

## ダウ理論にたいする二つの批判

住ノ江佐一郎

一

表題にことわつてあるので、ことさらにいうまでもないことかもしれないけれども、ここで、課題としてとりあげようとおもうのは、「ダウ理論」にたいする批判であつて、いわゆる「ダウ式修正平均株価の理論」にかんするものではないのである。というのは、「ダウ」という人名を言葉としてつこうと、そのひびきから、すぐ、「ダウ式修正平均株価」についての理論のことをおもひ起こす習性が、近年ことに戦後、東京、大阪の両証券取引所において、その平均株価を發表するための算出方法として、「ダウ式修正法」を採用するようになってからは、至極、一般になされてきているからである。しかしながら、いうまでもなく、「ダウ理論」は本来、株式市場の動向から景氣動向を探求しようとする景氣にかんする理論であつて、「ダウ式修正法」はそのためのたんなる一つの手段にすぎないのであるから、「ダウ」という言葉によつて、「ダウ式修正法」を考へるという習性は、まったく、本末を顛倒したものであるといわねばならないのである。もとより、株価の平均を算出する方法に、諸条件の変化を加味しようとする「ダウ式修正平均株価算出法」は、それ自体、多くの批判をうけねばならない

点をふくんでいるものであるし、また、実際に、かなり批判されているのであるが、ここでは、そのような習性をはなれ、このような平均法にとられないで、株価変動を基礎的な資料として、景気動向を考えようとする、いやむしろ、予見しようとする理論としての「ダウ理論」にたいする批判について考えてみたいのである。

Charles Dow が Dow Johns Company を創立し、Dow Johns financial news ticker service を行い、ともに、有名な The Wall Street Journal を創刊し、それを主宰して、一九〇二年、その生涯をとずるまで、Dow が考案した、いわゆる「ダウ式修正株価平均」をつかかって、景気動向、ことに株価動向にかんする評論を発表したのであるが、これらの諸論文は、主として、Dow 自らの経験にもとずいて書かれたもので、必ずしも、一貫した理論のうえに立ったものではなかった。このような諸論文を資料として、これに一つのまとまった体系をあたえ、これを理論的に定型化したのが Dow Theory と称するものである。Dow の諸論文にふくまれた諸意見を、一つの理論としてまとめあげたのは、S. A. Nelson と W. P. Hamilton の業績であると思われる。この小論において、「ダウ理論」にたいする批判の二つととりあげようとする理論の論者である George L. Laffer とする<sup>3)</sup>「ダウ理論」は C. Dow と S. A. Nelson とによつて主張せられた。W. P. Hamilton によつて発展せられたのであるとらわれ、そつと W. P. Hamilton 自身の著 The Stock Market Barometer によつて、C. Dow の忠実な承継者となつて、S. A. Nelson 自身の著 The ABC of Speculation によつて、C. Dow の諸意見を体系化した最初の人であるとらわれる。S. A. Nelson は、その「ダウ理論」に理論的な骨組みをあたえたのであるが、それとともに、そのつくりあげた理論を Dow's Theory と名づけたのである。<sup>4)</sup>しかるに、その後、これに多くの修正や補充が加えられて、たんに、

「ダウ理論」 Dow Theory と称せられるにいたつたのである。<sup>5)</sup>

したがつて、ここにいう「ダウ理論」というのは、かように、平均株価の動きをみることによつて、景氣動向を見とおさうとする C. Dow の諸意見を資料として、これらに定型をあたえ、理論化しようと試みた S. A. Nelson や、これを拡大しようと努力した W. P. Hamilton および、それにつづく多くの C. Dow の追隨者たちによつて、修正され、拡張された一つの景氣理論を指すのである。

- (1) たとえば、大阪証券取引所刊行、「インベストメント」第七卷第八号、「修正株価の理論的分析」
- (2) George L. Leffler; The stock market, 1952, p. 510.
- (3) S. A. Nelson; The ABC of speculation, 1934, p. 31.
- (4) G. L. Leffler; op. cit., p. 511.
- (5) Barron's Nov. 1, 1937, p. 6.

