

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」

住ノ江 佐一郎

一

ジュリアス・グロヂンスキー (Julius Grodzinsky) が、その著「投資論」^(一)における「市場分析」の章において説くところによると、「市場分析」とは「市場それ自体の内部における証券の需給についての諸要因を研究するものであって」^(二)、「直接、間接を問わず、特定の会社における収益にかんする諸要因に依存せず、その将来の株価についての見解を発表する目的で種々の要因を研究する」ものであるというのである。このような「市場分析」にたいする定義的規定とほとんど類似の規定がB・グレアムならびにD・L・ドッドによってもなされている。^(三)しかも、このように、「市場分析」にたいする定義的規定において類似しているばかりではなく、「市場分析」がその型態的分類において二大別できるという見解に

おいてもおなじように類似している。ただ、前者においては、「市場分析者は二つに大別される。第一は株式価格と他の経済現象とのあいだの関連を主張することを意味している。他の種類というのは、経済理論を無視し、その観測をなすのみに、市場それ自体のうちに作用する技術的条件の分類のみにもとずいているものである」^(四)というのであるが、それに比して、後者においては、より以上に適格に、具体的に區別されている。すなわち、「二つの市場分析のあいだに差異がある。第一は、もっぱら証券市場の過去の動向のうちにその予想にたいする資料を見出そうとするものである。第二は、すべての経済的条件を考えるものである。たとえば、一般的な個別的な営業状態、利子率、政治的事情など。市場における習癖は、それ自体数多い研究的要因のうちの一つにすぎない。第一の方法の基礎理論は「市場はそのもつともよき予

言者である」という表現に約言せられる。市場の習癖は、個々の証券の動向、あるいは、平均的統計の動向を图示する図表によつて研究されている。主としてこれらの価格動向の研究に努力する人々は、「図表家」(Chartist)として知られている。そしてその手法は、一般に、「図表判読」(Chart Reading)といわれている。

しかし、多くの今日の市場分析は、上述の二つの種類の結合をあらわしている^(七)とみられる。」

しかし、いずれにしても、この両者が二大別する市場分析(そのものは、いわゆる証券分析(Security Analysis)に相對立、あるいは相補充し合うものなのであり、しかも、このこともまた、両者においておなじようにみとめられうるのである。「多くの投資者たちは、株式市場の傾向は株式市場それ自身における価格変動を研究することによつて、あるいは、そのような傾向に密接に関連している経済的資料を検討することによつて、もっともよく調査することができると考へる。

このような研究方法を採る人々は「市場分析者」(Market Analysts)といわれ、その研究の焦点を会社収益とか、配当とか、あるいは利子率とか、またはこれらの要因の市場価格

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

にたいする関係ある諸要因についての究明に集中している「証券分析者あるいは投資分析者」(Security or Investment Analysts)とは区別されているのである。^(八)この見解にたいして、G・グレームおよびD・ドッドもまた、同様の立場を表現している。「証券価格を観測することは、本来、証券分析の役割ではない。ただ、この二つの仕事は、常に密接な関係にあるとおもわれている。」「これらの仕事がつたなる当推量以上のものを表現しようときわめて熱心になされるといふ方から、これらの考え方を「市場分析」という名称で呼ぶのである。」^(九)

企業会社の固有の状態に捉われず、一般経済情勢や市場固有の習癖を基礎的要因として株価の構成およびその変動を分析しようとする方法としての市場分析そのもの、およびその範疇に包含される二つの分析方法について研究するまえに、まず、前述のように区別される「証券分析」と「市場分析」との株価分析における地位あるいは役割について考へるところがなければならない。^(一〇)

(一) Julius Grodzinsky (Professor of Finance, Wharton School of Finance and Commerce, University

of Pennsylvania); Investments, 1953.

