

韓國證券市場에 관한 技術的 分析

蘇 眞 德* · 尹 桂 燮**

◀ 目 次 ▶	
1. 序 言	3. 2. 市場指標
2. 技術的 分析의 理念	3. 3. 個別株式種目的 選擇技法
3. 技術的 分析의 技法	4. 結 言
3. 1. 圖表作成法	

1. 序 言

株價는 두가지 중요한 要因에 의해서 變動한다. 첫째는 現在 또는 장차 기대할 수 있는 收益과 配當金의 變動에 의한 것이고, 둘째는 株式의 一般的인 時勢나 또는 어느 個別種目에 대한 낙관적인 豫測이나 悲觀的인 豫測으로 인한 投資者의 心理變化에 의한 것이다. (1)

이 說明의 첫째 部分은 基本的인 分析學者(fundamentalist)들이 企業의 實在價値를 分析하여 株價가 낮은 株式를 購入하고 保有政策을 취하려는 方案과, 둘째 部分은 주로 證券市場의 轉換點을 豫測하여 投資收益을 極大化하려는 技術的인 分析學者(technician)들의 目標을 한번에 說明하고 있는 것이다.

과거에 있어서 技術的인 分析이라 함은 흔히 圖表分析(charting)을 의미하였고, 技術的 分析의 信奉者들은 圖表들이 投資者에게 어떤 株式의 賣買時點이나 계속 保有與否에 대해서 意思決定을 하는데 도움을 줄 수 있다고 주장하고 있다. 이에 대해 反對見解는 “圖表作成은 부질없는 짓이다.” “과거의 株價變動形態는 되풀이되지 않는다”고 주장하면서 技術的인 分析者들에게 그들의 主張을 증명할 것을 要求한다. (2)

우리나라에 있어서도 많은 證券會社와 投資者들이 技術的인 分析技法을 이용하고 있으며, 日刊經濟新聞에서도 技術的 分析用語와 圖表를 실고 있다. 다우이론을 開發한 美國은 물론, 다우이론을 日本式으로 變形시킨 日本도 場勢說明의 편의성 때문에 技術的인 分析技

筆者：*前 서울大學校 經營大學 教授, 現 京畿大學 大學院長
 **서울大學校 經營大學 經營研究所 研究員, 서울大學校 經營大學 助教授
 本 論文은 峨山文化財團의 研究費 補助에 의한 研究임.
 (1) Bellemore, Ritchie, "Investments", South-Western, 1974, 4th ed., p. 93.
 (2) P.F. Jessup, Competing for Stock Market Profits, Wiley, 1974, pp. 181-183.

P
658
Seria
V.13 C.4

法을 發展시키고 있다.

과거에 있어서 基本的인 分析學者들이 技術的인 分析學者들을 비난한 이유는 圖表의 不確實性和 圖表 解釋의 恣意性 때문이었다. 특히 數學的인 模型과 企業의 財産情報를 중요시하는 基本的인 分析學者들은 計量的인 方法을 사용하지 않는다는 점에서 圖表分析者들을 공격하였다.

그러나 오늘날에는 技術的 分析이 圖表分析技法에서 發展하여 電子計算機를 이용한 計量的 分析方法을 사용하는 새로운 技法들이 이용되게 되었다. 새로운 技術的인 分析者인 R.A. Levy는 證券關係 電子計算 情報會社 社長으로서 “이제 傳統的인 圖表作成이나 分析을 통한 技術的인 分析은 쓸모가 없다”고 주장하고 있다.⁽³⁾ 또한 J.E. Granville도 株價와 去來量을 결합하여 OBV指標를 계산하는데 있어서 電子計算機를 이용하고, 그의 著書 序文에서 基本的인 分析者들도 이제는 그에게 와서 賣買時點을 相議하여야 할 것이라고 자랑을 하고 있다.⁽⁴⁾

이와 같이 볼 때 1970년대 이후에 들어와서 效率的인 市場假說을 설명하기 위하여 각종의 技術的 分析技法들이 공격을 받고 있으나, 效率的 市場理論도 최근에 들어와서 美國의 뉴욕證券去來所 조차 효율성이 문제가 많으므로 세계의 대부분의 證劵市場은 效率的인 市場이 아니라는 主張과⁽⁵⁾ 資料와 情報의 制約으로 “理論을 위한 理論” “假想理論” 등의 비난을 같이 받고 있다. 그러나 보다 큰 문제는 이러한 랜덤·워크理論이나 基本的인 分析理論이 投資者들에게 利益을 제공해 주는 이론이 되고 있지 못하다는 것이다. 결과적으로 技術的인 分析에 대한 관심은 1970年代 中半 이후에 다시 높아지게 되었고, 證券市場의 理論으로서 알아두어야 한다는 점에서 大學과 大學院의 教科書에서조차 技術的인 分析에 관한 설명이 점차 늘어나고 있다.

따라서 Peter Wyckoff의 견해처럼 基本的인 分析者들과 技術的인 分析者들의 論爭은 “영원한 戰鬪”라고 表現할 수 있겠다.⁽⁶⁾

그러나 현재에 와서는 이들의 對立보다는 基本的인 分析은 投資種目の 選定에 重點을 두

(3) Fortune, 1970년 9월호 p. 188, 그는 “相對的 勢力分析技法”을 創案한 사람으로도 유명하다. (The Relative Strength Concept of Common Stock Forecasting (Larchmont, N.Y.: Investors. intelligence, 1968)

(4) J.E. Granville, A Strategy of Daily Stock Market Timing for Maximum Profit, Prentice-Hall, 1976.

(5) T.R. Dyckman and others, Efficient Capital Markets and Accounting, Prentice-Hall, 1975, pp. 80-84.

(6) F.G. Zarb & G.T. Kerekes ed., The Stock Market Handbook, Dow Jones Irwin, 1970, pp. 472-478.

고, 技術的인 分析은 賣買時點의 選定에 관심을 기울인 研究方法으로 이해되고 있다.⁽⁷⁾

따라서 本研究은 技術的인 分析方法이 어떻게 이용되고 있으며, 그 分析道具로는 어떤 것이 있는지 技術的 分析의 核心이 되는 概念들을 檢討하고, 1970年代 後半에 이르기까지의 外國 특히 美國의 研究結果를 정리하여 가능하면 우리나라 證券市場에도 적용할 수 있는 分析道具로 應用하는데 研究目的을 두고자 한다.

2. 技術的 分析의 理念

技術的 分析은 證券價格이 證券의 需要와 供給에 의해 결정된다는 일반적으로 인정된 前提에 기초를 두고 있다. 다른 어떤 證券分析方法보다도 賣買時點의 選擇에 관심을 기울인 研究方法인 技術的인 分析은 市場에서의 變化方向과 價格變動範圍 및 個別株式의 變化를 결정하기 위하여 다른 형태의 資料를 제외하고 市場의 統計를 이용한다. 技術的 分析은 다양한 證券統計資料 중에서도 특히 株式의 價格과 去來을 이용하여 未來의 市場과 株價의 變化를 豫測하려는 方法으로서 여러가지 技法을 가지고 있다.

Edwards와 Magee는 技術的 分析의 基本假定을 다음과 같이 설명하고 있다.⁽⁸⁾

- ① 株價는 需要와 供給의 相互作用에 의해서 결정된다.
- ② 需要와 供給은 合理的 그리고 非合理的인 많은 要因들에 의해서 支配된다.
- ③ 市場에서의 미세한 波動을 무시한다면 株價는 상당히 長期間 유지되는 行동을 따라 움직이려고 한다.
- ④ 趨勢의 變動은 需要와 供給의 變動 때문에 일어난다.
- ⑤ 需要와 供給의 變動은 그것이 발생하는 이유가 무엇이든 간에 市場의 圖表에 조만간 나타나게 된다.
- ⑥ 어떤 圖表의 패턴(pattern)들은 反復되는 경향이 있다.

이 假定 중에서 마지막의 類型反復에 대해서는 技術的 分析者들 사이에서도 문제가 있지만 過去의 株價變化에 依存한다는 가정으로 바꿀 경우에는 문제가 없다고 하겠다.

技術的 分析과 基本的 分析의 內容을 정리하여 보면 다음 <表 1>과 같다.

技術的 分析者들이 企業의 實在價值보다 株價의 變化에 重點을 두는 이유는 첫째 株式價

(7) C.R. Sprecher, An Introduction to Investment Management, Houghton Mifflin, 1975, pp. 330-431.

(8) R.D Edward, J. Magee, Technical Analysis of Stock Trends, 4th ed. (John Magee, 1958, p. 86.)