## 二

以上とてこの「ダウ理論」にたいする批判についてのべるのが、この小論における課題なのであるが、そのまえに、「ダウ理論」そのものの内容について概説的に理解しておく必要がある。というのは、すべての議論がそのうであるように、問題の対象を一応、規定しておかないと無用の誤解を招き、不用の議論を招来しがちであるから、これを避けるために、問題の対象を規定する意味において、問題の対象となる「ダウ理論」についての理解を確めておこうというのである。かかる意味から、さらに正確を期するために、どちらかとうと、「ダウ理

論」にたいして同情的な立場にたっているとおもわれる<sup>1)</sup> Charles A. Dice による「ダウ理論」の要約を掲げよう<sup>2)</sup>。

ダウおよびその追隨者たちは、株式市場の動向を觀察することが景氣動向を觀測するうえにおいて、もつとも優れたバロメーターとして役立つと考えるのである。そして、株式市場は鐵道会社の株式と一般工業会社の株式とから形成されていると把握する。しかも、この二つの種類の株式群の株価は、つねにおなじような勢力によつて動かされるものではないと判断するのである。たとえば、鐵道株の株価を圧迫するような勢力は、また必らずしも、工業株の株価を圧迫する作用をなすとはかぎらず、むしろ、ときによればそれとは逆に、その株価をひきあげるような影響をあたえるかもしれないと考える。このような前提、すなわち、鐵道株および工業株のそれぞれの株価の動向は、ばらばらな動き方をしめすものであるという理解にもとずいて、鐵道株と工業株にかんする株価について、それぞれの平均株価を算出して、いわゆる、「ダウ・ジョーンズ平均株価」を作成する。この作成された平均株価は、もちろん、株式市場は、いまだうなっているかというのをしめすのみならず、これから、どのようなになるだろうかということについても、予示するものであるが、それはむしろ間接的な作用であつて、これらの鐵道株平均株価や工業株平均株価は、その動向をしめす作用をとおして、景氣動向を予想するに役立つものであるとする。

ダウおよびその追隨者たちは、そのような目標にむかつて、そのような手段をもちいて接近しようとするのであるが、その接近を行う方法として、つぎのような方法をとっている。

(一) 株式市場における株価の動向には、三つの類型が見られる。(The Theory of the three movements of

the market)

- (一) 株価平均にまつての確証。 (The Theory of the Corroboration of the Averages)
- (二) 保合論。 (The Theory of the "Line")
- (三) 二番天井説および二番底説。 (The Theory of Double Tops and Bottoms)

一定時における株価の動向は、三つの傾向の集成的な結果として分析することができる。すなわち、(1) 大勢的騰落傾向 (A major trend up or down) (2) この大勢的傾向を中心として上下する中間的変動 (An intermediate movement toward or away from this trend) (3) 類型のなご日々の変動 (Patternless day-to-day fluctuations) の三つの傾向である。ある論者は、これを海面の現象にたとえて、(1) 潮 (Tide) (2) 波 (Waves) (3) 漣 (Ripples) とつて理解する。

(一) 大勢的騰落傾向 (The Major Trend or Movement) とつてのは、大体、九カ月から二カ年にわたるような長い期間、株式市場が強調を持続したり、低落傾向をしめたりして、平均株価における傾向が継続的に騰落をしめすはいである。上述の W. P. Hamilton の調査によると、一九〇〇年六月から一九二一年八月までの期間において、六回の大勢的騰落傾向があらわれており、強調をしめした期間は平均二五カ月で、軟調期間は一七カ月持続した。そして、強調期間のうち最長の期間は一九〇三年九月から一九〇七年七月にいたる三年四カ月にわたるもので、最短は一五カ月となっており、軟調期間の最長と最短はそれぞれ、二カ年と一一カ月とであつ

た。かくて、大勢的傾向においては、強調期間は軟調期間よりも長期にわたっていることが判明する。比喩的にいえば、破壊よりも建設の方が長い期間を要すると言える。これらの期間を大まかに類推すると、大体、強調期間は二カ年、軟調期間は一カ年半と目測されるのである。

