

株式価格の構成にかんする二つの見解

——ドンナーとレフラーのばあい——

住ノ江 佐一郎

一

株式価格の構成、およびその変動について考えるばあい、いろいろの種類や方法が見出される。たとえば、論理上、このように構成されているのにちがいないと考えざるをえないから、その変動についても、構成にかんするこの見解を基礎として分析しなければならないであろうというような立場からなされるときとか、あるいは、それとは逆に、帰納的に、過去の経験を基礎として、その変動における種々の類型をもとめたり、または、証券市場の内外における他の経済的、または非経済的な要因もしくは条件との関連を探索したりして、そこから構成への論理を組立てようとするときとか、まことに、数多い方法や仕方を見出すことができるのである。これらの数多い株値真理の探求の仕方のうちから、二つの見解をえらんで、それぞれを対照しながら、株式価格の構成にかんする理論的把握への接近を試みようとおもうのである。

「(1) というところの二つの見解というのは、オットー・ドンナー (Otto Donner) とジョージ・L・レフラー (George L. Leffler) とにおける株式価格の構成にかんする見解である。前者の見解は、その「株式市場における相場構成——証券市場における景気観測の原理」(Die Kursbildung am Aktienmarkt: Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektemärkten. 1934.) において展開されており、後者については、その「株式市場論」(The Stock Market., 2nd. ed., 1957) の第三章「株価の基本分析」(Fundamental Analysis of Stock Price) および第四章「株価の技術分析」(Technical Analysis of Stock Price) においてのべられている。もともと、後者のはあいほ「株価の基本分析」が株価構成にかんする見解の主要部分であって、「株価の技術分析」はそれを補充しようとするものである。

これらのそれぞれ著述に見出される二つの見解を互に対照しつつ、株価構成にかんする諸問題についての解決に資しようとするのであるが、数多い株価構成変動論の中からどうして、これらの二つの見解をえらび出したかという、いわば問題提起の理由を、本論に入るまえに明らかにしておく必要があるであろう。もちろん、これは後に論ぜられるところによって明らかにせられるであろうが、これらの二つの見解は、まず、その構造においてきわめて類似の型態をなしていることが、他の諸見解に比して特長的事であることをあげねばならない。しかもそれとともにその内容において、両者が相当に異っているのである。理解を容易にするために、強い表現を用いると、レフラーの株価にたいする見解はドンナーのそれにたいして、批判的であり、ある点においては対立しているかのようにみえる。しかも、ドンナーにおける株価構成にかんする見解は、諸他の株価論に比して、きわめ

て総合的であり、体系的であり、基本的な内容をほとんど包含しているといふことができるから、このドナーの見解と、その構造において類似共通性を有ち、しかもその内容において、批判的、対立的であると考えられることは、両者のその相互関連性において、他の多くの株価論に比して、より代表的な、二つの見解であるといわざるをえないのである。したがって、この二つの株価にかんする見解は株価論に関心をいだくものの理解しておかねばならないものようにおもわれる。

(1) 石田興平博士訳がある。(昭和十三年)本稿において多く参考にした。

(2) 山一証券株式会社調査部が翻訳しているのは第一版であつて、第一版では、第二版とおなじように、第三章において第二版とはちがつた表題、すなわち、『株価を動かす条件』(Conditions Affecting Stock Prices)という表題で主要部分が論ぜられ、第二版において、別章となつてゐる技術的条件は、第一版では、その章の最終の節となつてゐる。内容も全然書き改められている。

二

さて、まず、オットー・ドナーにおける株価構成にかんする見解を素描してみよう。

ドナーの著述における表現の順序にしたがつて、その株価論を率直にあとづけ、大掴みにまとめてみると、それは四つの部門から形成されている。

(一) 収益的基本要因 (二) 信用的基本要因 (三) 副次的諸要因、および (四) 技術的要因である。

そして、これらの四つの部門のそれぞれを形成する諸要因については、その著書の緒論においてつぎのように

のべられている。

株式の価格はいうまでもなく自由市場の価格であるから、需要と供給とによって、すなわち、具体的には、売買によって決定されるのであるが、その売買という経済行動が生ずる基礎には、「収益原理」(Ertrags-Prinzip)と「利用可能の資金原理」(Prinzip der Verfügbaren Mittel)が存しており、この二つの原理にもとづく要因が株価を構成する基本的な要因であるとし、前者を株価構成における収益的基本要因とよび、後者を株価構成における信用的基本要因と名付けている。つまり、これらが、前述の四つの構成部門における(一)と(二)とに該当するわけである。ところが、これらの基本的諸要因は、たとえば生産高とか、物価とか、取引量とか、外国貿易などのような市場外の経済的諸要因によって、企業における収益性をおして株価が影響されるという意味において、間接的作用を機能する諸要因によって影響されると考えられている。このために基本的諸要因に影響をあたえる、それらの諸要因を、株価構成にたいして間接的なものとして、株価構成における副次的諸要因となされるのである。かように、基本的なるものと副次的なるものによって、株価は構成されるとするのであるが、現実の株価は、必らずしも、これだけで分析しつくされたとはいえないとして、その三つの要因にたいして、さらに、市場における投機的要因を導入してくるのである。そして、「一時的にまたたく横道に押しやる」ような投機活動が真実の株式にたいする需要供給の具体的行動に入混ってくるのであるから、強気と弱気との勢力関係から生成される市場内部の影響をあたえる要因を取引所における技術的要因とし、この要因を他の三つの要因、詳しくいうならば、収益的、信用的および副次的の三つの要因と対立した、株価構成における自立的決定要因と考えようとするのである。これが第四の要因としての技術的要因といわれるものである。

さて、このように、ドンナーは、株価の構成にかんする諸要因を四つの要因に部類分けを行い、そのうちの第一要因、すなわち、収益的要因と称せられる基本要因について掘り下げるのであるが、このばあい、二つの積杆を見出すのである。(一) 配当と(二) 利子率である。そして、前者は企業の収益性および財産状態に依存していると、後者は配当および企業収益が資本還元される基準となるとする。

これを現実の株価動向に照射して検討するのであるが、一八七〇年から一九一三年、および一九二五年から一九三二年の二つの期間における「ドイツの株価水準と配当」についてみると、「配当と年間平均株価との動きは趨勢的動向のみならず、個々の景気循環内においても、ほとんどおなじような動き方をしめしている」とする。この配当と株価との同傾向に動くという関連性は、歴史的に妥当性をもつのみならず、地域的にも、ドイツにおいてばかりではなく、フランスにおいても、英米においてもあらわれている、という。けれども、この両者はおなじ傾向に変動するというだけであつて、「完全に一致するものではない。」すなわち、強度も時期もおなじではないという。「株価と配当とが平行して動くのは、配当が収益を獲得した期間のあいだに配分されるばあいかぎられる」のであつて、「配当資金を獲得した時期とその配分の時期とのあいだに時間的開きがあるから、株価と配当との傾向における時間的開きが生ずるといふ説もあるが、この時間的開きがなぜ生ずるかについて検討するのである。一般には、この問題にたいして、職業的投機家の影響と理解するのであるが、ドンナーはつぎのように、この一般的理解にたいして批判的態度をとっている。