〈表 1〉

	基 本 的 分 析	技 術 的 分 析
分 析 對 象 期 間	長 期 間	短 期 間
投 資 政 策	購 入 卽 保 有 政 策	短 期 變 動 에 따 라 短 期 賣 買
分 析 對 象	企 業 的 實 在 價 值 變 化	市 場 價 格 的 變 化

價格의 變化에 영향을 미치는 要因은 매우 많다. 計量的·非計量的인 要因 외에 心理的인 要因까지 겹쳐 매우 복잡하다. 둘째 이러한 要因은 결과적으로 證券市場에 需要와 供給要因으로 作用한다. 셋째 이러한 要因이 전부 통합되고, 秤量되어 최종적으로 去來할 수 있는 證券價格으로 表現되는 것이다.

이러한 主張은 技術的 分析者들 역시 基本的 分析者가 非合理的이라거나 또는 理論的으로 誤謬를 범하고 있다고 비난을 하는 것은 아니다. 많은 技術的 分析者들 역시 證券價格이 長期的으로는 企業의 實質價値를 중심으로 하여 파동된다는 것에 대해 意見을 같이하고 있는 것이다. 그러나 그들은 技術的 分析이 보다 쉽고 빠르며, 基本的 分析보다 많은 株式에 동시적으로 적용할 수 있다는 것을 지적하면서 그들의 方法이 基本的 分析보다 우월하다고 주장하는 것이다.⁽⁹⁾

技術的 分析者들은 그 이유로써 ① 基本的 分析者들이 만일 싼 값의 證券을 발견한다고 하더라도 證券市場이 그 證券의 진정한 價値를 인정하기를 기다려야 하는데, 경우에 따라서는 買入呼價를 할 때 이미 價格이 올라 있을 때도 있는 것이다. ② 基本的 分析은 복잡하고 시간이 오래 걸리는 作業인데 비해서, 技術的 分析은 시간이 짧게 걸리며 이용하기가 쉽다. ③ 基本的 分析의 중요한 자료는 會計情報인데 잘 아는 바와 같이 會計情報은 과거의 情報이며 會計情報 作成上과 利用面에 있어서 여러가지 不合理한 점을 가지고 있다. ④ 뿐만 아니라 대부분의 投資者는 企業側에서 公表된 資料는 적절한 사실을 공개한다고 믿지 않는다. ⑤ 市場에 公表된 資料의 대부분은 會計情報과 같은 量的 情報이며 企業에 국한되어 있어, 基本的 分析은 市場의 心理를 반영한 指標를 無視하게 된다. ⑥ 基本的 分析에 있어서도 計算된 결과를 가지고 이를 어떻게 이용하고 評價할 것인가에 대해서는 主觀的인 判斷이 따르게 된다는 점이다.

이상의 論議는 技術的 分析의 입장에서 基本的 分析을 비판한 설명이지만, 최근의 견해로는 基本的 分析과 技術的 分析을 결합한 F-T分析을 開發할 것을 요구하고 있으며, 실제로 이들을 결합해서 이용하고 있는 것이다. 다시 말해서 基本的 分析을 통하여 證券市場에

(9) J.C. Francis, Investments Analysis and Mangement, McGraw Hill, 1976, pp. 542-543.

서 低評價되고 있는 株式을 發見하고, 이 株式의 株價變動을 技術的 分析으로 검토하여 賣買時點을 검토하고 있는 것이다. 그러나 이에 대해서도 反撥이 없는 것은 아니다. 랜덤 워크 이론가들은 이러한 F-T分析 역시 未來의 株價動向은 과거 株價의 類型으로부터 豫言될 수 있다는 假定에 의존하고 있는 것이기 때문에 옳지 못하다는 것이다.

그러나 이들 각 분석방법의 缺點이야 어떻든 投資者들은 證券市場에서 超過利益을 얻을 수 있는 어떤 技法이 存在하기를 바라며, 이러한 技法을 開發하기 위해 모든 證券分析學者들이 努力하고 있는 것은 사실이다.

3. 技術的 分析의 技法

技術的 分析이 흔히 圖表分析(chart analysis)이라고 불리우게 된 것은 美國證券市場에서 유래된다. 證券의 價格變動을 圖表化하기 시작한 것은 1873년 뉴욕증권거래소에서 기원한다고 믿어진다.⁽¹⁰⁾ 株式仲介人들이 株價의 變動을 불분명하게 추측하거나 기억하려고 노력하기 보다는 過去行動은 實質的 記錄이나 도표를 검토함으로써 市場을 이해하고, 未來의 價格變動을 豫測하여 投資 計劃을 세우는 것이 훨씬 合理的이라는 것을 깨달았던 것이다. Dow Jones會社와 The Wall Street Journal의 設立者이며, 뒤에 다우이론의 始祖가 된 Charles H. Dow는 1884년에 株價平均을 기록하기 시작하고, 그가 편집을 하고 있던 The Wall Street Journal에 證券市場 解説과 함께 圖表를 실었다. 물론 證券市場圖表 자체를 다우가 시작한 것은 아니고, Richard D. Wyckoff나 보스톤의 投資相談家인 William D. Gann도 圖表를 作成 普及하고 있었다.

다우 자신은 자기 이론이 각광을 받을지 몰랐을 것인데, 그 이유는 다우는 1902년에 사망하였으며 그의 이론이 전성기가 된 것은 1930년대였기 때문이다. 그의 社說과 論文은 Samuel A. Nelson에 의해서 “株式投機의 ABC”라는 책으로 정리되었고, William P. Hamilton은 다우 이후의 The Wall Street Journal의 편집인으로서 “The Stock Market Barometer”라는 책을 저술하였고, 뒤에 이를 총정리하여 Robert Rhea가 “The Dow Theory”라는 저서를 발간함으로써 이후에 다우이론은 技術的 分析理論의 代名詞가 되었다.

다우이론이 보다 주목을 받게 된 것은 1929년 10월 23일 The Wall Street Journal의 論說 때문이었다.⁽¹¹⁾ 그 論說은 強勢市場은 이제 끝나고 弱勢市場이 바야흐로 시작되었다고

(10) F.G. Zarb G.T. Kerekes, op. cit., pp. 472-473.

정확히 기술하였는 바 “潮水의 變化”라는 論題의 이 論說은 당시에 過熱된 證券市場을 경 고하는 것이었으며, 이 論說의 理論的 背景은 바로 다우이론에 기초를 둔 것이었다. 그 이 후의 市場붕괴는 다우이론이 옳았음을 證明해 주어 投資者들에게 다우이론을 광범하게 보 급하게 된 계기가 되었다.

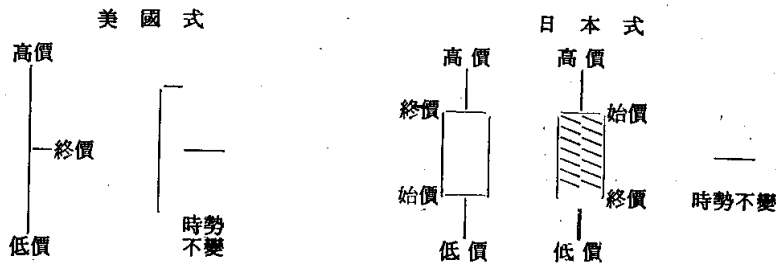
3.1. 圖表 作成法

技術的 分析者들이 가장 흔히 이용하고 歷史가 오래됐으며 현재 우리나라의 證券會社에 서도 널리 活用되고 있는 것은 圖表(chart) 作成法이다. 圖表에는 꺾은금그림표, 막대그 립표, 點數圖表(point and figure chart, P & F chart) 등이 이용된다.

(1) 막대그림표(bar chart)

막대그림표는 東西洋을 막론하고 널리 이용되고 있으며 株價變動과 去來量의 變化를 표 시하는데 이용된다. 막대로 株價變化를 표시하는 경우에 있어서 1日間의 株價變化를 나타 내면 日棒, 1週間의 株價變化를 나타내면 週棒, 1月間의 株價變化를 나타내면 月棒이라고 부른다. 막대로 株價를 表示하는 方法은 美國과 日本이 서로 다르다.

〈圖表 1.〉 株價變動圖表作成技法



〈圖表 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 X軸에 株價를 잡고 Y軸에 時間을 잡는 것은 共通 이나, 美國은 株價變化範圍를 막대로 그리고 終價만을 表示하여 단순한데 비해, 日本式의 경우에는 陰陽法을 이용한다. 日本式은 價格變動에 始價와 終價를 표시하기 때문에 終價가 始價에 비해 올랐을 경우에는 흰색 또는 赤色, 終價가 始價에 비해 내릴 경우에는 黑色으 로 칠해 오르는 趨勢와 내리는 趨勢를 보다 明白하게 보여 준다.

