

# 經濟論叢

第十八卷 第四號

---

神戸正雄博士  
八十歳祝賀  
記念論文集

---

昭和三十二年十月

京都大學經濟學會

## ダウ式修正株価平均の正体

今西庄次郎

### 目次

一 ダウ・ジョーンズ式修正方法と問題点

二 ダウ式修正方法の解剖

三 我國のダウ式修正株価平均の正体

### 一 ダウ・ジョーンズ式修正方法と問題点

終戦後（昭和二四年五月一五日以後）我國に於て株価平均の算出にダウ・ジョーンズ式修正方法が採用せられるに至っている。これは、戦後の復興生産が会社新設によつてよりも既存会社の規模拡張によつて行われ増資が続出し、然もこれら増資会社の殆どはその増資を旧株式に対する割当によつて行い、ために旧株式のプレミアヤム（額面価額以上）が新株式に移行し、株式価格は増資毎に低まつたからである。素より株主割当増資が行われた場合常にプレミアヤム移行による株式低価が生ずるとは限らない。併し終戦後我國企業はインフレ經濟で収益率が高まり多くの会社株式はプレミアヤムを持っていたのであり、更に指摘すべきは、インフレによる固定設備の値上りて一般に再評価積立金を擁し、増資に際しこの積立金の或る部分を分配、つまり株式資本に繰入れること（所謂有償無償抱合

わせ増資)を行うに至つたのである。抱合わせ増資を行う場合、普通の場合よりも旧株の権利落の額が大となるところである。収益力大で、拡張を計画しない会社の中には、再評価積立金の分配のみの増資(所謂無償増資)を行うものも少くなかつた。何れにしても、増資によつて株式価格が低められその低下が会社の経営状態や景氣の悪化に基づくものでない以上、当該株式の価格をそのまま用いては經濟指標としての株価平均は不正確なものとなり用をなさないこともなるのは當然である。斯くて經濟指標としての株価平均を作成するに当り株価を適当に修正する必要があるわけであるが、増資権利落が多く株式について行われ、一つの会社株式に就いても一兩度に止まらないという情勢に於て、株価修正を能率的に行うことも大切となる。ダウ・ジョーンズ修正方法は一応この要請に適しており、戦後我國株式市場に於て株価平均と云つた場合専らダウ式が用いられて来た最も大きい事情がこれにあること、疑をいれないところである。

ダウ・ジョーンズ式の権利落修正方法は、ウォール・ストリート・ジャーナルを發行しているダウ・ジョーンズ社(Dow-Jones & Co.)がその作成している株価平均に採用している方法であり、特色は、平均株価算出銘柄に権利落があつた場合にも一々個別に株価を修正せず、合計価額を割る除数を改め、爾後これを(恒常除数 Constant divisor と呼ぶ)用いるところにあること、識者の既に知れるところと思う。我國証券取引所ではこの方法を次の如き算式で示してゐる。

$$\text{前日の除数(恒常除数)} \times \frac{\text{前日の株値合計} - \text{権利償還}}{\text{前日の株値合計}} = \text{本日の除数(恒常除数)}$$

$$\frac{\text{本日の株値合計}}{\text{本日の除数}} = \text{本日の修正株価平均}$$

権利償戻はアービンの銘柄に於ては証金裁定による権利処理価額、一般銘柄に於ては権利処理価額算定方式による権利処理価額をいう。

(註) ダウ式修正方法は増資権利落の場合だけでなく、銘柄の入替、銘柄の追加又は廃止のあった場合にも用いられる。<sup>(2)</sup>

**銘柄の入替の場合**

新銘柄が旧銘柄より安い場合

$$\text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} - \text{旧新銘柄の前日の株価の差額}}{\text{前日の株価合計}} = \text{本日の除数}$$

