

戦前期株式市場の効率性：期間を延長して
Efficiency of the Japanese Stock Markets in the Prewar Period II

釜江廣志

Working Paper Series No. 154

May 2020

戦前期株式市場の効率性：期間を延長して¹

釜江廣志

§1 はじめに

本稿は前稿の釜江(2019)と同様に日次データを用いて株式市場の効率性を分析するが、対象期間を前稿よりも前に延長し、かつ配当落ちの取り扱いをより明確にすることを目的とする。前稿の説明と重複する部分は記述を簡略化する。

東京株式取引所(東株)における先物取引は1878(明治11)年に始まり²、長期清算取引等の名称で1945年まで続いた。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。東株での短期清算取引は1924(大正13)年に開始され、決済の期限は7日以内であった。

本稿では東京株式市場の代表的銘柄として東株の旧株(以下、東株旧と略記)³と新株(東株新または新東)、および事業会社として日本郵船(郵船)と鐘淵紡績(鐘紡)を取り上げる。取引の開始時期は、長期取引の東株旧が1878年9月、東株新が1897年11月⁴、郵船が1886年3月、鐘紡が1889年1月、また短期取引の東株新は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1889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、マクロ変数、とりわけ貿易統計が利用可能であることと、終期については戦時統制期でも1942年までは取引が活況であった⁵ことなどである。なお、明治期では、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

¹ 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。

² 東京証券取引所(1970) p. 709 参照。

³ 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んだ。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。また、東株株の額面は1893年7月に100円から50円に引き下げられた。東京株式取引所(1928)統計編 p. 245 参照。

⁴ 東京株式取引所(1928)統計編 p. 246 参照。

⁵ 谷村(1978)p. 170 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⁶。私設鉄道株については別稿の釜江(2020)で検討する。

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。

⁶ 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が、詳細は釜江(2019)に譲り以下では簡潔に記す。まず1878(明治11)年に株式取引所条例が公布された。この年、東株と大株(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年に取引所条例(ブルース条例)が公布され、取引方法は直取引(5日以内の受渡し)と定期取引(3か月⁷以内の受渡し、3制限)であった。1893年には取引所法が公布され⁸、取引方法は直取引と延取引⁹(150日以内の受渡し)・定期取引であった。

1902(明治35)年に勅令158号、いわゆる取引所打壊令が出され¹⁰、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¹¹(2か月2制限)。限月短縮の結果、株式取引が減少したので、1903年4月に省令で延取引に転売・買戻しを認め¹²、9月からは定期取引を3か月3制限に戻した¹³。03年6月～8月は延取引が増え定期取引は取引がなくなった。

1906年9月に東株新の定期取引が開始された¹⁴。1907年からの明治40年代は東株新のチキ取引¹⁵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直取引にならった取引であった。現物授受を行わない取引が元手なしでできる¹⁶など¹⁷、弊害が大きかったので¹⁸、1911(明治44)年にチキ取引の競売買¹⁹・差金決済と預合

⁷ 帳合米取引の慣習に由来する。小谷(1953)p. 452。

⁸ 小谷(1953)p. 384-、野田(1980)p. 240-42 参照。

⁹ 吉田(1978)p. 27 参照。

¹² 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。

¹³ 小谷(1953)p. 453 参照。

¹⁴ 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。

¹⁵ 「東京朝日新聞」1902年7月11日参照。

¹⁶ 東京株式取引所(1928)p. 統計 83 参照

¹⁷ その理由については野田(1980)p. 328 参照。

¹⁴ 「東京朝日新聞」1906年8月31日参照。

¹⁵ 小谷(1953)p. 469、野田(1978)p. 47、野田(1980)p. 256-59、寺西(2009)p. 7 参照。

¹⁶ 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。

¹⁷ 売買手数料は定期取引よりも著しく安かった。野田(1980)p. 332 参照。

¹⁸ 「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。

¹⁹ 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」

い²⁰を禁止するいわゆる直取引禁止令が出され²¹、6月30日に実施された。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²²。これは売買契約成立の日より起算し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。

1922(大正11)年4月に取引所法の改正が公布された²³。長期取引を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。同年9月に大株が東株新などの短期清算取引を²⁴開始したが²⁵、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。その後27(昭和2)年～41年には東株新の短期清算取引が花形になった²⁶。

1925年4月に長期取引の限月短縮が実施されて2か月3限制になり、新甫発会は偶数月の6日、26日と奇数月の16日に行われた。長期の取引ほど投機を誘発する、との考え方が22年の取引所法改正の理由とされた。しかし、29年にはこの考え方は政府により否定的に扱われ²⁷、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限制への限月復旧が実施された。その後、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。

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。

²⁰ 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、野田(1980)p.257参照。

²¹ 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。

²² 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。

²³ 小谷(1953)p.562-66、574。

²⁴ 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限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。

²⁵ 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。

²⁶ 細金(1978)p.84参照。

²⁷ 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。

§ 3 計測の方法

この節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効率的であるかを検討する。分析対象は原則として長期取引の先限の価格である。日々の株価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。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²⁸と卸売・小売の両物価指数²⁹を用いる。貿易額はデータの連続性を考慮して内地のみの計数である³⁰。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。卸売物価は指数そのものの他、前月の指数公表値との変化分（ Δ 卸売物価と表記）も説明変数とする。

貿易統計は1888年7月分³¹からで終期は1940年9月である。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年からであって、いずれも利用期間が限定される。これらマクロ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。日銀調べの物価の公表日が不明の場合は東京商業会議所、商工省、農商務省調べの公表日で補うが、計数は日銀調べのそれに基づく。

なお、株式は債券と異なりインカム・ゲインたる配当と、配当落ちによる株価の下落の考慮が明示的に必要である³²。配当が発生するのは、株主総会の開催される月に限月が到来する長期取引の先限などである。配当落ち日は通常、限月の2か月前である、先限³³の取引が開始される月の一日（ついたち）、と

²⁸ 貿易と株価の関連について、「東京朝日新聞」1889年6月7日、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、「中外商業新報」1898年11月12日など参照。

²⁹ 「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。

³⁰ 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。

³¹ 「官報」によれば、遅くも1887年9月分の発表日（12月27日）から判明する。

³² 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円でありネグリジブルである。

³³ 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。

みられる³⁴。配当落ち日の株価は「配当額を予想して」³⁵決まる。本稿では、配当予想は正しく、実現した配当と同じであったと仮定する。

ところで、配当落ち日(月の一日)における先限の真の株価は、みかけの株価(市価。翌二日に新聞掲載)に配当額を加えた値である³⁶。故に、

配当落ち日の翌日(二日。月の三日に掲載)における真の株価変化額 Δp
= 配当落ち日の翌日(月の二日)の株価(市価) - 前営業日(月の一日)の真の株価

= 翌日の株価(市価)と前営業日の株価(市価)との差 - 配当額となる。なお、配当落ち日(月の一日)における株価変化額は前営業日との差であるが、前営業日つまり前月の先限は今月中限であるから、今月一日の中限と前月末の先限とを比較することになり、配当落ちの直接の考慮は不要である。また、配当額は払込額に比例しており³⁷、払込額が額面に達していない新株³⁸には配当満額は支払われない。

計測法は釜江(2018)とほぼ同様であるのでこれも簡潔に述べる。当日(第0日)における株価と前営業日のそれとの差に、配当額を考慮した Δp 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、 D_{ik} は第 i イベント発生の k 営業日前のみに1をとる。日をずらしてイベントが当日(第0日)に発生したとすれば、 D_{ik} の係数は、発生の k 営業日後にあたる第 k 日の価格変化にイベントがどう影響したかを示す。

ダミー変数の係数が示す株価への影響があるが、それがごく短期間で終われば³⁹、つまり即時的な影響のみが統計的に有意であれば、市場は情報を迅速に

³⁴ 配当落ちが報じられた最初の日は、東株旧と同新長期取引(a)が5月と11月の各2日(1904年上期以前)または4月と10月の各2日(1904年下期以降)、東株新短期(b)が5月31日、11月30日、郵船(c)が3月と9月の2日、鐘紡(d)が5月と11月の2日である。「東京朝日新聞」(a)1901年5月2日、22年4月2日；(c)1899年9月2日、「東京日日新聞」(b)1926年11月30日、39年5月31日；(d)21年5月3日(火曜)参照。

³⁵ 「東京日日新聞」1928年4月7日 p. 4 参照。

³⁶ 「東京朝日新聞」1935年8月2日(暗高を受けて一斉奔騰)参照。なお、これは神戸大学新聞文庫所収の版で、朝日新聞「聞く蔵」に収録の版とは一部異なる。

³⁷ 南条・粕谷(2009)p. 53 参照。

³⁸ 東株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。

³⁹ 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、

処理しており効率的であると判定し、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 of x 営業日以降に影響が有意に持続することである。この x を選ぶ客観的な基準はないが、 $x = 4$ としてテストする。 $x = 2$ 、 6 の場合も結果は大きくは変わらない。

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 ではない値を持つ。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。

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

データは東株市場における日次価格で、出所は「東京日日新聞」、「東京朝日新聞」、「時事新報」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ことを考慮して、1889 年 1 月～1942 年 12 月とする。

なお、東株の決算と総会は 1904 年下期からそれまでよりそれぞれ 1 か月早められ、総会月は 6 月・12 月となった。また、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⁴⁰は旧株へ併合されるなどして⁴¹存在しない、もしくは取引がないので、分析の対象期間を 1907 年 8 月～42 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～42 年 12 月を対象期間とする。さらに、東株旧は 1891 年 7 月～93 年 10 月⁴²、鐘紡株は 1899 年 7 月～99 年 11 月⁴³、郵船株は 1890 年 9～12 月、91 年 2、5、7～11 月の期間において、いずれも取引が僅少であり、これらの期間を削除する。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。

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。

⁴⁰ 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。

⁴¹ 平山(2019)p. 120 参照。

⁴² 1893 年に取引所法が公布されたが、その前の 2 年間は取引所株の定期取引が差し止められた。小谷(1953)p. 380、東京株式取引所(1928)p. 6 参照。

