

株式投資論の構造について

住ノ江 佐一郎

「株式投資」をめぐる諸問題、たとえば、株式市価の構成およびその変動にかんする理論とか、株式市価の動向について予測する方法とか、あるいは、株式投資を行うばあいの実際方法とかについて、いろいろの課題が設定されるが、それらの課題にたいする解決が迫まれるばあい、これらの課題をすべてみな、それぞれ独立したものとして、ばらばらに分離したままで解決しようとすることは、結果において効果の少ないものになるおそれがあるから、これらの課題をばらばらのままでなしに、それぞれ相互に関連のあるものとして、系統づけることが必要で、この点にかんして、多少の探求を試みようとするのが、この小論の目的である。

まず、表題の「株式投資」ということそのものについて考える必要があるとおもうのである。というのは、一般に「株式投資」というと、直ちに、「貨幣資本を株式に投資することによつて、個人的な利殖を計る行為」であると同解されがちであるからである。すなわち、株式投資はたんなる個人の利殖行為にすぎないものであると同解されているのである。けれども、「株式投資」という行為は必ずしも、かような個人的な利殖を計るための投資行為のみにかぎられるものではなく、いろいろの立場やいろいろの視角からなされるものであり、しか

も、それらの投資行為は、その投資行為をなすもののみによつて考えられるものではなく、他のいろいろの側の立場にたつものによつても考えられるのであるということを理解する必要があるのである。このような種々の、「株式投資」にたいする理解を整理すると、大体、つぎのように、三つに分類することができるようにおもわれる。

第一には、一般に考えられている型であるが、個人的にせよ、あるいは会社などのような集団的な背景をもつにせよ、ともかく株式に貨幣資本を投資して利殖を計ろうとする立場からの理解をあげなければならぬことはいうまでもないことであろう。これについては、第二の理解として、株式を発行することを手段として、所要の企業資本を調達しようとする、いわば企業家の立場、つまり、株式投資家の反対側に対立する立場からの理解について考えられなければならないであろう。それから、第三には株式を担保として金融をおこす銀行その他の金融機関などの立場からの理解であろう。

第一の立場は、いうまでもなく、株式投資家の立場である。第二の立場は、前述のように、企業家の立場である。第三の立場は金融機関の立場である。この三つの立場からの理解として整理することができるのである。ただ、この三つの立場のうち、第二、第三の立場でも、ともに、第一の立場にたつことができることに注意を要する。たとえば、銀行その他の金融機関という、本来ならば第三の立場に立つはずのそれらが、自ら株式投資をおこすうばあいがあるが、このばあいなどは、つまりいうところの第三の立場にあるものが第一の立場にたつことなのである。また、企業家が、その遊休貨幣資本の生じたばあい、あるいは企業活動の遂行に必要な生じたばあいなどによつて、企業家自らが株式投資をおこすうばあいは、すなわち、第二の立場にありながら、第一の

立場にたつこととなるのである。そのようなばあいは、金融機関とか、企業家とかいう職能的な相違があるけれども、その株式投資という行為そのものは、株式投資家のおこのう株式投資行為となんら異なるところのものでないものであるから、これらの三つの立場からの理解を考えるうえで類別は、むしろ、かような職能的な立場の相違からのものではなく、おこなわれる行為の如何によつて類別せられるものとして認識する方が妥当であるようである。かくて、行為に重点をおいて考えらるるならば、前にもふれたように、株式投資、株式発行および株式担保金融という立場からの理解について考えられなければならないことになるのである。

ところで、第一の株式投資という立場からの理解というものは、もとより株式投資をおこのうことによつて利殖を計ろうという行為にもとづくものであり、投資貨幣資本の増大を計る目的をもつた立場からのものであるから、投資貨幣資本の量、いい換えると、投資資本額、さらに裏がえしにいうならば、株式価格、それと利殖となる増加量との関連のうえにたつ理解なのである。この関連は、その資本の増殖量を中心して、その形成の態様によつて、いわゆる投資と投機の問題につながっているものである。すなわち、投資元本そのものの変動による方向と投資元本の生む果実所得を目標とする方向という相違、あるいは長期的、短期的ということによる相違、また、投資元本にたいする増殖量の占める比率の大小による相違等にもとづく貨幣資本投下形式の問題にかかわるわけである。しかしながら、いまとりあげようとしている「株式投資」についての課題の解決にかんしては、その相違のいずれかに、あるいはその対立するいずれにもかかわつていても、問題の中核をゆさぶるものではないのであるから、ただ、株式投資家の立場からみる株式投資ということについての理解は、株式価格とその投資貨幣資本における、それが投資元本に関連しようと、たんなる果実所得にかかわるものであるにすぎないに