(二) 中間的変動 (The Intermediate or Secondary Movement) というのは、最初の変動がある期間つづく、第二時期的変動があらわれてくるのであるが、強調市場にあって低落をしめし、軟調市場にあって高騰傾向をみせることを意味する。いわば、大勢的傾向にたいして逆行的変動をしめすのである。これらの反落や回復は株式市場の規則性ともいふべきもので、市場の先行騰落の少くとも八分の三をあらわすと思われる。大体、一週間ないし二カ月にわたる期間と測定するのである。

(三) 日々の変動 (The Current or Day-to-Day Fluctuations) というのは、日常あらわれる、流水のような、一時的の動きをそのまま把らえにすぎぬもので、株価平均は日々これらの変化を表示しているけれども、これのみでは、景気の根本的傾向を予想することはできない。

上述するところによって理解される三つの傾向のうち、ダウ理論において、その本質的な目標である景気動向の観測にたいして役立てうるものは、大勢的騰落傾向である。したがって、自ら、大勢的傾向を重視して株価動向を観察して、それによって、景気動向を観測するのであるが、このばあい、株式市場の動向を観測することを最終的目標として、予想しようとするものにとつては、その予見における遅滞性を認めねばならない。というのは、ダウ理論は景気動向を予見観測しようとするものであって、株価動向を予想しようとするのではないのであ

るが、ただ、景気動向を観測するために、株価動向を中心として考えるのであるから、株価動向の観測を行うことが最も重要な手段となる。このことが、株価動向を予見しようとするものの利用しようとするところとなるのである。ところが、この効果は、景気動向の測定のためには適當であるかもしれないが、大勢的傾向に重点をおくため、株価動向の予想には時期的に遲滯するのである。W. P. Hamilton の有名な論文「潮流の転換」(A Turn of the Tide)が一九二九年一月二十五日に The Wall Street Journal にあらわれたときは、すでに、ダウ・ジョーンズ工業株平均株価は八〇ポイントも低落していたのである。もっとも、この警告があつてから後においても、さらに、一五〇ポイントの低落があらわれたのであるから、株価動向にたいする予見性がなく、全然、価値がないとはいえないかもしれないが、八〇ポイントの低落の後に予想するという遲滯性は避けられないのである。この遲滯性は株価予想にたいしては、大きな欠点であるであろうが、ダウ理論は株価動向の測定が目標ではなく、それを手段として、景気動向を探求しようとしていることを、いまさらつけ加えていねばならないのである。

かくて、つきにおこりうる問題は、ダウ理論が株価動向を予想することを手段として、景気動向を予見する目標をもっているとして、それではいかにして、これをなすか、ということにおかれるであろう。これについては、ダウ理論について、その方法の要約として第二にあげた「株価平均についての確証」ということにふくまれている。

株式市場はそれを全体として見、大きく観察すると、一国のすべての金融のおよび事業的狀況をあらわす基本

的要因をふくむ需給法則の作用を表現していることがわかる。しかも、平均株価は株式市場の動向をあらわす指標であるから、株式市場にたいする一切の影響を集約的に表現しているといえるのである。したがって、平均株価を卸売ないし小売物価指数と関連させて考えたり、あるいは、金利と結びつけたり、また、事業のパロメータを把らえるために、アメリカのスチール会社の受註高をあわせて考えたりというようなことは、必要ではなく、平均株価は、すでに、これらの根本的な要因の変化をすべてとり入れているのである。換言すれば、株式市場、したがって、平均株価は事業状況についての最良のパロメータであり、その動きを理解すれば、景気の動向を把握することができるのである。すべての根本的要因の変化が株式取引所における株式の需給となってあらわれ、これがまたすべて、平均株価のうえに反映するのである。あらゆる景気要因が好調であれば、工業株平均株価も鉄道株平均株価もともに高騰をつづけるであろう。二つの平均株価は、景気要因が強調を保つあいだは、新高値をあらわし、しかも、二つの平均株価が互に他方も高騰をしめしていることを確認し合うであろう。ところが、景気要因がもはや統一的な表現をしめさなくなったときは、二つの平均株価のうち、一つはさらに高騰をつづけているのに、他方は、もはや、高騰せず、対応的な動きをしめさないかもしれないのである。これと対蹠的な表現が軟調のばあいにもあらわれるであろう。

このように、二つの平均株価、すなわち、工業株平均株価と鉄道株平均株価とが相互に、平均株価の変動において、確認（Confirmation）し合う関係にあることが理解されるであろう。

