1974 Printed in Japan

◇落丁・乱丁はおとりかえいたします

3063—370011—3851

序

株式投資に関する諸事項を、個人的投資者の立場から、できるだけ論理的に、学問的に取りまとめたものが本書である。

さて、株式投資を行なうに当っては、まず株式とはどんなものか、それをその種類と共に知る必要がある。それが第1章である。次いで株式の価値とはどんなものか、一枚の紙片にすぎない株式（券）にはどんな価値があるのか。それが第2章である。そして株式の価値、価格に最も関係の深い配当や収益とはどんなものか。その説明が第3章である。これらは株式投資者にとって、基本的な必要的知識である。

かかる基礎的知識を以って、本書はまず、「証券分析」に入る。証券分析は、主として財務諸表による会社内部の研究である。証券分析に当っては、証券分析そのものの概念を把握すると共に会計学の知識もある程度は必要であろう。これを取扱ったのが第4章である。次いで本書は「普通株の評価」に入る。その章においては、普通株の一般的評価のみならず、各種産業別の株式についても分析、評価をしている。これが第5章である。更に本書は「普通株の評価理論」を取扱っている。これらの理論に、果して実際の投資効果があるか否かに就いては、かなり疑問の余地もあるが、吾々は短兵急に学問即実効と解してはならないのであって、吾々は寛容な態度を以って、これに対応しなければならない。これが第6章である。第5章と第6章とは、共に第4章「証券分析」の中に含ましても差支ないものであるが、それらは重要な問題である上、頁数の関係からも、特に独立した章を設けて論述した次第である。

さて、株価は、云うまでもなく、決して会社内部の証券分析のみによってきまるものではない。株式取引所内外の諸事情によってもまた、きまるものである。これらの諸事情を分析するのが「株式市場分析」である。株式の市場分析に当っては、前提条件として、まず証券市場の歴史や株式取引所の組織等についての一応の知識が必要であり、株価を測定する諸方法についての知識もまた必要であろう。それらについて述べているのが第7章である。更

に、株価は、どんな要因によって影響されるのか。それらの諸要因についての検討もまた必要である。この検討は「株式市場分析」の中に含まるべきものであるが、それら諸要因の数は極めて多く、かつ株式投資者にとっては重要な事柄と思われるので、独立的な章として取扱っている。それが第8章である。

最後の章は「株式投資法」として、株式投資と株式投機、あるいは成長株投資について述べた後、一般的な株式売買法について述べている。これらの売買法は、かなり卑近的、具体的な方法であり、判り易いものである。これが第9章である。

以上が本書における大体の構想である。しかし、この間にあって、株式界においては、幾多の変遷・傾向が、実際的にも、学問的にも、見受けられる。今、それらを列举すれば、次の如きものであろう。即ち、(1)配当重視から収益重視へ、(2)社債・優先株投資から普通株投資へ、さらには成長株投資へ、(3)株式投機から株式投資へ（短期的売買から長期的売買へ）、(4)小数投機者参加から大衆投資者参加へ、(5)小規模売買から大規模売買へ、(6)緩慢規制から嚴重規制へ、(7)直感的売買法から科学的売買法へ、(8)単純幼稚的研究から複雑高級的研究へ（証券分析等の分析的研究の開発や高等数学の導入等）。これらについては、その順序、輕重は別として、本書通覧の過程において自ら会得されるであらう。

本書においては、その参考書に米書が多かった関係上、引用統計表はアメリカのものが多く、また論述の背景も主としてアメリカ合衆国である。株式投資関係の研究においては、吾国よりも遙かに先進していると思われるアメリカ関係についてのこの論述は、吾国においても、かなり参考になるものと思われる。

なお、株式投資という意味について一言触れておかなければならない。それは本書中にも述べるところであるが、世間一般が株式投資という場合、それには二つの意味がある。即ち、狭義の株式投資と、株式投機とがそれである。云うまでもなく狭義の株式投資というのは、安全有利を旨とし、配当と値上りとを目的とする長期的売買であり、株式投機というのは、必ずしも配当を目的とせず、価格差取得を目的とする短期的売買である。しかし世間

一般では、この両者を一括して、株式投資という名称の下に、これを使用している。実際、この両者には、判然と区別し難い場合も多いのである。本書の標題「株式投資論」も通説に従い、この両者を含めた広義のものであり、また本書の文中においても、時により、広義のそれを使用していることを断っておきたい。

