

戦前期株式市場の効率性  
Efficiency of the Japanese Stock Markets in the Prewar Period

釜江廣志

Working Paper Series No. 151

November 2019

# 戦前期株式市場の効率性<sup>1</sup>

釜江廣志

Efficiency of the Japanese Stock Markets in the Prewar Period

Hiroshi KAMAE

## §1 はじめに

東京株式取引所（東株）における先物取引は長期清算取引として1878（明治11）年に始まり<sup>2</sup>、定期取引（1878-1922年）、清算取引（1922-24年）、長期取引（1924-1943年）、さらに清算取引と名前をかえて1945年まで続いた。立ち会いは1884年以降連日行われ、休止日は日曜、祝日の他に、年末年始の各3日間と受渡日であり、決済の期限は3か月、もしくは時期により2か月であった。1日に4回の売買が行われた<sup>3</sup>。東株での短期清算取引は1924（大正13）年6月に開始され、決済の期限は7日以内、売買は取引時間中いつでも可能であった。

本稿では東京株式市場の代表的銘柄として東株の旧株（東株旧）<sup>4</sup>と新株（東株新または新東）、および事業会社の代表として日本郵船（以下、郵船と略記）と鐘淵紡績（鐘紡と略記）を取り上げる。長期取引の開始時期は、東株旧が1878年9月、東株新が1897年11月<sup>5</sup>、郵船が1886年3月、鐘紡が1889年1月、また東株新の短期取引は1924年6月であった。取引所株の価格は、取引所という一企業の状況だけでなく経済全般の状況を反映して変動した。取引の概況は表1のとおりである。

本稿の対象期間は東株旧・郵船・鐘紡が1894年から、東株新の長期取引と短期取引がそれぞれ1907年と1924年からであり、終期はいずれも1942年である。これらを選ぶ理由は、データのアベイラビリティと、終期については戦時統制期の影響を排除したいが1942年までは取引が活況であったことなどである。なお、明治期においては、私設鉄道株が上場された1884（明治17）年から鉄道国有化でそれらが廃止された1907（明治40）年まで、鉄道株が株式

---

<sup>1</sup> 本学・東京経済大学両図書館のデータベース、および神戸大学新聞文庫を利用した。記して感謝申し上げます。

<sup>2</sup> 東京証券取引所（1970）p. 709 参照。

<sup>3</sup> 細金（1978）p. 84 参照。

<sup>4</sup> 分割払い込み制度の下で、額面全額払い込み済みの株式を旧株、未払い込み部分が残る株式を新株と呼ぶ。野地他（2018）p. 103 参照。新株と区別するために東株旧という呼称を用いる。これは新聞記事にも見られる。例えば「東京日日新聞」1907年10月3日、「東京朝日新聞」1908年7月17日など参照。

<sup>5</sup> 東京株式取引所（1928）統計編 p. 246 参照。

市場の中心であったが、その後は取引所株が主役となった<sup>6</sup>。

先行研究として片岡他(2004)があり、個別銘柄についてウィーク型およびセミ・ストロング型の効率性の検証を行い、ウィーク型では効率的であるが、セミ・ストロング型では効率的ではないとの結果が得られている。しかし、使用されたデータは日次が12か月間、月次が6年間であり、十分な長さであるとはいえない。また、鈴木(2012)は太平洋戦争期の新東短期取引などを分析しているが、イベント・スタディによるセミ・ストロング型の解析結果は示されていない。

本稿の第2節では株式取引所の動向を概観する。第3節で述べる日次データとイベント・スタディの方法による市場効率性についての結果とその説明が第4節である。第5節はまとめである。

---

<sup>6</sup> 野田(1978)p.235 参照。

## §2 株式取引所の動向

この節では取引所をめぐる動向を時系列で示す。まず1878(明治11)年に株式取引所条例が公布された。これは帳合米制度を取り入れたものであり、取引所は株式会社組織であった。この年、東株(東京株式取引所)と大株(大阪株式取引所)が設立された。7月に東株旧が上場され、9月にはその定期取引が始められた。

1887(明治20)年に取引所条例(ブールス条例)が公布され、取引所の会員組織化と実物売買を目指した。取引方法は直取引(5日以内の受渡し)と定期取引(3か月<sup>7</sup>以内の受渡し、3制限)であった。

1893(明治26)年には取引所法が公布され<sup>8</sup>、取引所の最低資本金を引き下げた。また、株式会社組織と会員組織の併存を認め、投機的取引を残した。取引方法は直取引と延取引<sup>9</sup>(150日以内の受渡し)・定期取引であった。その後、取引所の設立認可は柔軟に行われ<sup>10</sup>、小取引所が乱立した。

1902(明治35)年6月に勅令、いわゆる取引所打壊令が出て<sup>11</sup>、乱立した取引所を整理するべく取引所の最低資本金を引き上げた。同年7月から有価証券の定期取引は限月を2か月に短縮した<sup>12</sup>(2か月2制限)。理由は投機の抑制であり、思惑期間が長いほど投機が増えると考えられたためである。他の先進国の差金取引の期限も日本より短かった。投機抑制は戦前期を通しての長期的な政策課題であった。

限月短縮の結果、株式取引が減少したので、短縮の不便を補い取引を活発にするため、翌1903(明治36)年4月に省令で延取引に転売・買戻しを認めた<sup>13</sup>。さらに同年8月に勅令を発し、9月から定期取引を3か月3制限に戻した<sup>14</sup>。理由は、限月短縮がなされなかった米取引とは対照的に証券取引の出来高が激減したこと<sup>15</sup>、延取引は無税であったが、弥縫策たる延取引が増え定期取引が減少して06年6月～8月は取引がなくなったため<sup>16</sup>、税収を回復させる必要があったことである。

1906、07年の他、17(大正6)、20年にも東株は大幅増資を行った<sup>17</sup>。06年9月に東株新の定期取引が開始された<sup>18</sup>。

---

<sup>7</sup> 帳合米取引の慣習に由来する。小谷(1953)p. 452。

<sup>8</sup> 小谷(1953)p. 384-参照。

<sup>9</sup> 吉田(1978)p. 27 参照。

<sup>10</sup> 小谷(1953)p. 408 参照。

<sup>11</sup> その理由については野田(1980)p. 328 参照。

<sup>12</sup> 小林(2012)p. 297、小谷(1953)p. 441、623、「東京朝日新聞」1902年6月4日、東京株式取引所(1928)統計 p. 83 参照。

<sup>13</sup> 小谷(1953)p. 453 参照。

<sup>14</sup> 小谷(1953)p. 452-54、「東京朝日新聞」1903年4月8日、1903年8月16日参照。

<sup>15</sup> 「東京朝日新聞」1902年7月11日参照。

1907年からの明治40年代は東株新のデキ取引<sup>19</sup>が盛況であった。これは実物の受渡しを目的とせず、差金決済をする投機的な仕法であり、1880年頃から行われた銀貨（洋銀、メキシコドル）直取引、すなわち「現場（現物-引用者）取引の方法に依り即日受渡の形を整え、事實は該取引玉を相互に預合い以て日々の日歩及び直合（差金-引用者）を授受し、必要あるに至り始めて事実上の受渡しを為し、又は事実上の転売買戻に依り決済を為すの方法<sup>20</sup>」にならった取引であった。現物の授受を行わない取引が元手なしでできる<sup>21</sup>など、賭博的取引が横行し、その弊害は大きかった<sup>22</sup>。

そこで、1911(明治44)年5月にデキ取引の競売買<sup>23</sup>・差金決済と預合い<sup>24</sup>を禁止する農商務省通牒（いわゆる直取引禁止令）が出され<sup>25</sup>、6月30日に実施された。その結果、市場は衰退し、また取引所税増徴のために仲買人<sup>26</sup>の脱税行動<sup>27</sup>も増えたので、14(大正3)年3月に取引所法が改正されて<sup>28</sup>仲買人の資格条件が改められるとともに、取引所税の減税も行われた。

1918(大正7)年9月には取引所に現物市場が開設され、現物取引が始まった<sup>29</sup>。現物取引は売買契約成立の日より起算して15日以内に約定して証券の現物を受渡し、差金決済は認めないものであった。

---

<sup>16</sup> 東京株式取引所(1928)p. 統計 83 参照

<sup>17</sup> その理由については野田(1980)p. 328 参照。

<sup>18</sup> 「東京朝日新聞」1906年8月31日参照。

<sup>19</sup> 小谷(1953)p. 469、野田(1978)p. 47、寺西(2009)p. 7 参照。

<sup>20</sup> 小谷(1953)p. 289 参照。

<sup>21</sup> 売買の証拠金は不要であった。「東京朝日新聞」1911年5月24日参照。

<sup>22</sup> 「表面当日限り受渡しを了りたることとなり居るも売買双方預合いに依りて之を次に送り殆ど無期限の観あり」（「東京朝日新聞」1901年10月5日）。また、「東京朝日新聞」1911年5月24日、小谷(1953)p. 467-68 参照。

<sup>23</sup> 許容されていた競売買が預合取引を助長する原因になった（小谷(1953)p. 472）、あるいは、競売買は責任の所在が不明である（「東京朝日新聞」1911年5月24日、p. 3）と指摘されており、相対売買または入札売買に改められた。

<sup>24</sup> 当日に差金の授受をせず翌日以降に取引を繰り延べることである。「法律新聞」1915年5月25日参照。

<sup>25</sup> 日本証券経済研究所(2004)p. 203、野田(1980)p. 333、「東京日日新聞」1911年5月23日、「東京朝日新聞」1911年5月24日参照。

<sup>26</sup> 仲買人は1893年取引所法で自己・委託の両取引が認められたが、相場師的な性格を持っていた。野田(1980)p. 278。

<sup>27</sup> 差金決済禁止命令の前でも、仲買人が定期取引の呑み行為を行い、税を滞納していると報じられている。「東京朝日新聞」1909年3月11日参照。

<sup>28</sup> 小谷(1953)p. 476-。

<sup>29</sup> 菊一(1978)p. 78、片岡(1999)p. 142-、「東京日日新聞」1918年8月11日、「中外商業新報」1918年8月25日参照。

1922(大正 11) 年 4 月に取引所法の改正が公布された<sup>30</sup>。この改正では、有価証券の投機的取引や差金決済を目的とする空取引を防ぐためにその取引期限が短縮され、長期取引を次第に転換するべく短期取引が公認された。併せて、取引を実物取引と清算取引に大別し、取引所場外での現物取引を実物と改称して場内に取り込んだ。取引所の会員組織化も企図した。

1922 年 9 月に大株が東株新などの短期清算取引を<sup>31</sup>開始したが<sup>32</sup>、東株では東株新などの短期清算取引はその開始が 24 年 6 月まで遅れた。これは東株で、「改正法の解釈によってみれば短期取引は到底実行至難」、「受渡方法、売買方法他重要な問題を含み、一方長期取引との関係を顧慮すれば軽々に之を決行するは不得策」などと考えられたためである<sup>33</sup>。その後 27(昭和 2)～41 年には東株新の短期清算取引が花形になった<sup>34</sup>。

1922 年の取引所法改正に基づく長期取引の限月短縮が 25 年 4 月に実施されて 2 か月 3 限制になり、新甫発会は偶数月の 6、26 日と奇数月の 16 日に行われた。この改正の背景には、3 か月 3 限制は交通の発達していなかった頃に制定されたがその事情が変わったこと、取引が長期にわたると投機を誘発しやすいと考えられたこと、などがあつた<sup>35</sup>。

この改正の結果については、1928 年 5 月に発表された東京商工会議所による調査がある<sup>36</sup>。それによれば、02(明治 35)年 6 月の限月短縮後に売買高は前年同月よりも減少したが、25 年の短縮後は東京・大阪・京都・名古屋等の取引所における長期取引の売買高・受渡高は「限月短縮による打撃を蒙った跡を見出し得ない」との結論が得られている。

長期取引ほど投機を誘発する、との考え方が 1922 年の取引所法改正の理由とされたが、29 年にはこの考え方は政府(商工省)により否定的に扱われ<sup>37</sup>、29 年 3 月に取引所法が改正されて、同年 7 月から長期取引の 3 か月 3 限制への限

---

<sup>30</sup> 小谷(1953)p. 562-66、574。

<sup>31</sup> ギキ取引が合法化されたに等しいもので、証券の実物取引化を目指したが、実際には大部分が差金取引であった。これは、場外の証券交換所によって行われた証券短期取引を取引所に取り込んだものであった。小谷(1953)p. 555、706-07 参照。

<sup>32</sup> 日本証券経済研究所(2000)p. 650、706、細金(1978) p. 81、「大阪朝日新聞」1922 年 9 月 3 日参照。

<sup>33</sup> 「報知新聞」1922 年 4 月 7 日、「大阪朝日新聞」1922 年 4 月 14 日、「中外商業新報」1922 年 8 月 2 日参照。

<sup>34</sup> 細金(1978)p. 84 参照。

<sup>35</sup> 日本証券経済研究所(2000)p. 650、706、「大阪朝日新聞」1922 年 3 月 26 日参照。

<sup>36</sup> 日本証券経済研究所(2005)p. 157-86 参照。

<sup>37</sup> 中橋商相は 2 月 19 日の衆議院委員会で「限月長ければ投機を助長し…とは必ずしもこれを信じない」と述べた(「東京朝日新聞」1929 年 2 月 20 日)、他に「中外商業新報」1929 年 2 月 10 日、日本証券経済研究所(2000)p. 958、細金(1978)p. 83 参照。

月復旧が実施された。

その後、1937年9月に東株新の旧株代用受渡制が採用された。43年には日本証券取引所が設立され、取引所株の上場は廃止された。

ここで市場における顕著な値動きをみると、まず1902(明治35)年6月に取引所資本金額などの改正で株価が下落した。04年2月に始まった日露戦争は翌05年秋に休戦し、06年10月には戦後処理が進んで東株での売買高は増加し、07年1月をピークに株高となった<sup>38</sup>。07年1月に日露戦後恐慌の端緒があったが、翌月には取引所改正案が議会で提出されなかったため<sup>39</sup>株価は上昇した。

1915(大正4)年後半から翌年後半にかけては、第一次世界大戦(14年7月～18年11月)のブームで株価が暴騰した。16年2月には、政府が仏貨国庫債券の半分を償還するために鉄道公債ろ号を発行するべく、内外債の借換に関する法案と、英貨公債を一部償還するための内債募集案を提出し、野党は整理基金への繰入れを主張して反対した<sup>40</sup>政局紛争があり、株価は一時的に下落した。また、同年12月にはドイツの講和提議<sup>41</sup>があり、株価は暴落した。19年秋から翌年春にかけて熱狂相場となったが、20年3月には大暴落が生じ(反動恐慌)、10月頃まで下落が続いた。§4で取り上げるように、20年4月の戦後恐慌時に株式市場を救済するべく日銀特融が行われた<sup>42</sup>。22年4月には取引所法改正問題から株価が暴落し、東株が取引員<sup>43</sup>に資金融通を行った<sup>44</sup>。24年から37(昭和12)年9月まで、東株新が東株旧(「親株」)より高値となる親不孝相場が続いた<sup>45</sup>。23年9月1日には関東大震災が発生し9月1日～11月14日は休会した。

さらに1927年3月に金融恐慌が起こり、4月22日～5月12日に東株は休会した。30年1月に金輸出が解禁され4月以降株価は下落、31年9月に満州事変が勃発して株価下落、31年12月に金輸出再禁止で株価上昇、33年1月には米国の金輸出禁止説などで株価は下落した。36年の226事件後、37年7月の日華事変、同年8月の増税案の議会提出、翌年7月の価格統制強化でもそれぞれ下落したが、39年9月の第2次世界大戦勃発では上昇した。

---

<sup>38</sup> 「東京朝日新聞」1906年12月26日、同29日、「東京日日新聞」1907年1月5日参照。

<sup>39</sup> 「東京日日新聞」1907年2月8日、同13日、14日、「東京朝日新聞」1907年2月11日、同14日、19日参照。

<sup>40</sup> 「時事新報」1916年2月13日、「中外商業新報」1916年2月26日参照。

<sup>41</sup> 「時事新報」1916年12月14日参照。

<sup>42</sup> 日本銀行調査局(1928)p.455-60、日本銀行百年史編纂委員会(1983)Ⅲ巻p.10、「東京朝日新聞」1920年4月13日参照。

<sup>43</sup> 旧仲買人である。仲買人は1893年取引法で自己・委託の両取引が可能となっていたが、1922年の法改正で取引員と改称された。小谷(1953)p.395、東京株式取引所(1928)p.259参照。

<sup>44</sup> 「大阪朝日新聞」1922年3月15日、1922年4月22日、「時事新報」1922年4月23日、「東京朝日新聞」1922年4月30日参照。