- (二) J. Grodinsky; *ibid.*, Part V, Chapter 23, "Market Analysis." p.p. 403-425.
- (三) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 406.
- (四) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 407.
- (五) B. Graham and David L. Dodd; *Security Analysis, Principles and Technique*. 3rd. ed., 1951. p. 30.
- (六) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 407.
- (七) B. Graham and D. L. Dodd; *Security Analysis*, 1951. p. 651.
- (八) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 404.
- (九) B. Graham and D. L. Dodd; *ibid.*, p. 650.
- (一〇) 拙稿「株式投資論の構造について」立命館経済学（第五卷・第一号）

二

もともと、株式価格の構成と変動について究明するばあい、株式の本質について理解を深めておかねばならぬので

あるが、商品一般と本質的に異っている株式は、その本質的な使命である企業資金の調達をなす手段とされるばあいに有つ種々の契約が、畢竟するところ、その本質を形成するものである。けれども、このばあい、その契約の内容をなすところのものは、たんなる経済的、商業的秩序にしたがうばかりではなく、法律的事に私法一般の規定に抵触することとはできないことに注意しなければならない。資本主義の経済は、つねに法律のもとに、法律に先行し、また法律に反して自己を完成しようとする手段を見出して発展してきている(W. Sombart)のであり、変転してきわまらない経済的秩序を樹立するために法律は規定されるのであるが、しかも、この規定された法律は、経済的秩序の変転にしたがって、それに相應して改変されることというまでもないことながら、ともかく、一応規定された法律は、経済的秩序がどのように変転しようが、それに関係なく、それが修正されるまでは、経済的活動にたいして拘束力を有つものであり、ことに、全体的に、経済を指導、政策、ないしは計画するような公法と異る、個別的拘束者としての私法的規定においては、この論理は具体的に把握せられるところである。このような前提

的理解を究むると、株式の本質を究明するためには、その社会、その時代の私法的解釈を基礎としなければならぬことが理解せられてくるのであるが、この理解として把握しようところは、社団法人的性格をとまない、それを背景とした金銭的債権、すなわち、具体的には、株式会社^(一)の株主にたいする配当を意味するにほかならないのである。しかも、この配当は、また本質的にみて、きわめて不安定性をもつものであり、そのうえ、具体的に考えても、株式会社の業績ないしは収益の如何によって変動する性格を有つのであるから、さらに不安定性を加えるのである。この不安定性を有つ配当を基礎として、一般利子率との比較対照において、もつとも素朴な株式価格の構成を理解しうるのであるが、このもつとも基礎的、根底的、単純な株価構成においてさえ、なお、不安定性を有つところに株価の、きわめて変動性、したがって、予想性の多い性格を秘めているのである。

ところで、この配当における不安定性を不安定性のままに本質的に究明するところなく、配当を動かす条件、あるいは配当そのものにふれるところなく、株価の変動ししく習癖などを理解の対象とするところに、いうところの「市場分析」

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

の株式価格の構成および変動の論理における地位ないしは役割がみられるのであり、しかも、グレアムおよびドッドにおいては反論せられるのであるが、この「市場分析」を補充するものとして、いわゆる景気の変動や政治的諸条件の変化にかかわるところなく、株式会社それ自体の基本的収益力を分析し、それを基礎として、いうところの株式価格構成変動論における配当の不安定性を安定化せしめようとする「証券分析」をも位置づけることができるのである。

(一) 拙著「株価について」拙稿「証券価値論への前提」(立命館経済学 第四卷・第二号)「株式投資論の構造について」(立命館経済学 第五卷・第一号)

(二) B. Graham and D. L. Dodd: Security Analysis, 3rd. ed., 1951. p. 651.