強調市場においては、もし工業株平均株価が、前の高値を抜いて、新高値を出すとするならば、鉄道株平均株価もまた間もなく新高値を出すであろうと見られる。もし、この二つの平均株価のうち、いずれの平均株価にし



ても、執拗に他の平均株価を確認しないままであるならば、すなわち、他の平均株価の傾向と逆の傾向をしめすか、少くとも併行的な対応をしめさないならば、大勢的傾向はその終りに近づいていると判断し、大勢的騰落傾向の転換を予想するのである。

保合論 (The Theory of "Line") ならしは、横這傾向 (The Sidewise Movement) とさうのは、一定の範囲の変動しかあらわれない状態をいうのである。株式市場において、かなりの騰落があつてから、数週間にわたつて、きわめて限られた範囲しか変動しないばあいがある。平均株価でいえば、工業株で四%、鉄道株で四%ないし五%の範囲内に、その騰落がとどまっていることがある。もし図表にするならば、狭い範囲で横に帯線状を描くことになるだろう。このようなばあいは、株式にたいする需給が、その均衡を保つてゐることをあらわすもので、大勢的傾向の高騰のばあいならば、大株主によつて、その所有の株式が市場に供給され、分配がなされてゐることをしめすものであり、大勢的傾向の下落のばあいであるならば、有力筋によつて、株式が買入れられ、株式の集中がはじまっていることをしめすものである。このような Line は基本動向における第二次変動の直前か直後に発生する。

かような株式の集中と分配を意味する Line 形成のとき、平均株価の一つが変動範囲から、上下いづれにせよ、逸脱したとき、しかも、他の平均株価によつて、おなじ傾向に確認されたときは、その傾向が転換するまでにはかなりの期間のあいだ、その傾向を持続するものである。

二番天井説および二番底説(The Theory of Double Tops and Bottoms)のごとく、一つの信仰のように、一般に理解をされているけれども、最近のダウ追随者は必ずしもさうではなく、W. P. Hamiltonの意見によると、『それは疑う余地なきものとは決して言難いが、つねに有用である。経験によると、株式市場が平均株価におおつて、a double top or a double bottomを形成するばあひ、騰貴または下落が終つたことを注意しなければならぬ相当の理由が存在する』とごつごつする。<sup>5)</sup>

以上で、C. A. Diceの敘述をかりて、ダウ理論の骨子を要約したのであるが、C. A. Diceは『ダウ理論は重要な實際目的を達するための未完成の手段にすぎない。言葉換えていうならば、市場にあらわれる株式の供給と需要との相対的強度についての指標をあたえるものである。ここにあげた数種の例証は、それらの個々の場合の解釈としては、その理論の価値をしめしている。』とごわめて同情的な態度を見せている。

- (1) Charles A. Dice and Wilford J. Eiteman; The Stock Market, 1952, p. 366.
- (2) C. A. Dice; *ibid.*, p. 354—364.
- (3) W. P. Hamilton, *op. cit.*, p. 159.
- (4) C. A. Dice, *op. cit.*, p. 366.

## 三

この要約は上述のように、ダウ理論にたいする同情者と考えるものの理解にもとづくのであるが、これと批判者の理解とを簡単に対照しておくことは、批判における焦点のずれを訂正する途を開くものであろう。したが

つて、批判者として、ここに見出さうとする George L. Lefler と Benjamin Graham におけるダウ理論にたいする理解を要約してみよう。

前者においてはまず、ダウ理論は Charles Dow を中心に W. P. Hamilton と S. A. Nelson が協力して、理論的定型化したもので、景気変動をこれによって予見しようと考え、その本来の目的を株式相場の動向を予想するよりはむしろ、そこにおいていたようにみえる。たとえば W. P. Hamilton の言葉を引用するならば、『このバロメーターはいく月も前に景気状態を予見するもので、他の指数や指数の配合によっては果しえない』と論じたり、あるいは、市況を予想する能力については確認していたが、その理論をもって、市場での駆引を計画したり、一攫千金を目論んだりするためのものとはせず、むしろ、平均株価の動きを注意深く研究することによって、市場の傾向の変化にたいして、自己を護る方法を会得するという投資者に便宜をあたえるものだと考えるのである。

このように、ダウ理論の目標を確認したあと、理論の素描を行い、簡約にしている。それによるとつぎのようである。

(一) 株式市場の動向には三つの変動がある。(1) the primary movement (2) the secondary reaction および (3) the daily fluctuation.