⁴³ 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。

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⁴⁴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ない日と、貿易や卸売物価などマクロ統計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、大株で長期取引が行われていれば⁴⁵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⁴⁶、これらのマクロ統計を、その公表後初めて取引が行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⁴⁷。

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⁴⁸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Ⅰ、中期Ⅱ、後期に分ける⁴⁹。区切りは1911年6月29日（ヂキ取引の競売買・差金決済禁止の前日）、18年9月1日（現物取引開始の前日）⁵⁰、戦時期に入る31年9月17日（満州事変勃発の前日）とする。

各期のサンプル数はそれぞれ、

前期：東株旧 5606、鐘紡 5874、郵船 5754、

中期Ⅰ：東株旧 1997、鐘紡 1988、郵船 1997、

中期Ⅱ：東株旧 3505、鐘紡 3473、郵船 3257、

後期：東株旧 3138、鐘紡 3119、郵船 3130

である。

⁴⁴ 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。

⁴⁵ 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。

⁴⁶ 1937年以降は大株のデータが見当たらず、立会は行われなかったとみられる。

⁴⁷ 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。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。

⁴⁸ 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。

⁴⁹ なお、中期ⅠとⅡをまとめて中期として計測することも試みたが、計測結果をより整合的に説明するために、本稿では分離して計測する。

⁵⁰ 11年6月と18年9月は景気変動の山にほぼ相当する。藤野(1978)p. 177 参照。

また、東株新の長期取引と短期取引は対象期間が短いので、それぞれ 1918 年 9 月 1 日・31 年 9 月 17 日と、31 年 9 月 17 日のみとで区切り、長期取引は中期 a・中期 b・後期、短期取引は中期 c・後期と称する。サンプル数は
東株新長期：中期 a(07-18 年)3069、中期 b(18-31 年)3392、後期(31-42 年)3153、
東株新短期：中期 c(24-31 年)2147、後期(31-42 年)3325
である。

§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⁵¹。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DW比が系列相関の存在している可能性を示すので、以下では、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、東株新の長期取引に貿易公表値を使う場合、鐘紡株に貿易ダミーを使う場合および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、東株旧に貿易公表値を使う場合、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、当日と1日後には説明変数の係数が有意なものはないが、4日後以降に有意なものがあることが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、東株新短期取引に貿易・卸売物価の両公表値を使う場合、郵船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、鐘紡は効率的、東株新長期取引は効率的であるが非効率性の示唆を伴い、東株旧と東株新短期取引と郵船はいずれも非効率的か非効率性の示唆あり、である。

次に、対象期間全体を前期・中期Ⅰ・中期Ⅱ・後期に分けて計測し、構造変化があったかを調べる(表3～表7それぞれの表b1以下)。最初は東株株についてである。東株旧のダミー変数に対する反応は、前期では当日と9日後の卸売物価が有意、他の期では有意なものなし(表3b1)、公表値は中期Ⅱで当日の貿易、後期の当日と8日後の貿易がいずれも有意である(表3b2)。これらから、マクロ変数に対する反応は、前期・後期が非効率的、中期Ⅱは効率的であり、中期Ⅰは何も言えない。

続いて、サンプルの少ない長期取引の東株新は1918年9月と31年9月で区分し、中期a、中期b、後期と称する。ダミー変数に対する反応は、中期aは当日の卸売物価が有意であり、中期bと後期は有意なものはない(表4b1)。公表値は中期aで当日の卸売物価と当日・8日後の卸売物価の変化分、後期で8日後の貿易がいずれも有意である(表4b2)。これらから、中期aは非効率性、後期は非効率性の示唆あり、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cと後期と称する。ダミー変数に対する反応は、中期cで8日後の小売物価、後期で1日後・5日後の貿易がともに有意である(表5b1)。公表値は中期c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

⁵¹ 債券に関する分析では有意水準10%を採用していた。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。

(表 5b2)。これらから、中・後期ともに非効率的か非効率性の示唆あり、である。

第二に、取引所以外の事業会社株についてである。まず、郵船のダミー変数に対する反応は、前期で1日後・4日後の貿易と当日・8日後の卸売物価、中期Ⅱは当日の貿易と3日後・7日後の卸売物価、後期で9日後の貿易と3日後の卸売物価がいずれも有意である(表 6b1)。公表値は、前期で当日・8日後の卸売物価、中期Ⅰは当日・7日後の卸売物価の変化分、中期Ⅱは8日後の卸売物価の変化分、後期では7日後の卸売物価と小売物価が有意である(表 6b2)。これらから、中期Ⅱは効率的であるが非効率性の示唆もあり、それ以外の期間は非効率的あるいは非効率性の示唆もあり、である。

鐘紡のダミー変数に対する反応は、前期で1日後の貿易、中期Ⅰは1日後の貿易と8日後の卸売物価、中期Ⅱで3日後の貿易と当日の卸売物価、後期で9日後の貿易と3日後の卸売物価がともに有意である(表 7b1)。公表値は、前期では当日・1日後・6日後の貿易、9日後の卸売物価変化分、中期Ⅰでは1日後の貿易と8日後の卸売物価変化分、中期Ⅱは1日後の貿易がいずれも有意である(表 7b2)。これらから、中期ⅠとⅡは効率的または効率的であるが非効率性の示唆もあり、それら以外は非効率的あるいは非効率性の示唆あり、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逆の判定結果がもたらされるのは中期Ⅰであり、それ以外では非効率的あるいは非効率性の示唆もあり、とのほぼ同じ結果がもたらされている。

§ 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、東株旧と郵船が中期Ⅰつまり1918年までは非効率的もしくは何も言えない、であったのに、中期Ⅱつまり1918-31年では中期Ⅰから効率的であった鐘紡ともども効率的になったが、その説明である。

1910年代後半～20年前半は大戦ブームによる高成長と、その後の反動恐慌、さらには銀行動揺、関東大震災などによる不況との時期であり、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、郵船（かっこ内の前）、鐘紡（同後）はそれぞれ、15年8月の130円（80円、180円）台から大戦ブームで16年11月に470円（400円、280円）台へ上昇し、ドイツによる大戦の講和提議⁵²などで下落して18年3月に150円（200円、250円）台へ、さらに戦後好景気で上昇して20年3月に540円（210円、570円）のピークとなったが、反動恐慌のために急降下し、さらには震災の影響と不況深刻化で24年6月に100円（60円、170円）台となった（図1、図3、図5）。

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、とみられる⁵³。表8は東株旧、郵船、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25年の各3か月を取り出して、それぞれの期間における各銘柄が貿易統計と卸売物価変化分に対してどう反応したかを示すものであり、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、値動きの激しかった時期には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だろう。併せて、市場の成熟が進展し、投資家が情報に敏感に反応するようになっていたのかもしれない。

第二に、海運業に属する郵船は紡績業の鐘紡と違って中期Ⅰ、すなわち1911～18年では効率的でなかった（表6b、7b）。この違いはとりわけ計測結果で貿易の係数に表れており、鐘紡は有意であるが郵船には有意なものがない。これも値動きの違いで説明できるのかもしれない。株価の前日との差の変動を比較すると、この期間の変動係数は鐘紡が186、郵船は49.2である（表10）。このような違いをもたらした一因は配当率の大小であろう。表9に示されるように、この期間では17年上期を除いて鐘紡が郵船を上回った。それゆえ投資家の選好が鐘紡に集まって値動きがより活発になったのであろう。このことは

⁵² 「時事新報」1916年12月14日参照。

⁵³ 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」19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暴落）、20年1月24日（生糸価格安に対して暴落）、20年3月12日（生糸・綿糸価格非勢に対して暴落）、「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暴落）を参照。

鐘紡株の売買高が郵船のほぼ半分であり（表1の12-18年）、1/3という発行株数⁵⁴に比べ相対的に多いことが示している。そうであれば貿易の同じだけの変化幅に対して鐘紡の株価の方がより早くかつ大きく反応した⁵⁵とみなし得るのかもしれない⁵⁶。

第三に、1931年で区分すると、東株旧・郵船・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ったことの説明である（表3b、6b、7bの中期Ⅱと後期）。図2、図4、図6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年の反動恐慌後の低成長など経済全体の状況の変化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⁵⁷。

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⁵⁸、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⁵⁹。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。こういった点を考慮すると上記の変化は説明可能となろう。

⁵⁴ 鐘紡の資本金は1579万円、郵船は4400万円で、額面はともに50円であるから株数はほぼ1/3である（1918年時点）。

⁵⁵ この時期には紡績業は輸出産業になっており、海運業ともどもそれらの株価は貿易統計へ反応したと考えられる。三和(2002)p.60、「大阪朝日新聞」20年12月10日参照。

⁵⁶ 発行株全体ではなく、いわば浮動株の数あるいはその比率が関係するとしても、たとえば石井(2012、p.84.85)に示されている鐘紡と郵船の昭和初期における株主構成比はほぼ同じであり、浮動株の比率にも大きな差はないとみてよいであろう。

⁵⁷ 「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）。

⁵⁸ 「大阪朝日新聞」1930年9月6日参照。

⁵⁹ 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。

§5 おわりに

本稿は、1889年1月～1942年12月の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、市場が効率的であったかを分析した。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した。

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、鐘紡は効率的、東株新の長期取引は効率的であるが非効率性の示唆を伴い、東株旧・東株新の短期取引・郵船はいずれも非効率的か非効率性の示唆あり、である。

1911年6月、18年9月、31年9月で期間区分すると、東株旧は前期・後期が非効率的、中期Ⅱは効率的であり、中期Ⅰは何も言えない。東株新の長期取引は中期a(07-18年)が非効率性、後期は非効率性の示唆あり、が導かれる。短期取引の東株新は中期(24-31年)・後期ともに非効率的か非効率性の示唆あり、である。また、郵船・鐘紡両社は、中期Ⅰで郵船が非効率的、鐘紡が効率的と判定されるが、それ以外では非効率的あるいは非効率性の示唆もあり、とのほぼ同じ結果となる。

以上の結果を説明する。まず1918年まで郵船は鐘紡と違って効率的ではなかったことである。配当率は鐘紡が郵船を上回ったため投資家の選好が集まって値動きがより活発になったのであろう。それゆえ貿易の変化幅に対して鐘紡の株価の方がより大きく反応したのではないだろうか。