三

このような位置づけを「市場分析」の株価構成および変動の論理におけるものとしてあたえるのであるが、かかる条件において、J・グロヂンスキーにおける「市場分析」を見ようとするのである。

J・グロゼンスキーは「市場分析者は景気や株価の循環についての科学的な研究者よりもその成功について確信をもっているが、その結論の確実性についてはつねに正しいとはいえないのであり、また、市場価格の動向について、その意見の一致があるとはいえないのである。概していうならば、その意見は互に不調和なものであるという方が真実に近いのである。議論の便宜のために、市場分析者を二つの概括的な種類に大別することができる。第一は株価と若干の他の経済現象とのあいだの関係を主張するものを包含し、他の種類は経済的論議を無視し、その観測の根拠を市場それ自体の内部に作用している技術的条件におくのである。第一の種類の多くは株式市場観測者と同一視せられることを否定するかもしれないし、また、彼らは自分たち自身を市場分析者と考えていないであろう。しかし、彼らを他の範疇に入れるのはむづかしい。株価の将来についての意見を発表する目的で種々の要因を研究するのであり、特定の会社の収益や特定の株式の配当にたいして、直接、間接、関連する諸要因には顧慮を払わないのである。金利傾向を反映する範囲までは、個々の証券価値にたいしてよりもむしろ、株価一般の傾向にたいする判断

を表現するのである。^(一) というような理解に前提をおいて、まず、「株式利回を中心として考える見解」をとりあげる。

株式利回説 「若干の市場分析者は株価を観測するための一つの根拠として高級株式の利回を用いる。通常のばあい、普通株の株価は債券よりも高い利回をあたえる。株価がその利回において異常に低いという程度に高騰するときは、市場は高すぎると考えられ、低落するであろう。^(二) このような一般の傾向について、一八七一年、らしいの株価の動向を克明に調査吟味して、「かくて、平均利回が三%以下であるときは、株式は過高に評価されており、平均利回が八%を越ゆるときは、株価は低くすぎることが明かになるだろう。」^(三) また、「興味深い若干の結論が一九二九年と一九四九年とのあいだの株式市場における転換点の一般株式利回から抽出されることができる。これらの年間におけるダウ・ジョーンズ三〇種工業普通株の利回はずぎのように区切ることができる。①一九二九年の騰貴市場における最高値の利回は二・八八%であった。②一九三二年の低落市場における最低値の利回は一〇・三八%であった。③一九三六年の騰貴市場における最高値の利回は二・六三%であった。④一九四二年の低落市場にお

る最底値の利回は七・九一%であった。⑤一九四六年の騰貴市場における最高値の利回は三・二三%であった。⑥一九四九年の低落市場における最底値の利回は六・八四%であった。

一九三二年の低落市場は分析者の説明に困難をあたえるであろうが、ことさらに正確な数学的または統計的標準を樹立しようと努めなくても、結論としてつぎのようにいえるのである。

高級株は三 $\frac{1}{2}$ %と四%のあいだの利回るときに売らるべきであり、六 $\frac{1}{2}$ %と七 $\frac{1}{2}$ %のあいだの利回るときに買わらるべきである。^(四)

利回格差説 株式における利回と債券における利回とのあいだに比較がなされると、おなじような結論がえられる。ダウ・ジョーンズの三十種工業株利回と四十種債券利回との、一九二九年いらいの市場経験の各種期間における相違は、結局においてつぎのように結論づけられるとする。^(五)

「一般的統計資料と同様に、これらの統計は他の考察によつて説明されなければならない。たとえば、一九三二年における一般的低価格のときには、株式は債券よりも利回は非常

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

に多いものではなかった。広汎にわたる法人投資家の整理ことに、当時破産に瀕していた多くの商業銀行の整理によつて、債券の利回は異常に高いものとなつていた。したがつて、この要因にもとづいて株式を観測するものは、一九四二年の春にはじまり、その騰貴市場がまだ終っていない一九五一年秋に結論づけることになるのであるが、市場分析者は、この推理にそつて、利回が四%、おそらくそれを少し下回るまでは、株式は売らるべきであると結論しないであらう。もちろん、この結論は、債券の利回における急速な騰貴が生じたならば、修正されるであらう。数カ月にはわたつて、債券の利回が高くなり、すなわち、五%までも騰るならば、一九五一年の秋または一九五一—五二年の冬における株式の側への格差は普通株の売却を正当化するような範囲まで狭小ならしめるであらう。」