せよ、とにかく、増殖との関連のうえになされるものであることを注意しなければならないのである。

第二の株式を発行する立場からなされる株式投資ということにたいする理解は、主として、発行される株式が株式投資家によつて消化されるか否かという観点からなされるものであつて、株式に投資しようとする人々の数、その分布状況、その投資可能の貨幣資本の量の測定、あるいは株式投資家の心理、または市場の情勢などについての調査研究を基礎条件として形成されているものである。したがつて、この第二の立場からする理解は、株式発行の対象となる株式投資家の動向というものが、その基礎条件となるのであるから、株式価格と投資貨幣資本における、その増殖量との関連においてなされている、株式投資家の立場からする理解と深いつながりをもつているものなのである。株式投資家の動向は株式価格の変動や株式による果実所得の変動によつて変化するのである。かくて株式発行の立場にあるものは、株式投資家を対象とすることをとおして、株式価格の変動にながつているのであり、株式価格の変動を観測することによつて、株式発行の対象である株式投資家の動向を測定することができるのである。この点についての、戦後における調査によると、やはり戦前の事情や、あるいは外国の事情と比較して、大きな相違はなく、やはり株式価格の高騰するばあいは、株式発行の可能性が大きく、株式価格の低落のばあいは、発行の可能性は概して狭小になる傾向が示摘されている。もとより、株式価格の動向というものは、一般景気の動向よりも先行するものであつて、これを予見せしめるものであるという見解をとるものからいうならば、当然、一般景気の上昇が株式発行の可能性を大ならしめるものであつて、株式価格の高騰そのものが株式発行の可能性を大ならしめる原因となつていのではないとされるかもしれないけれども、背景として、あるいは基礎的なものとして、景気好調を株式発行可能の条件とみとめるとしても、株式投資家をして株式

に貨幣資本を投資せしめ、株式発行の可能性を大ならしめる直接の原因はやはり、株式価格の高騰による投資家の投資意欲を刺激する、いわゆる投資誘因にあると考えていいようである。少くとも、株式価格の騰貴傾向のばあいは、概して株式の発行高が増加しているという実証的な調査の報告によつて、株式発行高と株式価格とのあいだに存在する相関関係は、株式発行者にとつては、つねに、株式価格の動向については大きな関心をよせていなければならないという証左なのである。このことは、あるいはむしろ、株式投資家のおここの株式投資行為が株式価格の騰貴傾向のあらわれているばあいに、ことに旺盛になるといふ事実が株式投資家の心理的、あるいは習性的経験から、説明される方が判然するかもしれない。かようにして、要するに、この第一の立場と第二の立場との二つの立場は、すなわち、株式発行者と株式投資家の立場は、いわば、供給と需要の立場なのであるから、相互に表裏の關係、対立の關係に立つているのである。したがつて、当然、その需要と供給との結果あらわれた表現としての、あるいはまた、需給両面からの予想をふくめての原因からあらわれた表現としての株式価格にたいしては、両者ともに焦点的な関心をよせなければならないのである。

第三の株式担保金融の立場からする「株式投資」ということにたいする理解は、対象となる株式の抵当担保力を基礎とせられるものであるから、当然、その株式の市場価格、つまり、時価というものとの深い関連においてなされているものである。株式価格の低落が生ずることは、その担保力にたいする不安定性をあらわすことになり、したがつて、たとえ時価にたいする危険負担としての掛目によつて減価するとしても、その本質的な不安定性は解決せられるものではないのであるから、この不安定性のために、たえず株式価格というものに大きな関心をもちなければならないのである。たとえば、金融の担保として株式を抵当としたばあい、その金融の返済が完

全に履行されないときにおける株式の処分による金融回収は、直接に、株式換金の可能性がその株式の時価に繋がっていることから、株式の時価を基礎として、その成否がわかるものであることを銘記しておかれなければならぬのである。したがって、直接の行為的表現は株式担保金融であるけれども、その金融の返済不履行のばあいを想起するならば、本質的には、一般的な株式投資とひとしいものであることが判明するのである。