次に、東株旧と郵船が中期Ⅰ、つまり1918年までは非効率的であったのに、中期Ⅱ、つまり1918-31年では中期Ⅰから効率的であった鐘紡と同じく効率的になったことである。1910年代後半～20年前半は大戦ブームによる高成長とその後の反動恐慌、さらには銀行動揺、関東大震災などによる不況の時期であり、この期間において株価は大きく変動した。値動きの激しかった時期では他の時期と比べて、貿易や物価の同じだけの变化幅に対して株価はより大きく反応し、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。

第三に、1931年で区分すると、東株旧・郵船・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ったことである。21年頃以降の値動きはそれ以前に比べて小さい。これには20年の反動恐慌後の低成長など経済全体の状況の変化も影響しているであろうが、生保証券や株式投資組合の設立といった市場介入や価格維持策などが作用し、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株価を変動させて市場を非効率的にした可能性がある。

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。
- 石井寛治（2012）「再考：戦前期日本の直接金融と間接金融」『金融研究』1月。
- 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（編）（1936）『明治大正財政史 第11巻』財政経済学会。
- 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（2017）「明治・大正期の国債市場の効率性について」『東京経大会誌』12月。
- （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。
- （2019）「戦前期株式市場の効率性」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』151号、12月。
- （2020）「明治期鉄道株市場の効率性」未発表。
- 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。
- 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。