(二) このうち、基本的変動と第二次変動はダウ・ジョーンズ鉄道株および工業株の平均株価の動きによって予見される。

(三) 株価平均は基本的変動や第二次変動が持続する期間を予想しないが、その動きは新しい変動がはじまった

ことを示す。

(四) 新しい基本的変動および第二次動についての確認は(a) 二つの平均株価が Line (保合) を作成し、その後において、この Line を破ることに よってしめされ、さらに、(b) 二つの平均株価が新高値あるいは新安値をしめすことによつてなされる。二つの平均株価が相互に確認しなければならぬのである。

(五) 市場動向は何事も予想する平均株価の動きによつてのみ予想される。取引高を考えたり、他の経済与件を導入したり、多種類の図表類や記録を用ひたりする必要はない。double tops や double bottoms のような方式についての研究は本質的なものではない。たんに補助的な役割を果すにすぎない。

(六) ダウ理論の基本目標は大勢の騰落傾向を予想することである。第二次変動を予想するかもしれないが、それは意義深いものではない。

(七) 基本的傾向は平均株価が相互に確認するかぎり持続していく。

(八) この理論は市場駆引のための体系ではなくて、むしろ、株式市場のバロメーターとして、平均株価について研究し、自分を保護しようとする知的投機師に便宜をあたえる体系なのである。

このように、八項目に簡約した理解をもつて、G. L. Leffer は、ダウ理論にたいしてつぎのような八項目にわたる批評を書いている。<sup>9)</sup>

(一) 効果の過高評価 Alfred Cowles の研究でもわかるように、この理論の法則にしたがい、当時の主要な

指数を用いてなされた九〇の予想は、ただ五〇%の成功にすぎなかった。また、二六カ年の期間中、この予想にもとずいて取引すると、同様の様式を固定的に投資する方法よりも成功しなかった。

(四) 皮相的である この理論の追随者は二つの平均株価によってしめされた市場の表面的な動きにあまり多く注目しようとする。

(四) 正確性の欠除 この理論の最も熱心な追随者たちのあいだにあつてさえ、価格についての一致がない。確認をなすばあい、新高値は〇・〇一か、〇・一か、一・〇〇ポイントと考えるべきか。もつとも、そのような枝葉な区別を立てることはつまらぬことのようにみえるかもしれないが、新値というものは高安いずれかの平均株価における数セントで決定されるのである。現に、一九四七年五月、理論家のあいだでは、ダウ・ジョーンズ工業株平均株価について、微細な点までの論争が發展したのである。

(四) 天井と底を予想しえない 多くの実際売買者がなす現実の反対論は、この理論が新しい傾向が決定的に打ちたてられるまで、強軟市況の終焉をしめす表示をしないということである。一つの傾向がどのくらい持続されるものかについては、平均株価を研究しても、明白にならない。取引者は市況の転換が生ずる前か、遅れないように知りたいのである。予想が遅すぎたり、早すぎたりするからである。

(五) 確認の不確実性 この理論の信奉者は一つの平均株価が他の平均株価を確認することを、数日、数週、あるいは数カ月のあいだ、待つであろう。しかも、長い期間、いずれの平均株価も鮮明な指標をあたえないかもしれない。そのあいだ、投機者はその資金を市場に投すべきか、引揚げるべきかを決定できないから、辛抱強く待機しているのである。確認があらわれたときでも、測定の曖昧さから、指標は十分の正確を期さねばならない。

S. A. Nelson はこの点について Secondary movement によつて売買する方が適しているとのべているが、もちろん、そうすれば、売買取引の機会を増加することはする。

(六) 遅滞性 この理論についての多くの批評は、その動向の遅滞性にかんして強調する。一つの平均株価が急落し、投資者は相当損害をうけているにもかかわらず、売指標はない。確証がなされるときまで、なおさらに、損失を蒙ることになる。売買取引者は潮流にまき込まれてしまつてから、"潮の転換" (6) について読もうとは欲しない。この議論にたいして、追隨者たちは利益の大部分は救済されている、何人も完全を期待することはできない、と答えるのである。