「職業的投機家の背後には、有価証券の所有に利害関係を有する、あらゆる大衆が存在し、彼等は自己の資金について投資口を求め、あるいはその有価証券に投資された貨幣を証券の売却によって回収しようとし、あるいは多少とも投機的に活動するのである」と、大衆の存在を強調して、ゲッベルトの言を引用している。⁽¹⁾「この大きな背景は取引所における大きな勢力である。」その他の取引所関係者は狭い範囲のもので、「淀んでいる水の表面の軽微な漣にしかすぎない。公衆からの注文という力強い底波が」寄せてはかえして、はじめて「大きな潮の干満現象が生ずる」のである。かように、職業的投機家の活動を漣に比喻し、大衆の投資活動を潮流にたとえているのであるが、いうところの時間的開きは、この潮流のような大衆活動の遅滞性にもとずくと解するのである。しかも、そのことから、直ちに、これらの大衆は、はたして会社の収益について如何なる程度まで見透しうるか、という、つぎの課題を生むであろうと論じ、この新しい課題にたいしてドンナーが見出した解明の鍵は、大衆の代表としての会社の「内輪のもの」である。「内輪のもの」というのは、いわゆる当該企業会社の事情通を意味する。「内輪のものたちは勢力があり、ことにその資本力は大きい」と、事情通とされる「内輪のもの」の性格について規定しておいて、その機能について、つぎのようにのべる。「配当の最も重要な決定要因としての役割をはたす収益は、まず註文の引受にはじまり、原料購入、労働力調達、製造、発送、送状作成を経て、提供する商品にたいして、貨幣を回収するとき、経営行程の循環の最後の過程が終るのである。したがって、「内輪のもの」は、註文引受高を最も早い方向決定の指標として利用するのである。註文引受高——一般には受註高といわれるもの(筆者註)——にかんする統計が利用できる「ドイツおよびアメリカにおいては、この統計と株価指数とのあいだに密接な関係があることを認めることができる」というのである。けれども、必ずしも、そうではな

く、この「内輪のもの」のみが利用しうる受註高統計も、例えば、一九二七年五月の崩落や一九二九年の中頃の低落の説明には役立つていないのであるから、「過大評価されてはならない」とする。

ここでドンナーは、この究明の仕方から、転換を試み、函数的方法を導入してくる。株価の配当にたいする先行性は函数的関係として説明すると、大きな困難は生じないが、「おなじ原因によつて支配され、同時にそれによつてはじめられる変動が早く終るといふ点にだけ問題が生ずるのに、取引所における変動が非常に時間的に集中されることによつて、取引所に「真実の」先行性があるかのような印象をあたえる可能性がある」と論じて、「株価」といふものは、配当配分の単なる反映でもなければ将来の見透しでもなく、また、一定の他の経済現象のたんなる函数でもない。多くのものがともに、あるいは協同的に、あるいは対立的に作用し合うものである」と考えた。ただ、その理由の如何にかかわらず、株価と配当とが関連しているものであるという事実は、断じて認めなければならぬという。そして、ワーゲマンの言を引用する。「収益の徴候は、経済経過、したがつて、また、取引所の決定要因がある程度推測する可能性をあたえるが、国民経済の生産諸力が企業家によつて操縦されるかぎり、収益性は国民経済の羅針盤でもある。」⁽²⁾

かくて、株価の変動と配当および収益の変動とは関連していることを認めるとともに、株価水準そのものもまた、配当および収益にたいして、一定の依存関係を有していることを理解しなければならぬ、と論点を深める。そして、配当と株価との比率を、一般の呼称にしたがつて、実質配当または株式利回といい、株価と収益との比率を、一般に承認された用語はないが、純益率といおうという。(アメリカにおける Price Earning Ratio の)とであり、したがつて、一般に、株価収益比率といわれているものを指す)

利回と純益率とについて、ドンナーは経験的にみる。第一次大戦までの四十五年間における動向では、株式利回と金利水準とのあいだに一定の關係があつた。ドイツおよびアメリカでは当時においては、株式の利回りは一流確定利附証券の利回より約一・五%上廻つていた。フランスでは、約〇・七五%の差があつた。ところが、第一次大戦およびその後になると、株式利回が金利条件の最低のものとなつた。純益率（株価収益比率）については、普通、アメリカにおける一対一〇という評価率がとりあげられるが、純益率は考えられているより安定性において、株式利回より遙かに劣ると論じている。

配当と収益はたしかに株価を決定する基礎的条件であるが、配当もされず、収益すらもないという会社のばあい、この基礎的条件を固執するかぎり、その会社の株式は株価が零であり、つまり、株価を有たないはずであるにかかわらず、現実には、株価が構成されている。また、これとは反対に、高率な配当をなしている会社の株式のばあい、その高率な配当が将来減配される危険があるということから、その高率配当に対応した株価は構成されない。資本還元率に減配危険率が加味されるのである。つまり、個別的評価における偏差が適用されるのである。このばあいの危険率や偏差は「平均収益状態以上の企業にとっては正であり、平均収益以下の企業においては負である。」また、それらとともに、この期待と危険における偏差とならんで市場性の大小が利回に対応する株価の位置を変える。市場性が大であつて、資本還元率の容易性がそうでない株式に比して利回を小とする。つまり、株価は高いという条件を提供する。そして、株式の利回をめぐる一般的結論は「株式利回と金利水準との相異が異常な程度に狭ばまり、あるいは拡がるときは、貨幣価値の変動にたいする適応が問題とならないかぎり、利回の、そして株価の反対の方向への転換が早期に予想される、と論じて、ゾマリーの見解を引用することによ

つて確認させている。

さて、以上において、企業収益と金利水準を槓杆とした、ドンナーにおける、いわゆる株価決定の収益原理についてきわめて骨格的な略述をなしたのであるが、もし収益原理に属する株価構成要因を総称して「資本化された企業収益」という表現を用いることを許されるならば、つぎのように結論づけることができるという。

「資本化された企業収益の線は、いわば、事実上の株価変動の脊椎を形成する。なるほど、事実上の相場は、経験の教うるごとく、始終、「正常態」から遠ざかりはするが、短期間、あるいは長期間の後、その基本動向としての正常態に復帰する。短期的取引所変動は多くの要因に依存するが、長期の株価変動は企業における収益状態および利率、すなわち、収益原理の諸要因と密接に関連する。」

(1) Göppert; Börse und Publikum. 1930. S.25.

(2) Wagemann; Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft. 1931. S.170.

(3) Sonary; Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 175. S. 212. 1932.

” ; Die Ursechen der Krise, S. 86. 1932.

四

かような収益的基本要因にたいする結びのあと、冒頭においてのべた、ドンナーの株価論体系における第二の要因である信用的基本要因にうつるのである。

株価水準の上昇には証券市場に流入する購買力量の増加が前提されているとして、このような量的限定から生

ずる新しい株価決定要因を「利用可能資金原理」としている。しかし、これにかんする統計的資料は十分でなく、ただアメリカにおける研究の成果にもとずいて、銀行における証券信用の数量と流通速度とを株価指数の動向に対照すると、両者は一致していることがしめされている。ただ、ドンナーによると、アメリカにおけるこの一致は偶然のものであって、より完全な検討を要するとする。

短期間におけるばあいのみをみると、証券取引のための資金量は不変であるから、取引資金の流通速度のみが問題となるが、そのばあいは大体、株価と平行するという。そして、長期間にわたるばあいは貨幣市場に関連する面と資本市場に関連する面に分けて考えている。前者においては、銀行の果たす役割を強調し、株価の上昇するとき、投資者および投機家が、ただ、貯蓄のみに依存するとすれば、利用可能の資金は直ちに「汲み尽される」が、「大部分、信用創造にもとずく銀行の信用は、取引量および株価の著しい膨脹に必要な弾力性を、取引所における貨幣数量にあたえる。」しかし、如何なる程度までが、証券信用量の変化が株価変動の原因であり、あるいは株価変動の結果であるか、きわめて決定し難いことであるが、とにかく、「たしかに、株価にたいして決定的な影響をあたえる」ことは明かであるとし、しかも、「株価なる建築が信用のうえに築かれていることが大きければ、それだけ、その建築の土台は不安定なのである。それ故に、外部からの刺戟にたいして反応する株式市場の感受性は、信用を基礎とする証券所有の割合とともに変動する。」「すなわち、信用にもとずく株式所有」の大小によつて、株価構成における「感受性」が異なるのである。ただ、銀行が資金を投ずるのは、必らずしも証券信用のみではない。証券信用は商業信用と競争的に対立する。そして、この両者の競争的対立を調整するものは、中央発券銀行による施策である、と論ずる。