<sup>45</sup> 小林(2012)p.181参照。

### § 3 計測の方法

株価へ影響する要因としては戦争、財政政策の変更などの大きなイベントがあるが、これらは傾向的な変動に寄与しているとみられる。他に、金利の変更<sup>46</sup>、為替相場<sup>47</sup>、景況の変化<sup>48</sup>、企業の情報とりわけ決算情報などもあげられるが、これらは情報の事前のもれがあることや変化時点の特定が容易ではないことなどから、日次データを使うイベント・スタディに取り込むのは困難を伴うとみられ、以下では取り上げない<sup>49</sup>。

日々の価格変動はマクロ変数とその報道などの影響を受けている、と考えられる。本稿ではマクロ指標の公表をイベントとし、イベント・スタディの方法により市場が（情報処理の意味で）効率的であるかを検討する。そこで、定期的に公表されているマクロ指標である貿易統計<sup>50</sup>と卸売・小売の両物価指数<sup>51</sup>を取り上げる。貿易額はデータの連続性を考慮して内地のみの計数を用いる<sup>52</sup>。貿易の入超額は変動幅が大きいので、輸出額で割ってノーマライズする。日銀調査による卸売物価はレベルそのものの他、前月の公表値との変化分（ $\Delta$ 卸売物価と表記）も説明変数とする。

なお、貿易統計は1940年9月まで、日銀調査による卸売物価と小売物価はそれぞれ1897年と1922年からしかなく、利用期間は限定されている。マクロ経済指標公表値の出所は大蔵省(1990-92)、大蔵省理財局（各年）、日本銀行統計局(1966)と新聞各紙である。マクロ指標の公表日は新聞の初報日とするが、日銀調べの小売物価の公表日が不明の場合は東京商業会議所あるいは農商務省調べのそれで補う。

株式は債券と異なりインカム・ゲインたる配当と配当落ちの考慮が明示的に必要である<sup>53</sup>。配当は総会の開催される月に限月が到来する長期取引の銘柄に

---

<sup>46</sup> その影響については例えば「東京朝日新聞」1909年12月29日、1932年12月9日、「東京日日新聞」1911年6月15日に言及がある。

<sup>47</sup> 「中外商業新報」1925年12月21日、「時事新報」1926年1月4日、「東京朝日新聞」1932年12月2日参照。

<sup>48</sup> 「東京朝日新聞」1932年12月9日参照。

<sup>49</sup> 寺西(2009)、片岡他(2004)参照。後者の使う日次データは1年のみ、マクロデータは金利のみの制約がある。

<sup>50</sup> 「東京朝日新聞」1901年5月3日、1926年9月22日、1931年2月1日、「東京日日新聞」1900年05月11日参照。

<sup>51</sup> 「東京朝日新聞」1916年1月5日、1932年1月26日、1933年1月27日、「中外商業新報」1914年12月19日、「報知新聞」1931年11月29日参照。物価調節のために金利が上げ下げされることについて「東京朝日新聞」1920年3月16日 p. 3, 5 参照。

<sup>52</sup> 1940年7~9月のデータは新聞から採れるのみで、朝鮮・台湾を含む計数である。

<sup>53</sup> 債券の場合、インカムゲインである利子を考慮するとしても、経過利子を考えれば年5%で1日あたり0.014%、額面100円につき0.01円でありネグリジ

発生し、その株価は「配当額を予想して」<sup>54</sup>決まる。本稿では、配当予想が結果的に正しかったとして配当落ち額を推計する。配当落ち日は通常、限月の2か月前であり、先限<sup>55</sup>の取引開始日である<sup>56</sup>。また、配当額は払込額に比例しており<sup>57</sup>、払込額が額面に達していない新株<sup>58</sup>は配当満額が支払われるわけではない。なお、東株は1904年下期から決算月と総会月がそれまでより1か月早められ、総会月は7月・1月となった。

計測法は拙稿(2018)と同様であるので簡潔に述べる。当日(第0日)における株価・配当の合計額と、前営業日のそれとの差 $\Delta p$ を被説明変数とし、説明変数はダミー変数または公表値を使う。まず、上記のイベントを示すダミー変数 $D_{ik}$ を使って9日後までの影響を調べる。

$$(1) \quad \Delta p = f(D_{i0}, D_{i1}, D_{i2}, \dots, D_{i9}, \text{const.})$$

ここで、ダミー $D_{ik}$ は第*i*イベント発生の*k*営業日前のみに1をとる、……などである。日をずらしてイベントが当日(第0日)に発生したと考えれば、ダミー $D_{ik}$ の係数は、イベント発生の*k*営業日後にあたる第*k*日の価格変化にどう影響したか、を示している。

イベント変数の係数が示す株価への影響のうち、即時的なそれのみが統計的に有意であれば、つまり影響はあるがそれがごく短期間で終われば<sup>59</sup>、市場は効率的であると判定する。他方、影響が即時的に存在して、かつそれが持続すれば、市場は情報の処理に手間取っており非効率的であると判定する。具体的には、イベント発生の*x*営業日以降にも影響が有意に持続することである。しかし、この*x*を選ぶ客観的な基準はないので、結果の頑健性を高めるために*x* = 2、4、6としてテストすることとし、これらをそれぞれ2日後基準、4日後基準、6日後基準と呼ぶ。

また、非効率性を示す説明変数が一つでもあれば、市場は非効率的であると

---

ブルである。

<sup>54</sup> 「東京日日新聞」1928年4月7日 p. 4 参照。

<sup>55</sup> 1902年7月～03年8月の限月短縮期では中限の取引開始日である。

<sup>56</sup> 1904年下期からの落ち日は、東株旧と同新長期取引が4月1日、10月1日、東株新短期が5月31日、11月30日、郵船が3月1日、9月1日、鐘紡が5月1日、11月1日である。

<sup>57</sup> 南条・粕谷(2009)p. 53 参照。

<sup>58</sup> 東株の払込額データは、東京株式取引所(1928)統計 p. 246、同第2巻(1933)統計 p. 264、同第3巻(1938)統計 p. 135、154 参照。

<sup>59</sup> 本稿の株価データは新聞の朝刊と夕刊のどちらに掲載されたかを区別していない。午前中にマクロ指標発表がされれば午前の価格に影響するのに対し、午後発表のものは午後の価格、あるいは翌営業日の価格に初めて影響することもあり得る。マクロ指標発表の時刻を正確に特定することはできず、発表が遅い時刻に行われると翌営業日以降の価格にしか影響を与えない可能性があり、その場合、翌営業日の結果が即時的な影響を示すことになる。そこで、当日に加え翌営業日も「即時的な影響」を表していると見なすことにする。なお、戦前の夕刊は発行の日付を翌日付としていた。釜江(2018) 参照。

判定する。さらに、イベントの影響が有意でない場合は、効率性について何もいえない。

次に、マクロ指標の公表値  $RAW_{ik}$  を説明変数とする。 $RAW_{ik}$  は第  $i$  イベントの  $k$  営業日前にのみ通常は 0 ではない値を持ち、その係数が有意であるかを調べるのは(1)式の場合と同様である。

$$(2) \quad \Delta p = f(RAW_{i0}, RAW_{i1}, RAW_{i2}, \dots, RAW_{i9}, \text{const.})$$

データは東株市場の日次価格、出所は「東京日日新聞」または「東京朝日新聞」であり、夕刊があれば夕刊から、なければ朝刊から採集する。定期取引は東株旧が 1878 年 9 月、郵船が 1886 年 3 月、鐘紡が 1889 年 1 月から始まっている。計測の対象期間は、株式市場が 1942 年まで活況であった<sup>60</sup>ことを考慮して、1894 年 1 月～1942 年 12 月とする。

なお、東株新の長期取引は 1897 年 11 月から行われているが、1898 年 1 月～1906 年 8 月、07 年 6 月～7 月、17 年 6 月～7 月、20 年 6 月～10 月<sup>61</sup>は旧株へ併合されるなどして<sup>62</sup>存在しない、もしくは取引がないので、対象期間を 1907 年 8 月～40 年 12 月とし、取引のない期間は含めない。東株新の短期取引は取引開始の 1924 年 6 月から 40 年 12 月までを対象期間とする。また、鐘紡株は 1899 年 7 月～99 年 11 月の期間は全く取引がなく<sup>63</sup>、この期間を削除する。東株における取引状況は表 1 のとおりであり、東株新旧株の合計が全株式の売買に占めるシェアは 1910 年以降ほぼ 10%以上、最高の 15 年は 30%を占めていた。

サンプルは原則として長期取引の先限の価格であり、先限がなく<sup>64</sup>中限か当限の価格がある場合にはこれらで代用する。1903 年 6 月～8 月は長期取引が行われなかったため延取引の価格を使う。27 年 2 月～36 年 12 月においては、長期取引の受渡日であるため取引が行われずの日と、貿易や卸売物価の公表日とが重なることがあり、サンプルが少なくなる。そこでサンプルを増すために、これらの日については、大株（大阪株式取引所）で長期取引が行われていれば<sup>65</sup>その価格を利用することとする。また、37 年 4 月～40 年 10 月は大株での長期取引価格がないので<sup>66</sup>、これらのマクロ統計を、その公表後初めて取引が行

---

<sup>60</sup> 谷村(1978)p. 170 参照。

<sup>61</sup> 1920 年 4 月に旧株へ併合されたが、5 月末までの中限と当限のデータは存在する。

<sup>62</sup> 平山(2019)p. 120 参照。

<sup>63</sup> 1899 年 7 月に上海紡績を合併したことの影響である。「東京朝日新聞」1899 年 9 月 29 日参照。

<sup>64</sup> 東株旧の先限は 1902 年 7 月～03 年 4 月にはなく、東株新は 17 年 4～5 月、20 年 4～5 月にはない。

<sup>65</sup> 大株においては受渡日の前場立会が行われ、東株新の長期が取引された。大阪株式取引所(1928) p. 353 参照。この期間内で上記の条件をみたすのは東株新・鐘紡が最多で 26 日である。

<sup>66</sup> 1937 年以降は大株のデータが見当たらず、立会が行われなかったとみられる。

われて東株における取引データが存在する翌営業日に付け替える方法も試みる<sup>67</sup>。なお、大株データの利用とデータの付け替えの両方法を行わない、および片方のみを行う、のデータセットを使う計測も試みたが、結果に大きな違いはないので、本稿では両方法を行うデータセットを使う計測の結果だけを示す。

さらに、取引所の休会明けは価格変動が大きくなりがちである。サンプルを増すために休会明けの日<sup>68</sup>も含めて、大きな変動の日だけ1を取るダミーを使って計測したが、結果に含めない場合との差はほとんど見られない。そこで本稿では含めない結果を示す。

全期間を通しての計測の他に、期間区分しての計測も試みる。東株旧・郵船・鐘紡は前期、中期、後期に分ける。前期と中期の区切りは4時点、すなわち1911年6月29日（デキ取引の競売買・差金決済禁止の前日）、18年9月1日（現物取引開始の前日）、20年4月29日（戦後恐慌に際し株式市場救済のための日銀特融開始の前日）、22年8月31日（短期清算取引開始の前日）、を用いる。後期は戦時期とし、中・後期の区切りは戦時期に入る31年9月17日（満州事変勃発の前日）とする。東株新の長期・短期取引は対象期間が短いので、それぞれ22年8月31日・31年9月17日と、31年9月17日のみで区切る。

前述の大株データ・付け替えをともに使用する場合、前・中・後期のサンプル数はそれぞれ、

東株旧・郵船・鐘紡：1894年1月～1942年12月を

i)11年6月と31年9月で区分すると、東株旧は前期4965、中期5517、後期3126、郵船は前4935、中5256、後3132、鐘紡は前4519、中5477、後3107、

ii)18年9月と31年9月で区分すると、東株旧は前6962、中3520、後3126、郵船は前6932、中3256、後3132、鐘紡は前6507、中3489、後3107、

iii)20年4月と31年9月で区分すると、東株旧は前7373、中3109、後3126、郵船は前7343、中2848、後3132、鐘紡は前6918、中3078、後3107、

iv)22年8月と31年9月で区分すると、東株旧は前8017、中2465、後3126、郵船は前7984、中2207、後3132、鐘紡は前7561、中2435、後3107である。

また、

東株新長期：1907年8月～42年12月を22年8月と31年9月で区分すると、前3995、中2466、後3153、

東株新短期：1924年6月～42年12月を31年9月で区分して、中期・後期と呼ぶことにすると、中期2147、後期3325である。

---

<sup>67</sup> この期間内で付け替えを行うのは鐘紡・郵船が最多で30日である。さらに、1917年10月2日も暴風雨で東株休業のため、翌日に付け替える。

<sup>68</sup> 1898年4月28日、1915年12月5日、16年12月19日、16年12月28日、20年4月14日、20年5月12日、23年11月17日。

## § 4 計測結果とその説明

### § 4-1 計測結果

計測の結果は次のとおりであり、5%水準で有意性を判定する<sup>69</sup>。被説明変数の定常性は表2のように確認できる。予備的な計測によれば、回帰分析の結果はいずれもDW比が系列相関の存在している可能性を示す。以下では、この点を考慮して釜江(2017)と同様にNewey-Westの方法を採用する。式(1)、(2)の結果は表3～表7のとおりである。

最初に全期間の結果をながめる(表3～表7それぞれの表a1と表a2)。効率性を示しているのは、東株旧に貿易統計公表値を使う場合、東株新の長期取引に貿易公表値を使う場合、鐘紡株に卸売物価ダミーを使う場合と貿易公表値を使う場合である。非効率性を示すのは郵船に卸売物価公表値の変化分を使う場合である。

さらに、2日(または4日、または6日)後以降にのみ説明変数の係数が有意であって、株価への影響が長く残り非効率性を示唆するのは、東株旧に対して卸売公表値を使うときの2・4日後基準による場合、東株新長期取引に卸売物価・小売物価の両公表値を使う場合、東株新短期取引に卸売物価公表値を使う場合、郵船に小売物価ダミーを使う場合、貿易・卸売物価の両公表値を使う場合の一部、および小売物価公表値を使う場合、鐘紡に小売物価のダミー・公表値を使う場合である。

これらを総合すると、東株旧の6日後基準による場合は効率的、東株旧の他基準による場合と東株新長期取引と鐘紡は効率的であるが非効率性の示唆を伴い、東株新短期取引と郵船はともに非効率的である。

次に、対象期間全体を前・中・後期に分けて計測して構造変化があったかを調べる(各表のb1以下)。最初は東株についてである。東株旧を1911年6月と31年9月で区分する場合のダミー変数に対する反応は(表3b1)、前期では9日後の卸売物価が有意、中期と後期では有意なものなし、公表値は前期の7日後の貿易と9日後の卸売物価、中期の1日後の貿易、後期の当日と8日後の貿易がいずれも有意である(表3b2)。

1918年9月で区分するとダミー変数のうち(表3c1)、前期では当日と9日後の卸売物価が有意、中期には有意なものなし、公表値は(表3c2)、前期で1日後の貿易、当日と9日後の卸売物価が有意、中期では当日の貿易が有意である。なお、後期の結果は、前・中期を11年6月で区切る場合の後期(上述)の結果と同じである。

1920年4月で区分する場合、ダミー変数には有意なものはない(表3d1)。公表値に対する反応は(表3d2)、前期で1日後の貿易と9日後の卸売物価変化分が、中期では7日後の卸売物価変化分が有意である。22年8月で区分するとダミー変数は(表3e1)、前期で有意なものなし、中期で8日後の小売物価

---

<sup>69</sup> 有意水準10%を採用した前稿までと異なる。前稿までで取り扱った債券に比べて値動きの大きい株式は、5%にしても計測結果は明瞭になるからである。

が有意である。公表値は（表 3e2）、前期で1日後の貿易と5日後の卸売物価、中期では4日後の貿易と8日後の小売物価がいずれも有意である。

これらから、マクロ変数に対する反応は、初めの2区分（1911年と18年）では前期が非効率的、中期は効率的であり、後の2区分では前期が効率的だが非効率性も示唆され、中期は非効率的、後期は全て同じで非効率的である。

次いで、サンプルの少ない長期取引の東株新は1922年8月と31年9月で区分する。ダミー変数に対する反応は（表 4b1）、前期と後期は有意なものなし、中期は8日後の小売物価が有意である。公表値は（表 4b2）、前期で1日後の貿易、中期で4日後の貿易、3日後の卸売物価、8日後の小売物価、後期では8日後の貿易がいずれも有意である。これらから、前期は効率的であり、中期と後期は非効率性の示唆が導かれる。