最後に、最良の株式投資法は？と問われれば、筆者はやはり、一般投資者にとっては、端的に云って、それは成長株若しくは優良株に対する長期的投資であると答えざるを得ない。このことは本書を通じての総括的結論であり、筆者の業務上の経験、あるいは私的経験からも、そう云えるのである。

昭和49年7月

著 者

目 次

序

第一章 株 式 1

第1節 普 通 株..... 1

- I 性 質（ 1 ） II 額面株と無額面株（ 1 ）
- III 金庫株（ 2 ）

第2節 優 先 株..... 3

- I 性 質（ 3 ） II 額 面 額（ 3 ）
- III 発行の歴史的理（ 4 ） IV 利益分配優先権（ 4 ）
- V 残余財産分配優先権（ 6 ） VI その他のタイプの優先株（ 6 ）
- VII 議 決 権（ 7 ）

第2章 株式の価値と価格 9

第1節 株式の価値..... 9

- I 価 値（ 9 ） II 株式の価値（ 9 ）
- III 労働価値説と株式の価値（ 10 ）

第2節 株式の価格.....10

- I 価 格（ 10 ） II 株式価格の成立（ 11 ）
- III 株式の流通形態（ 12 ）

第3章 配当と収益	14
第1節 配 当.....	14
I 意 義（14） II 配当の形式（14）	
III 利 回（18） IV 配当支払率（20）	
第2節 収 益.....	20
I 収益の重要性（20） II 配当と収益との沿革の重要性（21）	
III 株価収益率（22）	
第4章 証券分析	25
第1節 総 論.....	25
I 意義及び目的（25） II 職 能（26）	
III 量的要因と質的要因（29）	
IV アナリストの情報の性質と源泉（33）	
第2節 財務諸表分析	36
第1項 貸借対照表	36
I 意義及び必要条件（36） II 資 産（38）	
III 持分権（39） IV 棚卸資産（40） V 減価償却（43）	
VI 運転資本と資金明細表（46） VII 比較貸借対照表（48）	
VIII 共通型明細表（49）	
第2項 損益明細表	51
I 目 的（51） II 分 類（51）	
第3項 留保収益明細表	53
I 目 的（53） II 留保収益の性質（54）	

第4項 レ シ オ	55
Ⅰ レシオの性質 (55) Ⅱ 比較基準の必要性 (55)	
Ⅲ レシオの類型 (56)	
 第5章 普通株の評価	60
第1節 普通株の評価要因	60
Ⅰ 普通株評価における基本的構成要素 (60) Ⅱ 配当要因 (61)	
Ⅲ 収益要因 (62)	
Ⅳ 配当及び収益の資本化率——あるいは乗数 (74)	
Ⅴ 資産価値 (80)	
第2節 各種産業株	83
第1項 工業会社株	83
Ⅰ 意義及び分野 (83) Ⅱ 工業の特色 (84)	
Ⅲ 財務諸表 (85) Ⅳ 工業会社普通株 (89)	
第2項 公益事業会社株	90
Ⅰ 意義・特質及び分野 (90) Ⅱ 公益事業分析における要因 (92)	
Ⅲ 公益事業普通株の評価 (95)	
第3項 主要各種公益事業株	97
Ⅰ 電光電力業 (97) Ⅱ ガス業 (105) Ⅲ 電話業 (108)	
第4項 鉄道業株	111
Ⅰ 鉄道業の発展 (111) Ⅱ 取 締 (112)	
Ⅲ 労働状況 (113) Ⅳ 鉄道会社の財務諸表 (114)	
Ⅴ 鉄 道 株 (117)	
第5項 銀 行 株	120
Ⅰ 銀行の分類 (120) Ⅱ 投資者としての商業銀行 (120)	
Ⅲ 銀行の財務諸表 (122) Ⅳ 銀行株の分析 (125)	
Ⅴ 銀行株価格 (126)	