このように考えてくると、株式投資ということにたいする三つの立場からする三つの理解、すなわち、貨幣資本を株式に投資して資本の増殖を計ろうとする、いわゆる株式投資家の立場から理解、株式を発行することを手段として所要の企業資本を調達しようとする立場、いわゆる企業家の立場からする理解、および株式担保金融をなす銀行その他の金融機関の立場からする理解は、あたかも、経営分析において、経営分析をめぐる三つの視角、すなわち、「投資分析」「監査分析」および「信用分析」の視角によるものと一致しているかのようにみえる。

しかも、これらの三つの理解は、すべて株式価格というものとの本質的な関連をもっており、それが基礎的なものになっているか、あるいは、函数的な関係にたっているかはともかくとしても、それぞれ、株式価格というものに関連せしめて考えねば解決できない課題をもつ立場に立っているということが判明するのである。

① 大阪証券取引所「インベストメント」、証券取引委員会「戦後における企業の集中と分散」G. L. Laffer: Stock Market,

p.483.

「株式投資」をめぐる諸問題のあいだに存在する関連性を抜き出し、それをたぐることによつて、その諸問題

のあいだに、なんらかの構造的な系統づけをなさそうとするために、立場の相違からくる理解の相違を「株式価格」という一点に集中させて、これを端初的な基礎的課題として出発することが妥当であろうとおもわれる。「株式投資」という課題を、きわめて概念的に抽象してとりあげても、「株式価格」との関連なくして解決しえられないことは、ほとんど自明的に考えられることではあるが、いま、かように、「株式投資」という問題を解決しなければならない、いろいろの立場からの理解を整理すると、三つの理解にまとめることができ、したがって、この三つの理解に共通の関連ある課題として、「株式価格」という焦点的なものを見つめ、これを基盤に、当初の問題である「株式投資」を解決しようとすることは、より具体性をもち、より基盤的なものをふくんでいふと考へなければならぬであらう。

「株式価格」はいうまでもなく、他の一般的価格、あるいは価格一般とひとしく、いわば、株式にたいする需要と供給との量的および質的な調節としての取引における表現として形成されるものである。かかる形成が市場的活動としてあらわれるところに証券市場が生成されるのであるが、証券市場にあらわれる株式の供給者と需要者は、株式を他の所有にまかせようとするものと、株式を所有しようとするものであるが、この所有の移転によつて何がもたらされるかということが「株式価格」形成についての基本課題となる。一般物財のように、使用価値を属性としてもつ「物」でない、株式は、その表象となつてゐる株券それ自体に使用価値をもつのではないのであるから、株式の所有の移転は株券を表象とする抽象的なものを内容としてゐると考へなければならぬのである。この抽象的なものは、きわめて一般的、概括的というならば、株式発行者と株式所有者との間の法律関係を内容としてゐるのである。通念的な意味においては、この法律関係は社会的な性格をふくむ金銭的債権を

指すのであり、具体的には、配当請求権を内容とするものであるとされる。^①

株式発行者にたいする債権を株式の内容とするものであることは、法律的一般解釈によるところであるが、株式の本質をめぐる一般の解釈は種々である。これを整理すると、大体、物的証券説と利潤証券説の二説に區別することができるのであるが、株式発行者、つまり企業者の株式投資家から調達した資金は企業資本として現実の企業活動における循環過程のうちに、個別資本的に運動しているのであつて、この企業資本と株式とを結びつけるところに、株式の物的証券としての性格を基礎づけるものがあるのであるから、もしこの企業資本と株式とが結びつかないとしたならば、株式の物的背景がなくなるわけである。しかも、株式発行者、つまり企業家と株式投資家とのあいだに結ばれる法律関係においては、物権的内容のものでなく、債権的關係であると解釈されるならば、そしてまた、その債権的關係においても、企業の解散にともなう残余財産の分配請求権にたいして、ゴイング・コンサーンの立場から、むしろ偶発的であり、しかも、本質的でないという理解をもつことによつて、ここにおいても、何んらの物的基礎を提供せられるものでないとするならば、かかる企業資本と株式との結びつきは当然、考えられてはならないのであるから、株式の本質を擬制資本的な理解のもとに、かかる債権を内容とするものであることに想到しなければならないのである。かくて、株式の経済的本質は利潤証券であり、具体的には、配当請求権であると理解しなければならぬのであり、株式にたいする価格形成の基礎は、したがつて、配当であると考へなければならぬのである。^②