新銘柄が旧銘柄より高い場合

$$\text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} + \text{旧新銘柄の前日の株価の差額}}{\text{前日の株価合計}} = \text{本日の除数}$$

$$\frac{\text{本日の株価合計 (入替済のもの)}}{\text{本日の除数}} = \text{本日の修正株価平均}$$

**銘柄が廃止された場合**

$$\text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} - \text{廃止銘柄の前日の株価}}{\text{前日の株価合計}} = \text{本日の除数}$$

$$\frac{\text{本日の株価合計 (廃止銘柄のもの)}}{\text{本日の除数}} = \text{本日の修正株価平均}$$

**銘柄が追加された場合**

$$\text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} + \text{追加銘柄の前日の株価}}{\text{前日の株価合計}} = \text{本日の除数}$$

$$\frac{\text{本日の株価合計 (追加済のもの)}}{\text{本日の除数}} = \text{本日の修正株価平均}$$

(1) 大阪証券取引所「インベストメント」昭和三年一、二月合併号 表紙裏

(2) 同右

ダウ式修正のやり方は大方に知られているとして、ダウ・ジョーンズ社は如何なるいきさつによつてそれを案出したのであろうか。その修正方法の検討に先立ちこの点を一瞥しておこう。<sup>(1)</sup>一九二八年九月一〇日以前、同社の作成せる工業株二〇種平均（現在は三〇種となっている）は合計価額を二〇で除し、若しその或る銘柄が分割（Split）せられたときはその銘柄の価格は分割数を乗じて倍加するというやり方であった。而してこの株式が分割され従つて価格を倍加すべき銘柄は次第に増し、当時、二倍すべきもの二銘柄、二倍半すべきもの一銘柄、四倍すべきもの二銘柄、六倍すべきもの一銘柄と六銘柄に達した。この情勢の下、上のやり方では、調整を必要とする六銘柄の価格が他の一四銘柄の価格と騰落方向を異にするときは、株価平均は多数銘柄群よりも少数銘柄群の方向に動くこともなつた。斯くて、彼等はこの歪みを改め、又銘柄の入替を容易にする必要を感じその工夫に努めたのであつた。尠て、一九二八年九月一〇日現在、株式分割による調整をなした二〇銘柄の合計価格四七七六・四ドルを二〇で除するにより当日の平均株価二三八・八二ドルが得られたのであるが、株式分割による調整をしない株価合計は三〇三三・〇一ドルであり、これを右の平均株価で除せば一二・七という数字となつた。ここに彼等の見出したのは、現実の株価を一二・七で除せば修正株価合計を銘柄数二〇で除したのと同じ株価平均が得られるという事実である。即ちこの日から彼等は、現実の株価と調整された除数を以て平均株価を算出することとしたのであつた。

(1) C. A. Dice & W. J. Eiteman, The Stock market, p. 331-332.

右に述べた、ダウ式修正方法の案出されたいきさつからこの方法の根拠の一端は窺われるが、それは文字通り一

端であり、その本質は充分に明かにされ得ない。従つてダウ式修正方法に就いてはその理論的な研究が尚残されていたのであるが、従来それは放任されたままであった。周知の如く我国にダウ式修正方法を採用して株価平均を作り出したのは昭和二四年五月一五日であり、当日の株価平均は東証二二五種平均一七六・二一円、大証二五〇種平均一五五・九六円であった(当日は單純、修正とも同價格)。尨が、其後我が激しい増資拡張に基づき恒常除数は次第に小となり、最近では單純平均一〇〇円内外なるに對し修正平均五〇〇円内外となるに至つて、人々はダウ式修正方法は実勢と遊離した株価平均を作るものとの印象を深めるに至り、漸くその検討を始めるに至つたのである。尤も充分、理論的にその検討をなせる人は少く、僅かに大阪大学の横山 保教授の諸研究が最も進んでいるといふ有様である。

横山氏の研究によれば、ダウ式修正は、多数銘柄の平均株価を出すのに、権利落銘柄のあつた場合除数に工夫を加えて簡便に行う方法であるが、それは権利落のあつた銘柄だけに就いて云えば、次の如き修正をなすものである。

## 有價増資の場合

権利落前日の株価  $P_0$  100円 (額面金額50円)

権利落当日の株価  $P_1$  280円

(1+R の有價割当あり) (1對1の有價割当)

第一時点の修正株価

$$P_1 \frac{P_0}{P_0 - R(P_0 - A)} \quad 80 \times \frac{100}{100 - 50} = 80 \times \frac{100}{75} = 106.66円$$

$$P_0 \frac{P_0}{1+R} \quad 100 \times \frac{100}{1+R}$$

第  $i$  時点の株価  $P_i$  90円

第  $i$  時点の修正株価

$$P_i \frac{P_0}{P_0 - R(P_0 - A)} = 90 \times \frac{100}{100 - (100 - 50)} = 90 \times \frac{100}{75} = 120 \text{円}$$