대부분의 막대그림표에는 株價의 變動과 함께 去來量을 막대로 表示한다.

〈圖表 2〉는 移動平均線을 꺾은금그림표로 그려 株價變動과 去來量을 표시한 우리나라 證券市場의 圖表이다.

(11) J.C. Francis, op. cit., pp. 543-544.

〈圖表 2.〉 우리나라의 綜合株價指數와 去來量 變動

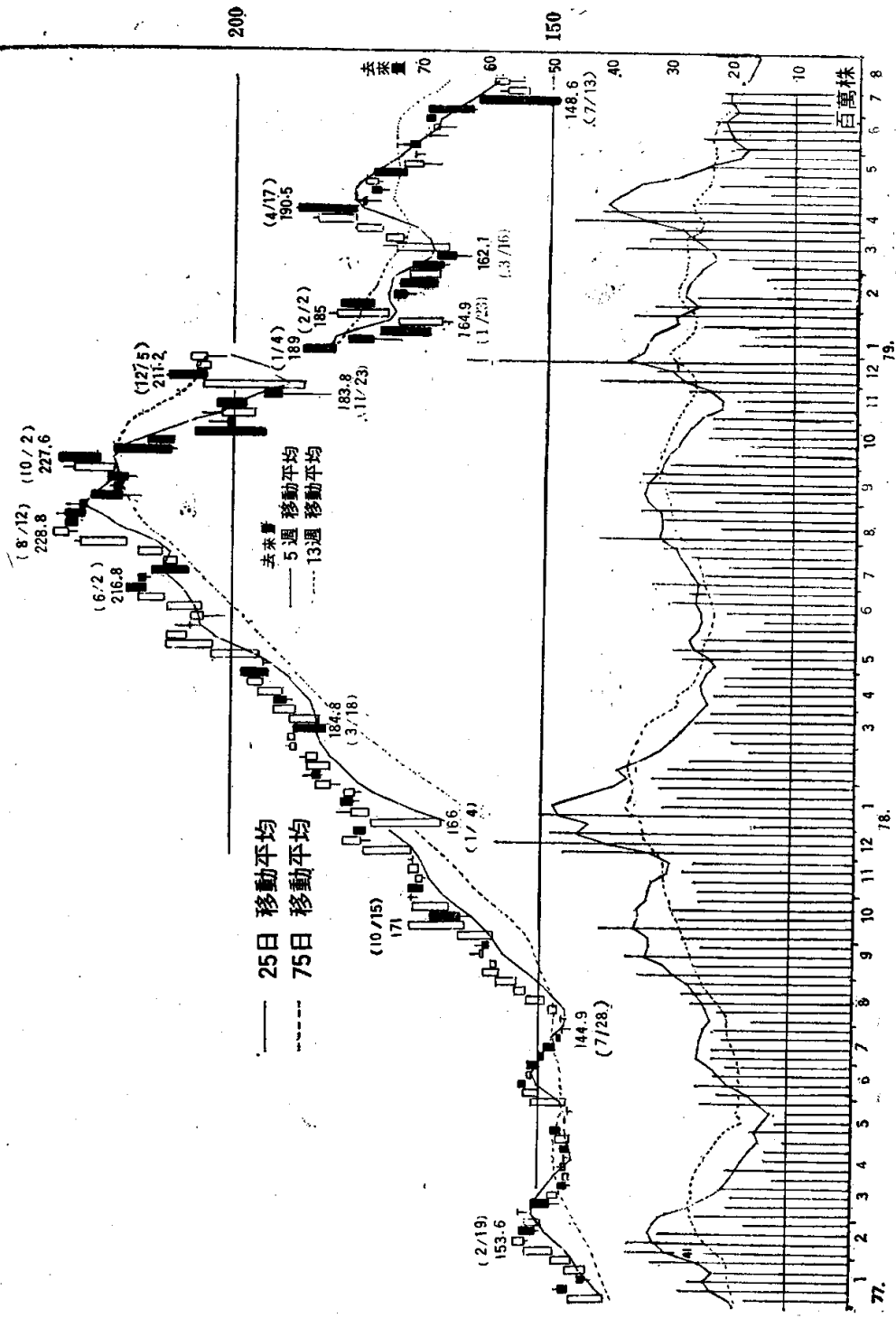


도표 작성 : 株式研究所, 株式投資 1979. 8.

막대그림표나 꺾은금그림표로 株價와 去來量을 그리는 이유는 技術的 分析者들이 株價의 變化를 예측할 수 있는 類型(pattern)을 찾기 위해서이다.

① 反轉類型(reversal pattern); 저항(resistance)과 지지(support)

技術的 分析者들이 類型을 검토하는데 있어서 제일 먼저 그리는 것은 추세선(trend line)이다. 추세선은 高點은 高點끼리("상투"와 "상투"끼리), 低點은 低點끼리("바닥"은 "바닥"끼리) 연결하는데 그 이유는 저항수준과 지지수준을 발견하기 위해서이다.

저항수준은 수요와 공급의 변화에 따라 결정되는데 株價가 위로 오름에 따라서 株式의 供給은 증가가 될 것이고, 이에 따라 株價의 上昇速度는 느려지며 그 이상 올라가기가 어려운 저항선(resistance line)이 형성되게 된다.

지지선은 저항선과 반대로서 株價가 下落할 경우에는 株式의 需要가 증대되므로 어느 價格線 이하는 내려가지 않는데 이 선을 지지선이라고 한다.

이러한 저항 지지선이 중요한 이유는 이 저항선과 지지선을 株價가 突破(break out)할 경우에는 당분간 그 추세를 유지하기 때문이다. 다시 말해서 저항선과 지지선의 帶(band)에서는 價格變動이 保合을 이루다가 저항선을 돌파하면 주가는 계속 上昇을 하고, 주가가 지지선을 뚫고 下落하면 주가는 새로운 지지선까지 下落하게 되는 것이다.

이때 株價만을 가지고 평가하는 것이 아니라 去來量과 함께 확인하게 된다. 즉 價格變化에 따라 去來量이 수반되어야 하는데, 저항선을 끊으면서 大量의 去來가 계속 형성된다면 그 추세는 유지하지만 去來量이 수반되지 않으면 추세가 유지되지 않는다

〈圖表 3〉은 技術的 分析者들이 설명하는 세가지 주요한 反轉類型이다.

① 등근「상투」와 등근「바닥」

이 類型은 단순한 變化를 나타낸다. 需要와 供給이 體系的으로 變化하고 去來量도 대칭적인 變化를 나타낸다.

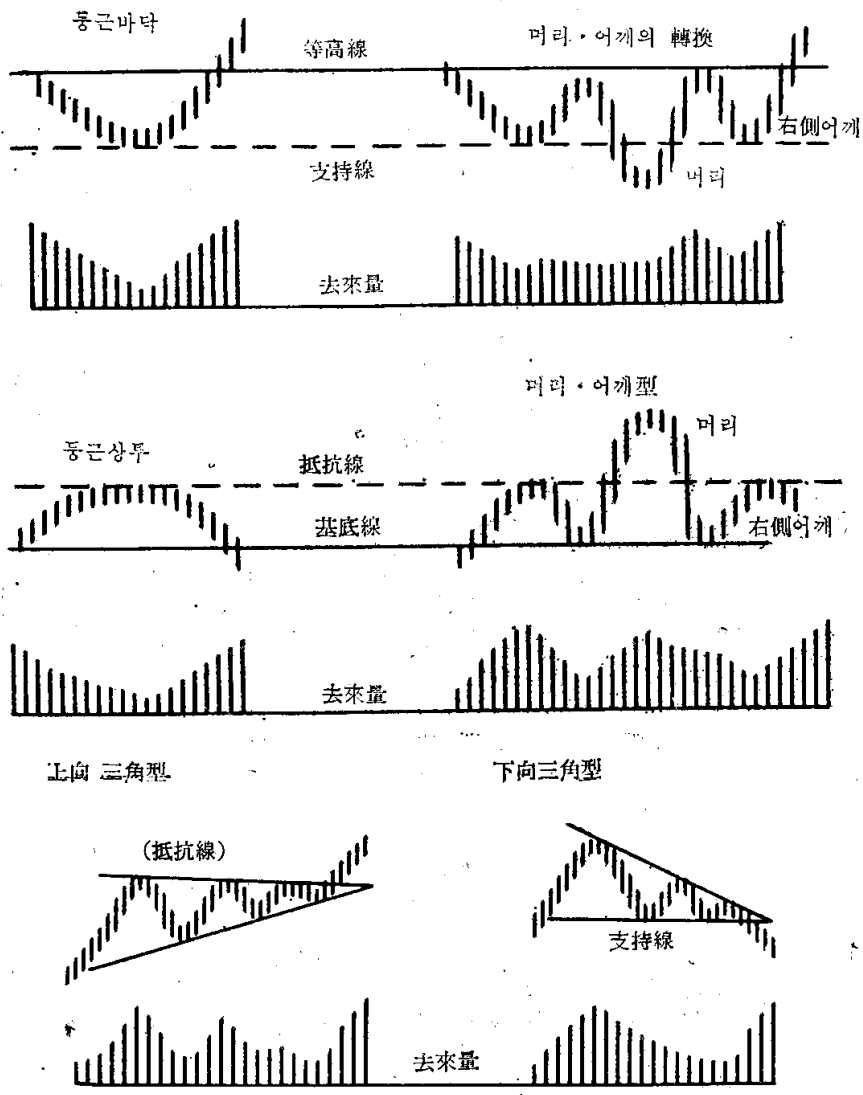
② 머리·어깨 型(head and shoulders pattern)