(七) 平均では買えない 鉄道株平均株価と工業株平均株価についての研究は個々の証券を選択するための説明をあたえない。何人も "すべての株式がともに騰貴したり、下落したりする" という盲目のような理窟を承認することになる。したがつて、投資者は細々と心を痛めて、個々の証券を买入れるについて考えなければならぬのである。

(八) 鉄道株平均株価 多くの批判は、一九〇〇年くらいの技術的变化によつて、理論の一つの基礎が薄弱になつてゐることを指摘している。当時は、鉄道株はもつとも一般的な投資的証券であつた。のみならず、鉄道は水運以外の最も普遍的な運送機関であつた。しかし、今日では、鉄道証券の投機性は工業株におけるその何分の一にすぎないし、また、鉄道はすでに、従前の運送量の大部分を失つてゐるのである。したがつて、もつと近代的な工業の指数が鉄道株平均に代ることが示唆せられる。しかも、何が代りになるかについては、一般的な意見はないのである。

このような八項目にわたる批判のあと、最後に、失望的な覚書が追加されている。この理論が仮りに完璧に作用するとしても、（実際にはそうではないのであるが）そのような機能を長くつづけることはできないであろう。というのは、一度び、その作用が一般常識となってしまうたら、この理論は自壊して行くであろう。すべての追随者は騰貴の指標があらわれる前に市場に株式を購買に赴き、下落が予想される前に市場から遠去かるであろう。市場取引における成功の秘密はダウ理論の予想を先知することであろう。このような事実は、もうすでに生じているとみてはいいのである。

- (1) George L. Leffer: *The Stock Market*, 1951, p. 510.
- (2) G. L. Leffer: *ibid.*, p. 511.
- (3) G. L. Leffer: *ibid.*, p. 518.
- (4) G. L. Leffer: *ibid.*, p. 523.
- (5) *Econometrica*, Vol. 1, No. 3, July, 1933.
- (6) W. P. Hamilton's editorial "Turn of the Tide" in the *wall street Journal*, Oct. 25, 1929, p. 1.

#### 四

証券にたいする投資価値を評価し、決定するためには、その証券の市場価格に依存せず、その時価の変動如何にかかわらず、その証券に内在する本質的価値をもとめ、その本来的価値にもとずいて行われなければならない、という見地に立って、証券価格の正当性を分析しようとするところに、証券分析論の領域が開かれる。証券の内在する本質的価値を分析することによって、その証券の市価にたいする正当性を評価し、したがって、その

有する投資価値と市場価格とを対比して、その両者のあいだに相違する部分について、投資活動の発生する基礎を発見することができるのである。この活動の効果は証券価格を予想する属性をとものうこととなる。かくて、証券の内在的価値を分析しようとする証券分析 (Security Analysis) は、証券市価の変動を証券市場に影響をあたえる諸条件のうちにもとめようとする市場分析 (Market Analysis) とおなじように、証券価格の変動を予想することと密接な関係をもっているとおもわれている。けれども、証券分析における作業は、証券価格の変動を予見しようとする目的をもっているものではないのである。この点において著しく、両者のあいだに相異のあることが指摘されている。<sup>1)</sup> このような証券価格の変動を予想するという立場とは異った立場から、すなわち、証券分析という立場に立つて、Benjamin Graham はダウ理論を批判するのである。

B. Graham によると、市場分析は、もともと二つの種類にわけることができるというのである。<sup>2)</sup> というのは、第一種に属するとおもわれるものは、株式市場の過去の動きのうちに、もっぱら、証券価格の変動を予想するための資料とも考えられるものを見出すのである。第二の種類は、あらゆる種類の経済的条件、すなわち、一般的に観察される事業状況とか、あるいは、金利水準、その他、政治的事情などを考慮に入れて、市場の動向を予想することに基礎をおいて、証券市価の変動を予想しようというのである。