第  $i+1$  時点の株価  $P_{i+1}$  □70円

(1対  $R'$  の有償割当) (1対1.5の有償割当)

第  $i+1$  時点の修正株価

$$P_{i+1} \frac{P_0}{P_0 - R(P_0 - A)} \cdot \frac{P_i}{P_i - R'(P_i - A)} = 70 \times \frac{100}{100 - (100 - 50)} \times \frac{90}{90 - 1.5(90 - 50)}$$

$$= 70 \times \frac{100}{75} \times \frac{90}{66} = 127.27 \text{円}$$

(1) 大阪証券取引所「インストメント」上掲号 一〇〇—一〇二頁

同教授は権利落のあつた銘柄各個につきこの方法による修正株価を出し、之等を平均した大いさと、各個的には修正せず除数を変更して出した平均値とを比較し、両者に殆ど開きのないことを証明しておられ、ダウ式修正が各個的には右の如き修正をなすものであることには異論を挟む餘地はないようである。そうだとすれば、ダウ式修正株価平均の本体如何は、右の方法により算出される、権利落による各個銘柄の修正価格の本体を明かにするに就てあらわされることとなるわけである。

然らばこのダウ式修正株価は正当であらうか。額面五〇円の株式、時価一〇〇円るとき一對一有償倍額増資の権

利を落し八〇円と生まれたものが、価格九〇円となったとき修正すれば一二〇円となり、その値段のとき再び一対一・五有償割増資をなし権利落七〇円と生まれたとき修正すれば一二七・二七円となるといふが、果たしてこれは現実に近い価格であろうか。申しくも株式価格の研究をなせる人は、直感的にこの数字に納得出来ないものを覚え、延いて右のダウ式計算に疑問を懐く筈である。

## 二 一 ダウ式修正方法の解剖

一休、増資権利落を修正した修正価格という以上、当然、修正せられたものは価格でなければならぬ。こんなことは判り切つていと云われるかも知れないが、後で判つてくるように、これが一般に案外理解されていないのである。

さて増資権利落を修正した修正価格というその修正は、本来どのような修正であるべきであろうか。この点が問題の根本たること云う迄もない。而してその修正は、権利落がないとしたならば幾許の価格であるか、つまり権利落がなかったならばあるであろう価格に還元することである。この事は株価平均をつくる主たる目的から云つて当然である。而して説明を要するのは、権利落がなかったならばということの意味である。これを増資がなかったということと解釈してはならぬ。権利落の修正が問題となるのは増資があつたからであり、増資は与えられた事実としなければならぬのだ。権利落がなかったとは、増資が行われても、増資後の収益で増資前の資本に帰せしむべきものを増資前の資本に帰せしめることである。増資後の収益は資本平等の原則で増資後の新旧資本全体に帰せしめられるのであり、これにより増資と共に株価は低落する（権利が落ちる）のであるがゆゑ、増資前の資本の生む

収益分を資本全体に帰せしめず増資前の資本に帰せしめるようにすれば、自ら、低落した価格も訂正せられたものとなるわけである。

凡そ株式の価格はその価値が中心となって定まるものである。株式価値の大きさは、会社の現在蓄積している純益のうち会社の実力（企業実力）に依じた適正な分配率で配当に向け得べき額（適正配当力）を株式一般対価歩合を以て資本化して与えられる（実はこれは収益価値であり、株式にはこのほか市場性価値があり、株式の価値としては両者の複合したものであるが、主たる部分は収益価値であるので、市場性価値の方は抽象する。このほか株式価値に就いては述べるべきこともあるが、今は必要な点だけに触れ深入りしないこととする）。勿論、株式の価格は価値だけでなく、価格情勢と云われるもの、就中会社収益を動かす将来の景気や金融状況の予想、人気、需給の分量関係などが加わって定まるものであるが、価値が中心となることには変りはない。株式価格が価値を中心として定まる以上、価格の動きも価値の変化が中心とならざるを得ず、価値に変化なくとも価格情勢の推移如何で多少変動することもあるが、或る程度以上の相当な変動は価値に変化があつて行われるのである。時として、仕手株と呼ばれるものもあり、価値を無視した大いさとなることもあるが（尤も単純な仕手株でなく主力株と呼ばれるほどの銘柄は、価値から非常に離れた大いさとなるも、その変動は価値の変化に比例するという性格を持つ）、例外的となしてよいほど少数である。何れにしても、株式価格の変動はその価値の变化に基づいて起るとすれば、今増資権利落ち後の株式価格如何もその価値の大いさを中心として決定すべきであり、これによってのみ真に正当な増資後の価格が与えられるのである。

