

株 価 分 析 の 基 礎 概 念

嶋 田 昭 孝

1. はじめに
2. ファンダメンタル・アナリシス
3. 需給分析
4. テクニカル・アナリシス
5. ランダム・ウォーク説
6. おわりに

1. はじめに

わが国の株式相場は日経平均株価でみると、1989年12月29日に38,915円の史上最高値をつけたあと暴落に転じ、1992年8月18日には14,309円の安値に達した。高値から安値までの下落率は63.2%で、戦後最大の下げ巾を記録した。

この株価暴落によって、わが国の株式市場は未曾有の大混乱に陥っただけでなく、保有株式の含み益によって、貸し出し危険をカバーしてきた多くの金融機関が、リスクの負担力を失って、貸し出しに消極的な姿勢を採りはじめた。その結果、バブル最盛期には年率2ケタ台の増加を示していた資金供給増加率は92年～93年にはマイナスに転じる月もあった。その後も2～3%の低率の増加傾向をつづけている。このことが地価の暴落、株価の暴落を惹きおこし、資産デフレの原因となっていることは周知のとおりである。政府当局はこのような事態に鑑み、資本市場の活性化、および金融市場の秩序維持のために、緊急対策を立案中で、近く国会において必要法案の可決を準備しつつある。

もちろん、このような対策も必要であろうが、同時に、この際、バブル崩壊の原因を究明するとともに、本質的な株価形成の理論を掘り下げて研究することの必要性を認識しなければならない。

なぜなら、1989年秋頃から、わが国の株価形

成を客観的に分析していた理論家の中には、暴落の接近を指摘し、持ち株の売却を指示していた専門家が少なからず存在していたことは事実である。そして彼等の指示に従って、暴落を利用して、多大の収益をあげた投資家が存在したことも事実である。残念ながら収益を収めた投資家は海外の機関投資家に多く、国内投資家には少なかった。このような内外投資専門家の投資技術の優劣格差は、基本的には株価分析能力の格差に基づくものと考えられる。

暴落の反省に立って、リスク・ヘッジの理論が脚光を浴びていることは周知のとおりであるが、先物取引を利用したリスク・ヘッジには長所と同時に、無視し得ない欠点があることを認識しなければならない。

すなわち、保有株式のリスク・ヘッジのために、先物の売り建てを行なった場合、それによって保有株式の損が回避される一方、保有株式の潜在的な値上がり益が消滅してしまうことを忘れてはならない。

もちろん、巨大な機関投資家が、相場観に基づいて、大量の保有株を売却したばあい、そのことが市場に甚大な影響を与えることは無視し得ない。そして個々の会社の株主名簿から機関投資家の名前が消えることは、その後の企業間の取引関係にマイナスの影響を与えることは容易に察せられる。

しかし先物取引は飽く迄、短期的な投資テクニックとしては容認されても、長期的には株価分析に立脚した現物売買によって投資目的は達成できるものであるのは明白である。

したがって、機関投資家による先物取引の利用は、コストを差し引いても確実な収益が得られる裁定取引は別として、リスク・ヘッジを目

的とする先物取引は、保有株の潜在的な値上がり益の期待値との比較に基づいて、リスクのカバー率を決定しなければならないといえよう。

要するに株式投資によって利益をあげるには、正確な投資分析に基づいて、株式の投資価値を究明し、タイミングよく投資銘柄を選定することが基本であり、デリバティブを含めたポートフォリオの危険分散テクニックは二次的な補正手段にすぎないといえるであろう。

2. ファンダメンタル・アナリシス (Fundamental Analysis)

一般的な株式投資の目的は配当収入 (incomegain) と値上がり益収入 (capitalgain) とに分類される。

特殊な投資目的としては、株式の持ち合いによる高株価政策や乗っ取り防止、取引関係の緊密化、経営支配、会社資産の利用などさまざまなものがあげられる。これらの特殊な投資目的を達成するための投資政策 (investment policy) は個別に立案されなければならないが、一般的な投資目的を達成するための方策はつぎに述べるような投資分析を行なったのち、その結果得られた情報に基づいて作成されるものである。

投資分析 (investment analysis) は投資家 (投資主体) 分析、証券 (投資客体) 分析、市場分析の三つに分類することができる。

これまでベルモア⁽¹⁾ やグレアム⁽²⁾ によって使われてきた証券分析 (security analysis) という言葉は単に証券の投資価値の究明にとどまらず、証券の市場価格との比較によって、売るか買いかの判断に結びつくものである。したがって証券をとり巻く市場環境の分析や、投資主体の資金性格、法的規制など、投資政策樹立に当って必要とされる一際投資情報の獲得の