이 형태 역시 株價上昇과 下落추세에서 두가지 形態가 생기게 되는데, 需要와 供給의 條件이 분명하지 않은 상황을 나타낸다. 일단 머리와 어깨 형태의 오른쪽 어깨가 형성되고, 많은 去來量으로서 下向 돌파가 있으면 下向될 것이 예상되고, 逆 머리, 어깨型的의 경우에 저항선의 上向 突破가 있으면 株價의 上向이 豫想된다.

③ 三角型

上向三角型과 下向三角型이 있는데, 저항선과 지지선중 어느 것이 수평인가에 따라 上向인가 下向인가가 결정된다. 저항선이 수평일 경우에는 株價는 上向이 되고, 지지선이 수평

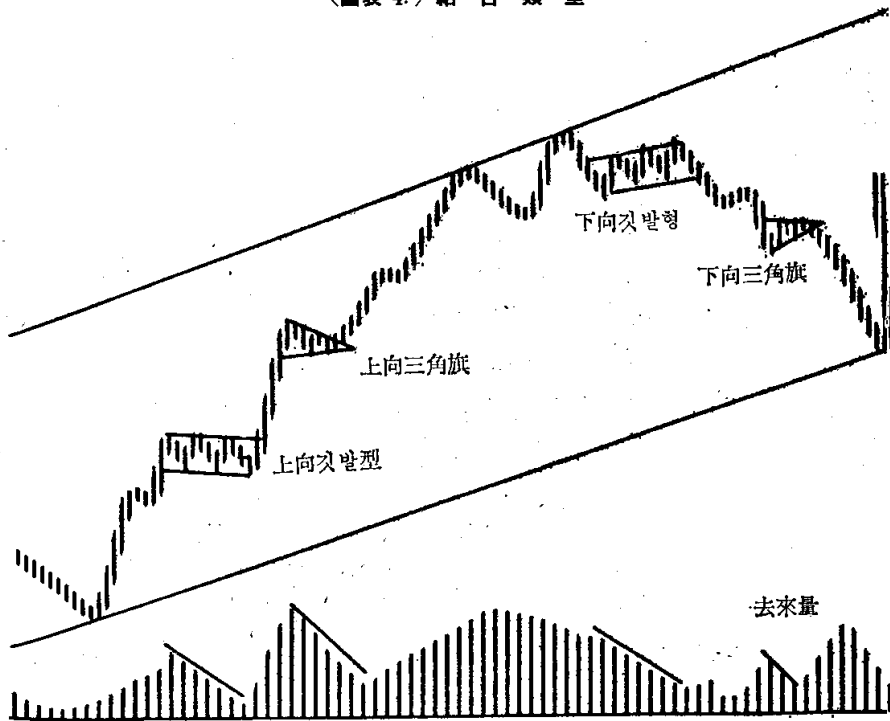
〈圖表 3.〉 反轉類型



일 경우에는 下向이 될 것이 豫想된다.

〈圖表 4〉는 結合類型이다. 株價가 계속 변동하는 경우에 豫測은 어려우나 급격한 下落이나 上昇의 경우에는 반드시 이에 대응한 反騰, 反落이 생기게 된다. 일단 이러한 상황에서는 다음 단계에서 未來方向을 나타내는 合議가 이루어지게 된다. 上向旗型과 上向페난트는 株價가 上向일 경우의 結合類型이고, 下向旗型과 下向페난트는 株價가 下向일 경우의 結合類型이다. 이러한 類型을 중요하게 생각하는 것은 이런 類型 다음에 株價가 急上昇 또는

〈圖表 4.〉 結合 類型



急下降하기 때문이다.

이러한 막대그림표에 의한 技術的 分析에 대한 檢證研究은 매우 적다. R.A. Levy는 1964년 7월 3일부터 1969년 7월 4일까지 뉴욕증권거래소에 상장된 548개 주식을 표본으로 검증을 시도하였다.⁽¹²⁾ 연구목적은 技術的 分析의 32가지 類型이 購入後 保有政策보다 큰 利益이 있는지를 검증하기 위한 것이었다. 購入後 保有政策을 택한 投資者는 S&P 500株價指數에 포함된 포트폴리오와 같이 投資한 것으로 假定을 하였고, 手數料와 기타 去來費用은 제외 되었다. 연구결과 32개의 類型중 아무 것도 購入後 保有政策보다 나은 收益을 나타내지 못했다. Levy의 연구결과는 fair game model이나 random walk 假定研究과 일치하는 것이다. 따라서 그는 막대그림표의 類型別 分析을 부정하였다. 그러나 Levy의 研究에 대한 지적은 去來量과 價格變化를 結合하지 못했다는 것이다. 그러나 이러한 결과가 다른 學者들로부터도 지지를 받는다면 막대그림표의 類型別 分析은 價値가 없다고 할 것이다.

(2) 點數圖表(point and figures chart)

(12) R.A. Levy, "The Predictive Significance of Five-point Chart Patterns," Journal of Business, Vol. 44, No. 3 1971, pp. 316-23.

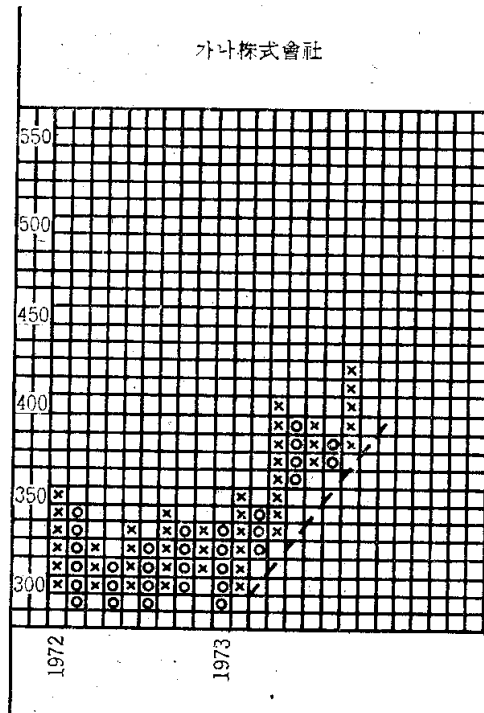
點數圖表는 1950年代末과 1960年代初에 開發되어 막대그림표에 대한 중요한 代替案이 되었다. 點數圖表가 강조하는 것은 株價變化의 方向이다. 막대그림표와 같이 時間의 變化에 는 관심을 두지 않는다. 그리고 일반적인 막대그림표가 市場全體動向을 判定하는데 대해 點數圖表는 個別株式의 動向을 分析하는데 이용된다.

이 圖表의 作成方法은 일반적으로 株價가 上向하는 경우에는 ×표, 下向하는 경우에는 ○표를 써서 時間의 變化에는 관계없이 같은 方向이면 한글로 표시한다. 단지 各方向의 變化가 있을 때마다 새로운 줄을 사용하기 때문에 한줄 내에서는 갭(gap)이 없다.

이 圖表의 해석은 주로 價格의 變化方向이며, 밀집지역으로 부터의 돌파구는 다음 행동의 방향을 지시하게 된다고 생각한다. 또한 밀집지역의 크기는 다음 株價變動의 크기를 決定하는데 이 돌파구가 위로 향하면 株價는 上昇하고, 반대로 아래로 향하면 株價는 下落한다는 것이다(圖表 5 參照).