(1) 株式価値の詳細は左記拙稿を参照されたい。

「証券価値論の成立」関西大学商学論集第一卷第一号 昭和三十一年四月

「証券価値の本質」関西大学商学論集第一卷第三号 昭和三十一年九月

「株式価値の特質」関西大学商学論集第一卷第四号 昭和三十一年一〇月

以上、権利落の株式価格の修正に関する根本的な事項を理論的に述べたが、以下実例を挙げてその理論を展開することとする。

今、一対一有償倍額増資権利含み五〇円額面株の価格一〇〇円、延いて順当に権利を落して七五円となる株式を取上げるに、斯かる株価を示す会社として——種々あり得るであろうが——大体、資本金一〇〇〇〇万円、現在年換算純益三八〇〇万円、会社の企業実力が良クラスで利益の適正分配率五〇パーセントであり、一方株式の一般対価歩合年九パーセントといふところである。この会社の株式は、増資を決定していないときの価値は

$$\frac{3800 \text{ 万円} \times 0.5}{10000 \text{ 万円}} = 0.19 \dots\dots\dots \text{適正配当力}$$

$$\frac{50 \text{ 円} \times 0.19}{0.09} = 105.5 \text{ 円}$$

この会社が倍額増資をし資本金一〇〇〇〇万円となし新資金一〇〇〇〇万円で規模を二倍に拡張せんとし、その施設拡張は一カ年後に完成するとすれば

$$\frac{3800 \text{ 万円} \times 0.5}{20000 \text{ 万円}} = 0.095$$

$$\frac{50 \text{ 円} \times 0.095}{0.09} = 52.8 \text{ 円} \dots\dots\dots \text{増資後の収益価値}$$

$$\frac{3800 \text{ 万円} \times 2 \times 0.5}{20000 \text{ 万円}} = 0.19$$

$$\frac{50\text{円} \times 0.19}{0.09} = 105.5\text{円}$$

$$\frac{105.5\text{円}}{1+0.09} = 96.8\text{円} \dots \dots \dots \text{増資後の収益期待価値}$$

今増資後の価値を収益価値と収益期待価値の平均とすれば

$$\frac{52.8\text{円} + 96.8\text{円}}{2} = 74.8\text{円} \dots \dots \text{増資後の価値}$$

而してこの価値の株式が50円払込で与えられるので

$$74.8\text{円} + (74.8 - 50)\text{円} = 99.6\text{円}$$

価格が価値通りになるとの前提に従えばこの会社株式は増資前（権利含み）一〇〇円、権利落七五円となるわけである（この計算例から知られる如く、会社株式は増資という事だけで本来価格を増すものでない。勿論、現実の価格は価値そのままになるものでないがゆえ、増資前価格一〇五円となっておれば増資決定により少くとも一〇五円となり、増資決定により一〇〇円となるときは増資前一〇〇円となっていたときとみてよい）。

扱、この会社株式を例として吾々当面の権利落ち後の価格の修正であるが、先ず注意すべきは、この株式は権利落ち後七五円から、業界景気に変化がないとすれば、次第に価格を高めてゆく筈であることである。何故なら一カ年経過すれば設備拡張が完成し利益が従来の倍額になり、価値は収益価値一本で一〇〇円（乃至一〇五円）となる筈で、権利落ち後それに向って日々収益期待価値を増してゆくからである。従って権利落ち後半年ほどすれば自然に八六、七円の価格となり、八カ月ほどすれば九〇円となるところである（このことは単に趨勢的に云われるだけでなく、正確な価値計算によっても算出出来る）。而して之等の価格の場合、それを修正するならば一〇〇円と