ためになされる投資分析全般をさすものと理解される。

投資分析はまず投資目的を確立するために、投資主体が投資に使用する投資資金の現在、および将来の量的把握にはじまり、質的な特長を明確に指摘する必要がある。すなわち投資主体が守らなければならない安全性、有利性、換金性、公益性のどれを優先的な投資原則と定めるかの判断がなされなければならない。そのうえで客観的に正しいと認められる投資目的を確立し、その目的に適合した投資政策を樹立することに努めなければならない。

つぎに投資政策樹立に必要な投資分析は投資対象である証券の投資特長の究明である。これを狭義の証券分析と呼ぶことができる。

証券分析は個々の証券がもつ投資価値 (investment value) の究明を目的とするものである。

株式のばあい、投資価値とは法律に基づく株主権の経済的評価にほかならない。

投資にあたって重視される株主権としては、収益分配請求権、資産共有権、経営参加権の三つがあげられる。

そして収益分配請求権に関しては、企業が収益を実現した時にのみ効力を発揮できるものであることはいうまでもない。したがって株主としては、当該企業の業績推移についてじゅうぶんな関心を払い、業績変化に適切な対応を採る必要がある。業績確定後に株主に報告される有価証券報告書をみたうえで、株式売買の対応を決めるようではタイミングを失する恐れがある。そこで新聞、雑誌、その他各種調査機関による業績予想報告書を蒐集して、それを分析することはもちろん、自ら当該企業の責任者から最新の情報を聴取する必要がある。このような作業の結果、企業の収益を正確に把握し得たとしても、それでじゅうぶんとは言えない。収益の中から税金を収め、その税引後利益の何パーセントを株主に還元するかという配当性向の決定権は取締役会が握っている。最近、配当性向を予め株主に報告するよう求める傾向が強

(1) D. H. Bellmore, Investments; Principles, Practices and Analysis 1960.

(2) B. Graham, D. L. Dodd and S. Cottle, Security Analysis 4th ed, 1962.

まっぴらなもの、まだ配当性向をめぐってコンセンサスが固まってきたようにはおもわれない。

わが国のばあい、配当金が株式取得元本に対して何パーセントを占めるかを示す利回わりについて、欧米に比べ、いちじるしい低水準におかれていることに関して様々の議論がある。一概に株主軽視という批判が当たらない面もある。純利益のうち配当金として株主に還元された分を差し引いた残金は社内に留保され、準備金や積立金勘定に振り込まれているが、それは将来の配当の源資となったり、株式分割の源資となっている。また最近ではそれらの社内留保金を自社株取得の源資として使用しやすい方向に税制を改革しようという動きが関係方面で拡がりつつある。いずれにしろ税引後利益は配当金として株主に還元されない部分を含めて、株主に帰属すべきものだという考え方から、配当金利回わりのみにとらわれず、PER（株価収益比率）や ROE（株主資産利益率）、およびキャッシュフローレシオなどを株式投資価値算定の基準に使うという態度が株主の側に強くなってきていることが注目される⁽³⁾。

税引後の企業収益を配当請求権との関連で、株主に帰属すべきものとの認識から、株式投資価値算定の基本となる考え方は以上に示したとおりであるが、資産共有権についてはつぎのようになれる。

理論的には、株式会社の総資産から負債を差し引いた純資産は株主に帰属すべきものといえる。

しかし現実的には、特定のばあいを除いて、株主に資産分配請求権は与えられていない。特定のばあいというのは、会社が解散を実施するときをさしている。すなわち何らかの理由で会社の解散が実施されるとき、残余財産の分配請求権が株主に認められているのは法の定めるところである。しかし会社が通常の経営を持続し

ている限り、株主に会社の資産の分配を請求する権利はない。したがって存続中の会社の純資産を株主権として投資価値算定の基準に据えるわけにはいかない。

かつてバブル経済の下で、Qレシオと称して、帳簿上の1株当たり資産価格に、含み益を加味して、株価がその何倍になっているかを算定し、株価分析の尺度に使用したのは誤りであったといえる。