銀行という機能に関連させて、貨幣市場からの株価構成にたいする影響の問題から貨幣市場一般からの影響をみるというように拡大させて、結局、「貨幣市場の情勢の変化から、株式市場の動きにたいして推断しうるためには、まず、貨幣市場における変動が、企業の収益の見込を決定的に変化せしむるに十分であるかどうかを決定することが必要である。そして、その変動が十分であるばあいにおいてのみ、株価の終局的轉換にたいする推断も正当となるのである」と結んでいる。

ついで、資本市場からの影響について考える。この問題については、債券価格と証券発行活動の二つの側面に分けて論ずる。債券価格は貨幣市場における利子率よりも、むしろ、株価分析について、現実的に、重要な手がかりになるものであるとして、株価と確定利附証券の価格との関連については、一致した見解はみられないが、両者は多少とも相対的に動くものであるとする一般の見解にたいして、「理論的にも、経験的にも」妥当しないと論ずる。そして、(一) 債券価格は一般に株価に先行する (二) しかし、債券価格の景気の上昇は、それだけでは、株価の景気の上昇の期待を根拠づけるものではない (三) 株価の景気の上昇は、債券価格の上昇がつづくかぎり終つたとみる必要はない (四) 株価の景気の下降は、普通のばあい、債券市場における景気の轉換によつて前触れされるか、あるいは前者が後者にもなわれる (五) 株価の景気の下降は、債券市場の景気の最下値に到達しないあいだは、一般に停止するものではないという。

このような結語をのべて、証券発行にかんする課題にうつる。「有価証券の発行は株式市場にとつて二つの点において、すなわち、有価証券の供給の構成部分として、および企業の資金源として、重要性をもつ」と論じ、前者は「利用可能資金の原理」によつて、一定の限界内で機能する。そして、証券の存在量と貨幣流通量とのあい

だに、不均衡を生じ、やがては均衡に復する。証券発行の増減は株価の騰落をとものうのである。もつとも、ドナーは証券発行を貨幣量と関連せしめて扱っているが、証券そのものの絶対的供給における増減という視角からも理解することができる。後者は証券発行によつて、収益原理の要因としての機能を営む。企業における資金の増加にしたがつて、収益の増加がともなわれるというのである。資金を函数とする収益逓増傾向である。この期待にもとずいて証券にたいする需要が増加し、したがつて株価は騰貴する、というのである。とすると、前者における機能と後者における機能が相互に制約することになる。

(1) L. Smith: *Tests Applied to an Index of the Price Level for Industrial Stocks*, *Journal of the American Statistical Association*, mar. 1931.

五

ドナーが、その株価論において、株価構成における収益的基本要因および信用的基本要因という基本的条件を動かすものとして副次的諸要因という条件をあげていることは、前述のようであるが、これは基本的諸要因にたいして補完的意味をなすものであつて、国民経済的および私経済的諸事実の株価に影響することについての分析である。これらの諸事実を若干の代表的事実にしぼつて、その動きをつかもうとするのである。その代表的事実として、生産以下を抽出している。

(1) 生産 生産と収益とは必ずしも関連しているものではないのであるから、生産の株価にたいする影響は一義的に割り切れるものではない。経験的にみても明白である。ただ、「生産の増加は持続性を有つ変動とみな

され、株価の景氣的騰貴の期待にたいする証明として利用されうる」ものとする。

(2) 商品価格 生産について、副次的要因としてえらばれている条件は商品価格との関連である。商品価格の変動は企業の収益、貨幣市場、および資本市場の影響をとおして株価に作用する。商品価格が騰貴すると、企業収益が増加するから、株価と商品価格は平行的に変動するようにおもわれるかもしれないが、商品価格の騰貴は信用が拡大されて、資金の需要が増加する。そのため利子率に変動が生ずる。このことは株価にとつては負の影響をあたえる。したがって、収益増加の面から来る正の影響にたいして、貨幣市場および資本市場からの影響はそれに対立するわけである。

(3) 為替相場 副次的要因として第三に為替相場についていう。貨幣価値が低落して、為替相場が変動するばあい、「貨幣価値低落の事実が一般に意識され、物的有価物への逃避が旺になると、株価は、物価および為替相場の変動と密接な関連をもつが、そのとき、収益性からの観点が実質価値の観点の背後にかくれる。そこで、多くの物的有価物を所有する企業の株価は、貨幣の国内価値および対外価値の下落よりも、急速に騰貴する」のである。そして、ドイツにおけるインフレーションを筆頭に、イギリス、フランスおよびアメリカにおけるインフレーションと株価動向との関係を克明に跡づけ、これを經驗的にみている。そして、さらに、「デフレーションにおける株価についても考える。デフレーションにもとずく為替相場の騰貴のばあいは、物価低落期における株価の状態の特殊のばあいとして、物価下落の結果としての企業収益の悪化と信用諸市場の流動化との相対立する傾向とは異なり、前者の作用は強められ、後者の作用は弱められる」といつている。そして、デフレーションにおける經驗についても、イタリー、フランスおよびイギリスのばあいをあげて説明を補充している。

(4) 国際的要因 「種々の国々の証券市場は、直接、間接に、相互に関連している。」さらに、直接の関連には客観的と人的とがあつて、前者は、各地の取引所で同一の有価証券あるいは同種類の有価証券が取扱われるばあいを目指し、後者は、一部分は国際的な危険分散のために行われる投資の結果として、一部分は各所の取引所に同時に行われる投機の結果として生ずるといふ。間接的関連は、たとえば、株式利回の国際的比較のようなばあいであつて、株式利回は、本来、金利水準とおなじように国々によつて高低があるが、長期的に研究すると、特別の要素の存在しないかぎり、平行に動くとし、株価そのものもまた、国際的比較をなして、第一次大戦前と大戦後に分け、後者をさらに三つの時期に区分して、経験的に、株価の各国間における関連を探し出そうとしてゐる。

これらの副次的要因とならんで、さらに、いわゆる「人気」について考える。

(5) 人気 株式市場は非常に敏感であつて、広範囲に反応をしめすが、発明や天災や、あるいは政治的現象からの株価にたいする影響については、一般的な型をつくりあげることがむづかしく、経済的基礎のうえから見て、理由の明確でない株価の動きというものは、長く持続されるものではない。したがつて、多くの動、反動があらわれるのである。ところで、この不安定についてはどのように考え、説明すべきであろうか、というのである。本質的には心理的要因、および投機の作用から説明されるであろう。しかし、人気は、つねに、やがては事実によつて承認されなければならないものであつて、たんに、人気のにのみ動くのであれば、それ自体のうちに修正作用を蔵していると考えられる。「各個の経済的要因の関連にかんする法則は、同時に経済的諸要因と人間心理との関連にかんする法則である。」経験的にも、この関連が一般的に存在していることを示している。もちろん、

絶対的ではないが、「主観的要因をも、また株価構成の自立的要因として認めることは正当であろう」と論じ、さらに、人気の株価にたいする影響を長期的と短期的とに区分して考察する。そして、長期的影響は「問題となる程度は僅かにすぎず」として、したがって、もつぱら、短期的影響に焦点をおいて、経験的資料を図表化して考察する。そして、人気は投機的基礎のうえに芽生えるものであるとし、したがって、「短期的視角にもとずく株価構成の理解および一時的な取引所観察にとつては、純投機的売買は将来の市況にたいして、一定の影響をあたえる要因をもたらずということが重要である」といい、この要因を株価構成にかんする取引所技術的要因といっている。

(六)