さらにサンプルの少ない短期取引の東株新は1931年9月のみで区分して中期と後期に分ける。ダミー変数に対する反応は（表 5b1）、中期で8日後の小売物価、後期で5日後の貿易がともに有意である。公表値は（表 5b2）、中期で8日後の貿易と小売物価、後期で6日後の貿易がいずれも有意である。これらから、中・後期ともに非効率的である。

東株新・旧の期間区分による結果を総合すると、1920年以降で区分する場合、多数のケースで前期はほぼ効率的であるが、中・後期は非効率的である、または非効率性の示唆、が導かれる。しかし東株旧を11年と18年で区分する場合には逆に、前期は非効率的かその示唆、中期は効率的、が導かれる。

続いて、取引所以外の事業会社株についてである。まず、郵船を1911年6月と31年9月で区分する場合のダミー変数に対する反応は（表 6b1）、前期で当日・4日後の貿易と9日後の卸売物価が有意、中期は有意なものなし、後期で1・7日後の卸売物価と7日後の小売物価が有意である。公表値は（表 6b2）、前期で9日後の卸売物価、中期は2日後の卸売物価と当日・7日後の卸売物価の変化分、後期では1・7日後の卸売物価と7日後の小売物価が有意である。

1918年9月で区分すると、ダミー変数のうち（表 6c1）、前期では当日の卸売物価が有意、中期は有意なものがない。公表値は前期で8日後の卸売物価変化分、中期は1日後の貿易がともに有意である。後期の結果は、前・中期を11年6月で区切る場合の後期（上述）の結果と同じである。

1920年4月で区分する場合、ダミー変数に関する反応は（表 6d1）、前期で有意なものなし、中期は当日の貿易が有意である。公表値は（表 6d2）、前期で2日後の卸売物価、7・8日後の卸売物価変化分、中期では当日と1日後の貿易、9日後の卸売物価、当日の卸売物価変化分がいずれも有意である。

1922年8月で区分すると、ダミー変数は（表 6e1）、前期で9日後の卸売物価、中期では6日後の小売物価がともに有意である。公表値は（表 6e2）、前期で2日後の貿易、2日後の卸売物価、当日・7日後の卸売物価変化分、中期では6日後の小売物価がいずれも有意である。

また、鐘紡を1911年6月と31年9月で区分する場合のダミー変数に対する反応は（表 7b1）、前期で有意なものなし、中期は当日の卸売物価が有意、後期で9日後の貿易と4日後の小売物価がともに有意である。公表値は（表

7b2) 、前期では当日と1・6日後の貿易、3・9日後の卸売物価変化分が、中期では当日と1日後の貿易と当日の卸売物価が、後期では当日の貿易、6日後の卸売物価、4・8日後の小売物価がいずれも有意である。

1918年9月で区分すると、ダミー変数は(表7c1)、前期では6日後の貿易が、中期は当日の卸売物価がともに有意である。公表値は(表7c2)、前期で当日の貿易と8日後の卸売物価変化分、中期で1日後の貿易と8日後の小売物価がそれぞれ有意である。後期の結果は、前・中期を11年6月で区切る場合の結果と同じである。

1920年4月で区分する場合、ダミー変数は(表7d1)、前期で当日の貿易、中期は当日の貿易、当日・9日後の卸売物価が有意である。公表値は(表7d2)、前期で1日後の貿易、6日後の卸売物価変化分、中期では当日と1日後の貿易、9日後の卸売物価、が有意である。

1922年8月で区分するとダミー変数は(表7e1)、前期で当日の卸売物価、中期では4日後の貿易と1・8日後の小売物価がともに有意である。公表値は(表7e2)、前期で当日と1日後の貿易、中期では当日と4日後の貿易、1・8日後の小売物価がいずれも有意である。

事業会社株の期間区分による結果を総合すると、効率性について両社で同じ判定結果がもたらされるのは、1911年6月で区分する場合の前期(6日後基準以外)、18年9月で区分する場合の前・中期、22年8月で区分する場合の中期のみであり、それら以外では逆の結果がもたらされる。

## § 4-2 計測結果の説明

以上の結果を株価変動の大小に関連させて説明したい。第一に、1911年6月で区分すると中期が明確に効率的（東株旧：表3b、鐘紡：表7b）、あるいは明確に非効率的であり（郵船：表6b）、20年4月で区分する場合は前期が明確に効率的である（東株旧：表3d、鐘紡：表7d）。他方、11年6月以前は東株旧と郵船が明確に効率的あるいは非効率的であるとはいえず（東株旧：表3b、鐘紡：表7b）、基準次第で判定が分かれる。つまり、11年7月～20年3月を含む期間が明確に効率的、あるいは非効率的である<sup>70</sup>、このことの説明である。

1911年7月～20年3月を含む期間のうち、特に10年代後半～20年は大戦ブームによる高成長とその後の反動恐慌の時期であり、この期間においては、株価は次のように大きく変動した。東株旧、長期取引東株新（カッコ内のa）、郵船（同b）、鐘紡（同c）はそれぞれ、15年8月の130円（a100円、b80円、c180円）台から大戦ブームで16年11月に470円（a460円、b400円、c280円）台へ上昇したが、ドイツの講和提議など<sup>71</sup>で下落して18年3月に150円（a120円、b200円、c250円）台へ、戦後景気の熱狂相場で20年3月に540円（a540円、b220円、c570円）台へまた上昇し、さらには反動恐慌で暴落して同年10～11月に100円（a110円、b120円、c180円）台になった（図1、図3、図5、図6）。

このように値動きの激しかった時期においては他の時期と比べて、貿易や物価の同じだけの変化幅に対して株価はより大きく反応した<sup>72</sup>であろう。表8は東株旧と鐘紡の株価の動きが大きかった1917、19年と動きがそれらの年より小さかった23年の各3か月を取り出して、それぞれの期間における両銘柄が貿易統計と卸売物価変化分へどう反応したかを見たものであり、上記のことがうかがえる。この表は一例であるが、全体に当てはまるのであれば、市場が効率的であるか否かをより明確に判定できる状況になっていた可能性がある。

第二に、1922年8月で区分すると、東株旧・東株新長期と鐘紡がそれ以前は効率的であったのが、以後は非効率的かその示唆に変わることを説明である（東株旧：表3e、東株新長期：表4b、鐘紡：7e）。図2、図4、図7によれば、各銘柄はいずれも21年頃以降の値動きがそれ以前に比べて小さくなっている。これには20年の反動恐慌とその後の低成長など経済全体の状況の変化

<sup>70</sup> ただし例外（郵船：表6d）もある。

<sup>71</sup> §2で前述。

<sup>72</sup> この期間の貿易への反応は、例えば「東京日日新聞」1918年11月23日（入超発表で買い方迷う）、20年3月25日（入超などで相場は崩れた）参照。物価への反応は、「東京日日新聞」1919年8月9日、19年10月4日、19年11月20日（日銀利上げと、政府が物価抑制のために輸入関税を免除したのに対して）、20年1月24日（生糸価格暴落に対して）、20年3月12日（生糸・綿糸価格暴落に対して）、「東京朝日新聞」20年3月16日（物価調節策として日銀利上げの予想、および銀価・生糸価格の下落に対して）を参照。

も影響しているであろうが、市場介入や価格維持策などが作用した可能性もあろう<sup>73</sup>。

1920年も含めるとそれ以降、直接・間接を問わず市場介入・価格維持策がとられ、とりわけ1920年頃以降に次のような方策が多く行われた。

20年4月30日 戦後恐慌時に株式市場を救済するために日銀特融が行われた、

22年4月20日 取引所法改正問題から株価暴落し、東株が取引員への資金融通を決定した、

22年11月～ 銀行動揺時に日銀が東株の機関銀行などに特融を、かつ東株が取引員に資金融通を<sup>74</sup>、それぞれ行った<sup>75</sup>。

さらに、直接的な株価維持のために、保険会社が出資して生保証券を1930年10月に<sup>76</sup>、33年2月に生保投資シンジケート、35年8月に第2次生保証券をそれぞれ設立した。また東株関係者により株価維持機関として、大日本証券投資(37年9月)、株式投資組合(38年6月)、日本証券投資(40年9月)が設立された<sup>77</sup>。

このような市場介入・価格維持策は株価の下落幅を小さくして効率的か否かの判定を困難にした、あるいは下落幅は小さくないとしてもマクロ指標の変化とは無関係で、指標変化の直後ではない日にも変動させて市場を非効率的にした、などの可能性があるだろう。こういった点を考慮すると上記の変化は説明可能である。

なお、海運業に属する郵船は同じ事業会社である紡績業の鐘紡と違って1922年8月まで効率的であったとは見られない(表6eの前期)。この違いをもたらした背景を、海運業と紡績業、あるいは郵船と鐘紡を比較して探ってみる。海運業界は第一次大戦時の戦争景気で活況を呈したが、戦後は停滞・不振が続いた<sup>78</sup>。他方、紡績業は成長して1919年の戦後景気では電力業とともに中心的な担い手になり、その後も好調であった<sup>79</sup>。鐘紡、郵船両社の配当率の推移を

---

<sup>73</sup> 「政府が……株価のフラクチュエーションそのものをある程度まで統制し」た(「大阪毎日新聞」1933年12月12日)。

<sup>74</sup> 日本銀行百年史編纂委員会(1983)Ⅲ巻 p. 30、39、「東京朝日新聞」1922年12月26日、「時事新報」1922年12月28日参照。

<sup>75</sup> これら以外に、16年12月にドイツによる一次大戦の講和提議で株価が暴落した時にも日銀特融が行われたが、金額は20年4月のその1/10以下であり、影響は大きくないとみられる。日本銀行調査局(1928)p. 455-60、日本銀行百年史編纂委員会(1983)Ⅱ巻 p. 381 参照。

<sup>76</sup> 「大阪朝日新聞」1930年9月6日参照。

<sup>77</sup> 小林(1978)p. 444、小林(2012)第7章第2節参照。その後も、日本協同証券(41年3月)、戦時金融金庫(42年4月)が設立された。

<sup>78</sup> 「中外商業新報」1921年3月16日(郵船、予想以上に不況)、「大阪時事新報」1922年8月20日(海運業界、当分不振持続)、「東京朝日新聞」1925年9月11日(郵船、利益は前期に比べ半減、減配)参照。

<sup>79</sup> 三和(2002)p. 94、「大阪時事新報」1922年3月14日(鐘紡は21年下期収益

示す表9からもこのことはうかがえる。

前述の市場介入・買い支えはその対象が普遍的ではなく<sup>80</sup>、両産業を比較すると紡績業よりも海運業のほうが必要度は上回っていたと思われる。したがって、非効率性の程度は鐘紡に比べ郵船は大きかった、と解し得る。そうであれば、郵船が1922年8月以前も非効率的であり、鐘紡は相対的に効率性の程度が高く、効率的であったことが説明できる。

また、1920～31年には郵船が効率的であるが、鐘紡は非効率的であって対照的である(表6d、7dのそれぞれ中期)。ただし22～31年はともに非効率的であるから(表6e、7eのそれぞれ中期)、この差異は主として20年代初頭における違いに起因している可能性がある。海運業界は19年前半が活況、22年は前年よりやや好況、24年上期は幾分立直り利益増があった<sup>81</sup>。他方、紡績業界あるいは鐘紡は20年に益々悪化、21年には不安から好調へ、22年秋は反動で不景気襲来、24年下期には減配、26年は八方ふさがりと推移した<sup>82</sup>。これらから、上記の対照的な結果はある程度説明できよう。

最後に、1931年9月以降は逆の非対称性があり、郵船が非効率的であるのに鐘紡は効率的であるが(表6b、7bのそれぞれ後期)、これも同様の説明が可能である。すなわち、海運業は25年頃には不振となったが<sup>83</sup>、紡績業は27年頃から好調であり<sup>84</sup>、少なくとも30年代初め、もしくは半ばまでは海運業の不況<sup>85</sup>、紡績業の好況<sup>86</sup>が続いた。表9の配当率もこのことを示している。これらは上記の非対称性を説明することができよう。

---

が最高額)参照。

<sup>80</sup> 「東京朝日新聞」1920年4月13日参照。

<sup>81</sup> 「時事新報」1920年1月21日、「大阪毎日新聞」1922年1月5日、「中外商業新報」1924年8月11日参照。

<sup>82</sup> 「大阪時事新報」1920年8月3日、「中外商業新報」1921年6月30日、「大阪時事新報」1921年6月24日、「大阪朝日新聞」1922年10月14日、「東京朝日新聞」1924年12月6日、「大阪朝日新聞」1926年11月13日参照。

<sup>83</sup> 「東京朝日新聞」1925年9月11日(海運界不振、郵船も利益は前期比半減)参照。

<sup>84</sup> 「大阪朝日新聞」1929年8月29日(この三年間好採算を維持)、「東京朝日新聞」1928年11月20日(紡績界、黄金時代)参照。

<sup>85</sup> 「東京朝日新聞」1933年5月6日(日本郵船、無配を継続)、「時事新報」1935年6月18日(真の景気回復まで前途多難)参照。

<sup>86</sup> 「東京朝日新聞」1932年1月23日(紡績株、活気づく)、「大阪時事新報」1933年9月9日(儲けた紡績)、浜野他(2009)p.18(1934年に…紡績業は採算をとりもどした)、同書p.209(38年度以降…鐘紡のように…軍需…に対応することで生き残りを図った)、中村・尾高(1989)p.54(鐘紡…30年…に争議収拾後…懸命の合理化努力)参照。

## §5 おわりに

本稿は、1894年1月～1942年12月の東京株式取引所（東株）における長期取引の東株旧株と新株（1907年8月～40年12月）、短期取引の東株新株（24年6月～40年12月）および郵船・鐘紡株を対象として、市場効率性について分析した。株式取引所の動向を概観したのち、第3節で述べる計測法によった結果とその説明を第4節で行った。即時的な影響が有意であるとともに、イベント発生の一一定日以降にも影響が存続すれば、市場は非効率的であると判断するが、結果の頑健性を保つべく、この基準として複数を選んだ。

得られた結果は次のとおりである。全期間を通してみれば、東株旧の6日後基準による場合は効率的、東株旧の他のケースと東株新長期取引と鐘紡は効率的であるが非効率性の示唆を伴い、これら以外の銘柄はいずれも非効率的である。

期間区分すると、まず、1911年7月から20年3月までの期間を含む部分期間が明確に効率的、あるいは非効率的となる。このことは、株価が激しく動いた時期にはそうでない時期と比べて、貿易・物価の同じ変化幅に対して株価の反応がより大きかった、と考えれば説明できよう。

次いで、1922年8月で区分する場合には、多くの銘柄が、前半の効率的から後半には非効率性かその示唆、に変わる。日銀の株式市場救済と特融、東株の資金融通の他、生保証券、株式投資組合などの設立は直接あるいは間接の市場介入であったが、これらが1920年頃以降に多く行われたことを考慮すれば、上記の結果は説明可能である。

海運業に属する郵船は1922年8月まで効率的であったとは見られないが、この違いをもたらした理由は、海運業界が一次大戦景気では活況を呈したが戦後は不振が続いたのに対し、紡績業は成長して19年の戦後景気とその後に好調であったことであろう。そのため市場介入・買い支えの必要度は海運業のほうが紡績業を上回り、非効率性の程度は郵船が大きかったとみられる。