① 鈴木竹雄、石井照久、高窪喜八郎編、学説判例総覧、商法会社編、（上）。松田二郎著、株式会社の基礎理論。服部栄三著
株式の本質（株式会社法講座第二卷）

② A. Dewing; Financial policy of Corporation. ヒルフマーディング「金融資本論」〔林要訳〕

「株式投資」は基礎的関連として「株式価格」を前提としており、しかも「株式価格」の形成は「配当」を基礎条件とするものである。

与えられた配当を一般利子率と比較し、これを額面もしくは発行価格に乗することによつて、擬制資本的性格をもつ株式の資本還元価格、つまり市価の基礎的価格を計出するのであるが、かように、配当と一般利子率とを比較するという関係の理論的根拠として、資金、あるいは貨幣資本の流動性選好にもとめるのである。もつとも、このばあい、選好せられる投資対象のもつ換金可能性について考えられていないのであるが、投資対象の市場性による換金可能性は、貨幣資本の流動性にたいする基本的な属性として理解されなければならないのである。

かような投資における貨幣資本の流動性選好を理論的根拠として成立する、与えられた配当と一般利子率との比較によつてなされる資本還元方式の結果としての株式価格は、あくまで理論的なものとして理解されなければならぬのであつて、市場価格の現実とは遠くかけ離れたものである。したがつて、かかる理論上の株式価格をもし理論株価という名称をもつて呼ぶことを許されるならば、この理論的に構成された理論株価を基礎として、しだいに接近されるように対象とされる現実の市場価格は、また、それにたいして、現実株価という表現でしめすことができるであろう。かくて、理論的に構成された理論株価にたいして、より現実的な衣を着せていくことによつて、現実株価の構成理論を探求しようという方法によるのである。一般には、株価分析をな

すばあ、配当と一般利子率を比較し、資本還元の純粹な姿をもとめて、これを株価の決定要因と考えられている。けれども、決定された株価というものは、現実の市場において決定された株価であつて、かような、配当と一般利子率を要因として考えられる株価は決定された株価ではなくて、決定される株価の基礎となるべきものである。したがつて、一般に論ぜられるような、株式価格についての決安要因と変動要因との区別は、論理的にも、合理性を欠くものとしてしりぞけなければならぬとおもわれるのである。

配当と一般利子率を要因とする理論株価の構成は、株式をきわめて一般的な型において規定しているのであるが、一般的な型における株式のほかに、ほとんど個人的企業ないしは人格的企業と類別される内容もちながら、何んらかの必要にしたがつて、集团的、資本的企業としての本質を内容とする株式会社であるかのように組成されたものの株式などが考えられるのである。この本質を異にする株式を、この理論株価構成の対象から除外されなければならないとおもわれる。本来、株式の株式たる条件は、長期的、固定的な性格の、しかも巨大な資本を調達するために、無縁の大衆から短期的、流動的な性格の小額の資金を集中することによつてなそうとすることから、この二つの対立する矛盾を解決するところに存在するのである。したがつて、企業の必要とするかか性格の資金を調達しながらも、その資金を提供する側の、つまり貨幣資本家ないし株式投資家の要求する、短期的、流動的、小額の資金という条件を充たすものでなければならぬといふのである。このために、株式投資家の株式と交換に提供される貨幣資本は、長期的、固定的な資金需要を充足するとしても、所有するにいたつた株式が株式投資家の要求する貨幣資本の短期的、流動的な資金的性格を具有するといふこととなるのである。すなわち、株式に還元性、資本還元性をもとめることとなるのである。このことは、いわゆる市場性の問題として

考えることができる。ところで、この市場性は証券市場における問題であり、しかも、このことは、上場規定の問題につながっているのである。証券取引所の市場における取引の可能性如何によるものである。したがつて、理論株価を現実株価に接近せしめる第一の過程は市場性という要因を株価決定要因として附加することを意味するわけである。