이러한 點數圖表에 대한 實證的 分析의 結果는 아직 이렇다 할만한 것이없다. 따라서 購入後 保有政策에 비해서 利益이 있다고 말할 수 없으며 그 效果에 대해서 설명할 수 없다.

<圖表 5.> 가나株式會社의 點數圖表



3.2. 市場指標

技術的 分析은 市場의 一般的인 方向과 個別株式의 方向을 豫測하는데 이용되어 왔다. 특히 적절한 賣買時點을 선정하기 위하여 開發된 市場指標은 市場의 變化方向을 알려줄 뿐이고, 個別株式의 變化方向을 가르쳐 주지 않는다. 더구나 市場의 大勢에 個別株式이 어떻게 영향을 받을 것인지를 알려주지 않는다. 따라서 市場圖表를 보면서 分析家는 두가지의 豫測과 意思決定을 하여야 한다. 첫째는 市場의 大勢가 어떻게 움직일 것인가 하는 것과 둘째는 어느 株式이 市場大勢에 어떻게 영향을 받을 것인가하는 것을 알아야 한다. 첫째의 市場大勢의 豫測이 비록 맞았다고 하더라도 둘째의 株式選擇과 賣買時點 選定을 잘못할 경우에는 賣買利益은 보장되지 않게 된다. 다음의 설명은 技術的 分析家들이 주로 이용하는 市場의 大勢轉換을 예측하기 위한 分析方法이다.

(1) 騰落株線(the advance-decline line)

이 指標은 美國의 경우에 “市場의 幅”(breadth of the market)으로 불리우는데, 株價의 上昇種目과 下落種目を 비교하여 每日의 差異를 累積하여 市場株價平均과 비교하여 株價의 上昇, 下落方向의 예측단서를 찾는 것이다.

이 騰落株線을 作成하는 方法은 매우 간단하여 널리 利用되고 있는데, 例를 들어 보면 다음과 같다.

〈表 2〉 騰落株 計算

日 字	去來種目數	上 昇	下 落	保 合	純 差 異	計
13(月)	430	256	18	156	238	238
14(火)	356	217	105	34	112	350
15(水)	370	85	92	193	-7	343
16(木)	385	92	196	97	-104	239
17(金)	376	75	245	56	-170	69
18(土)	352	99	176	77	-77	-8

이 事例에서 騰落指標은 月 238, 火 350, 水 343, 木 239, 金 69, 土 -8로 나타난다. 週中에 전체시장의 上昇勢가 꺾여 下落勢가 나타난 것을 알 수 있다.

騰落指標를 이용하는데 있어서 문제는 이 指標의 해석이다. 모든 證券分析技法에 있어서 문제가 되는 바와 같이 計算된 指標를 어떻게 해석하고 活用하는가는 分析者의 經驗과 判斷能力에 달려 있다. 騰落指標와 市場指標(우리나라의 경우에는 綜合株價指數, 美國의 경우는 道 존스 工業株 平均(DJIA)과의 비교)는 分析時에 매우 중요한 역할을 한다. 대체로 市場指標보다 騰落指標가 앞서 움직인다. 이 騰落指標의 信號를 分析者가 어떻게 이

용할 것인가 하는 것은 分析者에 따라 다를 수가 있다.

이러한 문제의 事例로는 美國의 Clem Morgello에 의한 報告가 있는데⁽¹³⁾, 1971년 11월부터 1972년 4월까지 普通株 價格이 급격하게 회복되어 市場指標은 대부분 上昇勢를 나타내었다. 1972년 3월에 DJIA는 계속 상승되었고, 이 上昇勢는 4월까지 갔는데 騰落指標은 3월에 이미 “상투”에서 下降하고 있었다.

대부분의 技術的 分析者들은 이러한 경우에 騰落指標가 앞으로의 場勢를 豫告한다는 것으로 判斷된다. 따라서 技術的 分析者들은 投資者들에게 주의를 주었고, 1972年末에 DJIA는 1,000을 돌파한 다음 1973년에는 市場이 빈약함이 반영되어 DJIA는 880에서 980의 범위로 떨어진 뒤, “석유파동”으로 1973年末에는 780이하로 급격히 떨어졌다. 이것은 騰落指標가 市場場勢를 豫告한다는 事例로서 알맞는 것이지만 1963년과 1964년에는 잘못된 信號를 주었다는 事例도 있다. 이 경우에 있어서도 騰落指標의 數値자체보다도 해석에 문제가 있었는지 모른다. 이러한 解釋上의 문제가 技術的 分析의 弱點이기도 하다.

(2) 新高價와 新低價(new highs and new lows)

騰落指標의 補助測定資料로서 이용되는 것으로 이 理論은 市場이 上昇勢가 되면 일반적으로 新高價에 도달하는 企業의 수가 늘어나며, 반면에 新低價를 나타내는 企業의 수가 줄어든다는 것이다. 下落勢의 市場에서는 그 反對가 될 것이다. 美國의 뉴욕證券去來所의 경우에 5년 동안의 新高價 株式數와 新低價 株式數의 差를 平均하여 검토하고 있는데, 이 移動平均線과 新高低價線이 이탈하는 현상을 보일 때 市場趨勢의 轉換點을 豫見하는 것이다.

(3) 배론의 信賴度 指數

BCI(Barron's Confidence Index)는 專門인 投資者는 證券市場의 向方을 豫測할 수 있다는 假定에 기초를 두고 있다. BCI는 高級 또는 低級債券의 收益率을 가지고 計算되는데, BCI의 計算方法은 다음과 같다.

$$BCI_t = \frac{Y_{Ht}}{Y_{Lt}} \times 100$$

Y_{Ht} : t時點에 있어서 Barron의 10種 高級債券의 收益率 平均

Y_{Lt} : 다우 존스의 40種 低級債券의 收益率 平均

BCI의 이론적인 根據는 市場展望이 좋을 것이 예상되면 專門의 投資者는 低級債券에 투자하여 높은 收益率을 얻으려고 할 것이고, 市場展望이 악화될 경우에는 低級債券으로 부터 高級債券으로 이동하게 되는데, 이러한 이동에 따라 高級債券과 低級債券에 있어서 收

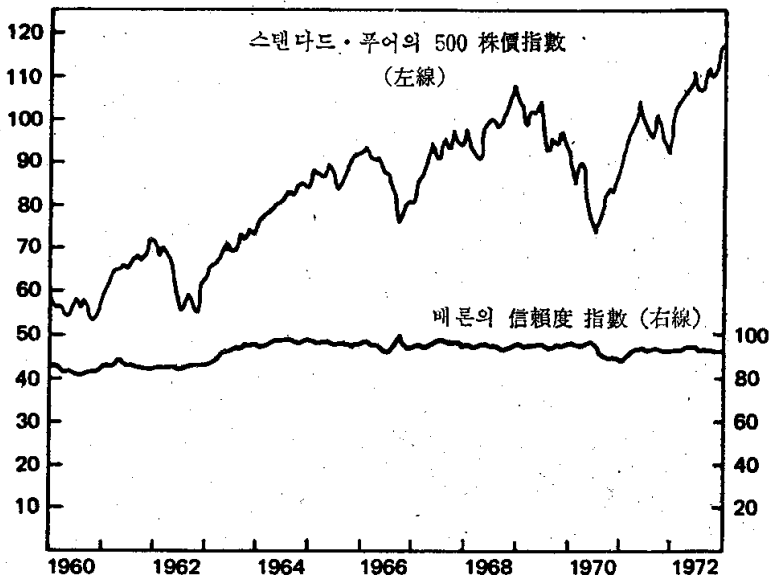
(13) Clem Morgello, "A Troubling Indicator" Newsweek, Vol. 79, No. 19 (May 8, 1972) p. 102.

益率變動幅이 擴散 또는 縮小하게 될 것이라는 것이다.

이에 따라 BCI는 市場展望이 좋으면 오르고, 비관적일 경우에 내리게 될 것이다. 指數의 增加는 高級債券과 低級債券의 收益幅이 줄어든다는 것을 의미한다. 收益幅이 줄어든다는 사실은 景氣가 좋아질 때나 證券市場이 전반적으로 價格上昇을 나타낼 때 생기게 된다. 反對로 指數가 낮아진다는 것은 두 債券系列의 收益率幅이 점차 커짐과 동시에 景氣가 후퇴하고, 證券市場이 下落하게 된다는 것을 의미하게 되는 것이다. 이 指數의 上限은 100인데 이것은 高級債券의 收益率이 低級債券의 收益率을 능가하지 못한다는 假定으로 妥當한 것이다.