また、1920～31年に郵船が効率的で鐘紡は非効率的である。この差は20年代初頭において海運業界が好況、紡績業界は不況であったことに起因している可能性がある。

最後に、1931年9月以降は郵船が非効率的で鐘紡は効率的であるが、これも海運業の不況と紡績業の好況による説明が可能である。

残された課題としては、銘柄として本稿で取り上げたもの以外、例えば昭和期に重要度を増した重化学産業を対象とすること、などが考えられよう。

<参考文献>

- 有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。
- 石川通達（1978）「大正九年の反動恐慌と救済」（有沢（1978）所収）。
- 植谷久三（1978）「取引所打壊令」（有沢（1978）所収）。
- 大阪株式取引所（1928）『大株五十年史』同所。
- 大蔵省（1990-92）『大日本外国貿易年表』原書房。
- 大蔵省理財局（各年）『金融事項参考書』内閣印刷局。
- 片岡豊（1999）「戦前期の株式取引所と場外市場」『白鷗大学論集』2号。
- ・丸淳子・寺西重郎（2004）「明治後期における株式市場の効率性の分析」『証券経済研究』48号。
- 鐘紡株式会社社史編纂室（1988）『鐘紡百年史』同社。
- 釜江廣志（2018）「明治・大正期における5分利債市場の効率性について」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』148号、10月。
- 菊一岩夫（1978）「現物取引」（有沢（1978）所収）。
- 小谷勝重（1953）『日本取引所法制史論』法経出版社。
- 小林和子（1978）「年表」（有沢（1978）所収）。
- （2012）『日本証券史論』日本経済評論社。
- 鈴木史馬（2012）「太平洋戦争と証券市場 東京株式取引所短期清算市場日次データの概観」『明星大学経済学研究紀要』1号。
- 谷村裕（1978）「株式市場の統制」（有沢（1978）所収）。
- 寺西重郎「戦前期株式市場のミクロ構造と効率性」IMESディスカッション・ペーパー・シリーズ、No. 2009-K-17、日本銀行金融研究所。
- 東京株式取引所（1928）『東京株式取引所五十年史』同所。
- （1933）『東京株式取引所史第2巻』同所。
- （1938）『東京株式取引所史第3巻』同所。
- 東京銀行集会所（各月）『銀行通信録』同所。
- 東京証券取引所（1970）『東京証券取引所20年史 規則・統計』同所。
- 中村隆英・尾高煌之助（1989）「概説1941-37年」（中村・尾高編『日本経済史6 二重構造』岩波書店所収）。
- 南条隆・粕谷誠（2009）「株式分割払込制度と企業金融、設備投資の関係について」『金融研究』3月。
- 日本銀行金融研究所（1993）『日本金融年表』日本信用調査。
- 調査局（1928）『世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動揺史』。
- 統計局（1966）『明治以降本邦主要経済統計』日本信用調査。
- 百年史編纂委員会（1982-1986）『日本銀行百年史』日本信用調査。
- 日本経営史研究所（1988）『日本郵船百年史 資料』日本郵船株式会社。
- 日本証券経済研究所（1989）『日本証券史資料 戦後編別巻2 証券年表』同所。
- （2000）『日本証券史資料 戦前編第1巻』同所。
- （2004）『日本証券史資料 戦前編第3巻』同所。
- 野田正穂（1978）「鉄道の国有化」（有沢（1978）所収）。

- (1980) 『日本証券市場成立史』 有斐閣。
- 野地もも・葛西洋平・三和裕美子 (2018) 「わが国における戦前の株式分割払込制度の実態について」 『明大商学論叢』 3月。
- 浜野潔他 (2009) 『日本経済史 1600-2000』 慶應義塾大学出版会。
- 平山賢一 (2019) 『戦前・戦時期の金融市場』 日本経済新聞出版社。
- 細金正人 (1978) 「短期清算取引」 (有沢 (1978) 所収)。
- 三和良一 (2002) 『概説日本経済史』 東大出版会。
- 吉田晴二 (1978) 「取引所法の制定」 (有沢 (1978) 所収)。

表1a 東株における売買株数

年	長期取引					短期取引
	東株旧株	東株新株	郵船	鐘紡	東京株式取引所 全体	東株新株
1897	9,917	339	650,320	36,610	2,038,925	
1900	114,365	-	984,010	70,260	3,680,595	
1905	415,960	-	1,353,130	512,910	6,169,510	
1910	1,036,300	1,818,030	369,180	381,820	11,029,380	
1915	970,820	4,654,780	702,640	300,780	17,663,730	
1920	2,514,770	1,096,650	568,350	797,940	37,468,780	
1925	1,710,100	7,881,430	271,670	926,530	37,504,780	13,545,490
1930	1,431,580	5,218,330	514,660	1,679,720	29,508,060	22,228,030
1935	821,650	2,906,400	506,840	167,850	33,811,780	28,713,670
1937	1,182,030	3,061,730	433,730	414,240	56,219,000	32,572,241

出所：東京株式取引所(1928、1933、1938)。

表1b 東株における売買シェア(長期取引全体に占めるシェア)

年	東株旧株	東株新株	小計	郵船	鐘紡
1897	0.49	0.02	0.50	31.90	1.80
1900	3.11	-	3.11	26.74	1.91
1905	6.74	-	6.74	21.93	8.31
1910	9.40	16.48	25.88	3.35	3.46
1915	5.50	26.35	31.85	3.98	1.70
1920	6.71	2.93	9.64	1.52	2.13
1925	4.56	21.01	25.57	0.72	2.47
1930	4.85	17.68	22.54	1.74	5.69
1935	2.43	8.60	11.03	1.50	0.50
1937	2.10	5.45	7.55	0.77	0.74

出所：東京株式取引所(1928、1933、1938)。

注：1920年8-10月は東株新株の売買なし。

表2 株価価格差の定常性テスト

トレンドと定数	ラグ数決定法	東株旧	東株新長期	東株新短期	郵船	鐘紡
ともに有り	BIC	-62.79	-54.18	-73.80	-27.15	-113.23
ともに有り	AIC	-23.80	-20.03	-40.97	-27.15	-22.64
ともに有り	LM	-27.52	-42.90	-73.80	-27.15	-24.46
定数項のみ有り	BIC	-62.78	-54.18	-73.79	-27.15	-113.23
定数項のみ有り	AIC	-23.78	-20.03	-40.97	-27.15	-22.64
定数項のみ有り	LM	-26.69	-21.35	-73.79	-26.35	-24.46
ともに無し	BIC	-62.77	-54.18	-73.79	-27.06	-113.19
ともに無し	AIC	-23.77	-20.03	-40.97	-27.06	-22.70
ともに無し	LM	-50.36	-27.59	-73.79	-27.70	-22.70

注: ラグ数決定法のBICはSchwarzベイズ情報量基準、  
 AICは赤池情報量基準、LMはLagrange乗数テストである。  
 結果は全て単位根なしを示す。

表3a1 東株旧全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.46	0.14	-1.64	0.10	0.19	0.85
1日後	-0.14	0.88	0.12	0.91	0.30	0.77
2日後	0.43	0.67	-0.93	0.35	-0.22	0.83
3日後	0.28	0.78	-1.47	0.14	0.18	0.86
4日後	1.23	0.22	-0.80	0.42	-1.43	0.15
5日後	-0.28	0.78	-1.63	0.10	0.57	0.57
6日後	0.25	0.81	-1.48	0.14	-1.61	0.11
7日後	-0.17	0.86	-0.24	0.81	-0.52	0.60
8日後	-0.73	0.47	-0.03	0.98	-1.63	0.10
9日後	-0.22	0.82	-1.72	0.09	0.16	0.87

表3a2 東株旧全期間（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.18	0.24	-0.91	0.36	0.56	0.58	-0.16	0.87
1日後	-2.22	0.03	-0.35	0.72	-0.34	0.73	0.46	0.65
2日後	0.84	0.40	-1.25	0.21	-0.53	0.59	-0.03	0.98
3日後	-0.22	0.82	-0.90	0.37	-1.08	0.28	0.23	0.82
4日後	1.22	0.22	-0.91	0.36	-0.39	0.70	-1.35	0.18
5日後	-1.84	0.07	-2.10	0.04	0.10	0.92	0.85	0.40
6日後	-1.01	0.31	-1.70	0.09	-0.64	0.52	-1.61	0.11
7日後	-1.01	0.31	-0.38	0.70	0.69	0.49	-0.50	0.62
8日後	-0.79	0.43	-0.25	0.80	0.04	0.96	-1.89	0.06
9日後	-0.27	0.79	-0.67	0.50	0.82	0.41	0.24	0.81

表3b1 東株旧（ダミー、前・中期を11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.83	0.07	-1.60	0.11
1日後	-0.61	0.54	0.10	0.92
2日後	0.60	0.55	0.34	0.73
3日後	0.60	0.55	-1.58	0.11
4日後	1.76	0.08	-0.97	0.33
5日後	0.09	0.93	-1.64	0.10
6日後	1.38	0.17	-0.26	0.80
7日後	0.08	0.93	-0.52	0.60
8日後	-0.39	0.70	-0.21	0.84
9日後	-0.39	0.69	-2.46	0.01

中期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.07	0.94	-0.65	0.52
1日後	0.71	0.48	0.47	0.64
2日後	0.27	0.79	-1.71	0.09
3日後	-0.61	0.54	-0.85	0.39
4日後	-0.78	0.44	0.19	0.85
5日後	-0.78	0.44	-0.13	0.90
6日後	-1.02	0.31	-1.48	0.14
7日後	-0.50	0.62	0.25	0.80
8日後	-1.15	0.25	-0.26	0.79
9日後	0.41	0.68	0.02	0.99

後期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.83	0.40	0.24	0.81	0.59	0.56
1日後	-0.53	0.59	-0.64	0.52	0.11	0.91
2日後	-0.89	0.38	0.73	0.46	0.03	0.98
3日後	1.54	0.12	0.86	0.39	0.57	0.57
4日後	0.53	0.60	-1.66	0.10	-1.63	0.10
5日後	0.23	0.82	-0.96	0.34	0.66	0.51
6日後	-0.41	0.68	-0.54	0.59	-0.21	0.83
7日後	-0.14	0.88	-0.74	0.46	-0.18	0.86
8日後	0.55	0.58	1.05	0.29	-0.34	0.73
9日後	-0.33	0.74	-0.26	0.79	-0.25	0.80

注：中・後期は31/9で区分。以下、全て同じ。

表3b2 東株旧（公表値、11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.17	0.24	-1.57	0.12	0.25	0.81	0.26	0.80
1日後	-1.41	0.16	0.14	0.89	0.43	0.67	0.27	0.78
2日後	0.44	0.66	0.44	0.66	0.32	0.75	0.20	0.84
3日後	0.12	0.91	-1.76	0.08	-1.71	0.09	0.64	0.52
4日後	0.91	0.37	-0.89	0.37	-0.23	0.82	-1.64	0.10
5日後	-1.19	0.24	-1.68	0.09	-0.76	0.45	0.93	0.35
6日後	-0.01	0.99	-0.07	0.95	0.34	0.73	-0.08	0.94
7日後	-2.02	0.04	-0.48	0.63	0.50	0.62	-0.23	0.81
8日後	-0.69	0.49	-0.12	0.90	0.53	0.59	-0.64	0.52
9日後	0.25	0.80	-2.32	0.02	-0.31	0.76	-0.22	0.82

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.87	0.39	-0.19	0.85	0.65	0.52
1日後	-1.94	0.05	-0.34	0.74	-0.09	0.93
2日後	0.61	0.54	-1.55	0.12	-0.50	0.61
3日後	-0.52	0.61	-0.47	0.64	-0.98	0.33
4日後	0.80	0.42	-0.25	0.80	-0.25	0.81
5日後	-1.59	0.11	-1.06	0.29	0.47	0.64
6日後	-1.17	0.24	-1.56	0.12	-0.73	0.47
7日後	0.27	0.79	-0.12	0.90	0.59	0.56
8日後	-0.03	0.98	-0.52	0.60	-0.06	0.95
9日後	-0.47	0.64	0.31	0.75	0.93	0.35

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	2.18	0.03	0.22	0.82	-0.83	0.40	0.26	0.80
1日後	-0.01	0.99	-0.28	0.78	-0.92	0.36	0.27	0.78
2日後	0.36	0.72	0.60	0.55	-0.53	0.60	0.20	0.84
3日後	-0.13	0.90	0.82	0.41	0.46	0.64	0.64	0.52
4日後	-0.18	0.86	-1.66	0.10	-0.80	0.42	-1.64	0.10
5日後	-0.49	0.63	-1.06	0.29	-0.61	0.54	0.93	0.35
6日後	-0.83	0.40	-0.83	0.41	0.94	0.35	-0.08	0.94
7日後	1.76	0.08	-0.99	0.32	1.11	0.27	-0.23	0.81
8日後	-2.27	0.02	1.15	0.25	0.26	0.80	-0.64	0.52
9日後	-1.23	0.22	-0.14	0.89	-0.30	0.77	-0.22	0.82

表3c1 東株旧（ダミー、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.29	0.20	-2.04	0.04
1日後	0.43	0.67	0.29	0.77
2日後	0.44	0.66	-0.58	0.56
3日後	0.26	0.79	-1.86	0.06
4日後	1.45	0.15	-0.37	0.71
5日後	-0.21	0.83	-1.10	0.27
6日後	1.18	0.24	-0.68	0.49
7日後	-0.01	1.00	0.25	0.80
8日後	-0.67	0.50	0.03	0.98
9日後	-0.53	0.60	-2.79	0.01

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.36	0.72	0.31	0.76	-0.25	0.80
1日後	-0.93	0.35	0.10	0.92	0.43	0.67
2日後	0.65	0.52	-0.95	0.34	-0.15	0.88
3日後	-0.38	0.71	0.14	0.89	-0.14	0.89
4日後	-0.52	0.60	-0.16	0.88	-0.09	0.93
5日後	-0.37	0.71	-0.86	0.39	0.25	0.81
6日後	-1.27	0.20	-1.40	0.16	-1.63	0.10
7日後	-0.42	0.68	-0.25	0.80	-0.51	0.61
8日後	-0.96	0.34	-0.65	0.51	-1.77	0.08
9日後	0.95	0.34	0.90	0.37	0.71	0.47

表3c2 東株旧（公表値、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.91	0.37	-1.96	0.05	-1.22	0.22		
1日後	-1.99	0.05	0.17	0.86	0.53	0.59		
2日後	0.98	0.33	-0.74	0.46	-0.78	0.43		
3日後	0.62	0.54	-1.80	0.07	-0.77	0.44		
4日後	1.45	0.15	-0.42	0.67	-1.18	0.24		
5日後	-1.43	0.15	-0.99	0.32	0.09	0.93		
6日後	0.16	0.87	-0.59	0.55	-0.72	0.47		
7日後	-1.52	0.13	0.54	0.59	1.47	0.14		
8日後	-0.28	0.78	0.11	0.91	1.87	0.06		
9日後	0.38	0.70	-2.80	0.01	-0.25	0.80		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.95	0.05	0.32	0.75	0.95	0.34	-0.30	0.77
1日後	-0.98	0.33	-0.51	0.61	-0.37	0.71	0.45	0.65
2日後	-0.37	0.71	-1.07	0.28	0.34	0.73	-0.06	0.95
3日後	-1.52	0.13	0.30	0.76	-0.84	0.40	-0.08	0.94
4日後	-0.49	0.62	-0.33	0.74	0.06	0.95	-0.11	0.91
5日後	-1.27	0.21	-1.49	0.14	0.25	0.81	0.35	0.73
6日後	-1.40	0.16	-1.41	0.16	-0.57	0.57	-1.66	0.10
7日後	-0.06	0.95	-0.36	0.72	0.35	0.72	-0.40	0.69
8日後	-1.40	0.16	-0.69	0.49	-0.73	0.46	-1.79	0.07
9日後	-0.86	0.39	0.90	0.37	1.00	0.32	0.72	0.47

表3d1 東株旧（ダミー、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.33	0.18	-1.58	0.11		
1日後	-0.08	0.94	0.38	0.71		
2日後	0.29	0.77	-0.56	0.58		
3日後	-0.04	0.97	-1.51	0.13		
4日後	1.25	0.21	-0.32	0.75		
5日後	0.12	0.90	-1.35	0.18		
6日後	0.84	0.40	-1.17	0.24		
7日後	-0.35	0.73	-0.03	0.97		
8日後	-0.63	0.53	0.15	0.88		
9日後	0.12	0.90	-1.50	0.13		

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.08	0.93	-0.60	0.55	-0.13	0.89
1日後	0.15	0.88	-0.24	0.81	0.65	0.52
2日後	1.44	0.15	-1.03	0.30	0.00	1.00
3日後	0.57	0.57	-0.65	0.52	-0.02	0.99
4日後	-0.32	0.75	-0.31	0.76	0.05	0.96
5日後	-1.46	0.14	-0.31	0.75	0.40	0.69
6日後	-0.86	0.39	-1.00	0.32	-1.58	0.11
7日後	0.82	0.41	-0.10	0.92	-0.40	0.69
8日後	-1.49	0.14	-1.22	0.22	-1.74	0.08
9日後	-1.75	0.08	-0.72	0.47	0.98	0.33

表3d2 東株旧（公表値、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.07	0.28	-0.68	0.50	-0.59	0.55
1日後	-2.26	0.02	0.27	0.78	-0.16	0.87
2日後	0.74	0.46	-0.57	0.57	-0.59	0.55
3日後	-0.01	0.99	-1.07	0.28	-0.92	0.36
4日後	1.38	0.17	-0.40	0.69	-0.37	0.71
5日後	-1.44	0.15	-1.48	0.14	-0.61	0.54
6日後	-0.17	0.86	-1.22	0.22	-1.67	0.10
7日後	-1.63	0.10	-0.15	0.88	0.36	0.72
8日後	-0.32	0.75	0.36	0.72	0.17	0.87
9日後	0.31	0.75	-0.01	0.99	2.54	0.01