かくて、法律的に究められた株式価格の本源としての株式の本質を配当と考え、これに一般利子率を配するこゝによつて、もつとも純粋な理論株価を構成せしめ、このうゑに、経済的な、現実的な要因として市場性を加味することが必要なのであるが、この段階からすすむために、論拠としたいとおもわれるのは、「与えられた配当」ということである。「配当」は企業会社の利益ないし利潤から配分されるものである。したがつて、企業会社の利益の景氣動向による変動は、当然、配当の変化を招来するものであり、しかも、景氣動向は必ずしも、企業会社の利益を一定し、固定的ならしめるものではない。むしろ、資本主義的必然の作用としての変動が景氣的には固有のものであるから、企業会社の利益の変化は本質的なものとして考えなければならぬ。とすれば、その利益を根本として配分せられる配当は、もとより変化するものと考えなければならぬのである。かくて、配当は「与えられた配当」と考えられるとしても、本来、変動するものである。不安定なものなのである。そればかりではなく、さらに、「配当」は株式会社業務の実際からいつて、各決算期日がかかり経過せられてから、総会の議決をまつて確定せられるものであるから、いかなるときにおいても、決算期日以前、つまり各決算期中においては、決定された「配当」というものはありえないのである。したがつて、「配当」は本来的に予

想的なものである。前期の配当をそのまま踏襲されるか、あるいは増配か減配か、という予想性を包含するものなのである。かかる意味をふくむ「与えられた配当」を基本要因として、一般利子率と市場性が加味されて株価の構成がなされるとしても、その配当には、当然、不安定性、予想性、先見性、したがって、投機性が内包されているのである。かくて、配当の確定のための予想ということが、三つの要因、配当、一般利子率および市場性によつて構成される理論株価が現実株価に接近する過程として心理的、主観的要因として入り込んでくるのである。

① 石田興平著、再生産と貨幣経済。

四

この配当の予想をおこのう方法として、配当と企業会社の収益力との関係を重視していこうとする方法を考えることができる。このばあい、その企業会社の本来の収益力、景気の動向によつて大きく変化させられない基本的収益力というものを究めようとする証券分析と、景気の動向によつて、その収益力の動向を分析しようとする市場分析との二つの方法を工夫することができる。証券分析というのは、証券の内在的価値、あるいは証券の本質的価値、言いかえるならば、商品の取引においておこなわれる品質検査に相応するものであつて、証券の種類、性質、鑑別、証券の背後にある企業会社の財務状態の研究などについての集大成である。^②証券価格に関連して投資価値を分析しようと試みるものである。これに反して、市場分析は国内経済の動向、所属産業部門の情勢、事業界の趨勢は、もちろん、国際経済や海外経済事情の動き、さらには、たんに経済のみならず、ひいては経済動向に影響をあたえるものとして、政治外交の変化にまでひろげて、それらの要因からくる作用なり、影響

なりのために、企業会社の収益力が如何に変化するかを見透して、その見通しのもとに配当への予想を立てようとする分析方法である。^⑧ いわば、この二つの分析方法を対照的に行うならば、内的分析と外的分析という言葉をもつて表現することができるであらう。

ところで、かりに、この二つの分析方法を使つて、配当の予想をたてうとしても、ここに注意しなければならぬことは、これらの分析方法が基盤としている配当と収益力との関連の前提についてである。最近の企業会社における配当政策の基本的な方向は、その安定化傾向であること周知のとおりであるが、もしこの配当政策における傾向を徹底せしめたかたちで考えると、もともと、景気の動向や事業の推移によつて変化をうける収益力はたえず動揺したものと考えられ、配当はその収益から配分されるもので、当然、動されるものであると考えられるものであつても、そうであるならば、あたかも確定された利子のようなものとして考えられるのであるから、企業会社の収益力と配当とのあいだの相関的な関係は切断されることになり、二つの分析方法の基礎的前提が崩れることになる。この収益力と配当との相関関係の分離をかように、徹底したかたちで考えないとしても、本質的なつながりをもちながらも、収益力の変動が、直接に、具体的に配当に影響するかわりに、配当の可能にたいして、裏返していうならば、配当力にたいして反応的にすぎない作用をあたえるものと考えなければならぬことになる。かようにみると、収益力と直接に、具体的につながりのなくなつた配当を基礎に、理論株価は構成されることになるのであり、しかも、完全分離の状態ではないのであるから、抽象的な、本質的なつながりにおいて、作用すると考えられなければならないとして、それが理論株価における基本要因としての配当の属性と把握