그런데 BCI의 有用性を 評價하는데 있어서 概念的이고 經驗的인 根據에 입각하여 批判이 제기되고 있는데⁽¹⁴⁾, 이 批評들은 高級과 低級債券에 대한 收益率에 영향을 주는 것은 매우 많은 要素가 있는데 첫째로 投資者의 長期포오트폴리오의 需要를 고려하여야 한다는 것이다. 이러한 需要는 投資時期를 고려함에 의하여 決定되는 것이 아니라, 所得과 元金の 安定性和 같은 다른 投資要因에 의하여 決定되는 것이다. 둘째로 BCI는 供給條件을 고려하고 있지 않다는 점이다. 市場에 있어서 債券의 供給條件은 高級과 低級債券의 收益率에 명백한 영향을 주게 된다는 것이다. 셋째로 高級과 低級社債의 收益率의 擴散關係는 다른 債券收益率시리즈에서는 확인되지 않고 있다는 것이다. 만약 BCI에 대한 이론적인 根據가 옳

〈圖表 6.〉 배론의 信賴度指數, 1960~73



(14) Sprecher, op. cit., (Houghton Mifflin, 1975) pp. 442-443.

다면 다른 債券系列에 있어서도 高級과 低級債券의 收益率에 있어서도 똑같은 關係가 성립 되어야 한다는 것이다.

실제로 BCI가 市場의 轉換點의 지시를 잘하고 있는지를 圖表를 통해 보면 다음과 같다.

이 圖表는 1960년부터 1973년까지의 BCI와 S & P 500指數를 비교하고 있는데, BCI에 대한 불행은 BCI의 振幅이 매우 미미하여 해석을 곤란하게 한다는 것이다. 좋은 指標는 轉換點을 명백하게 지시하여야 하는데 BCI는 그렇지 못하다. 예를 들어 1966년에 BCI는 아래로 향하고 있으나 기울기가 낮아서 해석하기가 어렵다. 1962년에도 S & P 500指數는 下落하는데 비해 BCI는 이를 指摘하지 못했고, 1966년에는 매우 잘 指摘하고 있다. 그렇지만 1969년에서 1970년에 이르는 市場의 下落을 BCI는 指摘하지 못하고 있다.

따라서 BCI는 우리나라의 경우 이에 대응할 高級·低級債券의 等級區別이 안되어 關係 指標가 없을 뿐만 아니라 理論的인 根據에 문제점이 있고, 經驗的인 確認이 不足하기 때문에 그 有用성이 의심스럽다고 하겠다.

(4) 貸株比率

BCI가 專門的인 投資者(smart money)들이 市場豫測을 정확하게 한다는 假定에 근거를 둔데 대하여 貸株比率는 專門投資者들의 豫測이 옳고 그름을 假定하지 않는다. 貸株比率를 支持하는 사람은 貸株者의 豫測能力보다는 貸株比率 자체의 水準에 關心을 가진다.⁽¹⁵⁾

이러한 견해에 대하여 J.C. Francis는 이 이론의 추종자들은 空賣者들이 一般投資者들보다 시세에 밝은 경향을 가지고 있다고 생각하고 있다면서, 이 이론이 "Short sales contrary opinion theory"(大衆의 心理를 逆으로 이용하는 理論)이라고 하고 있다.⁽¹⁶⁾

貸株에 관한 統計資料는 各 證券去來所나 證券關係新聞에서 정리할 수 있는데 이 비율은 每日의 平均去來量에 있어서 貸株量이 차지하는 比率를 계산한다. 이 貸株比率는 좁은 범위 내에서 움직이고 있는데, 下落하는 市場에서 貸株의 上昇은 下落을 지연시키는 역할을 하게 된다. 이 下落이 上限에 달하면 市場의 支持線(support line)에 달했다는 것을 의미한다. 그러나 급격히 上昇하는 市場에서 貸株의 減少는 계속 上昇할 것을 支持하는 것은 아니다.

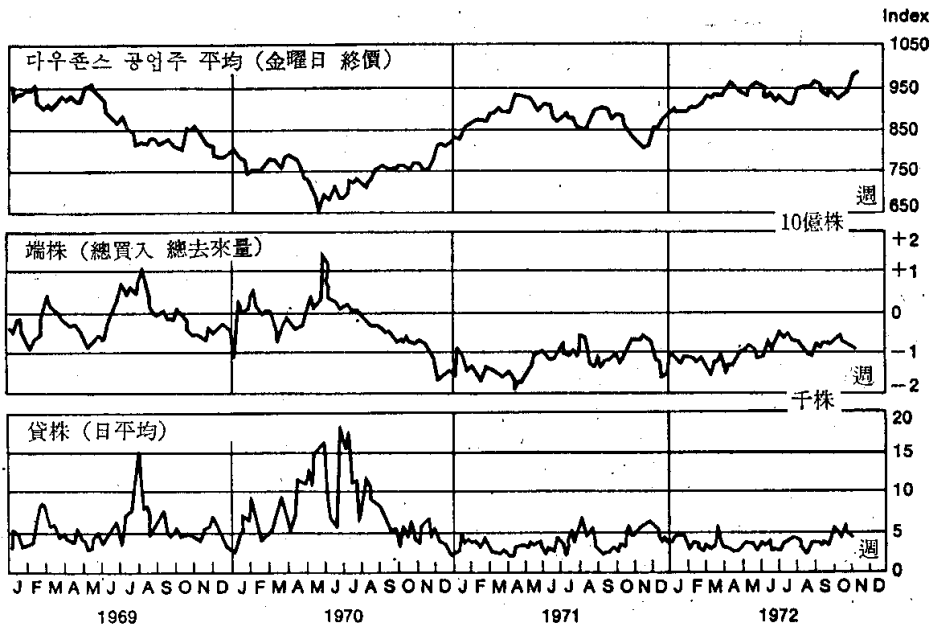
Francis에 의해서 제시된 圖表에 의하면 1969년의 圖表는 이러한 현상이 일어났으나 1970년의 圖表에서는 이 이론이 맞지 않는다.⁽¹⁷⁾ 實證的인 研究는 貸株比率에 의하여 개발

(15) *ibid.*, p. 445.

(16) J.C. Francis, *Investments Analysis and Management*, (McGraw Hill, 1976,) pp. 553-554.

(17) *ibid.*, pp. 553.

〈圖表 7.〉 貸株, 端株去來와 DJIA와의 比較



資料 : Cleveland Trust Company, 1972, 11. Francis, op. cit, p. 553.

되는 戰略의 投資者에 대하여 보통 이상의 收益을 얻게 해주지 않는다는 것을 지적하고 있다.⁽¹⁸⁾ 뿐만 아니라 市場指標와 貸株比率 사이의 상관관계가 낮다는 것을 보이고 있으나⁽¹⁹⁾ 全體市場指標가 아닌 어느 特定種目과의 검토는 다를지도 모른다. 결론적으로 貸株比率만을 이용한 投資가 平均 이상의 收益을 얻지 못한다는 것은 알 수 있는 것이지만 다른 指標와 補完시켜 이용할 때에는 利用價値가 있다고 하겠다.

우리나라의 경우에 있어서 貸株制度는 未開發狀態에 머물러 있어 全體市場指標와의 比較는 무의미한 것이나 貸株를 許容한 種目の 경우에는 價格의 變動方向을 豫想하는데 相對的인 도움을 줄 수 있다고 생각된다. 만약 현재와 같이 制限된 種目の 貸株가 아니고 信用去來種目과 같이 廣範하게 貸株를 실시한다면 補完指標로서 活用될 可能性이 있다고 생각된다.

(5) 端株去來指標

端株去來指標는 市場去來單位를 사지 못하는 小額投資者의 行動에 着점을 맞춘 것이다.

(18) R.D. Smith, "Short Interest and Stock Market Prices," *Financial Analyst Journal*, Vol. 24, No. 6 (1968, 11~12), pp. 151-54.

(19) J.J. Señeca, "Short Interest: Bullish or Bearish?" *Journal of Finance*, Vol. 22, No. 1 (1967, 3) pp. 67-71.

端株去來指標의 계산은 端株販賣對 購買比率을 市場綜合指標(例 S & P's 500指數)와 對比하는 것이다.