第6項 保険会社株	127
I 概 説 (127) II 火災及び損害保険会社株 (128)	
III 生命保険会社株 (133)	
 第6章 普通株の評価理論	139
 第1節 評価理論の史的発展	139
第1項 概 説	139
第2項 E. L. Smith の研究	140
I 概 説 (140) II テスト No. 1—1901年—1922年 (141)	
III その他のテスト (143)	
第3項 Samuel Eliot Guild の表	144
I Guild の著書の構成 (144) II Guild の著書の目的 (144)	
III 諸表の要約 (145) IV 例 題 (147)	
 第2節 現在価値の評価理論	149
第1項 Williams の現在価値理論	149
I 将来の配当 (149) II 配当の重視 (151)	
III 株式の将来の収益 (151) IV 変化する利率における複利 (152)	
V 数学的方法 (代数方程式) の導入・駆使 (153)	
第2項 Lerner 及び Carleton の現在価値理論	154
第3項 現在価値評価理論の批判	156
I 批 判 論 (156) II 擁 護 論 (157)	
 第7章 株式市場分析	162
 第1節 証 券 市 場	162
第1項 証券市場の概念	162

第2項 株式取引所の職能	164
I 継続的市場の形成 (164) II 公正価格の決定 (164)	
III 産業資本調達の助成 (165)	
第3項 ニューヨーク株式取引所	166
I 証券市場の略史 (167) II 組 織 (168)	
III 会 員 (171) IV 売買注文の種類 (176)	
V 受渡日による売買取引の種類 (179) VI 証券選択権 (179)	
VII 証拠金取引—証拠金買付と空売 (183) VIII 手数料と税金 (189)	
第2節 株式市場分析	192
第1項 市場分析の意義	192
第2項 市場分析の二つの種類	193
I 市場分析の第一のタイプ (194)	
II 市場分析の第二のタイプ (194)	
第3項 市場分析と証券分析	195
I 証券分析との比較における市場分析の不利 (195)	
II 株式の価格と価値との間の相違 (196)	
第4項 市場分析の諸方法	197
I 株価平均 (197) II ダウ理論 (201) III 図 表 (202)	
第8章 株価に影響する条件	205
第1節 経済的基本要因	205
I 会社利益金 (収益) (205) II 会社配当 (206)	
III 新規資本投資 (206) IV 株式分割 (207)	
V 利 子 率 (207) VI 物 価 (208) VII 国民総生産 (209)	
VIII 建築活動 (209) IX 外国貿易 (211)	
第2節 政治的基本要因	212

I 概 説 (212)	II 行政・司法 (212)	III その他 (213)
-------------	----------------	---------------

第3節 市場の技術的要因..... 213

I 性 質 (213)	II 技術的要因に基く売買取引の利点 (214)
III 信用取引の動向 (215)	

第4節 投資者要因..... 215

I 証券会社 (215)	II 機関投資家 (216)
III 大衆投資者 (216)	

第9章 株式投資法..... 218

第1節 株式投資と株式投機 218

I 株式投資と株式投機との区別 (218)	II 株式投資の新意義 (219)
III 株式投資と株式投機とを区別する必要性 (221)	

第2節 普通株投資と成長株投資..... 221

I 普通株長期投資 (221)	II 成長株投資 (222)
-----------------	----------------

第3節 一般的な株式売買法 226

I タイミングの問題 (226)	II 平均的売買または難平売買 (226)
III ドル平均法 (227)	IV 公式方式 (227)
V その他売買法 (231)	

統計表目次.....	233
------------	-----

第1章 株 式 (Stocks)

第1節 普通株 (Common stocks)

I 性 質 (Nature)

あらゆる会社は、普通株を発行している。それは発行される最初の証券であり、消却される最後の証券である。会社は、その主たる所有権(ownership)を表わす発行済の普通株を持たねばならない。普通株は会社の経営を最も大きく支配している。それは企業利益 (earnings) に対して最後に行使される請求権を持っている。つまり他のすべての証券が、まず支払を受けねばならないのである。このことは普通株の危険を増してはいるが、また利益を受ける可能性をも高めている。なぜかといえば、他の債務証券は、大体において固定した請求権を持ち、この請求権以上には、利益分配に参加しないからである。普通株は残余財産に対して最後に行使される請求権を持っているが、その他の証券にいたっては、残余財産に対する二次的請求権さえも持っていない。⁽¹⁾

普通株は、株価変動、減配、あるいはまれには会社の破産等によって、損失を受ける場合もある。しかし若し事業が会社によって成功裡に実行されるならば、普通株は利益を受ける。ある場合には、普通株は巨額な報酬を受けることがある。⁽²⁾