金利説 「前述の推理にそつて、きわめて同様のことが、株価が金利の変化と関連することにおいていえる。短期利率における動向の一定の先行性、商業手形の利息、債券利子、株価にたいする率などが観察される。^(六)しかし、この三者の系列は一九一四年まで先行性を関連せしめていたが、「その

後において攪乱された^(七)」のである。

「利子率と株式市価との関係は一九二〇年代のハーバード・エコノミック・サービス(The Harvard Economic Service)によって強調された^(八)。株式市場における上昇の頂点とか、下降の端初とかは、不変的に、金利の急騰によって暗示された。この関係は数学的な正確さに帰したのである。そして、一九二九年の秋まで、この指針は株価騰貴を暗示し、正しく騰貴市場を予知せしめたのであるが、その後につづいた低落市場たいしては予測とはならなかった。

短期金利と長期金利との厳格な関係は大蔵省と連邦準備の一九四二年から一九四七年にわたる期間の共同活動によって規定されたことによって、この金利の先行性の効果を阻害され、あるいはおそらく破壊されたのである。」

証券価格説 「債券価格の先行性と株価の後続的動向についての見解である。繁栄時には、事業家は広い範囲にわたって借入れる。したがって、資金にたいする需要は増加し、その価格が騰貴する。資金の価格の騰貴は発行債券の価格の低落を意味する。さらに、事業が好調であり、収益も配当も増加し、それにつれて、投資家は債券よりも株式をえらぶ。債券

を売って、株式を買うのである。また、新資金は債券に優先して株式を購入する。かくて、繁栄のときは、債券価格は低落し株価は騰貴するのである。しかし、ブームをすぎる段階に達すると、信用供与は資金需要に対応しないこととなる。事業借入金は回収される。その結果、資産整理がはじまり、事業家は現金を増大するため株式を売る。株式や社債によって調達した資金もまた回収され、株価が低落する。

不況のときは、債券価格は株価に先立って騰貴する。銀行も個人投資も遊休資本にたいする報酬を求めて高級債券を購入する。二三の例外はあるが、銀行は決して株式を買入れない。個人投資家は不況の不安定時には、株式を購入する前に債券を購入する。一群の経済評論家は一九三〇年につきのよう^(九)に主張した。事業不振の期間のあと、回復する最初の条件の一つは高級鉄道社債の価格であるというのである。

かように、多くのばあい、株価のままに債券が動くという、この先行性は明らかに樹立されているということは真実である。しかし、多くの例外がある。歴史を遠く遡るまでもなく、興味ある経験は一九二八年四月と一九三〇年の秋とのあいだの期間において記録せられるであろう。一九二八年四月に、

債券価格は低落しはじめた。つづく、一八カ月間に、債券は低落したが、株価は市場史におけるもっとも急進的な騰貴をしめたのである。一九二九年十月にいたって、株価は下落した。一九三〇年の春、債券価格は騰貴したが、株価は一九二九年十二月から一九三〇年四月まで騰貴したのである。その後、債券価格は数カ月騰貴したにかかわらず、株価は低落し、その低落は一九三二年七月までつづいたのである。かくて、債券価格の動きと株価の後続的な動きとのあいだには、
(一〇)
常時的な依存関係は存在しないということになるのである。

銀行投資説 商業銀行は高級債券の大量所有者である。事業家や農事経営者が広範囲に借入るときは、銀行は貸出を増加し、債券を減少する。事業が振わず、さらに不振になる場合は貸出は奇麗に支払われ、銀行は手取金を債券購入に用いる。事業好転のとき、貸出にたいする需要が増加しつづけるとき、銀行は債券の売却を行うばかりでなく、抵当貸出を行う。このばあい、株式市場は資金の逼迫をつける。投資家は商業銀行によって、市場を圧迫している債券を購入する。かくて、株式にたいする資金は減少する。借入金で株式を所有しているものは、その借入金を回収されるから、株式を売