「株価構成の取引所技術的要因は、収益的ならびに信用的基本要因とともに、おなじように、自立的な株価決定要因として考えられる。その効力は、普通のばあい、短期の株価変動への影響にかぎられる。」すなわち、投機的性格を帯びるからである。投機的取引は、株価変動に應じて、反対売貴が必ず縮結されるもので、投資取引のように、証券そのものの受渡を目標とする取引ではなくて、株価変動から生ずる値鞘を獲得しようとするための取引であるから、その獲得の実現は反対の売買によってなされるのであるが、したがって、買手と売手、強気と弱気との関係、すなわち「仕手関係」は、短期的であるけれども、株価変動の要因となるものである。かくて、もし取引所における特殊の力関係が株価を変動させることを要因として考え、これを取引所技術的要因と名づけるならば、その究明の中心をなすものは、仕手関係である。

取引所投機における強気と弱気は作用と反作用をくり返し、この反覆が一種の律動的運動であるかのようにあらわれる。これは、仕手関係による運動が、あたかも、ほとんど周期性をもつ波動をなして変動しつづけるかのように見えるからである。しかし、現実には、仕手の行動から生ずる株価傾向は、いうまでもなく、他のすべての株価構成要因の影響をうけるのであるから、仕手関係にもとづく株価の波動はあるけれども、それが一定の周期的循環をなすとはいきれるものでない、というのである。

(七)

以上で、オットー・ドンナーの株価構成にかんする見解を略述したわけであるが、このドンナーの見解にたいして、対立的もしくは否定的修正を加えているかのようにみえるのがジョージ・L・レフラーの見解である。それだけに、レフラーの株価論は、株価論に関心をいだくものの理解しなければならぬ議論であり、しかも両者を対照するところに、より以上に興味を感ずることができる。レフラーは、本文の冒頭に述べたように、その著「株式市場」に、その見解を発表しているのであるが、それによると、一般に、株価を決定する基礎的な要因として、最も重要性をあたえられていた企業の配当、収益などという従来の構成要因について再吟味をなす必要があるとするのである。したがって、この吟味の試みが、もし成功しているとすれば、これまで、また、なおいまも、一般に、承認されている株価論を根底からくずすことになるわけで、重要視すべき内容のものである。(下述の文中の引用文は、特別の註記のないかぎり、レフラーの著書からのものである。)

レフラーは上述もしたように、その株価論を「株価の基本分析」(Fundamental Analysis of Stock Prices)とす

一章と「株価の技術的分析」(Technical Analysis of Stock Prices)という別章とに二分して敘述しており、しかも前者を三十一章に、後者を三十四章に書き、その間に二章を設けているのであるが、そのうちの三十二章には「株価平均と株価指数」(Stock Price Averages and Indexes)に、三十三章には「ダウ理論」(The Dow Theory)について論じ、たんなる株価分析から、次第に投資分析ないし投資方法にまで焦点を移行せしめ、さらに、第三十四章のいうところの「株価の技術的分析」の後半においては、株式投資実践の分野にまで拡大しているのである。

レフラーは、「株価の基本分析」の章において、総説ともいへべき「二つの株価論」について論ずる。すなわち、従来から一般に承認されている株価論を「伝統的株価論」(The Conventional Theory of Stock Prices)とし、これに批判を加え、新しい株価論を樹立しようと試みるのである。この新しい株価論を「心理的株価論」(The Confidence Theory of Stock Prices)と呼ぶ。かくて、この両者を比較論証することによって、従来からの株価構成論に修正を加えようとする。したがって、ひいては、ドンナーの株価構成論にたいする批判となつてあらわれ、もつとも、レフラーは直接的に批判の対象としてドンナーの見解をえらんでいるわけではない。むしろ、レフラーの敘述のうちには、ドンナーの所説を直接的にもち出してはいないし、ドンナーの名前さえ見出されない。

かくて、レフラーは「景気の基因」(Business fundamentals)と「政治的基因」(Political fundamentals)との二つの節に分つて「株価の基本分析」について論ずる。しかも、前者を「一九三九年から一九五五年までの株価」(Stock prices; 1939-1955)「収益」(Earnings)「株価収益率」(The Price-Earnings Ratio)「配当」(Dividends)「利回」(Yields)「株式分割」(Stock Splits)「利子率」(Interest Rates)「株式利回と債券利回」(Stock Yields and Bond

Yields)「商品価格」(Commodity Prices)「国民総生産」(Gross National Product)「建築」(Construction)「新註文」(New Orders)「在庫」(Inventories)「ストライキ」(Strikes)および「工業生産」(Industrial Production)の各項に分けて論じ、後者を「その重要性」(Importance)「戦争」(War)および「他の政治的基因」(Other Political Fundamentals)の各項について述べた。

ついで、いわば、これらの理論的究明の結果を實際に実証的効果について検討するために、その手段として株価平均と株価指数についてのべ、そのもつとも代表的なものとしてダウ理論を理解するとともに、それに批判を加え、かくて、株価の短期的変動を説明するために、これを技術的分析として、株価の長期的変動についての分析としての基本分析に対立するものとする。

技術的分析においては、「その本質」(Nature of Technical Analysis)「その利点」(Advantages of Trading on Technical Conditions)「その相対的重要性」(Relative Importance of Technical Conditions)「取引量」(Volume)「市場の緊張度」(Strength and Weakness)「市場の広狭」(Breadth of the Market)「新値」(New Highs and Lows)「短期金利」(Short Interest)「反対論」(Theory of Contrary Opinion)「端株株主の動向」(Behavior of Oddlot Public)「低値株」(Low priced and High priced Stocks)「リターンにたいする反応」(Reaction to News)「季節的変動」(Seasonal Movement to the Market)および「継続的株価変動」(Sequent Price Movement)などの各項について論じた後、「野線論」(Charts and chart reading)に入り、その「用法」「性質」「価値」および「形状」(Chart Formation)を説明して、「結論」(a final Comment)を書いてゐる。これがレフラーの株価論の構造の全貌である。さて、これらの各節および各項について、その要約をしめすところのようである。

まず、レフラーは株価論における根本的態度についての重要な主張を述べる。従来からの一般に認められている株価論、すなわち、レフラーのいうところの「伝統的株価論」に対して批判ないし修正を行うとするのであるが、レフラーの理解する因襲的株価論については、要約して、「株価変動の根本的原因是会社の収益における変化についての予測にある」としている。もつとも、「伝統的株価論」というのは、レフラーがとくに称えた見解であつて、「そのように名づけられているのではなく、原則として具体的に形式化せられたものでもなく、また、市場におけるその追随者たちによつても明かに承認されているわけでもないのであるが、少くとも、長年のあいだ、その分野の考え方を支配してきた」見解として、つぎのように理解している。「すべての基本条件の変化から予想せられた結果は、個別的にも、集団的にも、基本条件の変化が会社の収益を動かすということである。また、収益におけるこれらの変化が配当を動かす。収益こそは株価を決定するもつとも重要な唯一の要因を形成するという信条である。それ故に、機敏な仕手や投資家は、基本要因が将来の収益を動かすものとして、当然に、すべての基本条件を評価しなければならない。基本条件の変化に先行して売買することによつて、その変化が生ずるまえに、仕手や投資家は収益における変化を「折込む」といわれる。収益における現実の変化が発生するまで待つことは最大の利益をうるためには遅すぎるのである。この理論では配当を重要な要因と考えるが、しかも、第二義的な考慮しか払わないのであるというのは、配当は収益に従うものであり、したがつて、収益の変化に応じて変化するというのが信条であるからである。要するに、特定の会社の、または、特定の事業の、あるいは、