端株去來理論은 小額投資者들이 일반적으로 옳게 생각하며 행동하나 결정적인 시기에 잘못된 行動을 한다는 假定下에 성립한다. 證券市場의 轉換點에서 특히 잘못된 行動을 행하기 때문에 이러한 指標를 계속 검토할 경우에 轉換點을 發見하기를 기대하는 것이다.

端株去來者의 잘못된 행동이란 小額投資者들은 오르고 있는 市場에서 대개의 證券을 處分하여 약간의 利益을 얻으나, 「상투」에 가까워 옴에 따라 갑자기 市場의 분위기에 휩쓸려 사기 시작한다는 것이다. 그리고 下降市場에서는 株價가 떨어질 때 계속 사다가 「바닥」에 도달할 때 갑자기 당황하여 판다는 것이다. 이러한 端株去來의 特性을 파악하여 「바닥」과 「상투」라는 轉換點을 發見할 수 있다는 것이다.

이에 대한 檢證은 S. Kaish에 의해 연구가 행해졌다.⁽²⁰⁾ 端株去來指標에 의한 購買의 信號는 平均 이상의 收益을 가져오지만, 販賣의 信號는 별로 價値가 없다고 한다. 결과적으로 이 指標의 有用性은 일반적으로 制限되어 있다. 우리나라의 경우 端株去來는 各證券會社 窓口에서 행해지고 있으나 統計資料로 集計되지 않아 利用할 수가 없다.

(6) 變動率 分析(rate of change analysis)

이 指標는 綜合株價指數와 같은 主要市場指標의 移動平均과 株價指數와의 變動率을 비교하여 市場의 方向變化를 豫測하고자 하는 것이다. 技術的 分析者들이 믿고 있는 假定 중에서 가장 중요한 것은 需要와 供給이 普通株式의 市場價格을 결정한다는 것이다. 따라서 株價指數의 移動平均이 市場의 方向轉換의 強度를 결정하는데 유용하다고 믿는다. 變動率 分析을 행하는 대부분의 技術的 分析者들은 200日 移動平均 終價⁽²¹⁾를 사용한다. 移動平均은 가장 最近 날짜의 증가가 추가되고, 전의 200日 이동평균의 첫번째 날짜의 증가가 제외됨에 따라 매일 변동된다. 그러나 移動平均의 特性에 따라 株價의 미세한 변동은 제거되며 급격한 기복은 완화되게 된다. t日字에 DJIA(우리나라의 경우는 綜合株價指數로 바꾸어 利用한다)의 200日 移動平均(MA_t)를 계산하기 위하여 計算하는 公式는 다음과 같다.⁽²²⁾

$$MA_t = \frac{1}{200} \sum_{j=1}^{200} DJIA_{t-j}$$

(20) Stanley Kaish, "Odd-lot Profit and Loss Performance," Financial Analysts Journal, Vol. 25, No. 5, (1967, 9-10) pp. 83-90.

Spreher, op. cit., p. 445.

(21) 美國에 있어서 200日 移動平均은 1年 移動平均에 유사하다. 우리나라의 경우는 6個月 移動平均과 3개월 이동평균을 보통 사용하다.

(22) J.C. Francis, op. cit., pp. 563-564.

變動率圖를 해석하는 방법은 다음과 같다.

短期移動平均曲線이 長期移動平均線을 돌파할 때 信號를 나타냈다고 생각된다. 이것은 위의 公式上 長期趨勢는 아직 변하지 않고 있을 때 短期曲線의 變化가 長期趨勢에 反하여 움직이므로 賣買信號가 될 수 있다고 생각하는 것이다. 技術的 分析者들은 다음과 같은 경우에 買入信號로 생각한다.⁽²³⁾

- ① 200日 移動平均線이 保合勢이고 株價가 移動平均線 위로 뚫고 올라갈 때
- ② 株價가 上昇하고 있는 移動平均線 아래로 떨어질 때
- ③ 移動平均線보다 높은 株價가 떨어지다가 移動平均線에 도달하기 전에 轉向하여 또 다시 上昇하기 시작할 때

다음과 같은 경우는 賣却信號이다.

- ① 移動平均線이 保合勢이고 株價가 移動平均線을 下廻하는 경우
- ② 株價가 하락하고 있는 移動平均線을 上廻할 때
- ③ 移動平均線보다 낮게 하락하다가 다시 反轉하여 上昇하나 移動平均線을 上廻하지 않고 다시 下落하는 경우

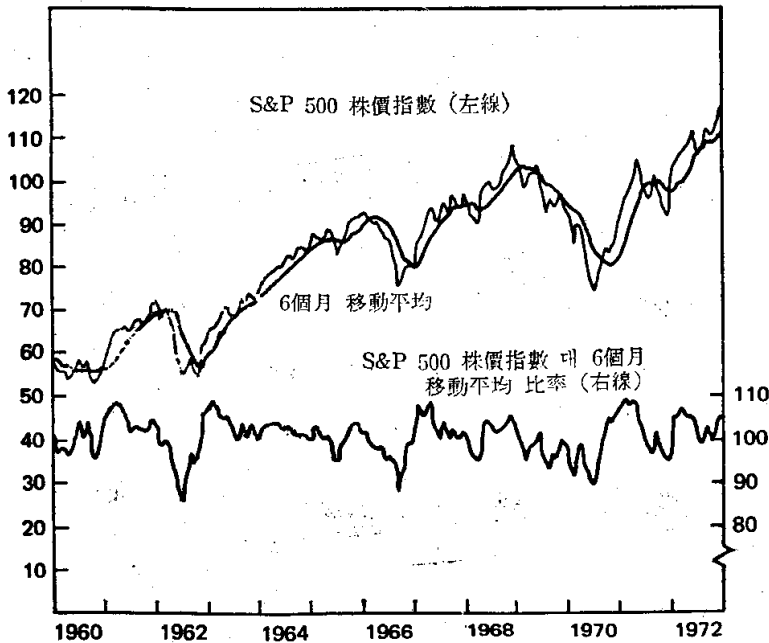
이러한 賣買信號는 移動平均線이 長期인가 또는 中期인가에 따라 달라지는데, 長期인 경우에는 賣買信號가 늦게 나타나고 短期인 경우에는 賣買信號가 逆轉될 가능성이 높아진다.

〈圖表 8〉은 美國의 S & P 500株價指數와 6개월 移動平均曲線의 變動率을 적용한 것이다. 이 比率의 基準은 100이며, S & P 500株價指數가 6個月 移動平均曲線 아래로 떨어지면 市場 쇠퇴의 징조이다. 반대로 S & P 500株價指數가 6個月 移動平均曲線 아래로부터 위로 돌파하여 100을 능가하게 되면 強勢를 나타내고 있는 것으로 해석된다. 이 圖表에서 1960년부터 1973년까지 대체적으로 上昇하고 있는데, 1962년, 1966년의 下落點을 나타내 주었고 1961년, 1962년, 1965년의 上昇轉換點을 잘 나타내 주고 있다. 그러나 몇개의 잘못된 信號도 있었다. 예를 들어 1969년 中半과 1971년 末에는 그 비율이 아래로부터 100을 돌파하였으나 株價指數는 아래로 계속 下降하였다. 그러나 이 指數의 가장 큰 문제는 다른 指數分析과 같이 해석의 문제가 있다. 비록 變動率이 市場의 轉換點을 잘 測定했다 하더라도 1965년 中半과 1968년 初半과 같이 市場의 쇠퇴범위를 측정하는 문제가 남아있다. 만약 쇠퇴기간이 단기간이거나 쇠퇴범위가 미미할 경우에는 投資者가 損失을 입을 가능성이 있기 때문이다. 그러나 다른 指標에 비해서 가장 效果가 크다고 알려져 있다.⁽²⁴⁾

(23) *ibid.*, pp. 563-564.

(24) Sprecher, *op. cit.*, pp. 446-447.

〈圖表 8.〉 S & P 500株價指數와 6個月 移動平均 變化率



資料 : Sprecer, op. cit. p. 446.

(7) 去來量 分析指標

이상의 分析指標는 株價의 變化를 가지고 설명한 것이지만 去來의 變化를 가지고 分析하는 指標를 설명하면 다음과 같이 여러 지표를 생각해 볼 수 있다.

우선 技術的 分析者들은 株價上昇時에는 去來量이 增加하고 去來量이 減少할 때 株價도 下落한다고 가정한다. 그리고 株價變化의 變曲點에서 去來量의 變化가 株價變動에 先行하므로 去來量의 變化에 주의를 할 필요가 있다고 설명한다.