ならざるを得ないのだ。何故なら八六円、九〇円という価格は年換算利益三八〇〇万円に基づいているのであるが、この利益は殆ど増資前の資本が生んでいるところで、これを増資前の資本一〇〇〇〇万円に帰せしめるならば、当然、価値は一〇〇円（乃至一〇五・五円）とならざるを得ないからである。

右の修正は増資後業界の景況が変化しないとしての計算であった。つまり権利落ち後半カ年目ぐらいで八七円となり、八カ月目ぐらいで九〇円となっているときは業界景況は変化しておらず、延いて修正価格は依然一〇〇円であった。併し権利落ち後一カ月ぐらい経過して株価が九〇円となり、或は半カ年目で一〇〇円となったとすれば、話は別である。何故なら、業界の景況がよくなり会社の利益が増加し株式の価値が増加していなければ、これらの価格は賚されないからである。然らばこれらの価格の場合、幾許に修正せられるべきであらうか。

先ず増資決行後一カ月で九〇円となった場合、この株式の価値も九〇円とすれば、これは収益価値と収益期待価値の平均であり、然もその割合は大体収益価値一、収益期待価値二である筈である（先にやったこの会社の増資決定による価値計算の処、参照）。従って

$$90\text{円} \times 2 = 180\text{円}$$

$$180\text{円} \times \frac{1}{3} = 60\text{円}$$

収益価値は六〇円となっている筈である。株式の一般対価歩合を依然年九パーセントとすれば、一株当り適正配当額は

$$60\text{円} \times 0.09 = 5.4\text{円}$$

株式全体として

$$5.4\text{円} \times 400\text{万} = 2160\text{万円}$$

この会社の利益の適正分配率は五〇パーセントなるがゆえ

$$2160万円 \times 2 = 4320万円$$

即ちこの会社は、増資後一カ月目現在で、年換算利益三九〇〇万円から四三二〇万円に増加したわけである。勿論、修正は増資前の資本一〇〇〇〇万円にこれを対当せしめることである。

$$\frac{4320万円 \times 0.5}{10000万円} = 0.216$$

$$\frac{50万円 \times 0.216}{0.09} = 120万円$$

結局、修正価格は一二〇円となるわけである。

次に半力年目に一〇〇円となった場合は、右と同じ計算方法に従い

$$100万円 \times 2 = 200万円 \quad 200万円 \times \frac{1}{3} = 66.6万円$$

$$66.6万円 \times 0.9 = 6万円 \quad 6万円 \times 400万 = 2400万円$$

$$2400万円 \times 2 = 4800万円$$

$$\frac{4800万円 \times 0.5}{10000万円} = 0.24 \quad \frac{50万円 \times 0.24}{0.09} = 133.3万円$$

結局、一三三円に修正すべしとなるわけである。

増資会社株式の株価修正事象として尚残されているのは、会社が増資による事業規模拡張を完成した後である。

上例の会社の場合、拡張は一カ年にて完成することとなっているが、今完成後数カ月して株価が一二〇円となったとせんに、業界の景況がコンスタントであれば価格は一〇〇円であるがゆえ、それが一二〇円となったのは業界の

景気が好転しているからであること確かである（確には、業界の景気がコンスタントであるのに、拡張設備が新鋭でこれの操業により利益の増加が齎されることもあるが）。業界景気が従来のもままであれば、事業規模は増資前の二倍となっているがゆえ、その利益額は

$$3800万円 \times 2 = 7800万円$$

今株価二〇円となったとすれば

$$120円 \times 0.09 = 10.8円 \quad 10.8円 \times 400万 = 4320万円$$

$$\frac{4320万円}{0.5} = 8640万円$$

即ち利益額は年換算八六四〇万円となっているわけである。処で、この利益額に対する増資前の資本一〇〇〇〇万円の分であるが、増設完成後は新資本と全く平等の働きをなすものとなり、従ってその額は四三二〇万円とならざるを得ない。この利益額を基とした価値は

$$\frac{4320万円 \times 0.5}{10000万円} = 0.216$$

$$\frac{50円 \times 0.216}{0.09} = \frac{10.8}{0.09} = 120円$$

価格は価値通りという前提に従えばそれは一二〇円となるわけである。

この計算から知られることは、増資設備完成後は最早株価修正は必要としないという事実である（上例では完成後一二〇円となったとしたが、九〇円となったとすれば九〇円である）。蓋し拡張完成後会社利益を挙げるのに増資前の資本と増資後の資本が平等に貢献するに至れば、増資前資本に相当すべき利益は全体の利益を全資本に対