平山賢一(2019)『戦前・戦時期の金融市場』日本経済新聞出版社。

藤野正三郎(1978)「戦前の株価」(有沢(1978)所収)。

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)。

図1 東株旧の株価 1889-1942年

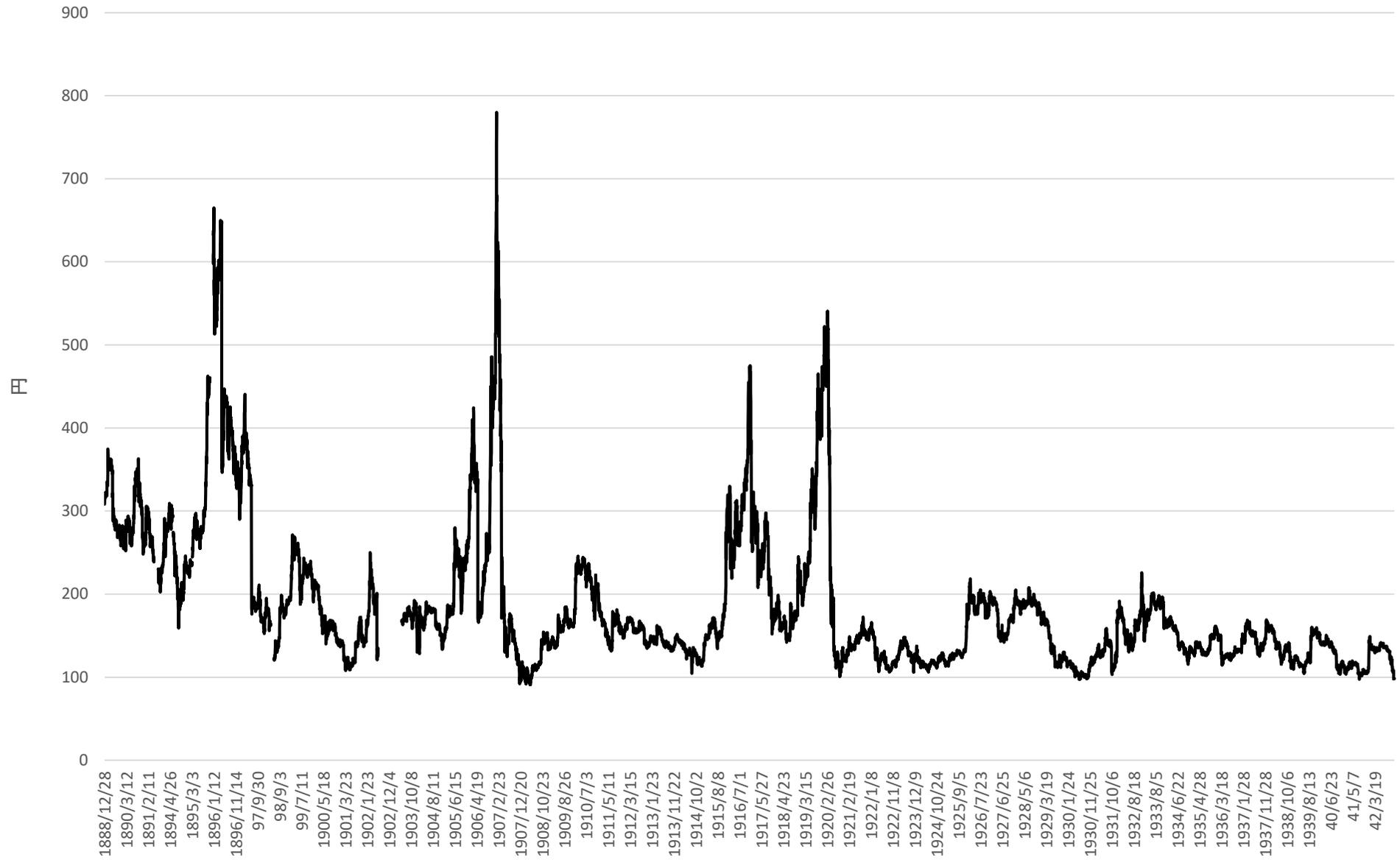


図2 東株旧の価格差1889-1942年

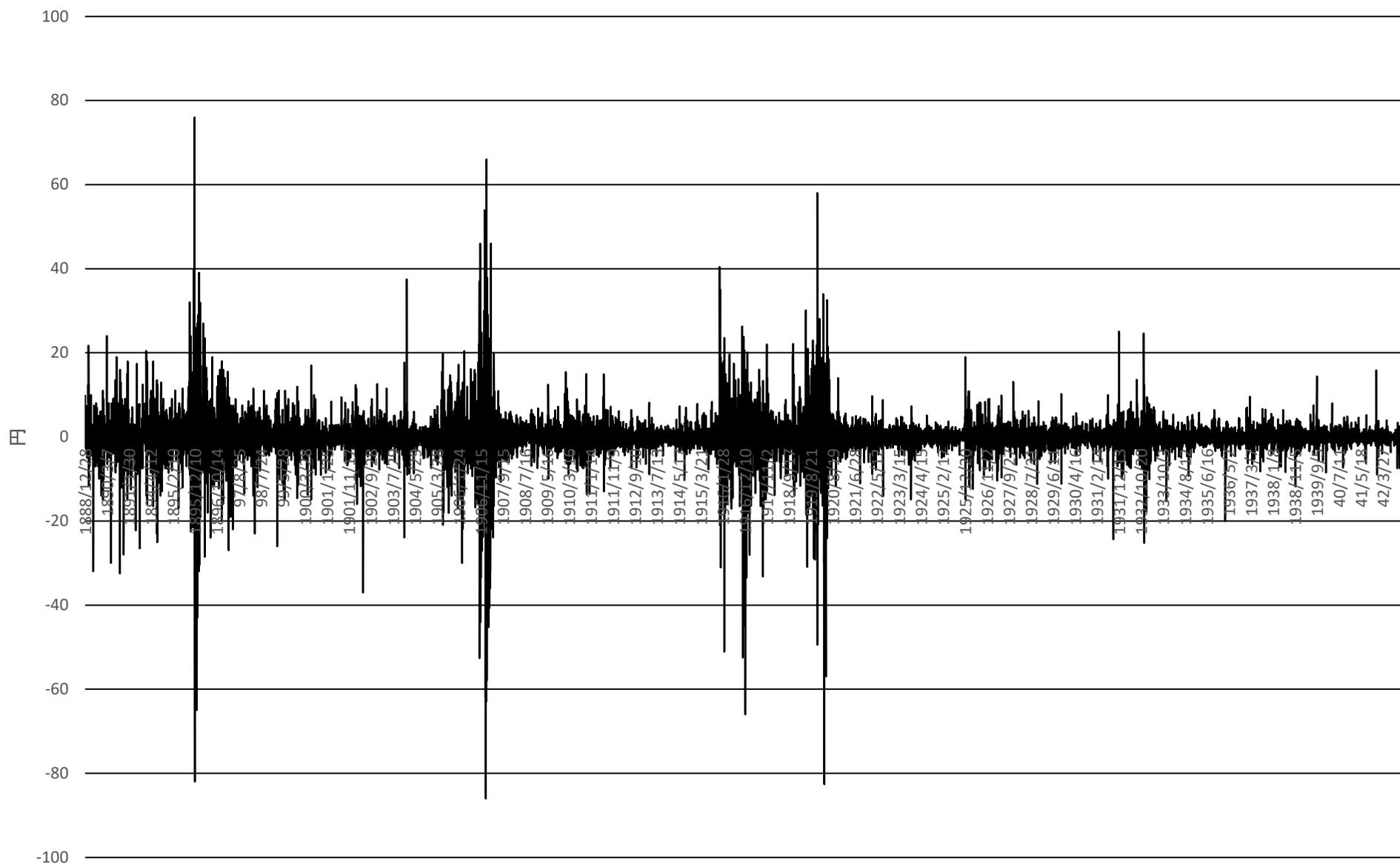


図3 郵船の株価1889-1942年

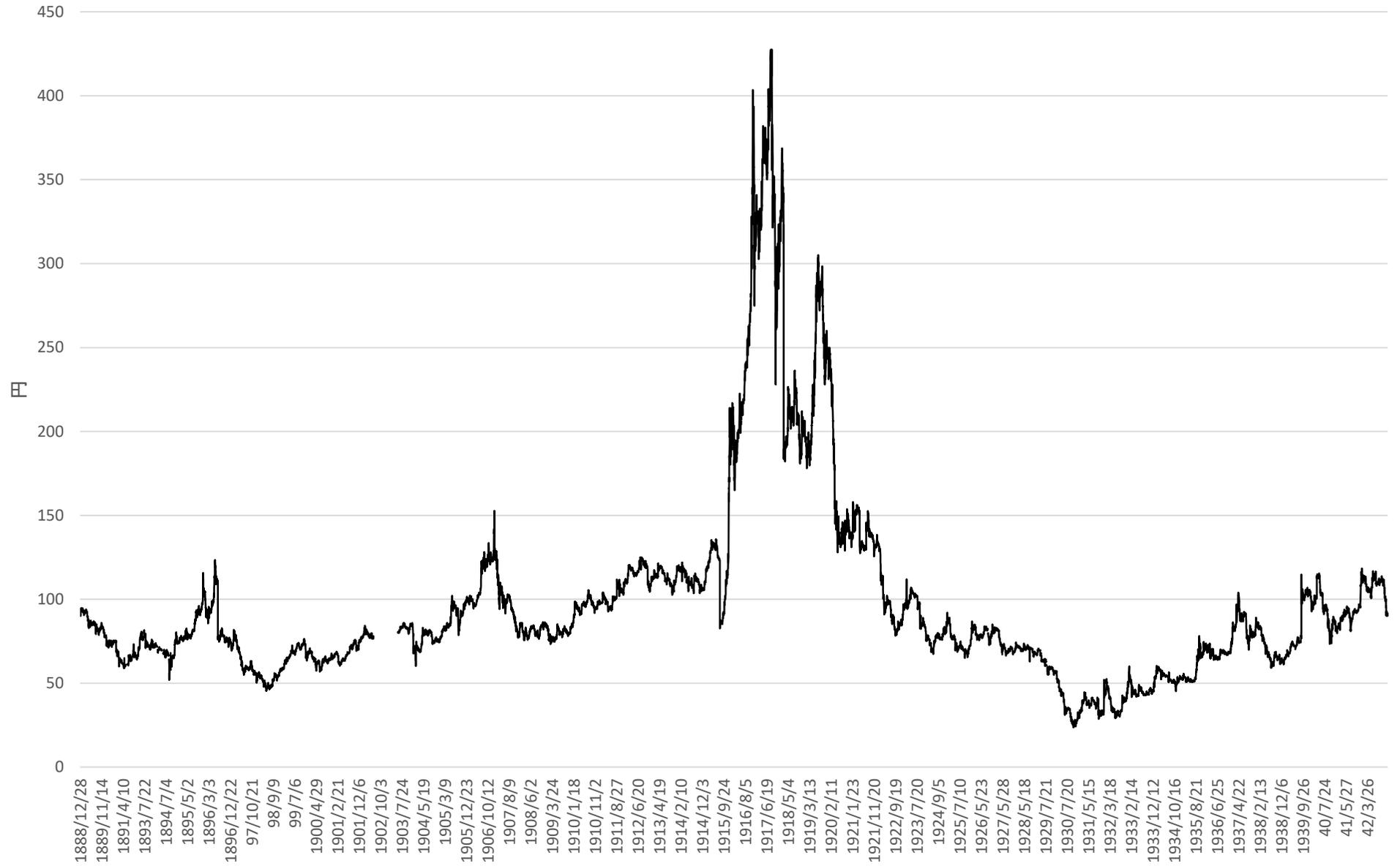


図4 郵船の価格差1889-1942年

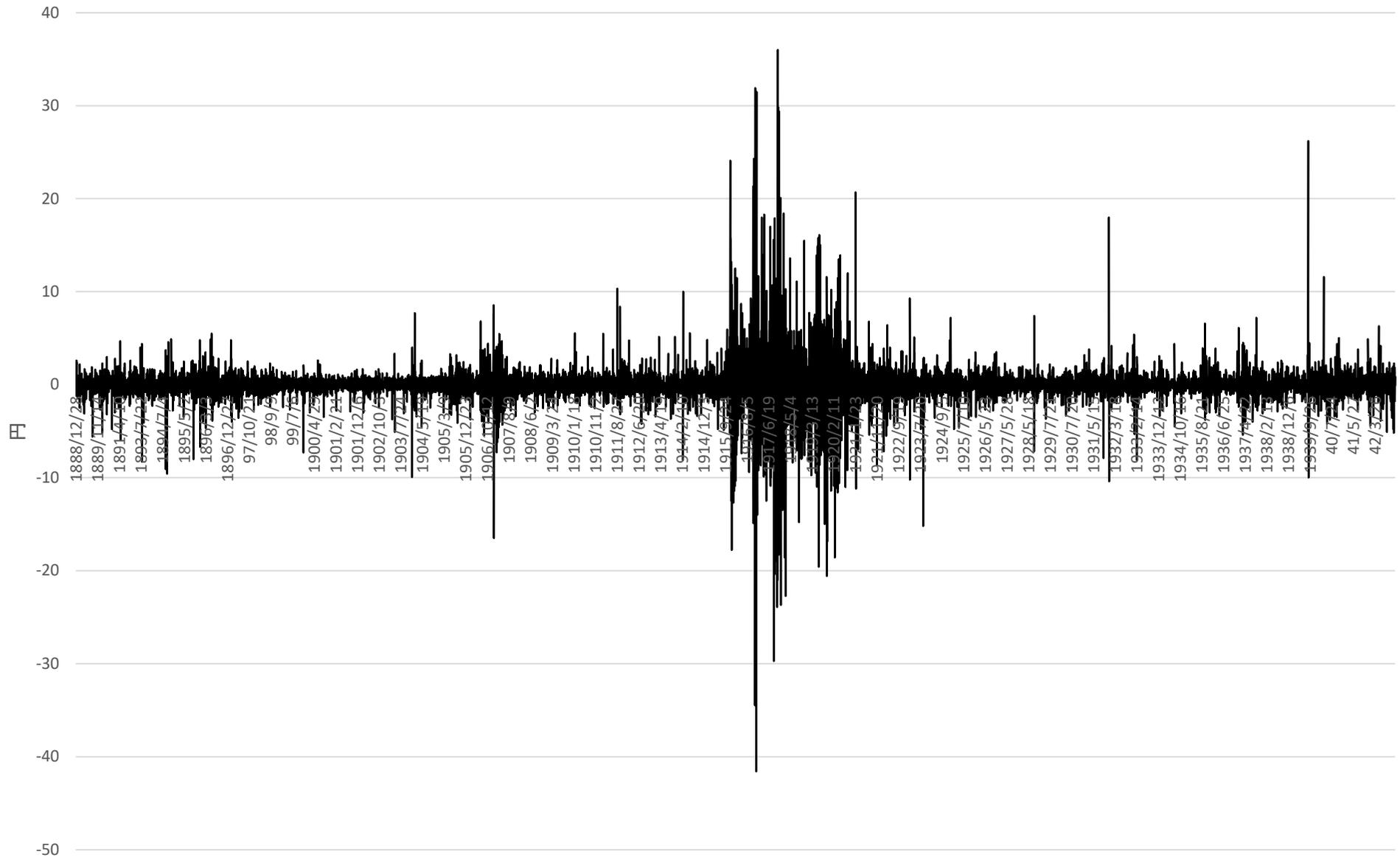


図5 鐘紡の株価1889-1942年

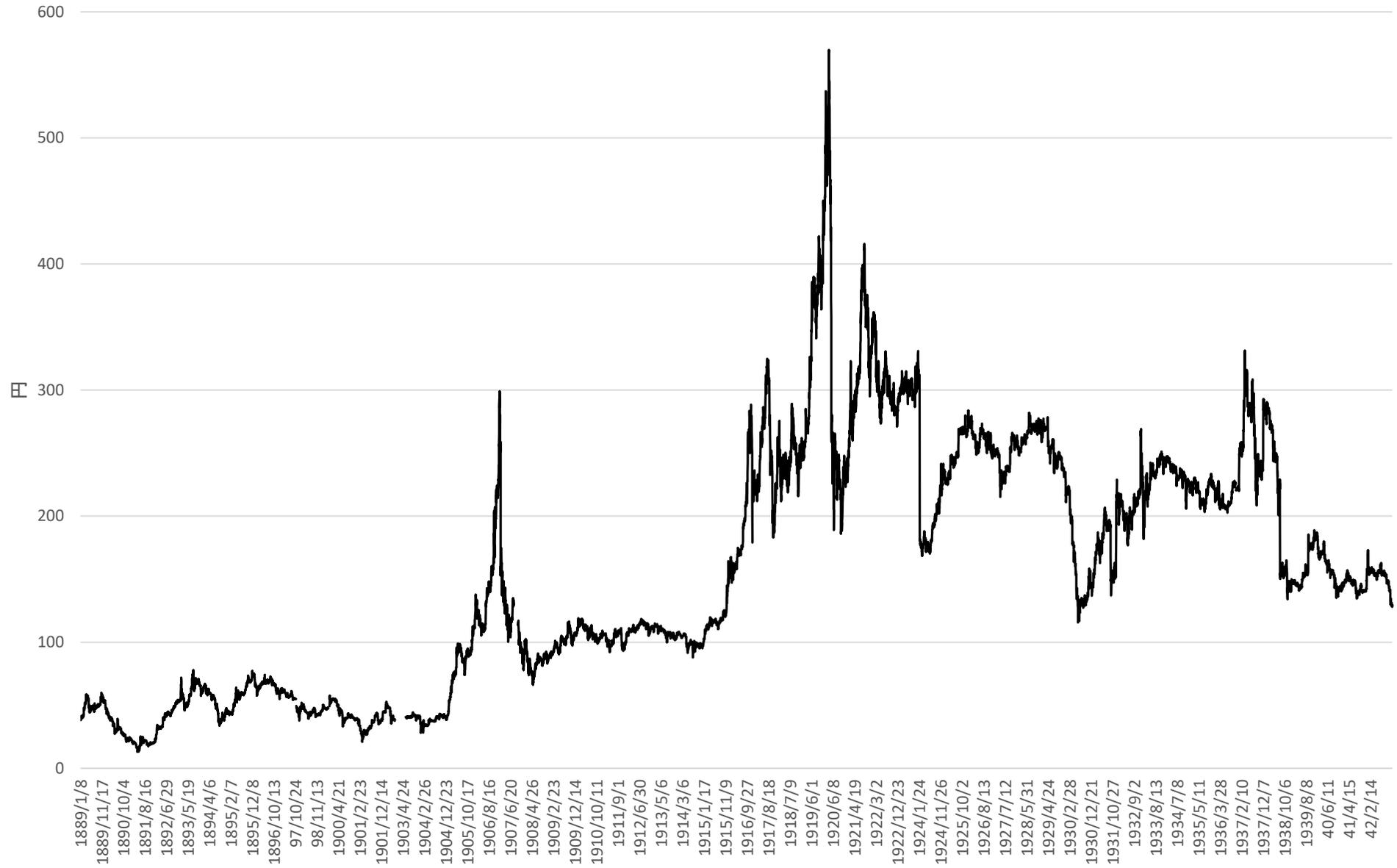


図6 鐘紡の価格差1889-1942年

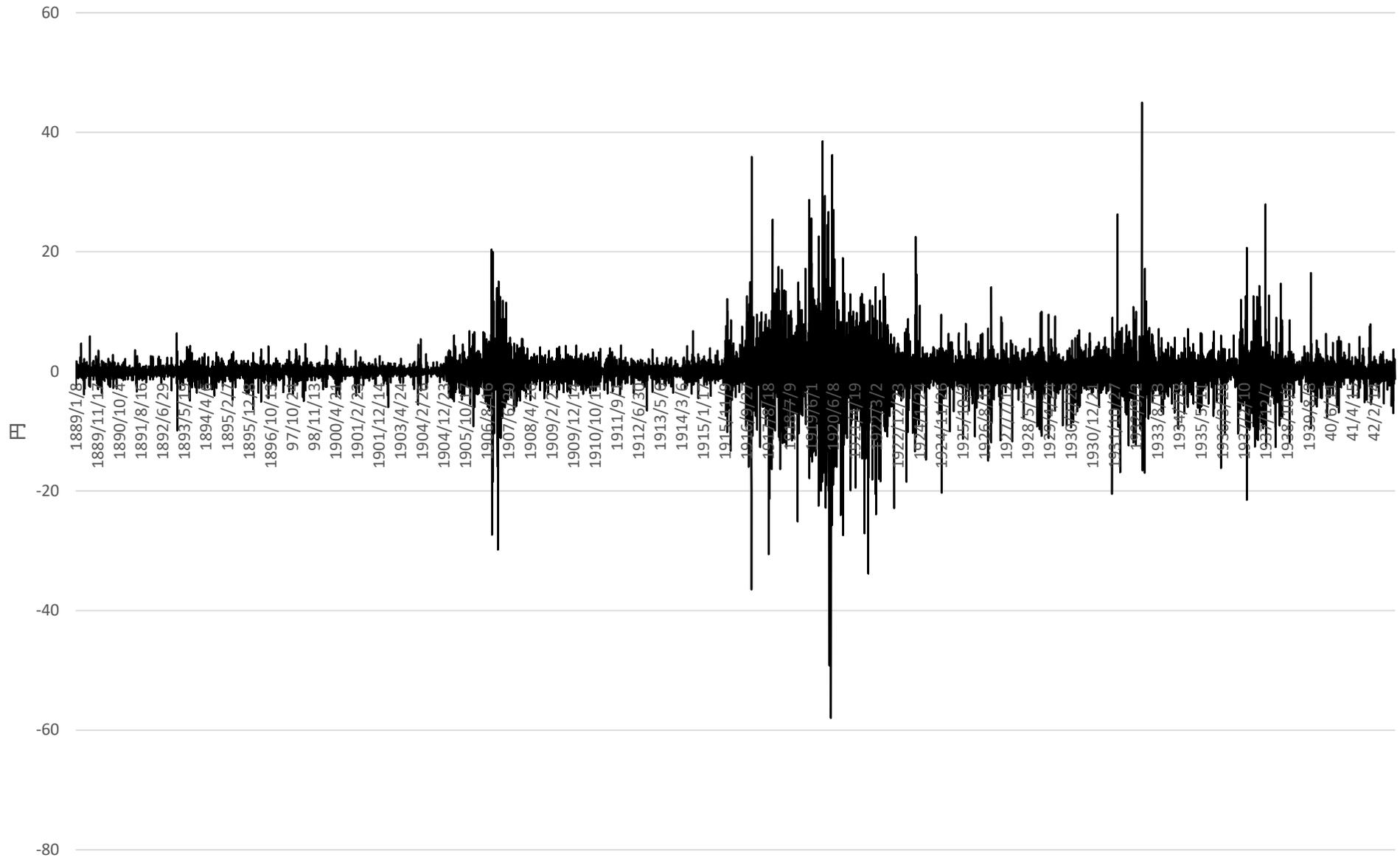


表1a 東株における売買株数(単位千株)

年	長期取引					東京株式取引所 全体	短期取引 東株新株
	東株旧株	東株新株	郵船	鐘紡			
1897	10	0	650	37	2,039		
1900	114	-	984	70	3,681		
1905	416	-	1,353	513	6,170		
1910	1,036	1,818	369	382	11,029		
1912	417	1,799	400	298	9,773		
1914	399	2,006	237	154	8,714		
1915	971	4,655	703	301	17,664		
1916	981	3,788	1,265	540	31,846		
1918	1,343	2,558	1,508	810	24,545		
1920	2,515	1,097	568	798	37,469		
1925	1,710	7,881	272	927	37,505	13,545	
1930	1,432	5,218	515	1,680	29,508	22,228	
1935	822	2,906	507	168	33,812	28,714	
1937	1,182	3,062	434	414	56,219	32,572	

出所：東京株式取引所(1928、1933、1938)。

注：1912-18年の平均売買高は郵船が823、鐘紡が421。

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
1912	4.27	18.41	22.67	4.09	3.05
1914	4.58	23.02	27.60	2.72	1.77
1915	5.50	26.35	31.85	3.98	1.70
1916	3.08	11.89	14.98	3.97	1.70
1918	5.47	10.42	15.89	6.14	3.30
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	-64.59	-54.18	-73.80	-27.84	-87.22
ともに有り	AIC	-24.67	-20.03	-40.97	-27.61	-24.23
ともに有り	LM	-32.65	-42.90	-73.80	-28.39	-23.60
定数項のみ有り	BIC	-64.60	-54.18	-73.79	-27.84	-87.22
定数項のみ有り	AIC	-24.67	-20.03	-40.97	-27.61	-24.23
定数項のみ有り	LM	-27.92	-21.35	-73.79	-28.39	-38.82
ともに無し	BIC	-64.59	-54.18	-73.79	-27.84	-87.22
ともに無し	AIC	-24.66	-20.03	-40.97	-27.61	-24.22
ともに無し	LM	-52.10	-27.59	-73.79	-26.64	-24.22