II 額面株と無額面株 (Par value stock and no-par stock)

株式の額面額とは、株式の券面額 (face value), 即ち表示額 (stated value) である。株券面に、この株式の額面額が、例えば 100 ドルというに記載されている。その当初の目的は、現金、サービス、または現物出資の対価として、これと同額株式を発行したことを会社が保証する点にあった。当時これらの資産は、証券所有者を保護するために、会社に預け入れられた一

種の信託資金と考えられていた。しかし実際上は、この立派な理論のように、すこしもならなかった。「額面額」という言葉は、日がたつにつれて、ますます本来の意味を失ってきている。⁽³⁾ 一株の額面額 100 ドルということは、単にその株券が券面上に、その金額の表記価額を持っているというだけの意味しかない。その株式の市場価値 (market value) は、それより高いこともあり、また安いこともあるだろう。⁽⁴⁾

今日の New York 株式取引所上場株のうちで、最も多いのは 1 ドル額面額であり、次に最も普及しているのは 5 ドル額面額である。ほんの僅かの工業株と公益事業株に 100 ドル額面額が見られる。1,000 ドルから 10 セントまでの種々の変則的な額面株や、ときには 40 セント、1.25 ドル、13 ドルまたは 21.80 ドルという端数のある額面株も上場されている。

無額面株とは、券面額のない株式である。それは 1912 年アメリカで初めてニューヨーク州で法制化されたが、それまでは多年に亘って、実際化のための運動が行なわれた。1920 年代中に、無額面株は非常に流行し、工業および公益事業新株の 80% から 90% まだがこれであった。1929 年には、New York 株式取引所上場株式のうちで鉄道株を除く全株式の約 40% が無額面株であった。1950 年には、同取引所上場の鉄道普通株の約 25%、工業株のほとんど 40% が無額面株であった。

会社として、無額面株を発行する主な利点は、価格をきめる際の融通性 (flexibility) である。無額面株はどんな価格でも売ることができる。株主の見地からすれば、額面株と無額面株とは、アメリカにおいては、移転税の差別を除けば、殆んど相違がない。なによりも関心を持つべきことは、収益力と市価である。⁽⁵⁾

Ⅲ 金庫株 (Treasury stock)

一般の投資者は余り金庫株に関心を持たない。この種の株式は、全額払込済で追加払込義務のないものとして発行され、ある方法で会社の金庫に戻ってくるのである。それは他の普通株とは全くちがっている。即ち、議決権がなく、配当金がなく、会社はどんな値段でも売却できるし、他の資産と交換することも、ボーナスの支出などに提供することもできる。それは金庫の中

に無期限に収めておけるが、あるいは公衆に再発行したり、消却することもできる。時によると、買上げて取得されることもある。このような場合には、会社が投資していない余裕金を持っていたか、または市場で株価を上げようとしたときである。ひとたび再発行されると、金庫株は他の既発行株式と同様な特色を持つのである。⁽⁶⁾ 金庫株はアメリカにおいて見られる。

第2節 優先株 (Preferred stocks)

I 性 質 (Nature)

株式に普通株と優先株があることは一般に知られている。優先株は、妥協的な、あるいは混合的な証券の一形態である。優先株は一定の利益分配率を持っているので債券 (bond) と部分的に似ているし、ある程度の議決権のある所有権証券であるから普通株と部分的に似ている。これは収入についての優先権、通常は残余財産と一定の利益分配率とに関して優先権を持っているので、普通株よりも優位にある。しかし、他方において、優先株は、その利益分配が制限され、経営参加が限定され、新規証券の買受権も制限されているので、普通株に比較して、決定的な弱点と制限とがある。⁽⁷⁾ F. Amling の報ずる所によると、アメリカにおいては、近年 (1957年—1967年) における会社新株式発行のうち、優先株新発行の金銭的割合は極めて少なく、2.8%—5.4%の範囲内であるという。⁽⁸⁾

II 額 面 額 (Par value)

大部分の優先株は、通常 100 ドル額面額である。50ドル額面額のものもすこしあるが、その他の券面額のものは多くない。

無額面の優先株は少ない。だが New York 株式取引所上場の工業株、公益事業株のおそらく 30% は優先株であろう。会社が優先株を発行するのは、発行時の市況に応じて 87, 93, 98, あるいは 102 ドルのように、いろいろな値段でこれ売ることができるためである。配当金は一株当たり 5 ドルあるいは 6 ドルとかのようにドルで表わされる。残余財産優先権は、50ドルまたは 100ドルとドルで記載されている。⁽⁹⁾