多くの会社の、もしくは、全経済の収益における変化をあらわす条件とか情勢が株価を動かすのであるが、その株価は収益や配当の現実の変化より先に動くのである。

これは株価変動の古典的理論であり、古い説明である。株価変動は事業や収益の変化に先立って動く。近年、この伝統的株価論は高まる批判をうけるにいたった。二つの批判が注目し値する。(一)配当の重要性を認識していないこと。(二)株価変動を説明するばあいの基礎的要因として「確信心理」(Confidence)を認識していないこと。」つまり、こういうのである。基本要因が株価に自働的に作用するというのではなく、その要因の発生にもとずいて、市場を構成する人間が現実の状態に影響することを測定して、株価に影響をあたえると考えるのである。株価は自然的に構成されるのではなく、人間が形成するものである。収益や配当およびその他にたいする取引関係者の信頼という心理的作用が働きかけることを意味するのである。

この引用文でもわかるように、レフラーは従来の「収益」の増減を株価変動の基本的なものとする株価論にたいして「配当」の重要性と「心理作用」の重要性を強調して、因襲的株価論にたいして、新しい「心理的株価論」を打ち立てようとするのである。「心理的株価論」については、つぎのように敘述している。(この Confidence および The Confidence Theory という表現は第一版においては、株価構成にかんする敘述の部分には使用されていない。)

「株価変動についての、この理論は伝統的理論よりもさらに形式化されていない。実際に、この理論の形式的敘述は、いままでのところ、株式市場にかんする文献にはなっていない。しかし、著者の意見では、少くとも、伝統的あるいは正統派の理論とおなじように強調されることが正当である。市場における最近の動向をみると、株

価変動についての支配的説明として優位を認めるように好例をしめすことができる。この理論はつぎのような表現で形式化することができる。株価変動の基礎的要因は、株価、収益および配当についての将来における仕手および投資家の信頼の大小である。

この理論は、ただ、伝統的理論の主文の変化したものにすぎないとおもわれるかもしれない。すなわち、株価というものは、結局は収益に依存するものであるといわれるかもしれない。しかし、実をいうと、根本的に相異しているのであって、この説は、統計的原理によつて株価を説明するものではなくて、むしろ、市場心理の基礎に立つて説明するのである。その価値は、伝統的理論では説明されなかつた株価変動の多くの例外(気まぐれ)を説明するのに役立つのである。」

「心理的理論は伝統的理論の厳密な意味での原則を採択しない。後者の説においては、基本的条件は収益、配当、価格変動、生産、販売、国民総生産、政治的動向および同様の要因についての冷徹な、客観的事実であると考える。したがつて、その説は、株式は一定の株価収益比率において取引されねばならず、また、株式は債券利回りに比して、一定の利回を有たねばならないというように、よく研究された法則や標準を基礎として売買の決意がなされるといふ約束のもとに立っているのである。それ故に、熟練した統計家や投資専門家は、その経済資料についての理解や取扱で、市場を見透す立場に置かれる。基本要因が好調であれば、株価は収益や配当の変化を十分に織込んで上昇するであろう。要因が悪化すると、株価はその変化を科学的に織込んで下降するであろう。

市場についての、この機械論的理論にたいして、「心理的理論」家は賛成しえない。一般に、市場は高度の正確さをもつて統計や経済的資料に相応するものでないということを知っている。また、ニュースの善悪にたいす

る市場の無差別は信頼するにたりないということも知っている。また、株価収益比率とか、利回とかいうような株価水準の尺度はたえず変化していることも理解しているのである。」

「心理的理論によると、相当数の仕手や投資家が基本要因について楽観的になるならば、株式は買われる。もし過度の楽観になると、株価や収益や配当が普通的水準からみて、株価が不釣合の水準にいたるまで、株式は買上げられるであろう。反対に、悲観的になると、基礎的、基本的条件の如何にかかわらず売られる。その悲観が過度になると、普通の標準で測定して、株価が、まったく現実ばなれの水準に低落するまで市場で投売される。」

「心理的理論」は伝統的理論によって説明できないようにみえる、このような、強気市場や弱気市場についても説明するのに役立つのである。「経済情勢の明らかな強調に面しているときでも、弱気市場を説明することができ、好ましくない経済動向に面しても強気市場を説明することができるのである。収益増加のときでも株価の低落を説明することができ、その反対も可能なのである。」

上述のような見解を表明して、もつとも好適例とおもわれる一九四六年の軟調のときの例をあげ、「当時は基本的条件はきわめて強調で、国民総生産は増加しており、価格統制は廃止され、小売物価も卸売物価も高騰しており、会社の配当や収益は好調であった。しかも、その時、投機者は一般に悲観的であった。過去においても、いく度もあったように、戦後の不況がめぐつてくると信じられたのである。株式は売られ、市場は八、九月に悪化した。一九五〇年にいたるまで一九四六年の水準は回復しなかった。後で判明したことであるが、一九四七年という年は「かつてなかったような不況の年」であった。しかも、景気情勢は一九四八年の下期までひきつづき好況であった。しかし、市場にたいする信頼は一九四六年に消え失せたのである。仕手や投資家は事実について

は誤っていたが、市場はとにかく崩れた。信頼説は正当なることが立証せられた。

市場における一般の信頼を測定することは困難であるから、株式市場の分析についての困難が増加する。種々の方法で信頼を測ろうと試みる技術的要因に依存する仕手は、不完全な効果しかえられない。多くの投資家はなお、忠実に伝統的理論を用いている。その外見的具体性やその際限のない統計資料は重要な価値をもつ合理主義のようにみえるが、伝統的理論の追随者はつねに困難に直面しており、尠なからずまごつかされるのである。というのは、厳密に考えると、彼等が確信的に予想しているようなもつともらしい結果は、つねに生まないのである。」

この多くの長いレフラーの著書からの引用文によって理解されるように、レフラーは、収益を中心として株価を論じようとする一般的株価論を伝統的理論(Conventional Theory)とし、これにたいして「心理的理論」(Confidence Theory)と称する批判説を樹立するのであるが、「心理的理論」の理論的基礎は、株価を動かす基本的原因を考えるばあい、基本的原因が直接的に株価を動かす必然性があるのではなくて、基本的原因は、すべてみな、市場において売買取引を行うとする人々の判断をとおして株価に影響をあたえるのであって、基本的原因の変化が必然的に対応して、自動的に株価を変動せしめるのではない。株価を動かすのは人間であって、基本的原因ではないというのである。

このような根本的立場から株価を論じようとするのであるが、この立場からの見解が経験的にみて、果たして論証しえられるものであるかどうかを、レフラーは検討している。

まず、上述の構造によって、基本的原因についてみる。そして、この基本的原因を景気的な面(Business funda-

mentals) と政治的な面 (Political fundamentals) に二分して論ずる。

(九)

基本的要因の本質を論じてこういう、「基本的条件というものは、個別的株式にたいしても、集团的にたいしてもまた市場全体にたいしても、市場の情勢をしめすと考える市場外の経済的および政治的要因である。」とする。そして、この市場外の要因という本質を有つ基本的要因の第一の部類に属する景气的要因について考えるのであるが、それをいくつかの項目に分類して論ずる。そして、第一の項目として、「株価——一九三九年から一九五五年まで」という見出しをつけている。

レフラーによると、株価と景气的基本要因との関連を調査するには、一九三九年から一九五五年にいたる期間における両者について研究する方法が最良の方法であるという。そして、その期間を三つの時期に区分している。

(一) 一九三九年 大不況期を脱して第二次大戦の開始

(二) 一九四八年 正常経済情勢にたいする基礎的な期間

(三) 一九五五年 レフラーが利用することのできる最終の年

そして、主要な景気指標として、「二〇〇大工業会社の収益」「二〇〇大工業会社の配当」「建築契約」「連邦準備局工業生産指数」「国民総生産」および「非農産食糧生産物卸売物価指数」などをえらび、これらを「スタンダード・エンド・プリア四二〇銘柄株価指数」と対照して、要するに、株価は、伝統的理論において説かれているように、つねに会社収益とともに相関的に動くものではない、と立証している。株価と収益との変動は両者