されなければならないのである。

このような、いわば不即不離とも考えられるべき条件のうえにたつ収益力と配当との関連において、それらの二つの分析方法を用いて、理論株価を現実株価に接近せしめようとする命題を解こうとするためには、かりに、内的分析と外的分析とおもわれる、これら二つの分析方法が収益力の変化にたいして完全に分析しようと仮定しても、決して十全な方法としての効果はあげえないであろう。企業家の些意によつてなされる配当にまで分析しうるものでないからである。しかも、収益力における変化にたいしてさえ完全な分析がおこなえるかどうか疑問とされるにおいては、理論株価を現実株価に接近せしめるための基本要因としての配当にかんする分析方法としては、もとより十全であるとは考えられないのである。

二のような理論的な株価分析にたいする価値判断は、必然的に投資手段としての株価分析を理論的に解決しようとするところから、経験的な方法に依拠しようとする努力を生むのである。

経験的な方法として考えられるのは、証券市場に固有の情勢を觀察する方法によるものと、直接に株価の動向における習癖を觀察しとする方法によるものとにわけける事ができる。証券市場に固有の情勢を觀察するという事は、例えば、信用取引ないしは清算取引における売方買方双方の建玉関係、証券金融の状態、日歩状況などの、いわゆる市場内部の技術的要因を觀察する事によつて株価分析の方法とし様とすることを意味するのである。しかし、このことは、きわめて短期的な變動にたいする株価分析としての手がかりとなるかもしれないけれども、したがつて、投資的でなく投機的活動の指標となるかもしれないけれども、いまもとめられている理論株価を

現実株価に接近せしよとするための分析方法としては、ただ一つの要因的効果をあげるにすぎないものと考えられ、むしろ、市場分析における、欠けるところの一面を補充するものとしかおもわれないのである。当然の課題は、いうまでもなく、完全なる客観性を具有する分析方法で、証券分析においても、市場分析においても見出しられないのであるから、この二つの分析方法における主観性を可及的に客観化するため、直接に、株価動向に関連する分析方法へ分析の場を拡大していこうとするところにある。したがって、市場の技術的分析に終始する経験的方法は、また一つの要因として考えられるけれども、課題そのものを解決するものではないのである。

ついで、株価動向における習癖を観察することによつて、解決しようとする経験的方法であるが、株価の動向を理論的に把握しようとせず、たんに経験的に、株価の動向の習性を類型化して、その類型のいくつかの種類基準によつて、その後にあられる動向の型を予測しようとするのである。この類型化は、主として図表によつて表現されているのであるが、アメリカにおけるダウ理論を、この方法のもつとも代表的なものと考えられ、日本においては、いわゆる罫線として、いわばある意味において、蔑視されるような地位にたつていゝものである。

もつとも、アメリカにおける図表論は、全体的、もしくは集団的な立場から、平均株価、株価指数、株価収益率、あるいはいろいろのレシオを計出することによつて形成されているに反し、日本における、いわゆる罫線論は、主として、銘柄別、つまり個別的な立場から、日足、週間足、月足、十円棒、二十円棒、などのような形式によつて形成されている。すなわち、集団的なものと個別的なものの相違であり、全体的なものゝ銘柄的なものの相違であり、平均的なものと具体的なものの相違である。けれども、たとえそのような相違があろうとも、株価の動向を経験的に把握、そのうちから習性的なものを類型化し、このいくつかの類型を尺度として、将来にお

ける株価の動向を予測しようとする目標と方法は、ともにひとしいといわねばならない。これらの図表的、経験的な方法で、理論株価を現実株価に接近せしめ、理論的に考えられた主観的な残搾の部分を客観化しようとする、一つの手段と考えることは、やはり、株式市価を焦点として株式投資を考えるばあいの価値判断として、意義があるかのようにおもわれる。もちろん、かかる図表的方法は市場分析とひとしく、過去にあらわれた態様が将来にもあらわれるものであるということを前提としていことから、この前提を吟味しなければならぬものとして、その欠点を突いて、市場分析にたいする批判とおなじような批判をなす人々、たとえば、グレアムやドツドのような人々もあるが^①。しかし、理論における間隙をこれらの経験的方法によつて埋めようとする努力も一応の効果をあげうるものとしてみられないこともないとおもわれる。

① Graham and Dodd; *Securities Analysis*. Dice and Eiteman; *Stock Market*.