ただ株主権の一環として、株主総会に出席し、議決権を行使することが認められる経営参加権を延長して、一定割合の株式を保有することによって、会社支配権が確立されたばあいには、会社資産の利用が可能になることは否定できない。したがって会社支配可能株式の投資価値算定の基準として、会社資産の共有権が脚光を浴びてくることは事実である。

一般的な株主にとって、会社資産は収益を生む母胎としては注目されるものであるが、会社資産を収益と切り離して独立的に投資基準算定の対象とすることはできない。しかし TOB（公開買付け制度：Take over bid）や M & A（吸収合併：Merger and acquisition）を実施しようとするばあいは、収益力以外の投資価値が判断基準となる。それは資産価値または経営参加権、もしくは経営支配権であったり、技術開発力、潜在的な知的所有権などなど、ケースバイケースで、特殊な価値が評価されることになる。したがって株価分析の対象としては一般的な投資価値以外の投資価値は特殊なばあいを除いて分析の対象とならない。このような特殊な投資価値に基づいて株価形成が行なわれている株式は Special situation stock（特殊環境株）と称して、その株価分析は特殊な投資価値分析を必要とする。

3. 需給分析

以上のように、理論的な株価の算定に当たっては、株式発行会社の収益力を算定し、1株当たり税引後純利益に適性資本還元率（PER）を乗じ

(3) 投資基準については拙稿「株式投資基準の変遷」近畿大学短大論集 第24巻第2号を参照したい。

て算定する方法が一般的に用いられている。さいきんはわが国の1株当たり税引後利益が低目に抑えられている点に鑑み、減価償却累計額や利益性剰余金、積立金を加算して、1株当たりキャッシュフローを計算し、それを基に、適正な資本還元率(PCRFR)を乗じて株価を算定する方法が用いられるばあいもある。

以上のようにして算定される株価を理論株価⁽⁴⁾と呼んでいる。

それに対して、市場において現実に売買される株価は理論株価とかなりかけ離れている場合が多い。この理論株価と市場の現実株価の乖離がどのようにして生じるかといえ、理論株価算定の基となる1株当たり税引後利益が既に発表された過去の利益でなくて、現在若しくは将来の利益を基にしている、それを正確に予測することが困難な事に起因している。

しかし本当に困難なのは利益の予測よりむしろ適正な資本還元率の方である。

この点に関して、グレアムはその著書⁽⁵⁾の中でつぎのように述べている。

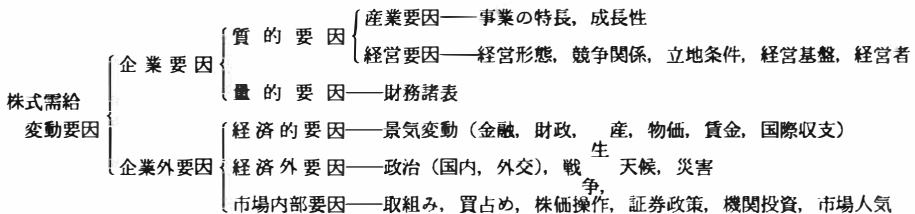
「(バリュー・ライン・インベスト・サーベイス社が1953年に行なった予測は)収益の予測は、的はずれのものもあったが、29銘柄の総収益額

推定値は実際値に非常に近かった。それとは対照的に、1956～1958年の株式市場価格推定値は無視できないほど正確さを欠いており、それは3カ年の株式平均価格を22%以上も離れている。

また1935年から1959年にいたる25年間のスタンダード・アンド・プーア社株価平均に採用されている3,500社の四半期別収益と、四半期別株価指数を対比してみた結果、100四半期のうち46四半期で、株価と収益が逆方向に動いていることが判明された。このことは収益が比較的正確に予測できるのに対し、資本還元値の選定が困難なことを物語るだけでなく、株価と収益の関連そのものが客観的に立証しえないことを物語っている」⁽⁶⁾

理論的には、株価は株式発行会社の収益力を基準として形成されるといわれるが、現実の市場株価は収益のみによって決定されるのではなく、その時々市場心理や、その他の様々な需給変動要因の変化によって、理論株価より上になったり、または下になったりするものである。

そこで株価に影響を与える複雑な需給変動要因を整理して、つぎの表を示しておこう⁽⁷⁾。



4. テクニカル・アナリシス (Technical Analysis)

以上に述べたように、株価は投資価値、主と

して収益力に基づいて形成されるものであるが、実際に市場で形成されている株価は様々な需給要因の変動によって投資価値より高く買われたり、または投資価値より低い水準まで売り込まれたりしている。すなわち1株当たり税引後

(4) 住ノ江、嶋田、杉江共著「証券投資の理論」昭和43年 p. 20.