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

らざるをえなくなり、株価は低落するのである。要するに、商業銀行の債券勘定の減少は、多くの投資家の意見では、株価の大勢の低落を来たすものである。一九〇五年いらいの市況を調査すると、このような先行性をしめしている。

一九四六年、銀行投資所有の整理がはじまり、約四カ月たつて、その年の秋にいたり、株式市価の急落があった。銀行投資所有の先行的整理と株価の後続的低落とのあいだの時間の開きは六カ月から十四カ月にわたっている。

しかし、一九五〇年と一九五一年の期間においては、この先行性はそのようには作用しなかった。一九五〇年一月、連邦準備加盟銀行の投資は低落しはじめた。そのとき、六六二億ドルに達していたものが、一九五一年七月には、約一〇%低下して、五九八億ドルと集計された。一九五〇年七月の株式市価の急落を別にすると、朝鮮事件の結果として、株価は騰貴しつづけたのである。銀行の整理に先だつ期間において、銀行によって売られた債券は投資家によって大部分買入れたのであるが、一九五〇年—一九五一年において、投資家は、銀行によって売られた債券、大部分は政府証券を買おうとしなかった。その理由は、その価格があまり高く、その利回りが

あまり低くすぎたからである。銀行によって売られた債券は概して連邦準備銀行によって買入れられた。たとえば、一九五〇年一月四日から一九五一年八月二九日までの連邦準備銀行の政府証券の所有は一八八億ドルから二三〇億ドルに増加した。これはアメリカ金融史における新事実であった。政府債券を連邦準備が買入れることは、債券の銀行整理と株価の動向との関連の鎖を打ち破ったものであろう。^(一〇)

熔鉱爐指数説 レオナルド・アイレンス (Leonard Ayres)

がこの説の強い支持者であった。熔鉱爐の作業における増加がその能力の六〇％を超えたとき株式売却の機会における暗示するというのである。製鋼活動の増大は事業の改善を反映しているのであり、したがって、鋼鉄は熔鉱爐で生産される銑鉄から大部分生産されるのであるから、過度の熔鉱爐作業は工業過剩拡張を指摘したのである。

熔鉱爐作業と株式市価とのあいだのこの関係は、必ずしも正確に発展しなかったけれども、一九三〇年の初期の数年においては、相当満足すべき経験をしめた。

新発行説 一九四六年、投資会社によって工夫された。一

般株価平均の騰貴しているとき、新株式や新債券の発行が売

買価格よりも低廉で分売されるとき危険信号が揚げられることが観察されるのである。一九三七年の夏、および一九四六年の夏において、相当量の新証券を売出すときの売出価格についての引受業者の失敗が株価における急落を来たさしめたのである。株価が低い水準で売られるときの株式発行の效果的売出は株価の低落を導くものでないということが観察された。経験を積み、研究を重ねると、この分野における効果的な実のり多き結論に導くであろう。^(一一)

技術的市場分析 市場分析者の、いま一つの論者は、経済

現象にはんの僅かしか注意を払わない。たとえば、利子率、商品価格、貸銀、株式利回、債券利回などである。これらの分析者は各人が有つ経済知識や事業の心構がすでに株価に反映していると主張する。価格傾向の調査や取引量による売買者の購買力や売抑圧をはかることは可能である。株式市場に關係のある要因は価格が動く方向を示唆するものである。後続的な価格動向のバロメーター、あるいは予測者として作用する価格傾向を計かるために作られた工夫は、性格において機械的であり、経済的推論にもとづくものではないのである。「市場が技術的に低落しようとするとき、その発生の理