第一の方法は、"市場はそれ自身の最もよい予見者である" (The market is its own best forecaster) という理論的基礎をもっているもので、一般に証券市場に活動している人々は、"相場のことは相場に聞け" と言いつつならわしているのに相当する。この理論的基礎にもとずいて、市場の習性を個々の株式について、あるいは平均的に、その動向を図表に作成して、研究する。このような方法をとって、証券市場の動向を研究しようとする



ものは一般に「野線論者」あるいは「野線屋」(Chartists)として知られ、その予見方法はつねに「図表の理解」「野線の判読」(Chart reading)なのである。

この二つの種類に分かちえられる市場分析の方法は、相互に補完しあっているようである。一つの方法だけで、その優越を見とめているのであるけれども、必ずしも排他的でないというところに、この両者の特長がある。しかしながら、一般的経済指標というものは従属的な性格をもっているが、なお意義深い役割を演ずる。市場活動の技術的な指標を解釈するばかりでなく、外的条件の指標をも併せ考えるということになると、個人の思考がかなりの範囲を占めることになる。

B. Graham はこのように、市場分析に二つの類型を見出し、しかも、この両者が根本的に共通の理論的前提をもっているという認識から、この両者が互に補完しおう可能性を論じ、その補完において個人的評価の範囲が相当程度に拡げられることを説明しているのであるが、この市場分析の諸方法のうちで、最も有名なものは、「ダウ理論」であって、その理論的性格は市場の習性についての研究を本質的なものとして、ダウ理論にたいする批判を開始する。<sup>3)</sup>

B. Graham は『ダウ理論』を以下の五項目に要約して理解する。<sup>4)</sup>

まず第一に、G. L. Leffer とおなじく、株価平均によつて表示された株価動向を (a) Primary movements (b) Secondary movements (c) Day-to-day fluctuations の三つの類型に分つことを理解する。

第二に、工業株平均株価と鉄道株平均株価とが相互に確認するという説を理解する。

第三は、“Line”にかんするものであって、株価変動が数週間、あるいはそれ以上の期間にわたって、両平均株価の約5%の範囲にすぎないものであるならば、株式の集中か、分散を示唆しているという説をみる。そして、両平均株価が同時に、“Line”を突破して高騰するならば、集中は減じて、高値が予想され、低落するばかりは、反対の結論が類推できるとする。

第四として、買過ぎ市場は間もなく下落するものであるが、そのときは回復には鈍く、下落には躍動的である。そして取引高の大量であることが強調市場の限界を特徴づけ、強調市場の始まりは小量の取引高であるという説を理解する。

第五は、優良株 (Active stock) は平均株価と一致して動く傾向をもっているが、個別的な株式は特殊な条件を反映する、という説を見とめる。

このような『ダウ理論』にたいする理解のもとに、ダウ理論を批判するのであるが、証券分析論者が発展し、実験し、発表し、活潑に論議する、多くの理論にたいして、もつとも、優秀なモデルをあたえるものは、ダウ理論であるとしている。<sup>5)</sup> かかる価値をそのうちに見出しながら、ダウ理論そのものを批判するために、まず、以上の市場分析論のうち、ダウ理論を charist あるいは chart reading と考える。このことは、多くの人々においても、ダウ理論は chart reading の範疇のうちに属しめられていることから見て、妥当であるかもしれない。<sup>6)</sup> したがって、charist にたいする批判はそのままダウ理論にたいするものとして考えることができる。

B. Graham は charist にたいして、*まさつぎ*のように考える。

図表化というような「技術的研究」にたいする人気は、ここ数十年間、非常に大きくなっていることを認めねばならない。証券分析論が、一九二七年ごろから評判をおとしてに反し、*chart reading* は確実に、長い不景気の間でも、またその後の数年にわたっても、ますますその信奉者の数を増加してきている。けれども、かかる人気の高昇にもかかわらず、やはり批判されるべき多くのものをもっている。

過去における価格変動に制約された研究が未来の動向を予想するために、多分役立つであろうという、一般的な前提について批判すると、大体、*つぎ*のように考えることができるというのである。