(5) B. Graham, D.L. Dodd and S. Cottle, Security Analysis 4th ed 1962.

(6) B. Graham, D.L. Dodd, and S. Cottle, Security Analysis 4th ed 1962 pp. 434～437.

(7) 住ノ江、嶋田、杉江共著「証券投資の理論」p. 65.

利益を基に、株価を算定するに当って適用される資本還元率（適正 PER、もしくは適正 PFCR）の決定は非常にむづかしい。実際には前記の表に示したように、複雑な需給要因を分析したうえで、適正な資本還元率を決めなければならない。

そこでこのように困難な需給要因の分析や資本還元率の決定を必要としない株価予測の方法が考え出された。それがテクニカル・アナリシス（Technical Analysis）である。テクニカル・アナリシスは図表を用いて株価の趨勢を察知しようとするものなので、別名「Chart Reading」とも呼ばれている。

テクニカル・アナリストとして高名なジョージ・チェスナットはその著書の中で、つぎのように述べている。「個々の株価の変動に影響を与える要因は非常にたくさんあるので、株価の予測のために、それらの要因を別々に分析し、測定することは実際に重要である。

しかし大切な情報は内部の人にしか知られていないことがしばしばある。このような情報は、その情報に基づいて行動したのでは既に遅いという時点まで、外部に公開されない。

ところが幸いなことには、事実に関する情報に基づいて有利に行動するために、ある株式が他の株式より何故強いのかということを知る必要はない。市場自体がたえず、あらゆる株式について、すべての強気情報、および弱気情報の影響を測定し、そしてそれを記録している。内部情報を知っていても、その株式を買うか、売るかしなければ、その情報によって利益を得ることができないのである。そしてかれがそうする瞬間、かれの買い注文、または売り注文は株価に影響を与えることになる。その影響は株式の市況変動に示されるのである。」⁽⁸⁾

同じくテクニカル・アナリストのエドワーズとマギーもつぎのように述べている。

「証券の本質的価値を指摘するのはむだなことである。たとえば U. S. スチールの株は1929

年の株価暴落以前は261ドルの値うちがあった。しかし1936年6月にはただの22ドルで買った。また1937年3月には126ドルで売れたのに、1年後には38ドルになった。このようなこと——推定価値と実際価格の大きな開きによるもの——は格別、例外的なことではなく、つねにおこることである。事實は U. S. スチールの現実の価格は、いかなるときも、明確に、そして冷酷に、その需要と供給によって決定されるものである。それはニューヨーク取引所のフロアーでなされている取引に正確に反映されているものである。

もちろん、ファンダメンタリストが研究している統計が需給の均衡に一役買っているということは認められる。しかしそれ以外の多くの要因が反映されていることは否定できない。すなわち、市場価格は古典的な証券評価についてのさまざまな情報を反映するのみならず、幾多の潜在的な買手と売手の合理的、非合理的な期待、不安、推量、気分をも反映している。そして全体としては、分析することもできないし、統計的につかむこともできない諸要素が、全部、総合されているにもかかわらず、測定されて、売手と買手がお互いに相手をみつけ、取引を行なう一定の正確な数値で表現されている。これが計算できるただ一つの数値である。

簡単にいえば、市場自身によって形式されている価格は、統計的分析家が知りたいと欲しているすべての基本的な情報（たぶん秘密になっていて、少数の内部の者にしか知られていないものも含めて）、およびそれと同等、またはより以上重要なものを含んでいる。

こうした基本的な情報は——それが正しいものだということを認めても——もし経験のある人なら誰しも疑わない事実、つまり、価格はトレンドに従って動き、なにかのために需給バランスが変わるまではこうしたトレンドがづきがちだという事実が存在しないならば、いずれもほとんど意味のないものであろう」⁽⁹⁾

(8) G. A. Chestnutt, Jr. Stock Market Analysis 1965, p. 19.

(9) R. D. Edward and J. Magee, Technical Analysis of Stock Trend, 1958 pp. 5~6.