① 去來量 回轉率

去來量 回轉率은 每日의 去來量에 立會日數를 곱하여 上場株式數로 나눔으로써 上場株式이 一定期間에 몇 回轉을 하였는가를 나타내는 것이다. 回轉率이 높을수록 市場은 強勢로 인정된다. 이 指標는 種目別로 人氣株를 測定하는데도 使用될 수 있다.

② 去來成立率

去來成立種目數를 全上場種目數로 나누어 月間 혹은 年間으로 총거래일수의 몇%가 去來成立되었는지를 分析하는 것이다. 이 指標 역시 去來成立率이 낮아 換金性이 낮은 株式을 고르거나 반대로 換金性이 높은 株式을 선택하는데 이용할 수가 있다.

③ 繁閑指標

이 指標는 去來量 回轉率과 去來成立率을 곱함으로써 계산되는데, 5%이하는 침체이고, 30%이상이면 過熱, 15%정도가 正常이라고 생각된다.

④ OBV線

OBV線은 J.E. Granville이 開發한 指標로서 上昇株의 去來量은 累積하고, 下落株의 去來量은 控除하여 市場의 場勢를 검토할 수 있게 作成된 것이다. OBV線의 上昇은 買入側의 에너지가 축적되는 과정이라고 보고 株價가 上昇할 것을 豫想하게 되며, 反對로 OBV線의 下落은 株價의 下落을 豫想한다고 생각된다. 그러나 우리나라의 경우에 있어서는 1972년대 이래로 上場種目數가 급격하게 上昇하여 去來量도 계속 上昇하였다. OBV는 去來量을 표시하는 고로 해서 市場規模가 伸張되고 있는 상황에서는 적용되기가 어려워 去來量 回轉率을 이용하는 것이 合理的이고, 個別種目的 경우에는 OBV를 이용할 수 있을 것이다.

⑤ 去來量 移動平均

株價의 移動平均과 마찬가지로 변화가 많은 去來量을 一定期間(25日, 75日, 150日, 300日 등)을 단위로 평균하여 장기적인 추세를 알고자 하여 만드는 것이다. 그러나 이것 역시 市場規模가 어느 정도 안정된 市場에서 이용할 수 있는 것이고, 우리나라와 같이 市場規模가 확대되고 있는 추세에서는 그대로 利用하기가 어렵다.

3.3. 個別株式種目的 選擇技法

(1) 相對的 勢力分析(relative strength analysis)

技術的 分析에 있어서 圖表分析技法은 個別株式이나 市場全體를 모두 적용시킬 수 있는 技法이나 대체로 市場의 大勢轉換을 豫測하려는데 重點을 두고 있다. 그러나 만약 市場에 대한 展現이 올바르게 豫測되었다 하더라도 어느 種目を 팔거나 사야 보다 큰 利益을 얻을 수 있는지는 의문이다. 이 문제를 해결하기 위한 技法이 1967년에 R.A. Levy에 의해서 開發되었다.⁽²⁵⁾

그는 어떤 證券價格은 強勢市場에서 다른 證券보다 빨리 持續적으로 上昇한다고 발견하고, 이러한 株式은 相對的 勢力(relative strength)을 가지고 있다고 생각했다. 證券의 相對的 勢力은 一定期間 不變하는 경향이 있으므로 相對的 勢力을 과시한 證券에 投資함으로써 보다 높은 收益을 올릴 수 있다고 믿었다. 相對的 勢力을 파악하는 方法은 학자에 따라서는 과거의 平均收益率이 높은 證券을 선택하기도 하고, 株價平均을 市場平均(a), 產業平均

(25) R.A. Levy, "Relative Strength as a Criterion for Investment Selection", Journal of Finance, Vol. 22, No. 5., 1967, pp. 595-610.

(b), 企業平均(c)로 비교하여 b/a , c/b , c/a 로 구분 계산하여 상대적 세력을 파악하기도 한다. Levy는 強勢市場에서 相對的 勢力을 과시하는 주식이 弱勢市場에서는 급격히 下落한다는데 주목하고 이를 發見하는데 주력하였다. 이것은 證券分析學者들이 論議하고 있는 體系的 危險이 1보다 큰 株式의 경우에 上昇과 下落時에 1보다 적은 株式의 경우보다 急騰落한다는 것과 같은 것을 보여 주고 있다. 또한 體系的 危險의 베타係數는 一定期間 安定化하는 경향이 있으므로 위의 假定이나 區分方法은 어느 정도 妥當性이 있는 것처럼 보인다.

Levy의 RSC는 그후 實證的인 研究를 거쳤다. D.E. Pursell에 의한 계속적인 研究는 Levy의 發見을 확인하였고, RSC는 未來株價의 탁월한 豫測者라고 결론지었다.⁽²⁶⁾ Pursell은 市場條件에 특별한 關心을 기울였고 RSC는 市場條件에도 불구하고 높은 收益을 올릴 수 있다고 결론지었다.

그러나 M.C. Jensen과 G.A. Bennington에 의한 研究는 RSC에 의문을 제기했다.⁽²⁷⁾ 그들은 1926년부터 1966년까지의 美國 뉴욕증권거래소에 상장된 1952種目を 對象으로 RSC와 購入後 保有政策(buy and hold policy)보다도 더욱 좋은 결과를 가져오지 않는다고 결론을 내렸다. 이러한 연구결과는 시장에서 fair game으로 얻어지는 결과와 일치하여 效率的 市場理論(efficient market theory)의 前提가 되었다. 그러나 短期的으로 볼 때 RSC가 購入後 保有政策보다 높을 수도 있을 것이나 RSC의 有用性은 아직도 충분히 立證되지 않고 있다.

4. 結 言

技術的 分析은 證券의 賣買時點을 決定하기 위하여 基本的 分析의 代替案으로서 發展되어 왔다. 技術的 分析技法은 本論에서 설명한 主要하고 널리 알려진 技法 외에도 國家에 따라 分析者에 따라 매우 다양한 技法이 사용되고 있다.

本論에서 설명한 바와 같이 美國을 중심으로 한 技術的 分析의 檢證研究 결과 대부분은 購入後 保有政策보다 나은 利益을 얻을 수 없다는 결론이 나왔다. 그러나 이들은 대부분 技術的 分析에 있어서 過去에 이용되었던 圖表의 類型(pattern)分析을 檢證한 것이었다. 또한 檢證方法에 있어서도 投資者의 情報擴散정도나 價格과 去來量의 複合關係 등은 아직 어느 學者도 명쾌하게 檢證하지 못했다. 이에 따라서 技術的 分析者들도 어느 한가지 方法이 계

(26) D.E. Pursell, "The Relative Strength Hypothesis: A Computer Assisted Stock Selection Test," Southern Journal of Business, Vol. 6, No. 3, 1971, pp. 24-31.

(27) M.C. Jensen and G.A. Bennington, "Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidence," Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970, pp. 469-81.

속 優位를 점하지 않을 것을 예상하고, 다른 技法들과 複合해서 사용하고 있다. 또한 證券市場의 效率的 假定이 성립하지 않는 시장에서 技術的 分析方法이 短期的으로 購入後 保有政策보다 超過利潤을 얻을 수 있을지도 모른다. 이러한 假定 때문에 本論에서 여러가지 技術的 分析技法들을 비교 검토하여 왔다.

우리나라와 같은 證券市場에 있어서는 1970年 이래로 長期的으로 成長을 계속해 왔으므로 購入後 保有政策이 短期賣買差益을 노리는 경우보다 일반적으로 우수했다고 생각된다. 그러나 한편으로 우리나라 證券市場은 規模가 적고 投資者가 적으며 비교적 同一한 豫測을 하고 있기 때문에 市場豫測面에서 단순하고, 個別證券種目보다는 業種에 대한 投機를 행하고 있어서 短期投機가 유리한 경우도 많다. 이것은 매우 중요한 비교 검토 대상이며 앞으로의 研究課題이다.

아직 어느 證券分析方法도 證券市場을 豫測하는 絶對적인 方法은 開發되지 못했다. 따라서 흔히 이야기하는 것처럼 技術的 分析方法을 다른 分析方法보다 劣位하다고 타기할 필요는 없을 것이다. 市場情報나 統計資料가 一般投資者가 필요로 한 만큼 質과 量이 보장되지 못한 상태에서 狀況에 맞추어 代用的인 方法이 우수한 경우도 있기 때문이다.

끝으로 證券分析方法에 대한 證券市場의 金諺 하나를 소개하고 本論을 마무리 짓고자 한다.

“證券市場을 豫測하는 分析方法이 開發되는 날은 바로 證券市場이 門을 닫는 날이다.”