(一) *Chart Reading* は到底科学でありえない。

(二) その実行は継続的に成功しえない。この批判の項において、Graham は、前述の Leffer における批判とおなじように、もし継続的に長期間にわたって成功をおさめることができる *chart reading* の方法があつて、一般に知れわたつたとしたならば、急速に無数の人々によって採り上げられ、しかも、その追従こそがその *chart reading* の方法の效用をなくしてしまうものであると論じている。

(三) その理論的基礎は欠陥の多い論理か、あるいは、たんなる独断のうえにたっている。*chart reading* は大略、*つぎ*のような、理論的前提をもっている。すなわち、a 市場動向(一定の株式の動き)は、それに利害関係のある人々の活動や態度に反響をおよぼす。b したがって、市場動向の記録を研究することによって、ついで市場になが起りつつあるか、を語ることができる、という論理になっている。しかし、この論理は、その条

件の部分は、真实性をもっているとしても、結論は必ずしも結びえない、というのである。

(四) 他の理論的、実際の欠陥。chart reading にたいする人気は、偶然の投機によって獲られた利益にもとずくものであるが、この利益は、chart 研究者の増加とともに減少するものである。

これらの欠点を認めるため、知的な charist は、市場予想というものは才能、判断、訓練などという個人的性格を必要とする、一つの技術であると考えている。

Graham はこのような charist にたいする批判をとおして、ダウ理論を批判しているが、なお、ダウ理論は一般の chart reading の方法とは分離して取扱わねばならない、とする意見を書いている。<sup>9)</sup>ダウ理論が市場分析の方法の一類型であると見とめることにおいては依然としてかわらない。したがって、ダウ理論にたいする Graham の批判は、さらに拡大して、市場分析にたいする批判をも見ておかねばならないのである。

Graham が市場分析にたいする批判として考える項目は、市場分析は技術であって知識だけでは十分でないということ、安全の限界が明確でないということ、実行において機敏でなければならぬということなどである。したがって、これらの批判がそのままダウ理論に適用されるわけである。

かように、ここにかかげた、ダウ理論にたいする二つの批判、すなわち、B. Graham と G. L. Leffler による批判は、またそれぞれにおいて批判されるべき地位にたっている。というのは、Graham のいうところの市場分析の立場にたつて、Leffler がダウ理論を批判しているということは、自ら、Graham の証券分析の立場

から批判されるべきものをまわっていることになるわけである。したがって、Graham の分類による 'chart reading' も、第二の市場分析型もともにおなじ基盤のうえにたつてゐるものであるから、あえて、いうならば、市場分析と証券分析との相互批判のうえにこの結論は見出されると考えられるのである。

この意味において、ダウ理論をそのまま、ダウ理論の内容にさつて、追求して行く、Cowles Commission の研究は見逃してならないものである。

したがつて、この Cowles Commission の報告を主たる理論的基礎としてダウ理論を批判した、いま一つの結論はここにおいて参照する価値をもつであらう。

(1) 一般的な投資家、一般的な投機家でさえもおなじであるが、それらの立場からいうと、優良にして発展性ある工業会社から株式を選択し、これを適当に分散所有することはダウ理論の採用よりも重要な事項である。

(2) 投機的ブームのあととか、例外的な甚しい不景気については、ダウ理論は一般的投資家には有用な手引をあたえるかもしれないが、そのような機会は個人の生活のうちに数度以上は起りえないのである。

(3) 敏捷にして、有能な投機家はダウ理論を追随することによって、最大の利益をうると望まれるが、それでも成功は疑問である。第二次傾向の正しい評価にもとづいた動向の解釈は利用すべき機会がすでに見失われてから成立することが多いのである。

- (1) Benjamin Graham and David L. Dodd ; Security Analysis, 1951, p. 650.
- (2) B. Graham and D. L. Dodd ; *ibid.*, p. 651.
- (3) B. Graham and D. L. Dodd ; *ibid.*, p. 652.
- (4) B. Graham and D. L. Dodd ; *ibid.*, p. 734.

- (5) B. Graham and D. L. Dodd; *ibid.*, p. 669.
- (6) M. S. Rix; *Stock Market Economics*, 1954, p. 189.
- (7) B. Graham and D. L. Dodd; *op. cit.*, 652.
- (8) S. D. Ryals and E. C. Harwood; *How to Invest Wisely*, 1954, p. 98.