する増資前資本の割合を以て分配した額となり、増資前資本に対するその割合（利益率）は全体の資本に対する全体の利益の割合と同じとなるからである。

以上により増資会社株価の修正方法の大体は知られたであろう。会社の所謂有償増資には色々な形態があり、従つてその価落修正に就いては未だ説明すべきことも残されている。併し上に挙げた増資は有償増資の最も典型的な形態であり、真の権利落修正は如何にすべきかの真相は知られた筈である。而してその説明の途上、ダウ式修正株価が如何に不合理であるかも既に感知されたところと思う。

先ず第一に、ダウ式修正では時というファクターを全く考慮していない。ダウ式修正では、上例の会社の場合、権利落ち後一カ月で九〇円となつても一カ年近く経過して九〇円となつても、修正価格は同じである。

$$90\text{円} \times \frac{100}{75} = 120\text{円}$$

併しこのようなことは全く現実的でない。一〇〇円のものゝ権利落ちし七五円となつた、それが九〇円となれば何時でも比例的に当然一二〇円でなければならぬというが如き見解は、株式価格がただ漫然ときまるといふ性格を持つに於てのみ可能である。若し斯くの如くであれば、株価が景気のパロメーターたる資格は全く無しと云われなければならない。矢張り吾々の如く、株価をその決定の根拠から取上げて修正すべきである。これによれば、権利落後等しく九〇円の価格でも一カ月目ぐらゐと一カ年近くとではその意味が異り、延いてそれを修正した価格も異らざるを得ないのである。

次に、ダウ式修正株価の大きい不合理は、増資権利落の修正を常に永久的に続ける点である。これにより、前にも掲げた如く（横山教授の引例）、一度権利落のあつた株式の会社が更に有償増資をなしたとき、それを修正した

上、遑つて以前の権利落修正をなさんとする。改めて云う迄もなく、増資権利落修正は権利落という断層をなくしないと景気バロメーターたる素材とならないというところにある。延いて、ダウ式が権利落を永久に修正せんとする態度をとるのは、その断層はなくならないという前提に立つものに外ならぬ。併しこの前提は吾々からみて全く誤れるものである。前に述べた如く、増資権利落は収益的働きの不十分な新資本が旧資本に加わるがゆえであるが、この新資本は何時まで旧資本に比べ収益的働きの劣るものでなく、一定の時期には旧資本と並ぶに至るのである。ここに至れば最早修正の必要はなくなる。つまり株価はそのまま用いても、否そのまま用いるによつて景気のパロメーターとして役立つのである。

### 三 ダウ式修正株価平均の正体

前段の吟味によりダウ式修正が実質的な株価を示さず不合理であることが知られたと思うが、ダウ式修正株価平均の正体を最終的に結論するに先立ち、尚なさねばならない吟味がある。それは無償増資の場合のダウ式修正の当否である。

今、資本金一〇〇〇万円、再評価積立金（或は他の分配し得る積立金）一五〇〇万円、現在の年換算利益六〇〇〇万円の会社株式の場合、適正利益分配率五〇パーセント、株式対価歩合年九パーセントとすれば、その価値は

$$\frac{6000\text{万円} \times 0.5}{10000\text{万円}} = 0.3 \qquad \frac{50\text{万円} \times 0.3}{0.09} = 166.6\text{円}$$

価値通りの価格が成立しているとすれば、勿論価格は一六六・六円である。この会社が積立金のうち五〇〇〇万円

を資本に繰入れ一対〇・五株の無償増資をしたとすれば、権利落価格一一一円となることである。処て、この会社の株式が半年ほどして一四四円となったとすると、その修正価格を吾人の方法で計算すれば