Ⅲ 発行の歴史的理 由 (Historical reasons for issue)

鉄道優先株は、多くの鉄道会社が破産裁判で整理の進行中であった1880年および1890年代当時に、大量の発行が行なわれた。このうちで4%の低配当率のものが典型的な鉄道優先株であった。このような資本調達は、臨時負担の優先株の発行によって、固定負担を排除したのである。工業会社が最初に優先株を発行した理由は、工業会社が、普通株よりもむしろ、より多額の配当の規則正しい株式を売ることができたからであった。これが普通株より危険が少なく、債券の所有によるよりも多額の利益分配を望む投資者の興味を引いたのである。

優先契約書 (preferred contract) は、複雑さにおいて、興味ある推移を経てきている。最初の優先株発行は、配当について優先権 (priority) のある普通株と異なるところがなかった。しかしこの契約書は、時のたつにつれて、ますます複雑になった。投資銀行業者は、次から次へと新しい条項をつけ加えた。この複雑さを増す目的は、主に販売技術のためであった。それは、普通株の投機性と債券のあらゆる確実な安全性とを優先株に加味しようとしたのである。⁽¹⁰⁾

Ⅳ 利益分配優先権 (Preference as to profits)

1 累積的優先株と非累積的優先株 (Cumulative preferred stock and noncumulative preferred stock)

(1) 累積的優先株 (Cumulative preferred stock) 典型的優先株には累積条項がついている。それは、配当金の支払がないときは、この未払配当金が累積することを表わしている。株主は企業利益があろうが、なかろうが、配当金を受ける権利がある。若し配当金が特定の年度に支払われないで、取締役会によって、これが「繰越」(passed) されるときは、将来において、いっさいの普通株配当金を支払う前に、経過配当金 (lapsed dividend) がうめられねばならない。

New York 株式取引所上場の鉄道優先株の60%は累積条項を持っている。19世紀においては、工業会社が非累積的優先株を発行することは一般的な慣習であった。だが1925年以降は實際上例外なく、工業優先株は累積条項をつ

けた。同取引所上場の工業優先株の90%以上は、この条項を持っている。

(2) 非累積的優先株 (Noncumulative preferred stock) 非累積的優先株では、この株式の所有者は、企業利益があれば配当金を受取ることになっている。しかし企業利益がなければ配当金を受取れない。会社は優先株の配当金が未払であれば、特定年度の普通株に対して配当金を支払うことができない。

非累積配当金の地位については、従来から多くの法律上の論争があった。配当する企業利益がない場合にはどんな紛争も起らない。紛争が起るのは、全額または一部でも配当する企業利益があるのに、取締役会が配当金を支払わない場合である。合衆国最高裁判所が現在とっている法律上の見解は、若し取締役会が利益を資本の向上に充当して、配当金を支払わぬことを発表するのであれば、取締役会がこれを濫用する懸念があっても、配当請求権はなくなり、後日においてこれを請求できないということのようである。

2 参加的優先株と非参加的優先株 (Participating preferred stock and nonparticipating preferred stock)

(1) 参加的優先株 (Participating preferred stock) 参加的優先株とは、たとえば7%の一定の配当金を受取り、さらにその後、普通株に支払われる企業利益の分配にあずかる株式のことである。それは企業利益に対して優先的請求権を持っているばかりでなく、通例は普通株に支払われる追加的利益に対する分配をも認められている。

利益配当参加は、優先株においては、特に有力な会社ではまれ (rare) である。約50年間にわたる New York 株式取引所の上場申請優先株 1,094 銘柄を研究したところによると、僅か 133 銘柄即ち12%が参加的優先株であった。極めて弱小な会社だけが、いつもこの株式を発行している。

利益配当金参加額を算定する方法には色々ある。最も普通的方式は、単純または全額参加 (simple or full participation) の方式である。それによると、優先株は、たとえば一株当たり7ドルの券面記載の配当金を受取る。それから普通株が同額の配当金を受取り、次にその残額に対して、優先株と普通株とが株数に応じて平等に利益分配に参加する。もう一つの方法は、即時参加 (immediate participation) である。この場合に優先株は、例えば