由は順を追ってしたがって来るものである」という言は、この技術の術策家の金言をかたっている。

「優良株式を高値で売り、安値で買戻すという仕事は技術にひとしい。この分野における「技術家」は丁度、絵画、文芸および音楽におけるとおなじように規則によって、つねに拘束されない。この創造心は自ら規範を作るものである。証券を高値で売却し、安値で買戻すという「技術」は必ず少数の者に保有されなければならない。もちろん、実際においては、多数のものは、かような方法にしたがいえないのである。証券を売るとき相手がだれもいなくなるからである。また、ある不況かブームで成功した計画は、つぎの不況かブームでの失敗の原因となると主張されるにちがいない。各循環は特定の特長をもつ現象であるということを十分に認められるのである。たとえば、一九二〇年代のブームを特長づけた銀行家の貸出による銀行信用の拡張は、それいらい、くりかえされなかつた。

ダウ理論 市場自体の内部において、価格動向を調査して株価傾向を見究めようとする工夫で、もっとも古く、おそろくもつとも一般的なものは、ダウ理論である。いうまでもなく

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

く、ダウ理論はいわゆるダウ・ジョーンズ平均株価を工業と鉄道との二部門に分類して、その平均株価の傾向を大勢、中勢および日々の動向に區別して、この二つの方法を組合せて株価の見透しを樹立して、その結論的観測をとおして、一般景氣動向を見とおそうとするものである。しかし、G・L・レフラーがいったように、(1)効果の過高評価 (2)皮相的正確性の欠除 (4)天井と底とが予想できない (5)確認の不確實 (6)遅滯性 (7)平均性の不当 (8)鉄道株平均株価において批判しえられ、また、B・グレアムによる (1)非科学性 (2)継続的成功の不可能性 (3)独断性および(4)寡少的妥当性などの批判も加えられる。(一三)

大衆関心説 株式市場の価値さえ知らない、いわゆる「大衆」が騰貴市場に投資することについて、かなり重要性を主張するのである。かかる購買者は常に高値で株式を買入れはじめた。そして、概して、その人々は成功しない投機家であり、数年にわたって利益をうることは珍しいといわれる。彼らは「小羊」(Lambs)といわれ、軽蔑的に賭博者と評されている。マージン取引の量、すなわち、購入した株式を担保として借入れた資金で株式を買う量は、往時は大衆参加の好

証拠であった。最近では、株式市場への大衆参加の傾向を示唆する根拠が一般に発表されている。第一は、オープン・エンド投資会社の株式の償還以上の販売超過である。これらの株式の大部分は小株主によって買入れられるということを仮定しているのであるが、償還に比してオープン・エンド・ストックの販売が増加することは、小株主が市場において活動していることをしめしているのである。第二の根拠は、端株購入の傾向である。百株以下の量で株式を売買するのは相対的に小さな投資家の活動を示唆するのである。百株あるいはその倍数の取引が取引単位といわれる。百株以下の購入は端株として知られている。しかし、この関係は利用しとられる証拠として妥当ではなう。

取引量説 販売量の増加にともなう株価の騰貴は増加する信用を反映している。人数が多ければ多いほど多くの株式を買うものである。反対に、量の低下にともなう株価の騰貴は相対的に信頼が失われるのである。この根拠については科学的研究者の承認をえている。一八七三年と一九三三年との期間において、一五度の景気循環を徹底的に、学問的に調査すると、平均して、取引された量は約十カ月ほど、景気循環の

低下傾向に先立っていることを明らかにした。取引量は、平均して、約四カ月半、循環の上昇の先にたつて^(一四)いる。市場分析者は取引量と景気循環のこの関係を取引量と株価との関係をふくむところまで拡大したのである。

(一) J. Grodinsky; *Investments*, 1953, p. 407.

(二) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 408.

(三) Alfred Cowles Commission for Research in Economics, *Common-Stock Indexes, 1871-1937*, p. 47.