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.85	0.06	-0.72	0.47	0.93	0.35	-0.19	0.85
1日後	-0.11	0.92	-0.81	0.42	0.12	0.90	0.66	0.51
2日後	0.24	0.81	-1.16	0.25	0.11	0.91	0.10	0.92
3日後	-1.07	0.28	-0.12	0.90	-0.66	0.51	0.05	0.96
4日後	-0.32	0.75	-0.26	0.80	0.29	0.77	0.02	0.98
5日後	-1.24	0.21	-0.96	0.34	1.01	0.31	0.50	0.62
6日後	-1.11	0.27	-1.13	0.26	1.34	0.18	-1.61	0.11
7日後	0.66	0.51	-0.38	0.71	2.51	0.01	-0.27	0.79
8日後	-1.52	0.13	-1.25	0.21	-0.26	0.79	-1.76	0.08
9日後	-0.93	0.35	-1.09	0.28	-0.74	0.46	0.97	0.33

表3e1 東株旧（ダミー、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.27	0.20	-1.79	0.07
1日後	-0.06	0.95	0.20	0.84
2日後	0.33	0.74	-0.89	0.37
3日後	-0.14	0.89	-1.38	0.17
4日後	1.38	0.17	-0.33	0.74
5日後	-0.23	0.82	-1.62	0.11
6日後	0.26	0.79	-1.21	0.23
7日後	-0.21	0.84	-0.07	0.95
8日後	-0.81	0.42	-0.42	0.67
9日後	-0.12	0.91	-1.76	0.08

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.34	0.73	0.32	0.75	0.18	0.86
1日後	0.18	0.86	0.56	0.57	0.08	0.94
2日後	1.47	0.14	-0.66	0.51	-0.65	0.51
3日後	1.50	0.13	-1.52	0.13	-0.55	0.58
4日後	-1.26	0.21	-0.35	0.73	-0.02	0.99
5日後	-0.77	0.44	1.01	0.31	0.21	0.83
6日後	0.21	0.83	-0.94	0.35	-1.60	0.11
7日後	0.28	0.78	0.06	0.95	-1.22	0.22
8日後	-0.67	0.50	0.10	0.92	-2.09	0.04
9日後	-0.45	0.65	0.09	0.93	0.38	0.70

表3e2 東株旧（公表値、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.19	0.24	-0.97	0.33	0.66	0.51
1日後	-2.24	0.02	-0.25	0.80	-0.05	0.96
2日後	0.75	0.45	-1.19	0.23	-0.43	0.67
3日後	-0.31	0.76	-0.69	0.49	-1.16	0.25
4日後	1.58	0.11	-0.41	0.68	-0.23	0.82
5日後	-1.86	0.06	-2.01	0.04	0.34	0.73
6日後	-0.89	0.37	-1.28	0.20	-0.71	0.48
7日後	-1.41	0.16	-0.18	0.86	0.62	0.54
8日後	-0.49	0.63	-0.70	0.48	0.07	0.94
9日後	0.06	0.95	-0.56	0.57	0.85	0.39

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.78	0.07	0.15	0.88	-0.20	0.84	0.22	0.82
1日後	0.06	0.95	0.30	0.77	0.68	0.50	0.07	0.94
2日後	0.10	0.92	-0.58	0.56	-0.35	0.72	-0.64	0.52
3日後	0.81	0.42	-1.48	0.14	0.84	0.40	-0.53	0.60
4日後	-2.48	0.01	-0.22	0.82	-0.51	0.61	0.03	0.97
5日後	0.33	0.74	0.64	0.52	-0.81	0.42	0.36	0.72
6日後	-0.66	0.51	-1.05	0.29	0.16	0.87	-1.57	0.12
7日後	0.54	0.59	-0.15	0.88	-0.05	0.96	-1.23	0.22
8日後	-0.53	0.60	0.67	0.50	-0.53	0.60	-2.09	0.04
9日後	-0.06	0.95	0.02	0.99	0.11	0.91	0.33	0.74

表4a1 東株新・長期全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.11	0.91	-1.74	0.08	1.00	0.32
1日後	0.93	0.35	0.21	0.84	-0.35	0.73
2日後	-1.49	0.14	-0.90	0.37	-0.17	0.86
3日後	-0.16	0.88	-1.12	0.26	0.52	0.60
4日後	-1.32	0.19	-0.37	0.71	-0.86	0.39
5日後	-1.11	0.27	-0.96	0.34	0.19	0.85
6日後	-0.96	0.34	-1.88	0.06	-0.52	0.60
7日後	-0.43	0.67	0.06	0.95	-0.97	0.33
8日後	-0.13	0.90	-0.42	0.68	-1.69	0.09
9日後	-0.09	0.93	-0.04	0.97	1.39	0.16

表4a2 東株新・長期全期間（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	0.00	1.00	-1.07	0.29	0.51	0.61	0.78	0.44
1日後	-2.50	0.01	-0.28	0.78	-1.39	0.16	-0.10	0.92
2日後	0.33	0.74	-1.22	0.22	-0.98	0.33	-0.20	0.85
3日後	0.16	0.87	-1.06	0.29	-0.49	0.62	0.67	0.50
4日後	-0.65	0.52	-0.68	0.49	-0.22	0.82	-0.82	0.41
5日後	-0.91	0.37	-1.71	0.09	-0.55	0.58	0.60	0.55
6日後	-1.23	0.22	-2.08	0.04	-1.23	0.22	-0.69	0.49
7日後	0.79	0.43	-0.14	0.89	0.42	0.68	-1.04	0.30
8日後	-0.80	0.42	-0.90	0.37	-0.92	0.36	-2.04	0.04
9日後	-0.59	0.56	0.43	0.66	1.76	0.08	1.36	0.18

表4b1 東株新・長期（ダミー、前・中期を22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.30	0.76	-1.75	0.08
1日後	0.76	0.44	0.31	0.76
2日後	-1.32	0.19	-0.87	0.38
3日後	-0.99	0.32	-1.06	0.29
4日後	-1.21	0.23	0.12	0.90
5日後	-1.20	0.23	-0.82	0.41
6日後	-0.99	0.32	-1.47	0.14
7日後	-0.74	0.46	0.29	0.77
8日後	-0.45	0.65	-1.17	0.24
9日後	0.24	0.81	-0.04	0.97

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.68	0.50	-0.34	0.73	0.34	0.73
1日後	0.65	0.51	0.26	0.79	-0.53	0.60
2日後	0.65	0.51	-0.98	0.33	-0.92	0.36
3日後	1.35	0.18	-1.85	0.06	-0.18	0.86
4日後	-1.64	0.10	-0.44	0.66	0.28	0.78
5日後	-1.37	0.17	0.49	0.63	-0.20	0.84
6日後	0.11	0.92	-1.25	0.21	-1.15	0.25
7日後	0.38	0.70	-0.42	0.68	-1.29	0.20
8日後	-0.99	0.32	0.56	0.57	-2.35	0.02
9日後	0.28	0.78	-0.03	0.98	0.68	0.50

後期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.04	0.97	-0.19	0.85	1.13	0.26
1日後	0.19	0.85	-0.38	0.70	-0.29	0.78
2日後	-1.34	0.18	0.62	0.53	0.32	0.75
3日後	1.62	0.11	1.01	0.31	0.60	0.55
4日後	0.66	0.51	-1.57	0.12	-1.21	0.23
5日後	0.72	0.47	-0.93	0.35	0.25	0.80
6日後	-0.26	0.79	-0.68	0.49	0.62	0.53
7日後	0.19	0.85	-0.71	0.48	-0.36	0.72
8日後	0.98	0.33	0.73	0.46	-0.79	0.43
9日後	-0.99	0.32	-0.03	0.98	0.97	0.33

表4b2 東株新・長期（公表値、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.30	0.77	-1.00	0.32	0.67	0.50		
1日後	-2.67	0.01	-0.20	0.84	-0.96	0.34		
2日後	0.32	0.75	-1.09	0.27	-0.88	0.38		
3日後	0.12	0.90	-0.92	0.36	-0.63	0.53		
4日後	0.16	0.87	-0.28	0.78	-0.08	0.94		
5日後	-0.80	0.42	-1.36	0.17	-0.38	0.71		
6日後	-1.37	0.17	-1.51	0.13	-1.23	0.22		
7日後	0.39	0.70	0.07	0.94	0.31	0.76		
8日後	0.32	0.75	-1.61	0.11	-0.88	0.38		
9日後	-0.33	0.74	0.35	0.72	1.78	0.07		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.81	0.07	-0.58	0.56	0.06	0.95	0.39	0.70
1日後	-0.76	0.45	-0.08	0.94	-0.11	0.91	-0.50	0.62
2日後	-0.03	0.98	-0.75	0.45	-0.75	0.45	-0.98	0.33
3日後	0.61	0.54	-2.07	0.04	0.59	0.55	-0.05	0.96
4日後	-1.99	0.05	-0.27	0.79	-0.41	0.68	0.27	0.79
5日後	-1.02	0.31	0.18	0.86	-0.48	0.63	-0.04	0.97
6日後	0.02	0.98	-1.40	0.16	-0.74	0.46	-1.05	0.29
7日後	0.64	0.52	-0.42	0.67	1.70	0.09	-1.24	0.22
8日後	-1.21	0.22	0.95	0.34	-0.51	0.61	-2.40	0.02
9日後	0.55	0.58	-0.06	0.95	-0.72	0.47	0.65	0.51

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	0.50	0.62	-0.03	0.98	-1.72	0.08	0.92	0.36
1日後	0.23	0.82	-0.09	0.92	-1.14	0.25	-0.04	0.97
2日後	0.11	0.91	0.20	0.84	-0.34	0.73	0.29	0.77
3日後	-0.65	0.52	0.73	0.47	0.62	0.53	0.64	0.52
4日後	-0.61	0.54	-1.56	0.12	-0.92	0.36	-1.23	0.22
5日後	0.36	0.72	-1.29	0.20	-0.46	0.65	0.65	0.51
6日後	0.90	0.37	-1.32	0.19	0.76	0.45	0.45	0.65
7日後	1.08	0.28	-1.03	0.30	1.21	0.23	-0.45	0.65
8日後	-2.09	0.04	0.51	0.61	-0.07	0.94	-1.25	0.21
9日後	-1.24	0.22	0.52	0.60	0.30	0.76	0.87	0.39

表5a1 東株新・短期（ダミー、全期間）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.55	0.58	-0.10	0.92	1.33	0.18
1日後	-0.18	0.85	-0.80	0.42	-0.10	0.92
2日後	0.28	0.78	-0.28	0.78	-0.42	0.67
3日後	1.13	0.26	-0.19	0.85	-0.31	0.75
4日後	-0.44	0.66	-0.96	0.34	-1.18	0.24
5日後	1.64	0.10	-0.81	0.42	1.18	0.24
6日後	-0.86	0.39	0.00	1.00	0.04	0.97
7日後	0.76	0.45	-1.92	0.06	-0.75	0.46
8日後	-0.09	0.93	0.20	0.85	-0.95	0.34
9日後	-0.80	0.42	0.48	0.63	-0.46	0.65

表5a2 東株新・短期（公表値、全期間）の推定結果

	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-0.07	0.95	-0.34	0.73	-1.04	0.30	1.22	0.22
1日後	-0.35	0.72	-0.73	0.46	-1.35	0.18	-0.10	0.92
2日後	0.28	0.78	-0.38	0.71	0.07	0.94	-0.31	0.76
3日後	-0.18	0.86	-0.19	0.85	-0.45	0.65	-0.50	0.62
4日後	-1.76	0.08	-1.48	0.14	-1.28	0.20	-0.92	0.36
5日後	-0.81	0.42	-0.93	0.35	0.10	0.92	1.48	0.14
6日後	1.91	0.06	-0.78	0.44	0.66	0.51	0.10	0.92
7日後	0.20	0.85	-2.26	0.02	0.13	0.89	-0.87	0.38
8日後	-0.44	0.66	0.22	0.83	0.35	0.73	-1.60	0.11
9日後	-1.84	0.07	0.16	0.88	0.52	0.60	-0.57	0.57

表5b1 東株新・短期（ダミー、全期間を31/9で区分）の推定結果

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.55	0.58	-1.05	0.29	0.18	0.86
1日後	1.69	0.09	0.45	0.65	0.27	0.79
2日後	1.43	0.15	-1.63	0.10	-1.30	0.20
3日後	-0.20	0.84	-0.92	0.36	-0.76	0.45
4日後	-0.49	0.62	-0.10	0.92	0.26	0.79
5日後	-0.17	0.87	1.20	0.23	-0.05	0.96
6日後	0.06	0.95	-0.41	0.68	-0.19	0.85
7日後	0.21	0.83	-1.43	0.15	-0.20	0.84
8日後	0.44	0.66	-0.22	0.82	-2.17	0.03
9日後	0.30	0.76	0.82	0.41	-0.87	0.38

後期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.27	0.78	0.49	0.62	1.47	0.14
1日後	-1.52	0.13	-1.26	0.21	-0.29	0.77
2日後	-0.61	0.54	0.99	0.32	0.55	0.58
3日後	1.48	0.14	0.48	0.63	0.25	0.80
4日後	-0.15	0.88	-1.16	0.25	-1.66	0.10
5日後	2.31	0.02	-1.42	0.15	1.38	0.17
6日後	-0.99	0.32	0.24	0.81	0.24	0.81
7日後	0.77	0.44	-1.46	0.14	-0.74	0.46
8日後	-0.30	0.76	0.35	0.72	0.09	0.93
9日後	-1.24	0.21	0.05	0.96	0.30	0.76

表5b2 東株新・短期（公表値、31/9で区分）の推定結果

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.48	0.14	-1.10	0.27	0.63	0.53	0.20	0.84
1日後	0.88	0.38	0.28	0.78	-0.38	0.70	0.28	0.78
2日後	-0.67	0.50	-1.75	0.08	0.19	0.85	-1.31	0.19
3日後	-0.07	0.94	-0.83	0.41	-0.90	0.37	-0.77	0.44
4日後	-1.37	0.17	-0.14	0.89	0.31	0.76	0.36	0.72
5日後	-0.94	0.35	1.36	0.17	-0.67	0.50	0.08	0.93
6日後	0.12	0.91	-0.52	0.61	-1.03	0.30	-0.04	0.97
7日後	0.86	0.39	-1.47	0.14	1.08	0.28	-0.04	0.97
8日後	2.28	0.02	-0.01	0.99	0.49	0.62	-2.37	0.02
9日後	-1.07	0.29	0.60	0.55	-1.00	0.32	-0.94	0.35

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	1.30	0.19	0.16	0.87	-1.27	0.21	1.39	0.17
1日後	-0.95	0.34	-1.03	0.30	-1.29	0.20	-0.35	0.72
2日後	0.74	0.46	0.91	0.36	0.02	0.99	0.78	0.43
3日後	-0.18	0.86	0.39	0.70	-0.16	0.87	0.07	0.95
4日後	-1.16	0.25	-1.75	0.08	-1.42	0.16	-1.54	0.12
5日後	-0.22	0.82	-1.62	0.11	0.30	0.77	1.63	0.10
6日後	2.29	0.02	-0.60	0.55	0.99	0.32	0.18	0.85
7日後	-0.25	0.80	-1.81	0.07	-0.09	0.93	-0.99	0.32
8日後	-1.18	0.24	0.26	0.79	0.20	0.85	-0.55	0.58
9日後	-1.58	0.12	-0.14	0.89	1.02	0.31	0.26	0.80

表6a1 郵船全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.90	0.37	-1.68	0.09	0.73	0.46
1日後	0.56	0.57	-1.11	0.27	-1.04	0.30
2日後	-0.69	0.49	-1.71	0.09	-0.64	0.52
3日後	0.03	0.98	0.96	0.33	-0.13	0.89
4日後	0.83	0.41	-0.30	0.76	-1.15	0.25
5日後	-1.68	0.09	0.48	0.63	-0.44	0.66
6日後	-0.31	0.76	-0.66	0.51	1.03	0.30
7日後	0.38	0.70	1.01	0.31	-2.61	0.01
8日後	-0.33	0.74	1.19	0.23	-0.04	0.97
9日後	0.94	0.35	-1.81	0.07	0.82	0.41

表6a2 郵船全期間（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-0.82	0.41	-1.15	0.25	-2.48	0.01	0.31	0.76
1日後	-1.88	0.06	-1.38	0.17	0.86	0.39	-0.94	0.35
2日後	-2.26	0.02	-2.36	0.02	-1.12	0.26	-0.70	0.48
3日後	0.22	0.83	0.98	0.33	0.40	0.69	-0.51	0.61
4日後	-0.80	0.42	-0.19	0.85	-0.52	0.60	-1.13	0.26
5日後	-0.82	0.41	-0.53	0.59	1.02	0.31	-0.25	0.80
6日後	0.01	0.99	-1.12	0.26	-0.43	0.67	1.01	0.31
7日後	-0.85	0.39	0.74	0.46	2.10	0.04	-2.75	0.01
8日後	0.19	0.85	1.11	0.27	1.58	0.11	-0.26	0.79
9日後	-0.32	0.75	-1.62	0.10	1.17	0.24	0.61	0.54