に遅速があるばかりでなく、反対の方向にさへ動くばあいがある。株価と収益とのあいだには密接な関係はないのであつて、どちらかというと、株価は長期にわたつては、収益よりも先行する傾向を有するのであるから、収益における変動は株価動向に影響をあたえるには遅そすぎるものであるという。

株価収益比率 一般的について、一〇対一の比率が標準とされているが、今日では、この標準は変化している。収益の増減は、もちろん、株価の高低に影響するが、だからといって、収益と株価とのあいだに、恒常的な比率をもとめることは現実的でない。現実には、その比率は九対一から一五以上対一までの範囲が記録される。強気市場と弱気市場とで、その比率は変化する。また、成長的要因、会社の経営規模、経営状態、収益傾向、金融力、人気などの理由から著しい相違があるはずである。この比率は重要であるが、絶対的のものではない。

配当 配当は重要である。けれども成長株のようなばあいはきわめて、その重要性の比重は少ないのであつて、結局は騰貴による利益の方がより重要なのである。ただ、公共事業会社の収益のように非常に安定しているようなばあいは、きわめて正常な配当を行うから、最大の重要性をもっている。このような、二つのばあいを想定することができるが、収益と配当とは軌を一にして動くものではない。一九三九年から一九四八年の期間には収益が配当より早く上昇したが、一九四八年から一九五五年の期間には正反対の傾向がしめされている。

利回 株価の地位を理解するのに、もつとも簡単にして、最良の基準ではあるが、個々の株式によつては非常に相違する。したがつて、一般的基準としての絶対性はえられない。

株式分割 株式分割の発表による利益はやや幼想的であるが、株主は分割後も、その株式を所有するという条件において期待が生ずる。この期待を基礎として刺戟があたえられるのである。そのため、分割の効果は発表の

ときあらわれるのであるが、株式分割による騰貴は、株式分割が収益の増大および配当力の充実に前提としているのであるから、合理的基礎をもっている。

利率率 利率率の変化が株価を動かすか、もし動かすとすれば、その先行条件はどうかという課題は興味あることであるが、レオナルド・アイレスの、百年にわたる経験からの調査によると、景気循環の上昇のときには、利率率の低い時期は株価の最高値より先立つこと十二カ月で、景気循環の下降のときには、利率率の高い時期は株価の低値に先立つこと四カ月である、という説は、一般の承認をうけていない。オーウェンスおよびハーデー⁽²⁾は投機活動における循環変動が利率率の変化によって生ずるといふ一般的な理論は肯定できないとし、ムーア⁽³⁾も、この意見と類似の見解をのべており、有名なJ・ミンデルは利率率と株価とは直接の関係はないと明解に論じている。利率の高低が株価の騰落におよぼす影響についての一般的理論は理解できるけれども、高い利率率は必ずしも株価の騰貴を阻止するものでない。現実に、一九二八年および一九二九年の上期は高い利率率であった。一九二〇年らしいの最高であった。しかも、強気市場で高原相場を呈していたのである。

株式利回と社債利回 両者の相違が株価に重要な影響をあたえるというのであって、広いばあいは、株式に比べて強気の影響をあたえ、狭いときは、弱気の影響を有つというのであるが、一九二八年には両者はかわらず、一九二九年には、株価の崩落直後までは株式の利回の方が低く、最近では、株式利回は弱気市場においては一流社債の三倍であり、強気市場の頂上では約倍である。統計的にみても、この理論はまだ証明しなければならぬ余地がかなり残こされている。

商品価格 商品価格を一般物価としてみるならば、その騰落はインフレーションおよびデフレーションとして

理解することができる。このばあい企業における在庫は量の有無あるいは多少は、収益のうえに重要な役割を演ずる。前者のばあいは利益であり、後者においては損失となるからである。普通株式は一般にインフレーションにたいしてヘッジングとして考えられる。しかし、株主にとって、インフレーションが利益をもたらすためには多くの条件が必要である。一般的にいうと、工業生産会社は公共事業会社に比べてインフレーションによる利益を多く獲得するであろう。しかし、商品の騰落は必ずしも株価の騰落と関連させることはできない。一九二三年から一九二九年までの期間においては、卸売価格は沈滞状態であったが、株価は記録的な強気市場であった。一九四〇年から一九四二年までの期間においては、商品価格は騰責したが、株価は下落した。一九四六年、第二次大戦後、インフレーションが最大の規模にあつたとき、商品価格は騰責しはじめたのにかかわらず、株価は下落した。一九五一年、朝鮮戦争が停止されたとき、商品価格は微落し、一九五五年中葉まで、標準以下に低落したが、工業株は倍に騰責した。かように、商品価格は株価の指標としては信頼できない。

国民総生産 商務省の発表する国民総生産統計によると、アメリカの国民総生産は、一九三九年から一九五五年までは、ほとんど上昇しつづけたが、株価は一九三九年から一九四二年まで下落し、一九四六年に急落し、一九四九年から一九五五年まで、中断は少しあつたが、上昇した。この統計からも理解できるように、株価と国民総生産とは関連していない。

建築 建築は雇傭、給料支払、投資資本の使用、および原材料の需要について、主要な工業の一つであるが、したがって、景気変動において他の多くの工業に大きな影響をあたえる。工場設備の新增設および装置への投資は回復期にもっとも刺激的となり、かような支出における節約は不況をもたらすのである。建築契約と株価との

関係は一九三九年いらい密接でなくなった。建築契約は一九三九年から一九四二年まで増加したが、株価は低落した。一九四六年には建築契約も、株価も、低下した。一九四二年から一九四四年までの期間は反対になっている。一九四七年から一九四九年までのあいだは、建築契約は印象的ほど上昇したが、株価は不安定であった。一九四九年から一九五五年までは、両者ともに上昇した。このように両者間に相関関係はない。株価は一般に景気循環において建築契約に先立ち、したがって、建築契約高は株価にたいして大きな影響はあたえないのである。

新註文 工業生産における新註文は近い将来の潜在生産量をしめすのであるから、註文の増加は事業好調の前兆であり、減少は悪化を予想せしめる。新註文量が事業活動の変化に先行することには問題はないが、それが株価にたいする影響の大小は、また、別個の課題である。ムーアの評価によると、景気⁽⁵⁾上昇期には、耐久財産業における新註文は事業活動における変化より六・五カ月先行するといひ、プラムおよびハンフレ⁽⁶⁾によると、三カ月しか先行しないという。この両者の先行関係はきわめてあいまいであつて、現実においては、新註文量の動向にかんする統計は株価の動向を決定づけるものではない。

在庫品 在庫品の重要性は、商業において、卸売において、および製造工業において、景気の見透しの結果としてあらわれるものであるが、第二次大戦の終末後は、インフレーション経験の結果、在庫品を多く有つという傾向があらわれ、一九五〇年の朝鮮戦争によつて、この傾向は拍車がかけられた。ところが、この在庫品量と株価とのあいだには、⁽⁷⁾ 関連性は見出しえない。そのことはムーアの発表しているところである。

ストライキ 古くから、ウォール・ストリートに、箴言として、"ストライキのニュースは決して売るな"
(Never sell on strike news) というのがある。これは多少の例外はあるが、歴史的には正しい。この箴言の意味す

るところは、ストライキによる一時的な株価の下落は無視せよというのである。というのは、株価は、ストライキが解決すると、速かにストライキ前の位置に立ち直るといふ経験が多いからである。しかし、この説には二つの根拠があつて、その第一は、ストライキ中の生産、販売、利益に生じた損失は、ストライキが解決して生産が復帰したとき補われるからである。これは戦後の大鉄鋼ストライキにおける事例においても証明されている。第二の根拠は、つねにストライキがはじまる直前に製造家、卸売人、および小売人は適当な在庫量を準備するといふのである。ストライキのあと、その減少を補充するにすぎないからである。