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	0.50	0.62	-1.74	0.08	0.48	0.63
1日後	-1.39	0.16	0.32	0.75	0.67	0.50
2日後	1.07	0.28	-0.57	0.57	0.11	0.91
3日後	0.20	0.84	-1.04	0.30	0.62	0.53
4日後	1.19	0.24	-0.26	0.79	-1.17	0.24
5日後	-0.28	0.78	-1.24	0.21	0.71	0.47
6日後	0.50	0.61	-1.05	0.29	-1.42	0.15
7日後	0.31	0.76	0.06	0.95	-0.43	0.66
8日後	-0.56	0.58	0.51	0.61	-1.50	0.13
9日後	0.04	0.97	-1.03	0.30	0.30	0.76

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	-1.47	0.14	-0.83	0.41	0.55	0.58	0.13	0.90
1日後	-1.97	0.05	-0.07	0.95	-0.34	0.74	0.79	0.43
2日後	0.91	0.36	-1.01	0.31	-0.52	0.61	0.20	0.84
3日後	-0.27	0.79	-0.56	0.57	-1.08	0.28	0.68	0.49
4日後	1.12	0.26	-0.51	0.61	-0.37	0.71	-1.10	0.27
5日後	-2.06	0.04	-1.86	0.06	0.10	0.92	0.90	0.37
6日後	-1.12	0.26	-1.39	0.16	-0.64	0.52	-1.52	0.13
7日後	-0.90	0.37	-0.26	0.79	0.70	0.48	-0.49	0.62
8日後	-1.00	0.32	0.15	0.88	0.09	0.93	-1.87	0.06
9日後	-0.21	0.83	-0.02	0.98	0.86	0.39	0.34	0.73

表3b1 東株旧の期間区分（ダミー）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.22	0.22	-1.95	0.05
1日後	-1.46	0.14	0.19	0.85
2日後	1.48	0.14	0.65	0.52
3日後	0.58	0.56	-1.17	0.24
4日後	1.68	0.09	-0.50	0.62
5日後	-0.01	0.99	-1.30	0.19
6日後	1.54	0.12	0.14	0.89
7日後	0.55	0.58	-0.10	0.92
8日後	-0.27	0.78	0.29	0.77
9日後	-0.15	0.88	-2.00	0.05

中期 I	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.21	0.22	-1.09	0.27
1日後	1.10	0.27	0.70	0.48
2日後	-0.22	0.83	-1.36	0.18
3日後	-0.47	0.64	-0.99	0.32
4日後	-0.56	0.57	0.69	0.49
5日後	-0.75	0.45	0.88	0.38
6日後	-0.01	0.99	-0.56	0.58
7日後	-0.25	0.80	1.29	0.20
8日後	-0.73	0.46	0.64	0.52
9日後	-0.48	0.63	-1.05	0.29

中期Ⅱ	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.05	0.96	0.25	0.80
1日後	-1.10	0.27	-0.02	0.98
2日後	0.37	0.71	-0.87	0.38
3日後	-0.64	0.52	0.30	0.76
4日後	-0.57	0.57	-0.02	0.99
5日後	-0.23	0.81	-0.66	0.51
6日後	-1.21	0.22	-1.26	0.21
7日後	-0.32	0.75	-0.19	0.85
8日後	-0.81	0.42	-0.49	0.62
9日後	1.06	0.29	1.05	0.29