以上の論述で明らかのように、テクニカル・アナリストの主張はファンダメンタル・アナリストが重視する情報が数量的に限界があるし、質的にも問題がある。なおその上に時間的なズレがあって、実際の株式投資に役立たない場合が多い。それに対し、テクニカル・アナリシスは最も重要で、最も信頼できる情報は株価それ自体、および出来高であって、この両者は変化がおければ瞬時にしてそれを認識し得る貴重な情報だと捉えている。

そこで最も正確で信頼し得る情報として、株価と出来高を素材として、さまざまな工夫をこらした図表を作成し、それを分析することによって株価のトレンドとパターンを察知し、それに基づいて機敏な投資を行なうのが有利だと主張している。

テクニカル・アナリストの主張の前提となっているのは次の仮説である。

- ① 株価は需給関係によってのみ決定される。
- ② 需要と供給は合理的、非合理的な双方の要因によって支配される。これらの要因にはファンダメンタル・アナリストによって信頼されている合理的要因以外に、意見、気分、推量などに基づく心理的要因も含まれている。そして市場はこれらの要因を全部、継続的、自動的に測定している。
- ③ 株価は市場の小波動を無視すれば、だいたい一定期間持続するトレンド（傾向、trend）にしたがって動きがちで、過去に繰り返したパターン（型、Pattern）を繰り返すことが多い。
- ④ このようなトレンドやパターンは需給関係の変動によって変化させられる。そして需給関係の変動がどういう理由でひきおこされるにしても、おそかれ早かれ、市場自体の動きによって発見することが可能である。

ところでテクニカル・アナリシスに対する批判者は以上のような仮説はまだじゅうぶんに正しいものだとして立証されてはいない、と主張している。簡単に言えば、「トレンドは持続する」というが、それを保証する根拠に乏しいし、また「パターンは繰り返す」というが、繰り返さな

いこともある。すなわち、「柳の下に二匹目のドジョウがいる」とも確信し得ないし、「歴史は繰り返す」とも言いきれないのである¹⁰⁾。

5. ランダム・ウォーク説 (Random Walk Theory)

戦後の株価論の主流となりつつあるのは、ランダム・ウォーク説である。

ランダム・ウォーク説の主張者としては、ユージン・ファーマ (Eugene F. Fama)・ポール・クートナー (Paul H. Cootner)、アレキサンダー・シドニー (Alexander Sidney)、およびミカエル・ゴットフリー (Michael D. Godfrey) 等をあげることができる。

かれらの説によると、ファンダメンタル・アナリシスもテクニカル・アナリシスも、株価が依存的 (dependent)、また体系的 (systematic) な動きをするという点では一致しているとみられる。

すなわち、ファンダメンタル・アナリシスによると、株価は本質的価値 (intrinsic value) に向って動くと言われているし、テクニカル・アナリシスによると、株価は過去のパターンをくり返し、トレンドに従って動くと言っている。

しかしランダム・ウォーク説は株価の依存的な動きを否定し、independent (独立的) な動きを主張している。それはランダム・ウォーク (Random Walk: 気ままな歩み) と呼んでいい動きである。

ランダム・ウォーク説の前提となっているのは現代証券市場が効率的市場 (efficient market) と呼ばれる市場になっているという認識である。

ファーマの定義によると、「(効率的市場: efficient market とは) 利益を極大化しようと

(10) テクニカル・アナリシスに対するその他の批判、および批判に対する反論については共著「証券投資の理論」(前掲書) pp. 74~76 に詳述したので参照されたい。

して、合理的に行動しようとする大勢の人々がお互いに個々の証券の将来の市場価値を予測しようとして活動的に競争し、そして重要な時事問題にかんする情報がほとんど自由に、すべての市場参加者に利用できるようになっていく市場⁽¹¹⁾を意味している。

このような市場においては、多数の知的参加者の競争によって、個々の証券の実際価格が、すでに起こったできごとや、現在進行中のできごと、および将来に起こると予想されるできごとに関する情報の影響を、すでに反映しているということになる。すなわち「効率的市場」においては、いかなる時点においても、証券の実際価格は、その証券の本質的価値の正確な評価だというわけである。

しかし不安定な世界において、証券の本質的価値を正確に決定するということは不可能なことであって、市場参加者の間には、何が個々の証券の本質的価値であるかということに関して、絶えず異議を唱える余地が残されている。このような異議が実際価値と本質的価値との間に矛盾を生起せしめ、株価をおもいおもいにさまよわせる原因となっている。そして本質的価値そのものが、新しい情報の結果として、時間の経過とともに変化しつづけている。また「効率的市場」においては、本質的価値は即時に、実際価格に反映されるから、新しい情報の影響はフルに実際価格の変化となって表現されている。