工業生産 連邦準備局からの各月発表の工業生産統計は、第一次大戦と第二次大戦とのあいだの期間において株価と工業生産との相関関係の存在をしめしていた。工業株価は景気上昇期には六・六カ月、下降期には九・四カ月、工業生産に先行したが、この二つの指標間に分裂が生じた。工業生産は一九三九年から一九四二年まで着実に増加したが、株価は低落した。工業生産は一九四三年下期末から一九四六年上半期まで低下したが、株価は騰貴した。工業生産は一九四六年上期から一九四八年下期まで増加したが、株価は一九四六年激落したまま、一九四九年六月以後まで、思わしい回復はなかつた。工業生産は一九五〇年中頃から一九五二年中頃まで比較的安定していたが、株価は暴騰した。一九五四年および一九五五年の兩年にわたつては、両者はひとしく急上昇している。この経験からみると、両者のあいだには、一九一九年から一九三九年にいたるまでのような相関関係がふたたび生ずるかどうか疑問である。

以上のように、「景気的基本要因」のあらわれる各項について、主として経験的に吟味されるのであるが、要するに、基本要因であつても、その基本要因における動向が証券市場における仕手および投資家の判断と行動によ

つて、必ずしも、伝統的理論において説明されているような結果をあらわすものではない、ということを立て証明してやるのである。

- (1) L. M. Ayres; *Turning Points in Business Cycles*, p. 67, 1940.
- (2) R. N. Owens and C. O. Hardy; *Interest Rates and Stock Speculation*, 1930, p. vii.
- (3) G. H. Moore; *Statistical Indicators of Cyclical Revivals and Recessions*, *Occasional Paper* 31, 1950, p. 64.
- (4) J. Mindell; *The Stock Market*, 1948, p. 130.
- (5) G. H. Moore; *op. cit.*, p. 64.
- (6) L. V. Plum and J. H. Humphrey; *Investment Analysis and Management*, 1951, p. 480.
- (7) G. H. Moore; *op. cit.*, p. 64.

10

ところが、レフラーは、このような「景氣的基因」に対立せしめて、「政治的基因」という項目のもとに、景氣以外の株価にたいする要因として論ずる。そして、「連邦政府こそはこの米国の最大の事業者であり、最大の雇傭者であり、最大の消費者なのである。」といい、したがって、連邦政府の活動ないしは政策は重大な影響をもたらす。政府の規定や統制が増加し、支出や租税における政策の状態は、景氣に計り知れない影響をおよぼすものであり、しかも、今日の信用組織は、歴史におけるいずれの時期におけるよりもはるかに拡大されているのである。

戦争 戦争の経験は経済を強く刺戟するものであることを知らしめるが、戦争は予測できる事態ではないのであるから、株価にたいする影響も非常に明確ではあるが、予想できないのである。平時の経済組織における、機能にもとずいて、株価変動を予測しようとする市場人は、さらに、その困難は増加するのである。

戦争以外の政治的基因として大統領の役割をあげることができる。新税、復興計画、海外援助、予算、農業計画、道路計画、および防衛支出などは、株価に予め織り込んでいないかぎりは、みなそうである。したがって、臨時国会の召集や大統領選挙は市場に著しい影響をあたえるものである。大統領選挙は市場における不安定性を生ぜしめるようにおもわれるが、結果はつねに好感をもたれている。最近の十四回の選挙のうち、十一回は株価は騰貴し、三回は低落した。大統領の健康状態でさえ非常に重大な影響をあたえるのである。ときによると、政治的あるいは経済的な事象よりも強く市場を動揺せしめることがある。

この他、国会の法律、他の種々の政府機関の活動による鉄道その他の公共事業、アンチトラスト活動、会社の合併政策にたいする規定、証拠金にたいする取締、銀行や信用制度にたいする統制、商業銀行の貸出や投資にたいする態度、最高から簡易にいたる裁判所における判決などの影響も、市場にたいする要因と考えられなければならない。

II

レフラーは上述のように、その株価論を「基本分析」と「技術的分析」に区分して論じているのであるが、「技術的分析」をまた、十数項に分ち、ことに、その後半を「野線論」に頁を割くという敘述の方法をとっている。

しかし、いうところの「技術的分析」を理解するためには、そこに論じられている各項節のうち、「技術分析の本質」「技術的条件の相対的重要性」「ニュースにたいする反応」「季節的変動」および「野線論」などの各項節が重要であろう。

技術的分析は株価の短期的な変動にかんする分析であつて、基本分析とは対照的なものである。基本分析においては市場外の経済的および政治的な要因を取扱っているが、技術的分析の範囲は市場内部に生じている要因あるいは条件について考えるのである。前者は長期的の観察であつて、したがつて、投資家的方法であるが、後者は短期的判断であつて、短期売買者、すなわち、投機師ないし仕手の手段となるものである。本質的な株価動向の如何にかかわらず、一日、あるいは一週、あるいは一カ月という短期間にあらわれる第二次的株価変動の波動による値巾を獲得しようとするための方法である。

そして、「タイミングが技術分析の鍵である。如何なる株式を売買の対象にすべきかということよりも何時売買をなすべきかということを目標にするのである。それ故に、株価を動かしている、もしくは株価を動かすともわれる技術的要因や条件に焦点がむけられるのである。タイミングは魅力ある課題であるが、最高の分析技術を必要とする。これについての種々の方法が長期間に発達しているが、その多くは完全な失敗に終っている。」

この技術的分析と基本分析の市場にたいする影響の比較を測定する正確な方法はない。それ故に、この二つを混同して、毎日の市況分析について、新聞における評者は妙からざる読者を混迷させるような結果になっている。これらの論者は好んで市場の短期変動の説明の基礎として技術的条件を利用する。

「たしかに、この四分の一世紀においては、株価に影響する技術的影響の重要性を減ずる多くの要因があつた。

一時的には市場の支配的要因であった操縦もなくなった。また、買占も買煽りも、も早や市場を動せなくなっている。売叩きもあらわれない。コールマネーの金利や供給の変化も株価変動には影響をあたえていない。空売は往時のように市場に影響しない。」

マージンが拡大されたので、コールロンはも早や金融者を保護するようにはなっていない。「即日手仕舞売買」は証券取引規則によって制限されている。例の Jesse Livermore 型の旧式市場侵入者も、も早や重要な要因ではないし、午前中に五千ないし一万株を買ひ、大引前に手仕舞するという職業的仕手も重要でない。」

取引高 技術的分析において、「取引高」は他の技術的要因よりも注意すべきであつて、強気市場のときは、強調のばあいは増加し、反動のばあいは減少する。弱気市場のときは、反動のばあいは増加し、回復のばあいは減少する。激しい変動の末期における大取引高は、その傾向の終焉をしめすもので、株価の転換点を示唆していると考えられている。正確にいうと、取引高についての一般の説では、(一)回復期に増加し、反動期に減少するのは、強調市況である。(二)反動期に増加して、回復期に減少するのは、軟調市況であるとされる。株価が騰貴するにつれて取引高が増加すると、需要が供給より多いのであり、言換えると、買手が売手より強いという説である。取引高にかんする、かような説は、初期のダウ理論の特長であつた。

技術的分析をなすものは、今日では一日とか、せいぜい、数日とかの短期間の分析において取引高を利用する。しかし、このような取引高説は株式における変動についての毎月という期間において分析されると、確実性が疑われてくる。一九三四年から一九五五年までの期間にわたつて、完全な統計調査によると、取引高と株価との相関係はきわめて尠ないことが発見される。その期間中の五回の強調市場において、係数一が完全なばあい相関