表6b1 郵船（ダミー、前・中期を11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.97	0.05	-1.31	0.19
1日後	-1.09	0.28	0.31	0.76
2日後	-0.45	0.65	0.30	0.77
3日後	0.41	0.68	-0.12	0.90
4日後	2.14	0.03	-0.14	0.89
5日後	-0.42	0.68	-0.77	0.44
6日後	1.05	0.29	0.89	0.37
7日後	1.22	0.22	0.15	0.88
8日後	0.81	0.42	1.24	0.22
9日後	-0.24	0.81	-2.52	0.01

中期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.14	0.89	-1.64	0.10
1日後	0.60	0.55	-0.84	0.40
2日後	-1.26	0.21	-1.78	0.08
3日後	-0.47	0.64	0.91	0.36
4日後	0.14	0.89	-0.33	0.74
5日後	-1.25	0.21	0.96	0.34
6日後	-1.07	0.29	-0.81	0.42
7日後	0.05	0.96	1.60	0.11
8日後	-1.55	0.12	0.49	0.62
9日後	1.12	0.26	-1.35	0.18

後期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.08	0.28	0.24	0.81	0.83	0.41
1日後	0.84	0.40	-2.11	0.04	-0.93	0.35
2日後	0.84	0.40	-0.60	0.55	-0.06	0.95
3日後	1.35	0.18	0.25	0.81	0.37	0.71
4日後	-0.69	0.49	-0.07	0.94	-1.11	0.27
5日後	-1.51	0.13	-1.22	0.22	-0.49	0.63
6日後	0.40	0.69	-0.63	0.53	-0.02	0.99
7日後	-0.11	0.91	-2.16	0.03	-2.61	0.01
8日後	1.53	0.13	0.93	0.35	0.55	0.58
9日後	-0.13	0.90	-0.22	0.83	-0.05	0.96

表6b2 郵船（公表値、11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.25	0.80	-1.27	0.20	-0.11	0.91		
1日後	-0.43	0.67	0.44	0.66	-1.43	0.15		
2日後	-0.68	0.50	0.34	0.73	0.59	0.56		
3日後	-0.22	0.82	-0.32	0.75	-1.73	0.08		
4日後	1.19	0.23	-0.07	0.95	-0.77	0.44		
5日後	-1.47	0.14	-0.81	0.42	0.72	0.47		
6日後	0.87	0.38	0.63	0.53	0.25	0.81		
7日後	-0.83	0.40	0.33	0.74	0.93	0.35		
8日後	0.43	0.67	1.26	0.21	0.13	0.90		
9日後	-0.41	0.68	-2.39	0.02	-1.62	0.10		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.63	0.53	-1.40	0.16	-2.25	0.02		
1日後	-1.75	0.08	-1.10	0.27	1.07	0.28		
2日後	-1.75	0.08	-2.38	0.02	-1.14	0.25		
3日後	0.26	0.80	0.93	0.35	0.58	0.56		
4日後	-1.27	0.20	-0.37	0.71	-0.37	0.71		
5日後	-0.20	0.84	-0.06	0.95	1.17	0.24		
6日後	-0.51	0.61	-1.03	0.30	-0.72	0.47		
7日後	-0.70	0.49	1.50	0.13	2.22	0.03		
8日後	0.26	0.80	0.53	0.60	1.39	0.16		
9日後	0.02	0.98	-1.76	0.08	1.16	0.25		

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-0.94	0.35	0.39	0.69	-1.12	0.26	0.44	0.66
1日後	-0.55	0.58	-1.99	0.05	-0.71	0.48	-0.94	0.35
2日後	-1.34	0.18	-0.98	0.33	0.32	0.75	0.08	0.94
3日後	0.49	0.62	0.07	0.95	-1.21	0.22	-0.02	0.99
4日後	-1.13	0.26	0.34	0.74	-1.58	0.11	-1.05	0.29
5日後	0.16	0.87	-1.58	0.11	-0.59	0.56	-0.23	0.82
6日後	0.30	0.76	-1.05	0.29	1.36	0.17	0.04	0.97
7日後	0.52	0.60	-2.53	0.01	-0.74	0.46	-2.67	0.01
8日後	-1.04	0.30	0.73	0.47	1.06	0.29	0.28	0.78
9日後	-0.98	0.33	0.42	0.67	1.10	0.27	-0.35	0.72

表6c1 郵船（ダミー、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.08	0.28	-1.99	0.05		
1日後	0.45	0.65	-0.81	0.42		
2日後	-0.34	0.73	-1.38	0.17		
3日後	0.28	0.78	0.27	0.79		
4日後	0.56	0.58	-0.26	0.80		
5日後	-0.82	0.41	0.94	0.35		
6日後	0.04	0.97	0.05	0.96		
7日後	0.60	0.55	1.06	0.29		
8日後	-1.09	0.28	0.99	0.32		
9日後	0.83	0.41	-1.77	0.08		

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.40	0.69	-0.33	0.74	-0.10	0.92
1日後	-0.19	0.85	0.20	0.84	-0.48	0.63
2日後	-1.73	0.08	-0.82	0.41	-1.08	0.28
3日後	-1.28	0.20	1.55	0.12	-0.69	0.49
4日後	0.80	0.43	-0.04	0.97	-0.53	0.60
5日後	-1.15	0.25	0.14	0.89	-0.08	0.93
6日後	-1.07	0.29	-0.97	0.33	1.59	0.11
7日後	-0.53	0.60	1.71	0.09	-0.96	0.34
8日後	-0.30	0.77	0.12	0.90	-0.67	0.50
9日後	0.54	0.59	-0.64	0.52	1.51	0.13

表6c2 郵船（公表値、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.17	0.86	-1.52	0.13	-1.50	0.13		
1日後	-1.13	0.26	-0.95	0.34	0.26	0.80		
2日後	-1.10	0.27	-1.53	0.13	-1.39	0.17		
3日後	-0.28	0.78	0.28	0.78	0.20	0.84		
4日後	0.26	0.79	-0.29	0.77	0.17	0.86		
5日後	-0.56	0.58	0.83	0.41	0.77	0.44		
6日後	-0.13	0.90	-0.13	0.90	-0.55	0.59		
7日後	-0.29	0.77	1.33	0.18	1.64	0.10		
8日後	1.14	0.25	0.87	0.39	2.80	0.01		
9日後	-0.74	0.46	-1.71	0.09	0.05	0.96		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.30	0.19	-0.39	0.70	-1.67	0.10	-0.11	0.91
1日後	-1.94	0.05	-0.10	0.92	1.46	0.14	-0.35	0.72
2日後	-1.60	0.11	-1.40	0.16	-0.21	0.83	-1.08	0.28
3日後	0.81	0.42	1.29	0.20	0.53	0.60	-0.78	0.43
4日後	-1.40	0.16	0.14	0.89	-0.55	0.58	-0.54	0.59
5日後	-0.88	0.38	-0.51	0.61	0.79	0.43	-0.10	0.92
6日後	0.08	0.93	-0.84	0.40	-0.57	0.57	1.47	0.14
7日後	-1.77	0.08	1.17	0.24	1.66	0.10	-0.96	0.34
8日後	-1.25	0.21	0.54	0.59	-0.55	0.58	-0.66	0.51
9日後	0.92	0.36	-0.99	0.32	1.21	0.23	1.64	0.10

表6d1 郵船（ダミー、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.08	0.28	-1.86	0.06		
1日後	0.56	0.58	-0.36	0.72		
2日後	-1.45	0.15	-1.72	0.09		
3日後	-0.30	0.76	0.54	0.59		
4日後	1.42	0.16	0.06	0.95		
5日後	-1.73	0.08	1.19	0.23		
6日後	-0.28	0.78	-0.61	0.55		
7日後	0.44	0.66	1.47	0.14		
8日後	-0.68	0.49	0.94	0.35		
9日後	0.79	0.43	-1.49	0.14		

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.00	0.05	-0.27	0.79	0.00	1.00
1日後	-0.84	0.40	-1.06	0.29	-0.39	0.70
2日後	-0.07	0.95	0.20	0.84	-1.03	0.30
3日後	-0.17	0.87	1.57	0.12	-0.61	0.54
4日後	-0.92	0.36	-1.71	0.09	-0.46	0.65
5日後	0.95	0.34	-0.59	0.56	0.04	0.97
6日後	-0.63	0.53	0.31	0.76	1.76	0.08
7日後	-0.20	0.84	1.18	0.24	-0.90	0.37
8日後	-1.39	0.16	0.11	0.91	-0.60	0.55
9日後	0.70	0.48	-1.24	0.21	1.76	0.08

表6d2 郵船（公表値、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.28	0.78	-1.34	0.18	-1.63	0.10
1日後	-1.14	0.25	-0.28	0.78	0.69	0.49
2日後	-1.65	0.10	-2.14	0.03	-1.45	0.15
3日後	-0.29	0.78	0.46	0.64	0.22	0.82
4日後	0.23	0.82	0.21	0.83	0.05	0.96
5日後	-0.92	0.36	0.87	0.38	0.33	0.74
6日後	-0.12	0.90	-1.10	0.27	-1.30	0.19
7日後	-0.49	0.62	1.67	0.09	2.16	0.03
8日後	1.32	0.19	0.85	0.39	1.97	0.05
9日後	-0.78	0.44	-1.19	0.23	0.21	0.84

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-2.00	0.05	-0.29	0.77	-1.95	0.05	-0.02	0.98
1日後	-2.19	0.03	-1.24	0.21	1.00	0.32	-0.26	0.80
2日後	-0.95	0.34	-0.41	0.68	0.49	0.62	-1.03	0.30
3日後	1.12	0.26	1.56	0.12	0.62	0.54	-0.72	0.47
4日後	-1.47	0.14	-1.60	0.11	-0.60	0.55	-0.48	0.63
5日後	-0.09	0.93	-1.09	0.28	1.45	0.15	0.01	0.99
6日後	0.14	0.89	0.45	0.65	0.73	0.47	1.61	0.11
7日後	-1.44	0.15	0.66	0.51	0.71	0.48	-0.91	0.36
8日後	-1.63	0.10	0.62	0.54	-0.61	0.54	-0.59	0.55
9日後	1.12	0.26	-1.92	0.05	1.24	0.22	1.87	0.06

表6e1 郵船（ダミー、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.81	0.42	-1.88	0.06
1日後	0.29	0.77	-0.59	0.55
2日後	-1.28	0.20	-1.88	0.06
3日後	-0.19	0.85	0.96	0.34
4日後	1.10	0.27	-0.17	0.86
5日後	-1.36	0.17	0.49	0.63
6日後	-0.63	0.53	-0.59	0.56
7日後	0.16	0.88	1.60	0.11
8日後	-0.94	0.35	0.88	0.38
9日後	0.73	0.46	-1.96	0.05

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.27	0.21	0.12	0.90	-0.65	0.51
1日後	0.16	0.87	-0.59	0.56	-0.79	0.43
2日後	-0.52	0.60	1.84	0.07	-1.08	0.28
3日後	-0.99	0.32	0.24	0.81	-0.50	0.62
4日後	-0.69	0.49	-0.76	0.45	-1.07	0.28
5日後	0.12	0.90	1.51	0.13	-0.33	0.74
6日後	0.42	0.67	0.65	0.51	2.26	0.02
7日後	1.12	0.26	0.80	0.42	-1.58	0.11
8日後	-1.26	0.21	0.28	0.78	-0.96	0.34
9日後	1.76	0.08	0.56	0.57	0.87	0.38

表6e2 郵船（公表値、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.57	0.57	-1.34	0.18	-2.29	0.02
1日後	-1.66	0.10	-0.77	0.44	0.95	0.34
2日後	-1.95	0.05	-2.36	0.02	-1.09	0.28
3日後	0.08	0.93	1.04	0.30	0.48	0.63
4日後	-0.42	0.68	-0.12	0.90	-0.42	0.67
5日後	-0.62	0.54	-0.26	0.80	1.24	0.21
6日後	-0.57	0.57	-0.81	0.42	-0.70	0.49
7日後	-0.93	0.35	1.57	0.12	2.19	0.03
8日後	0.48	0.63	1.00	0.32	1.26	0.21
9日後	-0.21	0.83	-1.92	0.06	1.18	0.24

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.28	0.20	-0.19	0.85	0.14	0.89	-0.79	0.43
1日後	-1.76	0.08	-0.60	0.55	0.80	0.43	-0.64	0.52
2日後	0.32	0.75	1.14	0.25	-1.29	0.20	-1.06	0.29
3日後	0.19	0.85	0.65	0.51	1.20	0.23	-0.53	0.60
4日後	-1.33	0.18	-0.56	0.58	0.39	0.70	-1.14	0.25
5日後	-1.73	0.08	1.19	0.23	-0.42	0.68	-0.37	0.71
6日後	1.91	0.06	0.47	0.64	-0.49	0.62	2.24	0.02
7日後	-0.07	0.95	1.22	0.22	0.68	0.50	-1.66	0.10
8日後	-1.18	0.24	0.11	0.91	1.62	0.11	-0.96	0.34
9日後	0.29	0.77	0.14	0.89	-0.84	0.40	0.90	0.37

表7a1 鐘紡全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.43	0.67	-1.98	0.05	-0.42	0.67
1日後	-0.23	0.82	-1.49	0.14	-0.72	0.47
2日後	-0.34	0.74	-0.94	0.35	-0.29	0.77
3日後	-0.88	0.38	0.78	0.44	0.45	0.66
4日後	0.84	0.40	-0.15	0.88	-2.07	0.04
5日後	-1.67	0.10	-0.55	0.58	-0.39	0.70
6日後	-0.67	0.50	-1.60	0.11	-0.11	0.91
7日後	0.05	0.96	-0.25	0.80	-0.52	0.60
8日後	0.34	0.73	0.70	0.48	-2.70	0.01
9日後	-1.45	0.15	-1.39	0.16	0.87	0.38

表7a2 鐘紡全期間（公表値）の推定結果

	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-3.71	0.00	-1.75	0.08	-0.04	0.97	-0.80	0.42
1日後	-2.46	0.01	-1.31	0.19	0.55	0.58	-0.66	0.51
2日後	-0.88	0.38	-1.32	0.19	-0.51	0.61	-0.20	0.84
3日後	-0.42	0.67	0.66	0.51	-0.13	0.90	0.23	0.82
4日後	-0.58	0.56	-0.10	0.92	-0.21	0.83	-2.22	0.03
5日後	-1.16	0.24	-1.12	0.26	0.38	0.70	-0.11	0.91
6日後	-0.97	0.33	-1.66	0.10	-1.16	0.25	0.03	0.97
7日後	-0.18	0.85	-0.40	0.69	0.54	0.59	-0.56	0.58
8日後	-0.94	0.35	0.53	0.60	1.05	0.30	-2.85	0.00
9日後	-0.51	0.61	-0.92	0.36	1.13	0.26	0.96	0.34

表7b1 鐘紡（ダミー、前・中期を11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.74	0.46	-0.76	0.45
1日後	-1.17	0.24	0.54	0.59
2日後	0.93	0.35	1.63	0.10
3日後	-0.64	0.52	-0.60	0.55
4日後	1.63	0.10	-0.94	0.35
5日後	0.51	0.61	0.32	0.75
6日後	-1.67	0.10	-0.27	0.79
7日後	1.09	0.28	-0.63	0.53
8日後	-0.44	0.66	-0.20	0.85
9日後	-0.12	0.91	-1.36	0.17

中期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.13	0.90	-2.27	0.02
1日後	-0.16	0.87	-1.45	0.15
2日後	-0.91	0.36	-1.56	0.12
3日後	-1.27	0.20	0.22	0.83
4日後	-0.58	0.56	0.47	0.64
5日後	-1.49	0.14	-0.34	0.74
6日後	-0.54	0.59	-1.06	0.29
7日後	-0.56	0.58	-0.05	0.96
8日後	-0.61	0.54	-0.05	0.96
9日後	-0.09	0.93	-0.99	0.32

後期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.54	0.59	0.12	0.90	0.65	0.52
1日後	0.50	0.62	-1.16	0.25	0.68	0.50
2日後	0.24	0.81	-0.18	0.86	-0.46	0.64
3日後	1.08	0.28	1.73	0.08	0.64	0.52
4日後	1.31	0.19	-0.90	0.37	-1.93	0.05
5日後	-1.61	0.11	-1.04	0.30	-0.16	0.87
6日後	0.70	0.49	-1.55	0.12	-0.10	0.92
7日後	0.44	0.66	-0.37	0.71	-0.74	0.46
8日後	1.64	0.10	1.21	0.23	-1.81	0.07
9日後	-2.89	0.00	-0.73	0.47	0.64	0.52