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	0.39	0.69	0.66	0.51	0.82	0.41
1日後	-0.98	0.33	-0.33	0.74	0.34	0.74
2日後	-0.91	0.36	0.84	0.40	0.21	0.84
3日後	1.83	0.07	0.96	0.34	1.00	0.32
4日後	0.79	0.43	-1.26	0.21	-1.39	0.16
5日後	0.37	0.71	-1.16	0.25	0.82	0.41
6日後	-0.13	0.90	-0.48	0.63	-0.08	0.94
7日後	0.03	0.98	-0.84	0.40	-0.23	0.82
8日後	0.68	0.50	1.08	0.28	-0.41	0.68
9日後	-0.16	0.88	0.40	0.69	-0.27	0.78

表3b2 東株旧の期間区分（公表値）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	-1.55	0.12	-1.85	0.06	0.03	0.98
1日後	-1.33	0.18	0.30	0.76	0.39	0.70
2日後	0.60	0.55	0.73	0.47	0.35	0.73
3日後	0.13	0.89	-1.37	0.17	-1.68	0.09
4日後	0.86	0.39	-0.44	0.66	-0.18	0.86
5日後	-1.47	0.14	-1.37	0.17	-0.74	0.46
6日後	-0.31	0.75	0.31	0.76	0.37	0.71
7日後	-1.83	0.07	-0.07	0.94	0.52	0.60
8日後	-0.93	0.35	0.35	0.72	0.57	0.57
9日後	0.27	0.78	-1.88	0.06	-0.27	0.79

中期Ⅰ	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.44	0.66	-0.98	0.33	-1.27	0.20
1日後	-1.38	0.17	0.30	0.77	0.43	0.67
2日後	1.20	0.23	-1.38	0.17	-0.84	0.40
3日後	0.92	0.36	-0.99	0.32	-0.54	0.59
4日後	1.69	0.09	0.37	0.71	-1.13	0.26
5日後	-1.10	0.27	0.76	0.45	0.60	0.55
6日後	0.14	0.89	-0.57	0.57	-0.89	0.37
7日後	0.48	0.63	1.33	0.18	1.40	0.16
8日後	0.49	0.63	0.56	0.58	1.87	0.06
9日後	0.16	0.87	-1.34	0.18	-0.09	0.93

中期Ⅱ	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.00	0.05	0.29	0.77	0.94	0.35
1日後	-0.93	0.35	-0.58	0.56	-0.38	0.70
2日後	-0.53	0.60	-1.02	0.31	0.31	0.75
3日後	-1.61	0.11	0.43	0.67	-0.84	0.40
4日後	-0.54	0.59	-0.23	0.82	0.06	0.95
5日後	-1.22	0.22	-1.34	0.18	0.23	0.82
6日後	-1.37	0.17	-1.31	0.19	-0.57	0.57
7日後	-0.01	0.99	-0.32	0.75	0.35	0.73
8日後	-1.29	0.20	-0.60	0.55	-0.76	0.45
9日後	-0.78	0.43	1.03	0.30	1.00	0.32

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	2.01	0.04	0.60	0.55	-0.74	0.46	0.49	0.62
1日後	0.02	0.98	0.01	0.99	-0.87	0.38	0.46	0.65
2日後	0.47	0.64	0.56	0.58	-0.40	0.69	0.23	0.82
3日後	-0.13	0.90	0.68	0.50	0.40	0.69	1.12	0.26
4日後	-0.14	0.89	-1.27	0.20	-0.69	0.49	-1.37	0.17
5日後	-0.41	0.68	-1.51	0.13	-0.63	0.53	1.01	0.31
6日後	-0.83	0.41	-0.96	0.34	0.91	0.36	-0.10	0.92
7日後	1.79	0.07	-1.19	0.23	1.23	0.22	-0.39	0.70
8日後	-2.22	0.03	1.16	0.25	0.46	0.65	-0.85	0.40
9日後	-1.22	0.22	0.62	0.53	-0.14	0.89	-0.29	0.77

表4a1 東株新・長期全期間（タミー）の推定結果

	賃易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.65	0.52	-1.65	0.10	1.08	0.28
1日後	0.20	0.84	0.31	0.75	-0.20	0.84
2日後	-1.66	0.10	-0.77	0.44	0.02	0.98
3日後	-0.21	0.84	-0.99	0.32	0.72	0.47
4日後	-1.32	0.19	-0.24	0.81	-0.75	0.46
5日後	-1.05	0.29	-0.79	0.43	0.28	0.78
6日後	-0.93	0.35	-1.73	0.08	-0.38	0.71
7日後	-0.38	0.71	0.14	0.89	-0.88	0.38
8日後	-0.07	0.95	-0.25	0.80	-1.65	0.10
9日後	-0.04	0.97	0.15	0.88	1.49	0.14

表4a2 東株新・長期全期間（公表値）の推定結果

	賃易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	0.05	0.96	-1.02	0.31	0.51	0.61	0.84	0.40
1日後	-2.37	0.02	-0.20	0.84	-1.38	0.17	0.03	0.98
2日後	0.37	0.72	-1.09	0.28	-0.97	0.33	-0.01	0.99
3日後	0.15	0.88	-0.98	0.33	-0.49	0.63	0.85	0.39
4日後	-0.66	0.51	-0.59	0.56	-0.22	0.83	-0.71	0.48
5日後	-0.87	0.38	-1.56	0.12	-0.54	0.59	0.67	0.50
6日後	-1.22	0.22	-1.98	0.05	-1.23	0.22	-0.56	0.58
7日後	0.82	0.41	-0.11	0.92	0.42	0.67	-0.97	0.33
8日後	-0.77	0.44	-0.78	0.43	-0.91	0.36	-2.06	0.04
9日後	-0.56	0.58	0.57	0.57	1.77	0.08	1.40	0.16

表4b1 東株新・長期の期間区分（タミー、全期間を18/9と31/9で区分）の推定結果

中期a

	賃易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.50	0.13	-2.46	0.01
1日後	1.82	0.07	0.67	0.51
2日後	-0.98	0.32	-0.65	0.52
3日後	-0.69	0.49	-0.98	0.33
4日後	-0.57	0.57	0.70	0.48
5日後	-1.67	0.09	-0.18	0.86
6日後	0.20	0.84	-0.51	0.61
7日後	-0.47	0.64	0.87	0.38
8日後	-0.40	0.69	0.16	0.87
9日後	-1.37	0.17	-0.82	0.41

中期b

	賃易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.58	0.57	-0.43	0.66	0.28	0.78
1日後	-1.40	0.16	-0.15	0.88	-0.03	0.98
2日後	-0.52	0.60	-1.02	0.31	-0.38	0.70
3日後	-0.15	0.88	-0.87	0.38	0.26	0.80
4日後	-1.67	0.09	-0.42	0.68	0.25	0.80
5日後	-0.47	0.64	-0.64	0.52	0.08	0.94
6日後	-1.33	0.18	-1.64	0.10	-1.10	0.27
7日後	-0.32	0.75	0.02	0.99	-1.03	0.30
8日後	-0.72	0.47	-1.27	0.20	-1.44	0.15
9日後	1.68	0.09	0.70	0.49	1.05	0.29

後期

	賃易		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	-0.03	0.98	1.15	0.25
1日後	-0.29	0.77	-0.21	0.83	-0.19	0.85
2日後	-1.55	0.12	0.81	0.42	0.47	0.64
3日後	1.68	0.09	1.18	0.24	0.77	0.44
4日後	0.73	0.47	-1.41	0.16	-1.11	0.27
5日後	0.78	0.44	-0.83	0.41	0.34	0.74
6日後	-0.21	0.84	-0.57	0.57	0.74	0.46
7日後	0.24	0.81	-0.62	0.53	-0.32	0.75
8日後	1.02	0.31	0.82	0.41	-0.83	0.41
9日後	-0.94	0.35	0.14	0.89	1.01	0.31

表4b2 東株新・長期の期間区分（公表値、全期間を18/9と31/9で区分）の推定結果

中期a	賞易		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	0.62	0.53	-2.26	0.02	-2.13	0.03		
1日後	-1.84	0.07	0.23	0.82	0.44	0.66		
2日後	1.53	0.13	-0.73	0.46	-0.87	0.39		
3日後	1.33	0.18	-0.92	0.36	-0.20	0.84		
4日後	1.32	0.19	0.52	0.60	-1.07	0.28		
5日後	-0.52	0.60	-0.22	0.83	0.07	0.94		
6日後	-0.47	0.64	-0.46	0.64	-0.21	0.84		
7日後	0.56	0.57	0.89	0.37	1.04	0.30		
8日後	0.33	0.74	0.26	0.80	1.96	0.05		
9日後	0.15	0.88	-0.92	0.36	0.29	0.77		

中期b	賞易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.11	0.27	-0.52	0.60	1.03	0.30	0.27	0.79
1日後	-1.85	0.06	-0.52	0.60	-1.45	0.15	0.03	0.98
2日後	-1.15	0.25	-1.11	0.27	-0.39	0.70	-0.37	0.71
3日後	-0.87	0.38	-0.91	0.36	-0.55	0.58	0.41	0.68
4日後	-1.81	0.07	-0.51	0.61	0.19	0.85	0.18	0.86
5日後	-1.24	0.22	-1.34	0.18	-0.54	0.59	0.22	0.83
6日後	-1.26	0.21	-1.71	0.09	-1.26	0.21	-1.09	0.28
7日後	0.19	0.85	-0.09	0.93	0.25	0.80	-0.99	0.32
8日後	-1.07	0.28	-1.49	0.14	-1.91	0.06	-1.40	0.16
9日後	-0.20	0.84	0.68	0.50	1.71	0.09	1.08	0.28

後期	賞易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	0.37	0.71	0.12	0.90	-1.68	0.09	0.92	0.36
1日後	0.30	0.76	0.08	0.94	-1.12	0.26	0.03	0.97
2日後	0.21	0.84	0.39	0.70	-0.30	0.77	0.44	0.66
3日後	-0.63	0.53	0.90	0.37	0.67	0.50	0.81	0.42
4日後	-0.60	0.55	-1.39	0.17	-0.88	0.38	-1.13	0.26
5日後	0.37	0.71	-1.22	0.22	-0.46	0.65	0.72	0.47
6日後	0.91	0.36	-1.21	0.23	0.76	0.45	0.57	0.57
7日後	1.09	0.27	-0.97	0.33	1.24	0.21	-0.43	0.67
8日後	-2.08	0.04	0.58	0.56	-0.04	0.97	-1.36	0.17
9日後	-1.23	0.22	0.70	0.49	0.35	0.73	0.84	0.40