$$144円 \times 0.09 = 12.96円$$

$$12.96円 \times 300万 = 3888万円 \quad 388万円 \times 2 = 7776万円$$

増資後半半年を経たときの会社年利益は七七七六円となっている筈であるが、この利益は結局増資前の資本一〇〇〇〇万円の生むところて、凡てこれに對当せしむべきである。

$$\frac{7776万円 \times 0.5}{10000万円} = 0.3888$$

$$\frac{50円 \times 0.3888}{0.09} = 215円$$

結局、修正価格は一一一五円となる。然らばダウ式修正では幾許となるかをみるに

$$144円 \times \frac{166.6}{111} = 215円$$

即ちダウ式修正も吾人の修正と全く一致するところとなる。右の計算例は一回限りの増資の場合であるが、無償増資をした会社が更に無償増資をした場合の修正価格も吾々の計算とダウ式修正方法とは一致する。注意して置いてはと思うのは、無償増資の場合の修正は吾々の計算に於ても会社内容の推移に拘らず永久に続けられることである。上例の計算から知り得ることは、無償増資の場合にはダウ式修正は正当であるということである。結局、ダウ式修正方法は元來無償増資の場合の株価修正方法であり、有償増資の場合にはそのまま通用しないものと結論してよいとなるのである。

既に知れる如く、我国では昭和二四年五月一五日を起点としその後行われた増資が無償たると有償たるとを問わず一律にダウ式修正方法により株価平均を出し、最近この大いさは單純株価平均の一〇〇円内外なるに對し五〇〇円内外となるに至っているが、それが上の結論からみて実勢に應じた正当な株価平均となっていないこと明瞭である。極端な云い方になるかも知れないが、今日五〇〇円だという我国の修正株価平均は得体の知れないものである。本年一月大阪証券取引所に於て行われた「修正株価平均の算出方法等について」の座談會で、関西学院大学の田村市郎教授は、ダウ式株価修正は一定の時期を基点とし其の日の株価が増資により現在幾許の金額となつてゐるかの株主の懐工合の膨脹度を示すものであつて、それは正確には株価でない、ダウ社が修正株価平均を作らんとした目的も又斯かる株式による資産膨脹工合を見出さんとするにあつた、と云われている。私はダウ社が斯かる目的で修正株価平均を算出せんとしたかは疑問に思う。蓋しアメリカ合衆國に於ては株式のスピリット・アップ即ち無償増資が多く、これによる権利落の修正としてはダウ式は正当であるからである。問題は有償増資の方が多かつた我国にそれを形式的に應用したところにある。これにより、我国のダウ式修正株価平均は、田村教授の指摘された如く、株式による平均的な資産増加額に近いものとなつたのである。株式による平均的な資産増加額と云えばそれは所有者たる株主についてみた表現であり、社会客観的にはその國の資本主義的發展の度合を示す一つの指標とみられる。それは兎も角、我国のダウ式修正株価平均が正当な修正株価平均でないことは確かである。

(1) 大阪証券取引所「インベストメント」昭和三年一、二月合併号 一四—一五頁

ダウ式修正株価平均は眞の修正株価平均でないとするれば、それは株価平均としての目的に用いるに足らないこと云う迄もない。我国の一部に、もっとダウ式修正株価平均の  $P \cdot R$  (パブリック・リレーションズ) をなすべきだ

とか、それに円単位を附けず指数で表わすようにすべきだとの論もあるが、何れもナンセンスである。ダウ式修正株価平均のP・Rという何をP・Rするのであるうか。修正株価平均という事の意味、或は株価平均の用い方などをP・Rするのなら判る。併しダウ式修正株価平均は修正株価平均たる資格がないのであり、斯かるものP・Rということはありません。吾人としては、それは正当な修正株価平均でなく、今日証券市場人が好んで用いている、株式市場の強弱情勢判断の材料とすることをやめるべきだということ却って教えたくなるころだ。又円単位を附けるなどということもおかしい話で、ダウ式修正株価平均が正当な株価平均であれば円単位を附けても何等差支へない筈である。そのような議論の出でくるのは、ダウ式修正株価平均が株価平均として何だか実勢的でないことを自ら感得している証拠だとも云われる。結局、我団としては従来のダウ式修正株価平均をやめ、新たに、有償増資の権利落を各個的に吾人のやり方で修正し無償増資権利落だけをダウ式で修正してゆくやり方で、修正株価平均を出すのが最良の策となる。ただ、その有償増資の権利落修正が厄介だとすれば、単に無償増資だけ修正した平均株価を出すやり方も、簡便、改善の策として許されると思う。蓋し有償増資は一定の期間を経過すれば修正を必要としないに至るからで、それに至るまでの不当さは多数の銘柄を用いた株価平均として可成り消されることとなるからである。