表7b2 鐘紡（公表値、11/6で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.05	0.04	-0.89	0.38	-0.36	0.72		
1日後	-2.47	0.01	0.61	0.54	-0.46	0.65		
2日後	-0.65	0.51	1.56	0.12	0.83	0.41		
3日後	0.75	0.46	-0.71	0.48	-1.93	0.05		
4日後	0.31	0.76	-0.93	0.35	-0.58	0.56		
5日後	-0.54	0.59	0.25	0.80	0.51	0.61		
6日後	-2.37	0.02	-0.34	0.74	-0.76	0.45		
7日後	-1.26	0.21	-0.64	0.52	0.10	0.92		
8日後	-1.23	0.22	-0.14	0.89	1.24	0.21		
9日後	0.26	0.79	-1.37	0.17	-2.66	0.01		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.44	0.01	-2.02	0.04	0.22	0.83		
1日後	-2.02	0.04	-1.22	0.22	0.63	0.53		
2日後	-0.70	0.49	-1.56	0.12	-0.25	0.80		
3日後	-0.91	0.36	0.19	0.85	-0.24	0.81		
4日後	-0.54	0.59	0.17	0.86	0.03	0.98		
5日後	-1.19	0.24	-0.74	0.46	0.33	0.74		
6日後	-0.58	0.56	-0.94	0.35	-1.26	0.21		
7日後	0.02	0.98	-0.22	0.83	0.66	0.51		
8日後	0.08	0.94	-0.27	0.79	0.73	0.46		
9日後	0.36	0.72	-0.84	0.40	1.47	0.14		

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-2.03	0.04	0.15	0.88	-1.87	0.06	0.15	0.88
1日後	0.54	0.59	-1.20	0.23	-0.21	0.84	0.79	0.43
2日後	-0.16	0.87	-0.33	0.74	-1.11	0.27	-0.62	0.54
3日後	0.22	0.83	1.28	0.20	1.05	0.30	0.22	0.82
4日後	-0.58	0.56	-0.86	0.39	-1.28	0.20	-2.42	0.02
5日後	0.80	0.42	-1.60	0.11	0.29	0.77	0.04	0.97
6日後	0.54	0.59	-2.15	0.03	0.65	0.51	-0.25	0.80
7日後	0.98	0.33	-0.96	0.34	-1.06	0.29	-0.83	0.41
8日後	-0.99	0.32	1.15	0.25	1.13	0.26	-1.97	0.05
9日後	-1.82	0.07	-0.51	0.61	-0.41	0.68	0.56	0.58

表7c1 鐘紡（ダミー、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.59	0.11	-1.22	0.22		
1日後	-0.58	0.56	-1.34	0.18		
2日後	0.12	0.90	0.04	0.97		
3日後	-0.35	0.72	0.03	0.98		
4日後	0.37	0.71	-0.23	0.82		
5日後	-0.90	0.37	0.92	0.36		
6日後	-2.23	0.03	-1.19	0.23		
7日後	0.53	0.59	-0.23	0.82		
8日後	-0.70	0.49	1.36	0.17		
9日後	-0.69	0.49	-0.98	0.33		

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.98	0.33	-2.03	0.04	-1.27	0.20
1日後	-0.27	0.79	-0.45	0.65	-1.37	0.17
2日後	-0.68	0.50	-1.23	0.22	0.05	0.96
3日後	-1.51	0.13	0.11	0.91	0.05	0.96
4日後	-0.12	0.90	0.36	0.72	-0.91	0.36
5日後	-0.99	0.32	-0.80	0.43	-0.43	0.67
6日後	0.02	0.99	-0.45	0.65	-0.02	0.98
7日後	-0.63	0.53	-0.09	0.93	0.26	0.80
8日後	-0.44	0.66	-1.17	0.24	-1.92	0.06
9日後	0.32	0.75	-0.95	0.34	0.61	0.54

表7c2 鐘紡（公表値、18/9で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.72	0.01	-1.11	0.27	-1.57	0.12		
1日後	-1.21	0.23	-1.40	0.16	-1.22	0.22		
2日後	-0.42	0.68	-0.29	0.77	-0.36	0.72		
3日後	0.17	0.86	-0.05	0.96	1.16	0.25		
4日後	0.44	0.66	0.05	0.96	0.13	0.90		
5日後	-0.49	0.62	0.92	0.36	-0.85	0.40		
6日後	-0.89	0.37	-1.31	0.19	-1.22	0.22		
7日後	-0.02	0.99	0.17	0.87	0.68	0.49		
8日後	-1.13	0.26	1.52	0.13	2.49	0.01		
9日後	0.69	0.49	-0.60	0.55	0.23	0.82		

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.89	0.06	-1.89	0.06	0.45	0.65	-1.15	0.25
1日後	-2.68	0.01	-0.58	0.56	1.33	0.18	-1.28	0.20
2日後	-0.79	0.43	-1.35	0.18	-0.03	0.97	0.21	0.83
3日後	-0.77	0.44	0.15	0.88	-0.95	0.34	0.12	0.90
4日後	-0.93	0.35	0.04	0.97	0.00	1.00	-0.89	0.38
5日後	-1.21	0.23	-1.06	0.29	0.51	0.61	-0.23	0.82
6日後	-0.83	0.41	-0.50	0.61	-0.99	0.32	0.26	0.79
7日後	-0.63	0.53	-0.29	0.77	0.60	0.55	0.20	0.84
8日後	0.00	1.00	-1.11	0.27	-0.16	0.87	-1.93	0.05
9日後	-0.05	0.96	-0.86	0.39	1.34	0.18	0.80	0.43

表7d1 鐘紡（ダミー、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	2.17	0.03	-1.45	0.15		
1日後	-0.13	0.90	-0.38	0.70		
2日後	-1.48	0.14	-0.48	0.63		
3日後	-1.11	0.27	0.89	0.37		
4日後	1.35	0.18	0.19	0.85		
5日後	-1.51	0.13	0.28	0.78		
6日後	-0.47	0.64	-1.50	0.13		
7日後	-0.18	0.86	-0.14	0.89		
8日後	-0.41	0.68	0.81	0.42		
9日後	0.02	0.98	0.40	0.69		

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.28	0.02	-1.94	0.05	-1.17	0.24
1日後	-0.70	0.48	-1.38	0.17	-1.24	0.21
2日後	1.18	0.24	-0.86	0.39	0.21	0.84
3日後	-0.89	0.37	-0.99	0.32	0.17	0.86
4日後	-1.21	0.23	0.09	0.93	-0.78	0.43
5日後	-0.53	0.60	-0.57	0.57	-0.27	0.79
6日後	-0.93	0.35	-0.06	0.95	0.11	0.91
7日後	-0.10	0.92	-0.06	0.95	0.42	0.67
8日後	-0.67	0.50	-0.88	0.38	-1.78	0.07
9日後	-0.20	0.84	-2.25	0.02	0.76	0.45

表7d2 鐘紡（公表値、20/4で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.85	0.06	-1.17	0.24	-1.60	0.11
1日後	-2.03	0.04	0.09	0.93	-0.79	0.43
2日後	-1.56	0.12	-0.94	0.35	-0.31	0.75
3日後	-0.31	0.76	1.24	0.21	0.84	0.40
4日後	0.86	0.39	0.50	0.62	0.59	0.56
5日後	-1.34	0.18	-0.29	0.77	-1.49	0.14
6日後	-0.38	0.70	-1.71	0.09	-2.70	0.01
7日後	-0.40	0.69	-0.14	0.89	0.30	0.77
8日後	-0.78	0.44	0.68	0.50	0.54	0.59
9日後	0.22	0.83	1.15	0.25	1.57	0.12

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-2.81	0.00	-1.86	0.06	0.56	0.58	-1.05	0.29
1日後	-2.13	0.03	-1.54	0.12	1.67	0.10	-1.16	0.25
2日後	0.75	0.45	-1.02	0.31	0.02	0.99	0.37	0.71
3日後	-0.47	0.64	-0.96	0.34	-1.71	0.09	0.24	0.81
4日後	-1.52	0.13	-0.38	0.71	-0.43	0.67	-0.77	0.44
5日後	-0.86	0.39	-0.60	0.55	1.83	0.07	-0.06	0.95
6日後	-1.02	0.31	0.04	0.97	0.00	1.00	0.39	0.70
7日後	-0.33	0.74	-0.28	0.78	1.07	0.28	0.36	0.72
8日後	-0.21	0.83	-0.81	0.42	0.64	0.53	-1.80	0.07
9日後	0.26	0.79	-2.34	0.02	0.49	0.63	0.95	0.34

表7e1 鐘紡（ダミー、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.56	0.58	-2.17	0.03
1日後	-0.39	0.70	-0.77	0.44
2日後	-1.18	0.24	-1.11	0.27
3日後	-1.51	0.13	0.70	0.48
4日後	1.25	0.21	0.11	0.92
5日後	-1.33	0.18	-0.29	0.77
6日後	-1.14	0.26	-0.89	0.37
7日後	-0.40	0.69	-0.23	0.81
8日後	-0.23	0.82	-0.04	0.97
9日後	-0.09	0.93	-1.04	0.30

中期	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.03	0.31	-0.78	0.43	-1.61	0.11
1日後	-0.52	0.60	-1.13	0.26	-2.04	0.04
2日後	1.45	0.15	0.48	0.63	-0.60	0.55
3日後	-0.04	0.97	-1.68	0.09	-0.48	0.63
4日後	-2.05	0.04	0.50	0.62	-1.47	0.14
5日後	0.01	0.99	0.56	0.58	-0.52	0.61
6日後	0.16	0.87	-0.41	0.68	-0.86	0.39
7日後	0.61	0.54	0.33	0.74	0.16	0.88
8日後	-1.12	0.26	0.14	0.89	-2.44	0.01
9日後	-0.07	0.94	-0.65	0.51	-0.27	0.78

表7e2 鐘紡（公表値、22/8で区分）の推定結果

前期	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.70	0.01	-1.90	0.06	0.17	0.86
1日後	-2.77	0.01	-0.61	0.54	0.57	0.57
2日後	-1.28	0.20	-1.42	0.16	-0.25	0.80
3日後	-0.59	0.56	0.67	0.50	-0.36	0.72
4日後	0.68	0.49	0.17	0.87	0.08	0.94
5日後	-1.22	0.22	-0.69	0.49	0.42	0.67
6日後	-1.29	0.20	-0.70	0.48	-1.17	0.24
7日後	-0.86	0.39	-0.28	0.78	0.59	0.55
8日後	-0.50	0.62	-0.20	0.84	0.81	0.42
9日後	0.58	0.56	-0.55	0.58	1.15	0.25

中期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-2.04	0.04	-0.71	0.48	0.70	0.49	-1.57	0.12
1日後	-1.01	0.31	-1.27	0.20	0.65	0.51	-2.11	0.04
2日後	0.87	0.38	0.46	0.64	0.39	0.70	-0.52	0.60
3日後	0.08	0.93	-1.47	0.14	0.58	0.56	-0.49	0.63
4日後	-3.18	0.00	0.26	0.80	-0.69	0.49	-1.56	0.12
5日後	-0.54	0.59	0.63	0.53	-0.86	0.39	-0.27	0.78
6日後	0.53	0.60	-0.37	0.72	-0.84	0.40	-0.66	0.51
7日後	1.11	0.27	0.45	0.65	1.25	0.21	0.08	0.94
8日後	-0.37	0.71	0.33	0.74	-0.16	0.87	-2.61	0.01
9日後	-0.30	0.76	-0.84	0.40	1.07	0.28	-0.26	0.80

表8 株価のマクロ指標への反応(1917、19、23年)

日	貿易統計	△東株旧	△鐘紡
1917/2/2	-30.2	5	-5.6
1917/3/2	-19.9	10.6	2.6
1917/4/2	-34.2	4	2.9
1919/2/2	-17.7	-4	-2.2
1919/3/2	35.8	11.9	17.2
1919/4/2	27.1	-4.4	-2.8
以上の平均	27.5	6.7	3.7
1923/2/4	56.9	4.5	-0.9
1923/3/4	27.1	1.4	-3.8
1923/4/3	64.5	-0.5	2.0
以上の平均	49.5	2.1	2.2

日	△卸売物価	△東株旧	△鐘紡
1917/2/11	-1.9	4.1	2.4
1917/3/14	-0.9	4.6	1.9
1917/4/13	0.4	8	4
1919/2/15	0.2	5.2	3
1919/3/21	-0.9	5.7	-3.1
1919/4/17	-4.1	1.9	2.5
以上の平均	1.4	4.9	2.8
1923/2/10	1.0	-0.5	-1.2
1923/3/14	5.0	-4.6	-3.9
1923/4/11	2.5	1.7	-2.4
以上の平均	2.8	2.3	2.5

注: 株価の変化は対前日、卸売物価の変化は対前月の値。  
 株価の変化はマクロ報道日のそれで、当日と1日後(斜字)のうち  
 絶対値が大きい方を記載。  
 以上の平均は各グループ内の値の絶対値の平均である。

表9 郵船と鐘紡の配当率の推移(単位%)

	郵船	鐘紡
1917上期	70	40
下期	52	50
1918上	50	70
下	60	70
1919上	50	70
下	50	70
1920上	40	70
下	30	70
1921上	25	70
下	20	70
1922上	15	70
下	15	70
1923上	15	70
下	10	60
1924上	10	48
下	10	38
1925上	10	38
下	8	38
<hr/>		
1930上	5	28
下	0	25
1931上	0	25
下	0	25
1932上	0	25
下	0	25
1933上	0	25
下	0	25
1934上	3	25
下	3	25
1935上	5	25
下	7	25
1936上	5	25
下	5	25
1937上	6	25
下	6	25
1938上	6	25
下	6	20
1939上	7	20
下	8	20
1940上	8	20
下	8	18