表5a1 東株新・短期全期間（ダミー）の推定結果

	買易		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	0.09	0.93	1.55	0.12
1日後	-0.56	0.58	-0.58	0.56	0.05	0.96
2日後	0.39	0.69	-0.06	0.95	-0.16	0.87
3日後	1.23	0.22	0.02	0.98	-0.14	0.89
4日後	-0.31	0.75	-0.77	0.44	-1.03	0.30
5日後	1.77	0.08	-0.63	0.53	1.42	0.16
6日後	-0.76	0.45	0.18	0.86	0.18	0.86
7日後	0.86	0.39	-1.75	0.08	-0.56	0.57
8日後	-0.01	1.00	0.34	0.74	-0.56	0.58
9日後	-0.67	0.50	0.62	0.53	-0.46	0.65

表5a2 東株新・短期全期間（公表値）の推定結果

	買易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	0.05	0.96	-0.17	0.87	-1.03	0.30	1.48	0.14
1日後	-0.17	0.86	-0.51	0.61	-1.34	0.18	0.05	0.96
2日後	0.30	0.76	-0.15	0.88	0.09	0.93	-0.03	0.98
3日後	-0.16	0.87	0.01	0.99	-0.43	0.67	-0.32	0.75
4日後	-1.73	0.08	-1.29	0.20	-1.27	0.20	-0.75	0.45
5日後	-0.78	0.43	-0.75	0.46	0.11	0.91	1.71	0.09
6日後	1.94	0.05	-0.61	0.54	0.67	0.50	0.22	0.83
7日後	0.22	0.83	-2.08	0.04	0.14	0.89	-0.66	0.51
8日後	-0.43	0.67	0.35	0.73	0.35	0.73	-1.08	0.28
9日後	-1.81	0.07	0.28	0.78	0.52	0.60	-0.61	0.54

表5b1 東株新・短期の期間区分（ダミー、全期間を31/9で区分）の推定結果

中期c	買易		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	-0.92	0.36	0.27	0.79
1日後	1.79	0.07	0.59	0.56	0.36	0.72
2日後	1.53	0.13	-1.52	0.13	-1.21	0.23
3日後	-0.10	0.92	-0.81	0.42	-0.68	0.50
4日後	-0.39	0.70	0.00	1.00	0.33	0.74
5日後	-0.06	0.95	1.35	0.18	0.08	0.94
6日後	0.18	0.86	-0.29	0.77	-0.15	0.88
7日後	0.30	0.76	-1.29	0.20	-0.16	0.87
8日後	0.54	0.59	-0.10	0.92	-2.13	0.03
9日後	0.41	0.68	0.95	0.34	-0.91	0.36

後期	買易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.30	0.77	0.64	0.52	1.68	0.09
1日後	-2.00	0.05	-1.08	0.28	-0.18	0.86
2日後	-0.54	0.59	1.18	0.24	0.81	0.42
3日後	1.54	0.12	0.65	0.51	0.42	0.67
4日後	-0.06	0.95	-0.99	0.32	-1.54	0.12
5日後	2.39	0.02	-1.29	0.20	1.58	0.11
6日後	-0.93	0.35	0.37	0.71	0.40	0.69
7日後	0.83	0.40	-1.34	0.18	-0.56	0.57
8日後	-0.26	0.80	0.45	0.65	0.50	0.62
9日後	-1.16	0.25	0.15	0.88	0.34	0.74

表5b2 東株新・短期の期間区分（公表値、31/9で区分）の推定結果

中期c	貸易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.51	0.13	-0.98	0.33	0.60	0.55	0.28	0.78
1日後	0.92	0.36	0.41	0.68	-0.42	0.67	0.37	0.71
2日後	-0.65	0.52	-1.63	0.10	0.16	0.87	-1.22	0.22
3日後	-0.05	0.96	-0.72	0.47	-0.94	0.35	-0.69	0.49
4日後	-1.34	0.18	-0.03	0.97	0.28	0.78	0.43	0.67
5日後	-0.92	0.36	1.51	0.13	-0.71	0.48	0.20	0.84
6日後	0.15	0.88	-0.40	0.69	-1.06	0.29	-0.01	0.99
7日後	0.89	0.37	-1.33	0.18	1.04	0.30	-0.01	0.99
8日後	2.31	0.02	0.11	0.91	0.45	0.65	-2.35	0.02
9日後	-1.03	0.30	0.72	0.47	-1.03	0.30	-0.99	0.32

後期	貸易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	1.56	0.12	0.30	0.76	-1.23	0.22	1.66	0.10
1日後	-0.73	0.47	-0.85	0.40	-1.25	0.21	-0.24	0.81
2日後	0.74	0.46	1.11	0.27	0.07	0.95	1.09	0.28
3日後	-0.17	0.87	0.56	0.57	-0.12	0.91	0.26	0.80
4日後	-1.15	0.25	-1.58	0.11	-1.39	0.16	-1.40	0.16
5日後	-0.21	0.83	-1.47	0.14	0.33	0.74	1.82	0.07
6日後	2.30	0.02	-0.46	0.65	1.02	0.31	0.31	0.75
7日後	-0.24	0.81	-1.67	0.10	-0.06	0.95	-0.77	0.44
8日後	-1.18	0.24	0.34	0.73	0.22	0.83	-0.02	0.99
9日後	-1.57	0.12	-0.06	0.95	1.03	0.30	0.24	0.81

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	-1.96	0.05	-1.45	0.15	0.42	0.67
1日後	-2.21	0.03	-0.58	0.56	-0.88	0.38
2日後	-0.52	0.60	-1.20	0.23	-0.35	0.72
3日後	0.22	0.83	1.61	0.11	0.38	0.70
4日後	1.25	0.21	0.32	0.75	-0.97	0.33
5日後	-1.38	0.17	1.25	0.21	-0.27	0.79
6日後	-0.14	0.89	-0.10	0.92	1.35	0.18
7日後	0.59	0.56	1.54	0.12	-2.31	0.02
8日後	-0.40	0.69	1.88	0.06	0.49	0.63
9日後	1.01	0.31	-1.11	0.27	0.42	0.67

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	-0.83	0.41	-0.84	0.40	-2.49	0.01	-0.07	0.95
1日後	-1.56	0.12	-0.94	0.35	0.88	0.38	-0.82	0.41
2日後	-2.16	0.03	-1.96	0.05	-1.12	0.26	-0.36	0.72
3日後	0.40	0.69	1.47	0.14	0.41	0.68	-0.02	0.99
4日後	-0.61	0.54	0.31	0.76	-0.48	0.63	-0.99	0.32
5日後	-0.69	0.49	0.05	0.96	1.07	0.28	-0.11	0.91
6日後	-0.25	0.81	-0.68	0.50	-0.40	0.69	1.29	0.20
7日後	-0.86	0.39	1.15	0.25	2.14	0.03	-2.41	0.02
8日後	0.30	0.77	1.72	0.09	1.62	0.10	0.32	0.75
9日後	-0.32	0.75	-1.10	0.27	1.21	0.22	0.13	0.90

表6b1 郵船の期間区分（ダミー）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.44	0.15	-2.25	0.02
1日後	-3.41	0.00	0.49	0.63
2日後	0.03	0.98	0.95	0.34
3日後	0.50	0.61	0.70	0.48
4日後	2.73	0.01	0.60	0.55
5日後	-0.14	0.89	-0.08	0.94
6日後	0.82	0.41	1.55	0.12
7日後	1.28	0.20	0.93	0.35
8日後	0.16	0.88	1.95	0.05
9日後	-0.49	0.63	-1.77	0.08

中期 I	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.81	0.42	-1.51	0.13
1日後	-0.70	0.48	-0.77	0.44
2日後	-0.17	0.87	-1.37	0.17
3日後	0.19	0.85	0.44	0.66
4日後	-0.48	0.63	-0.11	0.91
5日後	-0.68	0.50	1.43	0.15
6日後	-0.53	0.60	-0.07	0.94
7日後	0.30	0.77	1.19	0.24
8日後	-1.57	0.12	0.80	0.42
9日後	1.03	0.30	-0.91	0.36

中期Ⅱ	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.33	0.02	0.16	0.88
1日後	-1.17	0.24	0.76	0.45
2日後	-1.47	0.14	-0.31	0.76
3日後	-0.94	0.35	2.13	0.03
4日後	1.10	0.27	0.61	0.54
5日後	-0.80	0.42	0.70	0.48
6日後	-0.60	0.55	-0.66	0.51
7日後	-0.13	0.89	1.99	0.05
8日後	0.08	0.94	0.75	0.46
9日後	0.88	0.38	-0.17	0.87

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	0.46	0.64	0.43	0.67	0.82	0.41
1日後	-0.07	0.94	-1.82	0.07	-0.86	0.39
2日後	0.68	0.49	-0.47	0.64	0.11	0.91
3日後	1.43	0.15	0.34	0.73	0.70	0.48
4日後	-0.59	0.56	0.22	0.82	-0.92	0.36
5日後	-1.44	0.15	-0.98	0.33	-0.34	0.73
6日後	0.49	0.63	-0.39	0.69	0.16	0.88
7日後	-0.01	0.99	-1.95	0.05	-2.39	0.02
8日後	1.57	0.12	1.09	0.28	0.90	0.37
9日後	-0.07	0.95	-0.03	0.98	-0.53	0.60

表6b2 郵船の期間区分（公表値）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	-1.91	0.06	-2.11	0.03	-1.02	0.31
1日後	-1.50	0.13	0.59	0.56	-1.36	0.18
2日後	-0.57	0.57	0.93	0.35	0.67	0.50
3日後	0.06	0.96	0.48	0.63	-1.64	0.10
4日後	1.37	0.17	0.65	0.52	-0.65	0.51
5日後	-1.41	0.16	-0.16	0.88	0.81	0.42
6日後	0.08	0.93	1.27	0.21	0.30	0.76
7日後	-0.87	0.39	1.08	0.28	1.01	0.31
8日後	0.43	0.67	1.93	0.05	0.22	0.83
9日後	-0.63	0.53	-1.67	0.09	-1.54	0.12