② Grodinsky; *Investment*, Leffler; *Stock Market*.

五

以上のように、理論的に証券分析や市場分析の方法によつて、理論株価を可及的に現実株価に近ずける努力がなされ、しかも、これに市場内部の技術的要因を加味せられるとしても、なお、そこには、完全に客観化されない領域がのこされていることは忌めないものであるから、この主観性を客観化するための努力として、いわゆる図表化による株価動向における習性を理解しようとする経験的方法をもつてあてようとするのが考えられるのである。

けれども、ごのような諸方法をそれぞれ独立に分離して、あるいは二つ以上を総合して、予測の手段とすることも、必ずしも、^① 成功的な効果をあげようとするとはなかなかならぬのである。 Alfred Cowles Committee の調査にしたがうと、二十四年の期間にわたつて、十六の金融機関によつてなされた七、五〇〇の推奨証券は一般株よりも不首尾であり、二十四の金融雑誌の予測は投資家の出鱈目の投資よりも四〇悪い効果であつたという。^② もしこの様な効果でしかないという事になれば、株式投資における株価動向の探究ということは、現在存在する諸方法に大きな革新的な改革が施され、その効果をもつとあげようように工夫される事が必要とされることになる。

しかも、株式投資という現実の必要に迫まられているとすると、その株価動向の予測についての適当な方法がないという条件を充たす工夫がなされることになる。この工夫によつて案出された方法がホームミュラプランを代表的なものとする株式投資にかんする実際的投資方法なのである。株式の市価が変動する法則がいかなるものであろうと、かかる法則を探究することをせずに、投資の方法そのものを工夫しようとするのである。株価の動向に法則があろうと、なかろうと、また、かかる法則があるとしても、その法則を探究し、それによつて、明日の株価の動向を予測し、株価の動きによつて株式投資を効果的なものにしようとするかわりに、法則の存在、法則の探究およびその法則を利用するということをなさずに、ただ、株価は変動するものであるという事実のみを条件として、低価格のときに投資し、高価格のときに貨幣資本に還元しようとする工夫である。いわば、株式投資を効果的ならしめようとするために、株価の動向を焦点として、その動向の法則を把握しようとするところから出発するものと、株価の動向を分析解明することをなさずに、投資の具体的方法において、これを政策的に対象化しようとするものである。一方は株価研究という内容をもつてに反し、他方は投資研究というものを内容と

してゐるとみていいであらう。この研究の結果として形成される形態は、投資信託であり、投資会社なのであるが、その方法としては、いわゆるフォーミュラプランである。固定法 (Consultant ratio plan) と可変法 (Variable ratio plan) とにわかれ、前者は、基準型と無基準型 (Fund Management-plan) とに分類し、これを移動平均法 (Juhnplan) 趨勢線法 (これには幾何趨勢法 (Keithon plan) と算数趨勢線法 (Obelin plan, Vassar plan) とをふくむのである) および、実質価値法 (これは一株当り正味資産を重点にするもの (Barringham plan) 一株当り収益を中心とするもの (Hatcher plan) 配当基準などを核心とするものなどを包含してゐる) に種別されてゐるようである。

④ Alfred cowles; Gan Stock Market Forecasters Forecast (Econometrica Vol. 1)

六

かようにして、冒頭においてのべたように、「株式投資」をめぐる諸問題として、株価の構成およびその変動にかんする理論的諸問題、株式市価の動向についての予測にかんする諸方法、あるいは、株式投資についての實際的諸問題などをあげることができるが、これらの諸問題を一つ一つ、ばらばらなものとして考究することはもちろん必要であるけれども、少くとも、現在の諸条件のうえにたつて、株式投資にかんする諸問題を一つの体系づけられた「株式投資論」として考えるべきには、これらの諸問題をそれぞれ独立したものとして扱わず、その諸問題のあいだに相互の関連性を見出し、これを体系的に考えるのでなければならぬとするところに、この小論の意図をもつのである。