(四) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 409.

(五)(六) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 410.

(七) Cleveland Trust Co., *Bulletin*, Mar. 15, 1931

(八) Harvard Economic Service, Apr. 29, 1922.

(九) Harvard Economic Service, Dec. 20, 1930.

(一〇) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 412.

(一一) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 414.

“This discussion of The relation between bank liquidation of investments and stock prices is based largely on the market letters of James

F. Hughes of Auchincloss, Parker and Redpath, members of the New York Stock Exchange.”

(一二) J. Grodinsky; *ibid.*, p. 415.

(一三) 拙稿「マツ理論にたいする二つの批判」(立命館
経済学 第四卷・第一号)

George L. Jeffler; *The Stock Market*, 1951. p.

523.

Benjamin Graham and David L. Dodd; *Security Analysis*. 1951. p. 669.

(一四) Arthur F. Burns and Wesley C. Mitchell; *Measuring Business Cycles*. 1946. pp. 376—380.

四

株式市価を基本的に構成し、それを変動せしめるものとしての配当が有する不安定性を安定化せしめるための武器として、「市場分析」を取扱うという角度から、J・グロヂンスキーの「市場分析」について素描をなしたのであるが、このいうところの「市場分析」をいわゆる「証券分析」と相補完し合うものとして理解することにたいしては、B・グレア

J・グロヂンスキーにおける「市場分析」(住ノ江)

ムのように、否定的態度をもって看るものもあるにかかわらず、やはり、株式市価を構成し、変動せしめる諸条件や諸要因を探索するものにとっては、この批判を承認することはむつかしいようである。ただ、B・グレアムにおける「市場分析」にたいする批判は、一応、聴くべきものを有していること(一)とは否めない。

「結局において、市場分析は、それを効果的に追究していくためには、特殊な才能を必要とする技術であるという結論に達する。証券分析もまた技術であり、分析者は知識とともに能力をもたなければ満足な結果をえることはできないのであろうけれども、いわゆる「証券分析」は、市場分析よりもさらに数種の利点を有っており、おそらく、訓練と知性のある人々にとっては、市場分析よりも効果のある活動範囲となるであろう。証券分析においては、主要な焦点を不運な出来事から保護することにおかれる。そして、安全の限界を主張することによって、この保護を獲得するし、あるいは、支払った価格以上の価値をうるのである。根本的な考え方は、たとえ証券が外見したところよりも興味深いものと理解されるとしても、その投資はなお、満足すべきものであることを証

明することができるというにある。市場分析においては、安全の限界というものが無いし、ただ、たんに、正しいか、誤っているかの（二者択一）であって、もし誤っているならば、金をなくするのである。損失を少くして、利益をまもる（低落しはじめる売却する）という市場分析の基本原則は活潑な取引をなす方向に導くものである。このことは、また、売買費用の集計の結果、過重の反対要因（損失）となることを意味する。証券分析にもとづく作業はつねに投資型であって活潑な取引をふくまないものである。

市場分析の第三の欠点は、本質的には機智の闘いを意味することである。市場における取引でなされた利益は大部分おなじようなことをしようとしている他人の犠牲において実現されるのである。株式取引者は必らず、より活動的な証券を好むものであり、これらの証券における価格変動は自分とおなじような、多くの活動者の行動の結果である。市場分析者は、その競争者よりも賢明であり、好運であるという前提にたつて、はじめて成功しうる望みがあるのである。

他方において、証券分析者の仕事は同僚の分析者の仕事と競争的な、あるいはそれと同様の立場ではないのである。典

型的なばあいであるが、購入しようと選択する証券は、その価値についておなじような苦心の分析をなしたものには売られないのである。証券分析者は市場分析者がなすよりも広汎な範囲の証券を検討するという点を強調するのである。」

(一) B. Graham and D. L. Dodd: *Security Analysis*,

3rd. ed., 1951. p.p. 656-657.