係数はただの〇・四四八二にすぎなかった。これは両者の関係が稀薄であることを意味するのであり、その関係は実際の価値が少ないことをあらわしてゐるのである。同期間中における四回の軟調市場において相関関係は〇・二四二二であつて、全然価値はなくなつてゐる。

ニュースにたいする反応 技術分析者はニュースの市場にたいする反応に興味をもつ。市場が好ニュースに反応をしめさないならば、買手にたいする誘因とならないのであるから、技術的にみて、軟調の徴候と考え、悪化のニュースにおいて、下落しないならば、売手にたいする誘因とならないのであるから、強調の兆候と判断するのである。ニュースが先行して織込まれてゐるときは、古い諺言であるが、「好ニュースが出たときは売れ」(わが国においていわれる「知つたらしまい」に相応するのであろう。)というのが考えられるという。

委節的変動 理論的にいうと、厳格な意味での委節的変動は株価変動においては見られない。しかし、軽い意味ならば見出すことができる。たとえば、ダウ・ジョーンズ工業株平均を使用すると、一八九七年から現在までの期間にわたつて、ある数カ月は上昇してゐることが見られる。一月、七月、八月、および十二月はどちらかというとなつて騰り気味である。夏高とか十二月高とかいわれるのがそれである。しかし、厳密な意味に解したり、投機の信頼すべき指標としては用いられない。一八九七年から一九五五年までの五九年間に、ダウ・ジョーンズ工業株平均は十一月末から十二月末まで上昇してゐるのは四二年で十七年は低落してゐる。しかも、ダウ・ジョーンズ工業株平均は、この期間中に、約三〇から四九〇上昇した。長期にわたつて、毎月、上昇した。仕手は決して季節変動を問題しないのである。

野線の本質 「野線は数字で表現された資料の統計的図表である。巧みに作成されると、相当期間にわたる株

価の意味深い一時的変動やその傾向を市場分析家に大掴みさせることができる。そして、正当に用いると、市場変動を説明するのにかなり価値あるものである。」

レフラーは、他の株価分析研究において軽視されている、これらの野線図表にたいして、相当の関心をしめしており、これらの敘述のあと、野線図表の作成方法を論じ、それを比較対照し、野線図表の価値を考え、野線図表にあらわれる図型について、いろいろのモデルをしめして説明しているのである。

かくて、技術的分析にたいする結論として、こう述べている。

「短期的分析家や仕手にたいして興味ある多くの技術的要因がある。その主要なるものは上述したが、技術的要因の研究者は、そのうちの一つだけに依存するということはない。ただ、数種的要因が、分析によって依存しうると考えられ、注意深く了解されるような時に限られるのである。」

以上で、レフラーの株価論において意図するところを概説したのである。すなわち、株価論にたいする態度において、客観的、必然的、自動的な要因の株価にたいする影響を理解しようとする従来の態度を否定し、投資家ないし仕手の介在を重要視するという根本的分析態度を基礎として、「基本的分析」において「景氣的」と「政治的」の両側面について論じ、ついで、「技術的分析」についても考えているのである。

(一) G. L. Leffer and R. H. Dennis, "Faulty Gauge" Barron's, May 16, 1955, p. 9.

II

ドンナーとレフラーの株価構成にかんする見解について、その概略をみたのであるが、この二つの株価論につ

いて、構造的にみると、上述もしたように、両者にきわめて類似する諸点があることを見出すであらう。たとえば、ダイス (C. A. Dice and W. J. Eiteman; *The Stock Market*, 1952) における株価論、リックス (M. S. Rix; *Stock Market Economics*, 1954) における株価論、グラハム (B. Graham and D. Dodd; *Security Analysis*, 3rd. ed., 1954) における証券分析、あるいはワイリアムス (J. B. Williams; *The Theory of Investment Value*, 1956) における投資分析などと比較すると、この両者は、その内容において非常に異なっていることが理解せられながらも、両者ともに、その構造において非常に近似していることが見出される。

ドンナーの見解は上述するところで判然されるのであるが、構造的にみると、「二つの基本的要因」の分析と、その要因の基盤となっている「市場外の条件」についての分析と、これらの政治的および経済的分析の補充をなすために、市場特有の「技術的分析」をもって、株価論の全構造を完結せしめている。この手法は、レフラーにおける見解にもうかがえるところであつて、レフラーにおいては、その株価論を「基本分析」と「技術分析」とに分け、その「基本分析」において、「市場外の経済的および政治的要因」について論じており、ドンナーにおける「収益的基本要因」「信用的基本要因」および「副次的諸要因」という三つの部門的要因に分類されている部分を総合して、たんに一つの「基本的なもの」としてまとめているにすぎないだけの相違しかないのである。しかも、レフラーにおける「基本分析」そのものの構造は、「収益」「株価収益率」「配当」「利回」「株式分割」「利子率」「株式利回と債券利回」「商品価格」「国民総生産」「建築」「新註文」「在庫」「ストライキ」「工業生産」「政治的重要性」「戦争」および「他の政治的基因」などの各項から形成されているが、これは、ドンナーにおいて、「収益的基本要因」において「収益と配当と株価」との関係を論じ、「利回」「純益率(株価収益比率に相当する)」および

び「利子率」などとの関連をとりあげて説論し、ついで、「信用的基本要因」において、「資金量」「取引量」「証券発行」および「債券価格と株価との関係」などを論じ、さらに、「副次的諸要因」において、「生産」「商品価格」「為替相場」「国際的要因」および「人気」についてのべていることと比較対照すると、その各項目の課題において、きわめて類似していることが容易に見出される。

ドンナーの見解を構造的に吟味すると、その体系を組立てるとき、まず、常識的に列举される株価にかんする決定要因を、つぎつぎにあげ、これらをそれぞれ、過去の実際の株価動向における経験と対比して、それらの株価との関連性を究明し、この結果を足場として、理論的に組立てるといふ方法をとっているのであるが、レフラーにおいても、これとおなじように、これらの各要因について、アメリカにおける、最近までの株価傾向との対比において対照を行っているのである。しかも、その結果は、ことに、ドンナーにおいて明かにされている株価と各要因との関連性をことごとく、否定する態度を表明するにいたっているのである。これは、上述においても明かにしたように、ドンナーにおいては、考察の方法として用いられた株価傾向と要因との関連性を把握するばあいの、直接的、必然的、自動的、この二者が結びつくものとする仕方ではなくて、レフラーのばあいは、株価と各要因の両者の間に関連性が生ずるのは、要因にたいする投資者、あるいは仕手の心理的要素ないし行動的要素が介在して、媒介の作用をなして、この二者がそれによって結びつけられるのである、と考へるのであるから、両者が実証的に関連するものでないことを立証する方が理論上、妥当性をもつことになるのである。言かえるならば、過去の経験において株価と各要因との関連を実証的に立証されないから、投資者ないし仕手の介在を株価決定の重要な要素として想定しなければならないというのである。しかし、この人的要因の介在をめぐる問

題は、ドンナーの株価論が構成された第二次大戦前と、レフラーが株価論を発表したその戦後との現実の景気的條件が、企業の独占における高度化をめぐって、かつての競争的な環境から、きわめて停滞的な情勢への基盤的変化があることを考察に入れる必要があるし、また、たとえば、その派生的現象として、配当の安定化傾向という独占形態における一つの特殊性を理解することによって、収益と配当との対応的関連性というものの否定が理解され、ドンナーにおける収益と配当との連鎖がレフラーにおいてこの両者の関係が切断されることについて理解されるのである。これは両者の比較をなすための一つの適例にすぎないのであって、あげられた各要因ないし項目についての相互の関係においておなじようなことが見出しえられるのである。このような史的背景の相違が両者のあいだに存在することを銘記される必要がある。