注:配当には臨時、特別を含む。

出所:日本経営史研究所(1988)、鐘紡社史編纂室(1988)。

図1 東株旧の株価 1915-1920年



図2 東株旧の価格差1894-1940年

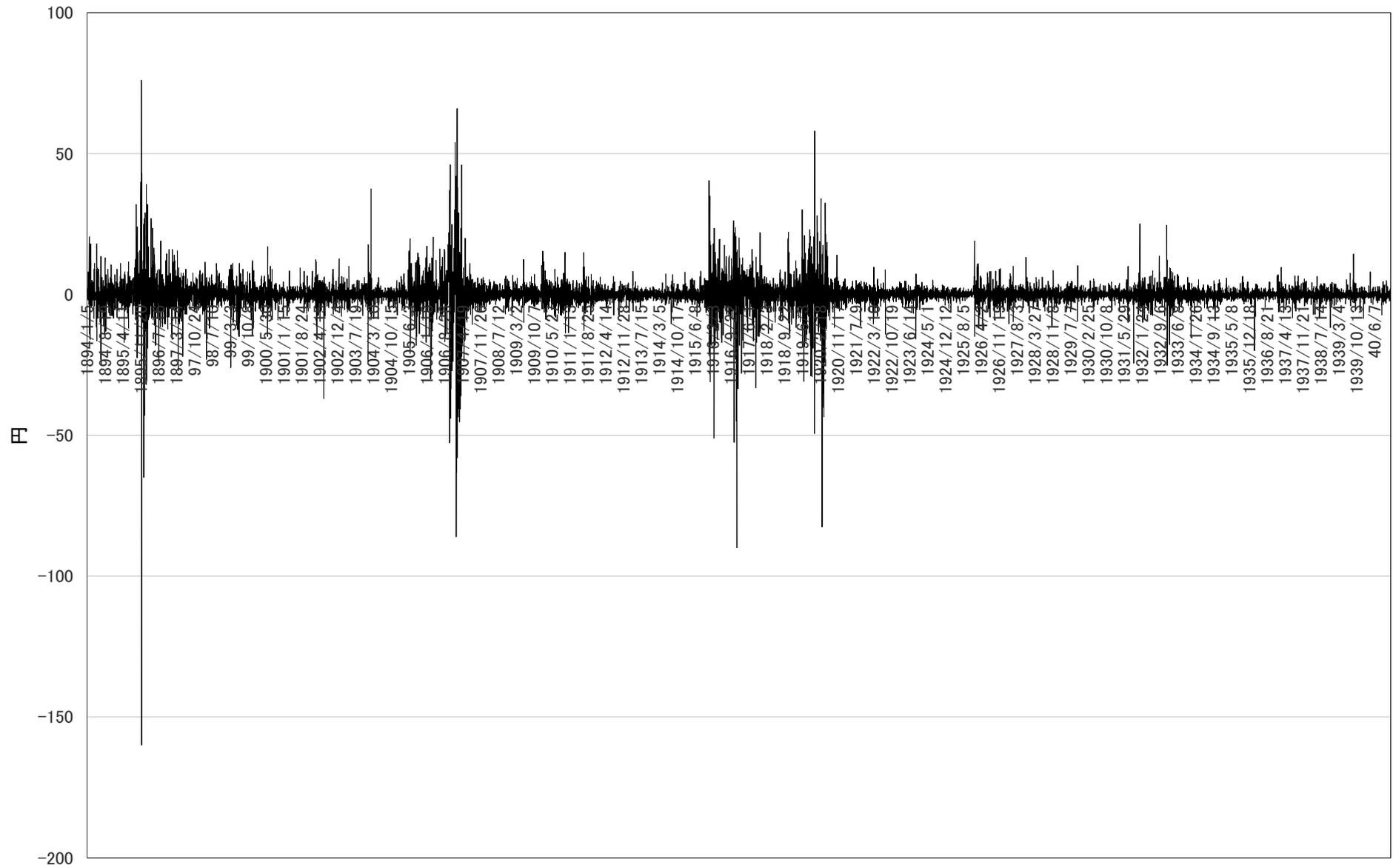


図3 新東長期の株価1907-1940年

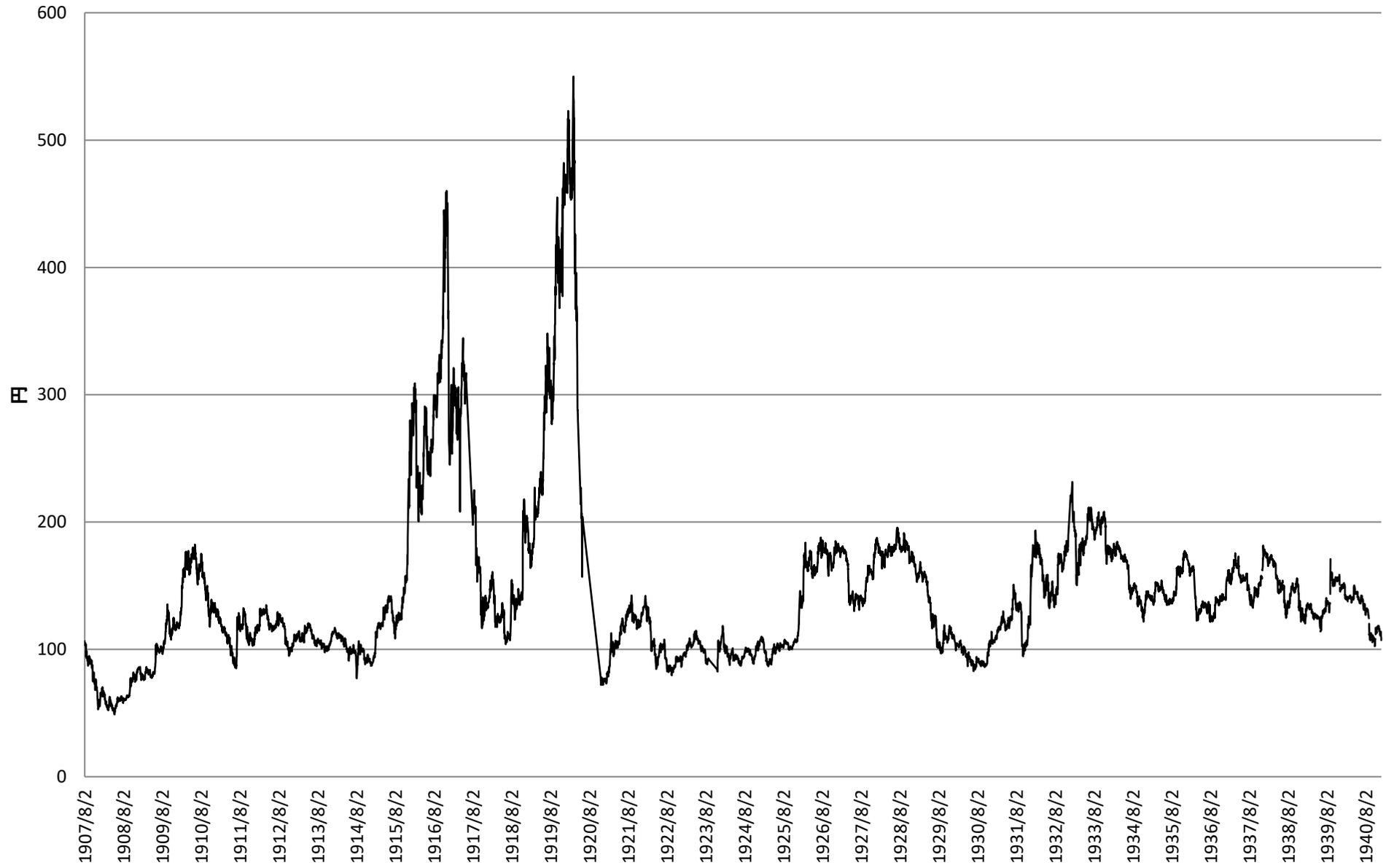


図4 新東長期の価格差1907-1940年

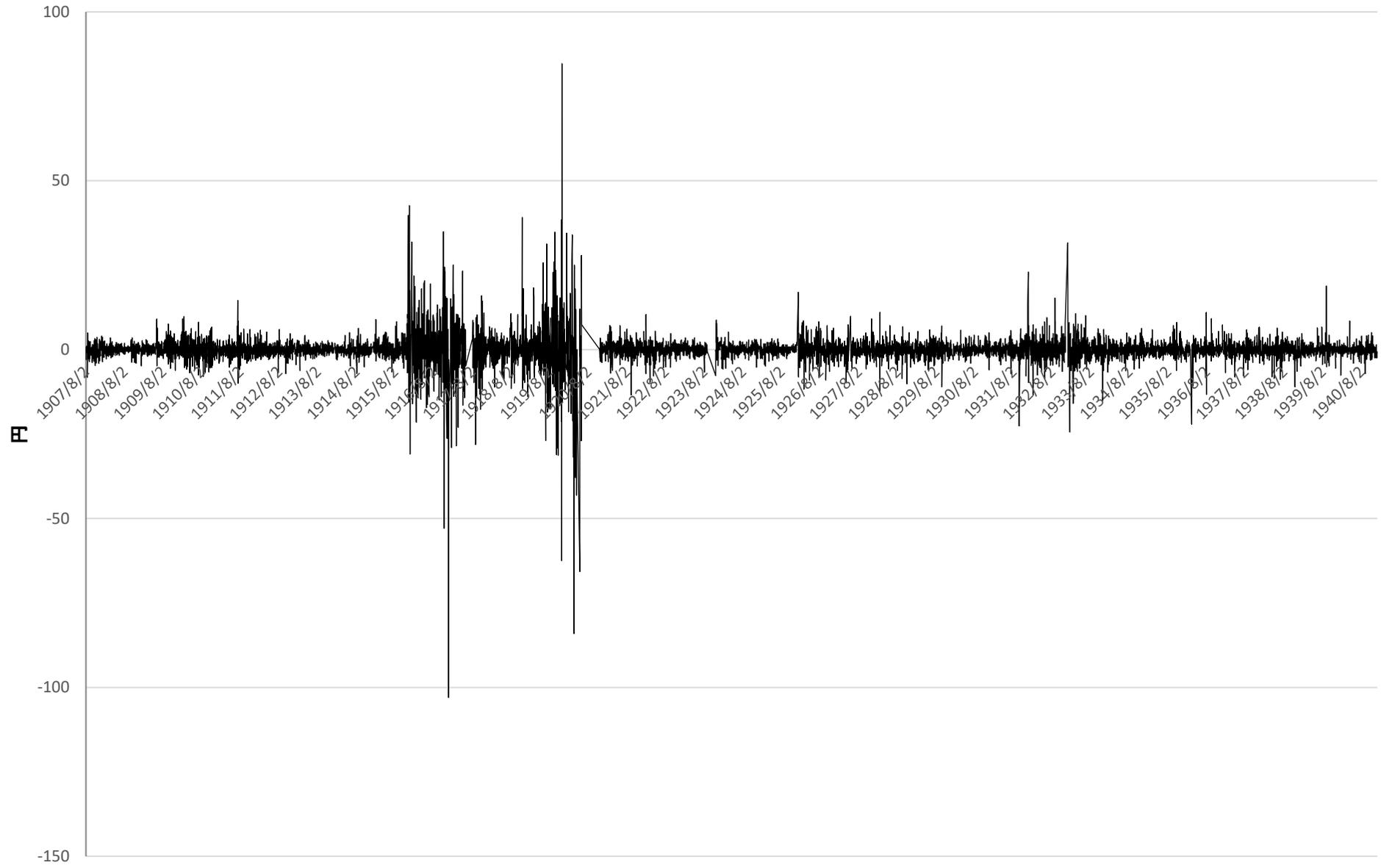


図5 郵船の株価1894-1940年

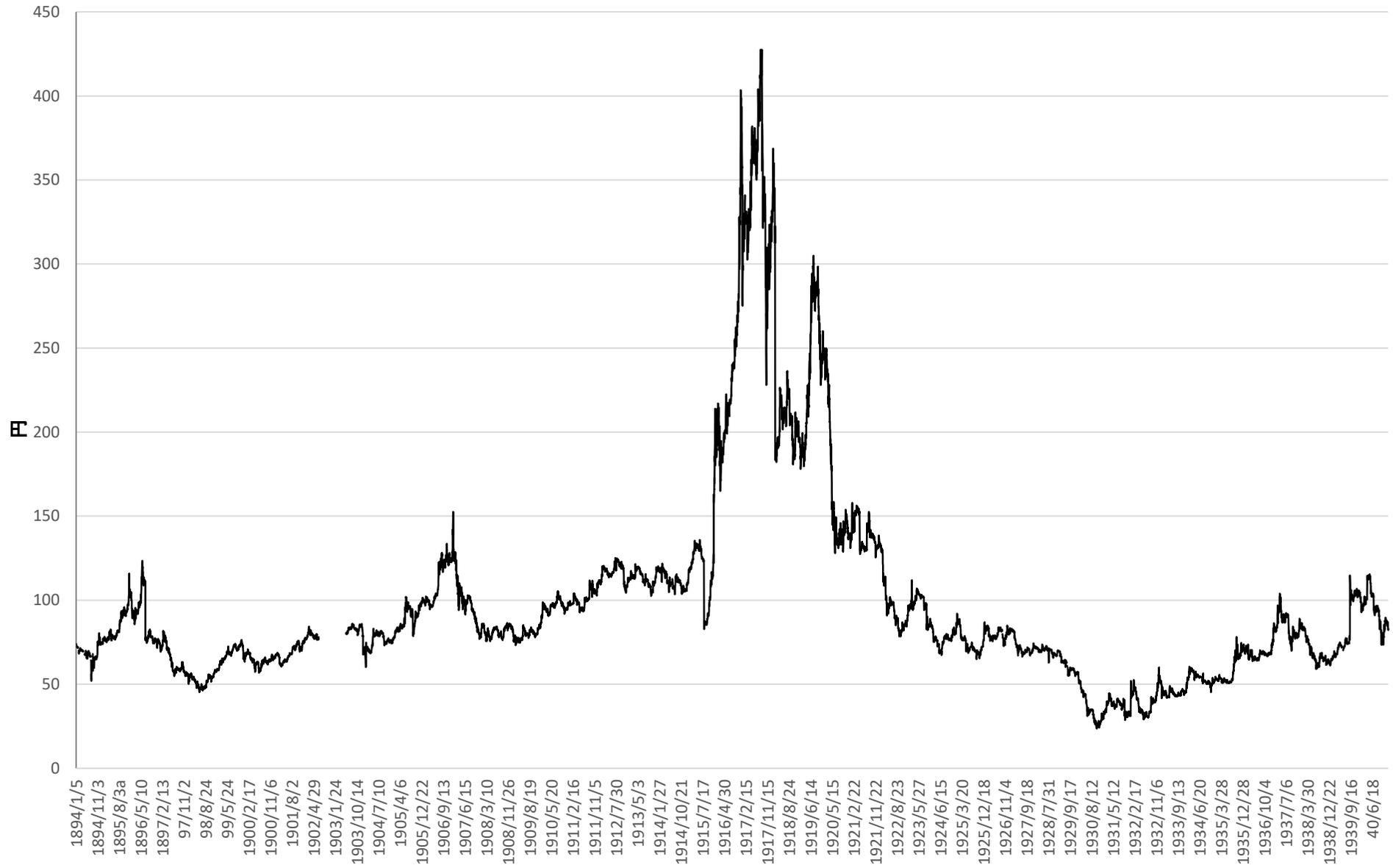


図6 郵船の価格差1894-1940年

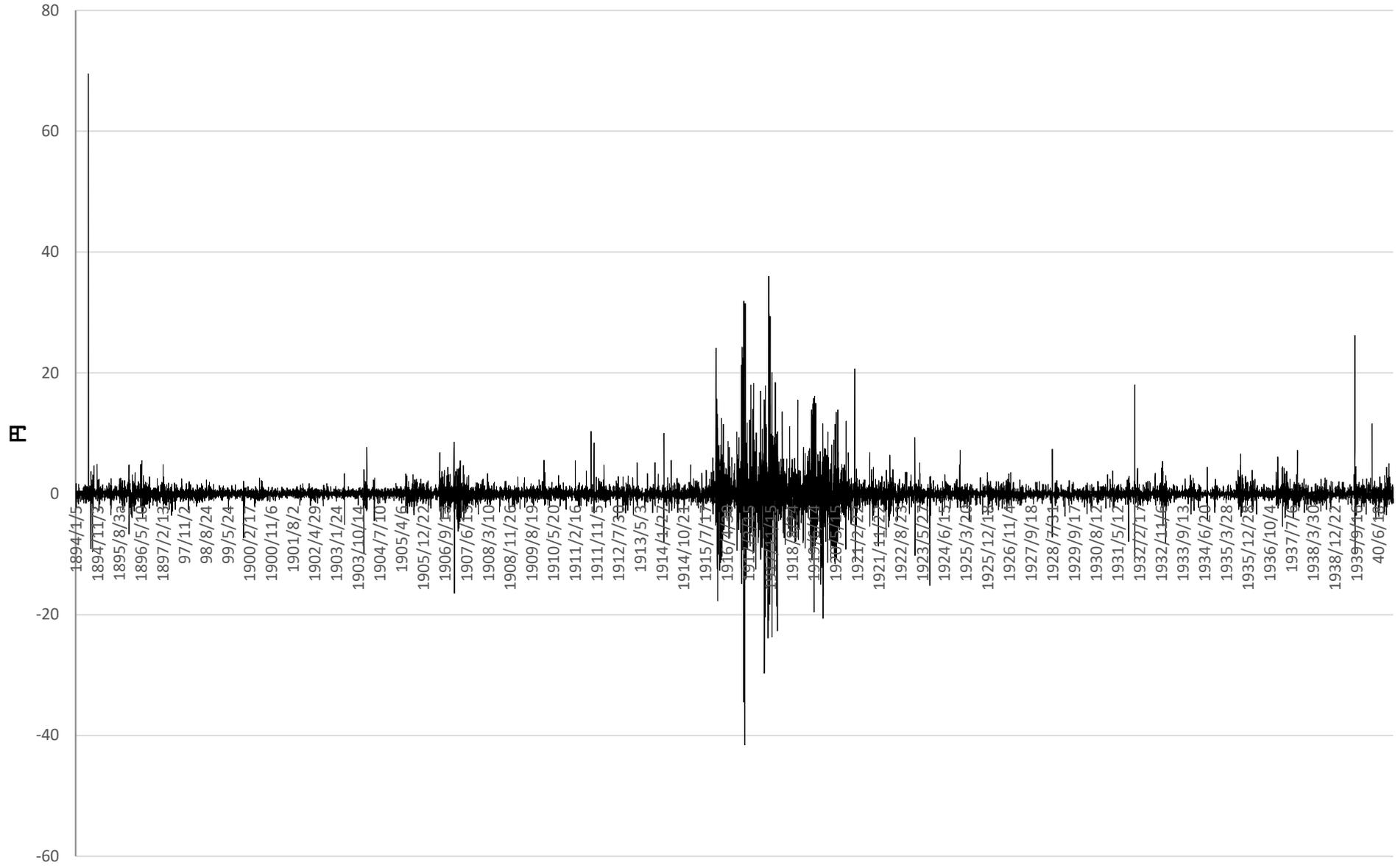


図7 鐘紡の価格差1894-1940年