しかし新しい情報にはあいまいさと不確実性が残るので、「効率的市場」の特性としての「即時の修正」(instantaneous adjustment)には、つぎの二点が指摘される。

第1に、実際価格は最初、本質的価値よりもしばしば過大に修正されたり、過少に修正されたりする。

第2に、継続的な新しい本質的価値に対する実際価格の修正のズレは「独立的 (independ-

ent)」なものであって、実際価格の変化が本質的価値の基盤となるできごとの発生に先だつてともあれば、それに遅れることもある。

このことは個々の証券の継続的な価格変化が独立的なものであって、体系的、もしくは依存的なものでないことを意味している。

このように、個々の証券の継続的な価格変化が独立的な市場をランダム・ウォーク市場「Random Walk Market」と名付けることができる。

現代の証券市場はまさにこのようなランダム・ウォーク市場であって、過去における株価の動きをテクニカル分析によって、体系化し、将来の予測に役立たせようとしても、それは無駄なことであるとランダム・ウォーク説信奉者は述べている。

しかしファーマは著書の中で「優秀なファンダメンタル分析がランダム・ウォークの効率的市場において、全く無用だと示唆するつもりはない。事実、アナリストが実際の価格と本質的価値との間に無視できないズレがあるということ、他のアナリストや投資家よりすばやく確認できるかぎり、そしてもしうまく重大な事件の発生を予言し、それが本質的価値におよぼす影響を評価しうるならば、単純に、買って持っているという方針の投資家よりも、きつとうまくやっていくだろう。」⁽¹²⁾と述べている。

6. おわりに

前述のように、株価分析の基本概念としては、ファンダメンタル・アナリシス、テクニカル・アナリシス、およびランダム・ウォーク説の3つの類型があげられる。

そしてファンダメンタル・アナリシスは基本的に株価を決定するのはその株式を発行している企業の収益力であって、1株当たり年間税引利益に適正資本還元率を乗じて理論株価が算定さ

(11) E. F. Fama "Random Wolk in Stock Market Prices" Financial Analysts Journal Sept.-Oct., 1965 p. 56.

(12) E. F. Fama "The Behavir of Stock Market Prices" The Journal of Business, No. 1, Jan., 1965, p. 39.

れる。しかし適正資本還元率に何を用いるかが問題であって、利回りにしろ株価収益率にしろ、または株価キャッシュフローレシオにしろ、客観的に適正な絶対値というものはない。結局は1株当たり年間税引利益を基に、需給関係の分析を通じて妥当と推測される資本還元率を乗じて理論株価を算定することになる。そして理論株価と現実の株式市場価格を比較して、ズレの大きな銘柄を選んで売買対象に決定するわけである。

テクニカル・アナリシスは現実に変化している日々の株価と出来高を素材として図表を作成し、その図表から読み取れるパターンとトレンドの鮮明な銘柄を選んで売買対象とするわけである。この方法はファンダメンタル・アナリシスに要求される複雑な変動要因の分析を必要とせず、機敏に投資行動が採れる点は重宝であるが客観的な論理性に欠ける点は否定できない。したがって現実の投資分析としては、ファンダメンタル・アナリシスの補完的な分析方法だといえよう。

それに対してランダム・ウォーク説は株価の正確な予測は不可能だという前提にたって、投資方針の決定に当っては危険分散を重視する立

場を採っている。しかしランダム・ウォーク説はファンダメンタル・アナリシスやテクニカル・アナリシスを批判するだけではなしに、株式をリスク・キャピタルとして捉え、現実の投資方針の決定に当って、ポートフォリオ・マネジメント (Portfolio Management) の理論を展開している点で建設的な意義が認められる。

ポートフォリオ・マネジメントについては稿を改めて論述することにする。

参 考 文 献

- D. H. Bellmore, Investments; Principles, Practices and Analysis, 1960.
- B. Graham, D. L. Dodd and S. Cottle, Security Analysis 4th ed, 1962.
- G. A. Chestnutt, Jr., Stock Market Analysis, 1965.
- R. D. Edward and J. Magee, Technical Analysis of Stock Trend 1958.
- 住ノ江, 嶋田, 杉江共著, 証券投資の理論, 1968。

雑 誌

- Financial Analysis Journal Sept., Oct., 1965.
- The Journal of Business No. 1, Jan., 1965.