中期Ⅰ	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.52	0.60	-1.27	0.20	-2.25	0.02
1日後	-0.27	0.79	-0.98	0.32	1.06	0.29
2日後	-0.74	0.46	-1.58	0.11	-1.15	0.25
3日後	-0.07	0.95	0.37	0.71	0.59	0.56
4日後	-0.26	0.80	-0.25	0.80	-0.36	0.72
5日後	0.44	0.66	1.08	0.28	1.20	0.23
6日後	-0.53	0.60	-0.21	0.83	-0.72	0.47
7日後	0.04	0.97	1.35	0.18	2.23	0.03
8日後	1.26	0.21	0.68	0.50	1.40	0.16
9日後	-0.49	0.63	-1.21	0.23	1.16	0.24

中期Ⅱ	貿易		卸売物価		△卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.48	0.14	0.00	1.00	-1.48	0.14
1日後	-1.55	0.12	0.31	0.76	0.31	0.76
2日後	-1.48	0.14	-1.02	0.31	-1.43	0.15
3日後	1.01	0.31	1.73	0.08	0.26	0.80
4日後	-1.24	0.22	0.62	0.53	0.20	0.84
5日後	-0.67	0.50	-0.09	0.92	0.72	0.47
6日後	0.37	0.71	-0.59	0.56	-0.58	0.56
7日後	-1.59	0.11	1.38	0.17	1.60	0.11
8日後	-1.08	0.28	1.08	0.28	2.75	0.01
9日後	1.08	0.28	-0.61	0.54	0.16	0.88

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-0.99	0.32	0.54	0.59	-1.91	0.06	0.35	0.72
1日後	-0.53	0.60	-1.74	0.08	1.16	0.24	-0.93	0.35
2日後	-1.33	0.18	-0.93	0.35	-0.17	0.86	0.20	0.84
3日後	0.50	0.61	0.06	0.95	0.34	0.73	0.32	0.75
4日後	-1.10	0.27	0.60	0.55	-0.68	0.50	-0.90	0.37
5日後	0.18	0.86	-1.41	0.16	0.66	0.51	-0.11	0.91
6日後	0.33	0.74	-0.84	0.40	-0.14	0.89	0.18	0.86
7日後	0.54	0.59	-2.33	0.02	1.43	0.15	-2.48	0.01
8日後	-1.02	0.31	0.91	0.36	-0.10	0.92	0.73	0.47
9日後	-0.96	0.34	0.59	0.56	1.36	0.17	-0.92	0.36

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	-2.20	0.03	-2.02	0.04	-0.14	0.89
1日後	-2.44	0.01	-1.37	0.17	0.23	0.82
2日後	-1.13	0.26	-0.46	0.64	0.73	0.46
3日後	-1.24	0.22	1.56	0.12	0.86	0.39
4日後	1.11	0.27	0.73	0.47	-1.57	0.12
5日後	-1.28	0.20	0.41	0.68	0.26	0.80
6日後	-0.25	0.80	-0.64	0.52	0.56	0.58
7日後	0.57	0.57	0.43	0.66	0.27	0.79
8日後	0.95	0.34	1.60	0.11	-1.71	0.09
9日後	-0.94	0.35	-0.49	0.62	0.86	0.39

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	-3.51	0.00	-1.77	0.08	-0.05	0.96	-0.59	0.55
1日後	-1.32	0.19	-1.28	0.20	0.55	0.58	0.15	0.88
2日後	-0.91	0.37	-1.06	0.29	-0.49	0.63	0.73	0.47
3日後	-0.74	0.46	1.20	0.23	-0.10	0.92	0.40	0.69
4日後	-0.47	0.64	0.49	0.62	-0.18	0.86	-1.80	0.07
5日後	-1.07	0.28	-0.47	0.64	0.41	0.68	0.48	0.63
6日後	-0.77	0.44	-0.96	0.34	-1.12	0.26	0.56	0.57
7日後	0.02	0.98	-0.01	0.99	0.56	0.58	0.21	0.83
8日後	-0.81	0.42	1.26	0.21	1.09	0.27	-1.87	0.06
9日後	-0.54	0.59	-0.28	0.78	1.19	0.23	0.81	0.42

表7b1 鐘紡の期間区分（ダミー）の推定結果

前期	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.25	0.21	-1.50	0.13
1日後	-3.32	0.00	0.23	0.82
2日後	0.57	0.57	1.86	0.06
3日後	-0.60	0.55	-0.43	0.67
4日後	1.87	0.06	-0.78	0.43
5日後	0.61	0.54	0.63	0.53
6日後	-1.56	0.12	0.07	0.95
7日後	1.45	0.15	-0.35	0.73
8日後	-0.05	0.96	0.16	0.88
9日後	-0.07	0.95	-1.27	0.20

中期 I	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.05	0.29	-0.56	0.58
1日後	-1.95	0.05	-1.47	0.14
2日後	-0.74	0.46	-0.66	0.51
3日後	0.20	0.84	0.54	0.59
4日後	-1.04	0.30	0.86	0.39
5日後	-1.49	0.14	1.29	0.20
6日後	-1.46	0.14	-0.82	0.41
7日後	0.00	1.00	0.81	0.42
8日後	-0.54	0.59	1.95	0.05
9日後	-0.73	0.46	0.32	0.75

中期 II	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.79	0.07	-2.05	0.04
1日後	-0.29	0.77	-0.61	0.54
2日後	-1.16	0.24	-0.95	0.34
3日後	-2.08	0.04	0.77	0.44
4日後	-0.01	0.99	1.03	0.30
5日後	-0.67	0.50	-0.09	0.93
6日後	0.42	0.68	0.33	0.74
7日後	-0.20	0.84	0.37	0.71
8日後	0.06	0.95	-0.34	0.73
9日後	0.87	0.39	-0.31	0.76

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	-0.12	0.91	0.36	0.72	0.91	0.36
1日後	-0.90	0.37	-0.47	0.64	1.19	0.23
2日後	-0.51	0.61	0.35	0.73	0.12	0.90
3日後	1.34	0.18	2.29	0.02	1.00	0.32
4日後	1.52	0.13	-0.31	0.75	-1.56	0.12
5日後	-1.36	0.17	-0.43	0.67	0.04	0.97
6日後	0.94	0.35	-1.04	0.30	0.14	0.89
7日後	0.64	0.52	0.07	0.94	-0.37	0.71
8日後	1.84	0.07	1.58	0.11	-1.30	0.19
9日後	-2.70	0.01	0.05	0.96	0.14	0.89

表7b2 鐘紡の期間区分（公表値）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	-2.97	0.00	-1.53	0.13	-0.46	0.65		
1日後	-2.69	0.01	0.36	0.72	-0.51	0.61		
2日後	-0.24	0.81	1.78	0.08	0.84	0.40		
3日後	0.44	0.66	-0.53	0.60	-1.92	0.06		
4日後	0.35	0.73	-0.76	0.44	-0.55	0.58		
5日後	-0.60	0.55	0.55	0.58	0.54	0.59		
6日後	-2.06	0.04	-0.02	0.98	-0.74	0.46		
7日後	-1.13	0.26	-0.36	0.72	0.12	0.90		
8日後	-1.37	0.17	0.20	0.84	1.28	0.20		
9日後	-0.50	0.62	-1.31	0.19	-2.64	0.01		

中期 I	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	-0.88	0.38	-0.53	0.60	-1.52	0.13		
1日後	1.99	0.05	-1.47	0.14	-1.18	0.24		
2日後	0.20	0.84	-0.77	0.44	-0.43	0.67		
3日後	-0.75	0.46	0.34	0.73	1.33	0.18		
4日後	0.37	0.71	0.81	0.42	0.25	0.80		
5日後	-0.15	0.88	1.13	0.26	-0.94	0.35		
6日後	0.58	0.56	-1.00	0.32	-1.08	0.28		
7日後	1.06	0.29	0.94	0.35	0.72	0.47		
8日後	-0.03	0.97	1.86	0.06	2.36	0.02		
9日後	0.73	0.46	0.34	0.73	0.85	0.40		

中期 II	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	-1.77	0.08	-1.86	0.06	0.41	0.68		
1日後	-2.14	0.03	-0.65	0.52	1.28	0.20		
2日後	-1.04	0.30	-1.16	0.24	-0.06	0.95		
3日後	-1.00	0.32	0.62	0.54	-0.98	0.33		
4日後	-0.84	0.40	0.53	0.59	-0.02	0.98		
5日後	-1.12	0.26	-0.52	0.60	0.49	0.63		
6日後	-0.69	0.49	0.13	0.89	-1.04	0.30		
7日後	-0.45	0.66	0.02	0.99	0.58	0.56		
8日後	0.25	0.81	-0.39	0.70	-0.22	0.83		
9日後	0.16	0.87	-0.33	0.74	1.29	0.20		

後期	貿易		卸売物価		△卸売物価		小売物価	
	t 値	P値						
当日	-1.66	0.10	0.42	0.67	-1.74	0.08	-0.96	0.34
1日後	1.01	0.31	-0.52	0.60	-0.13	0.90	-0.58	0.56
2日後	0.09	0.93	0.23	0.82	-1.02	0.31	0.97	0.33
3日後	0.25	0.81	1.84	0.07	1.21	0.23	0.15	0.88
4日後	-0.57	0.57	-0.25	0.80	-1.13	0.26	-0.73	0.46
5日後	0.86	0.39	-0.98	0.33	0.44	0.66	0.60	0.55
6日後	0.63	0.53	-1.61	0.11	0.88	0.38	0.89	0.37
7日後	1.02	0.31	-0.44	0.66	-0.89	0.37	0.99	0.32
8日後	-0.96	0.34	1.63	0.10	1.34	0.18	-1.00	0.32
9日後	-1.78	0.08	0.27	0.79	-0.22	0.83	1.22	0.22

表8 株価のマクロ指標への反応 (1917、19、25年)

日	貿易統計	△東株旧	△郵船	△鐘紡
1917/2/2	-30.2	5	11.1	-5.6
1917/3/2	-19.9	10.6	-5.3	2.6
1917/4/3	-34.2	4	4.5	2.9
1919/2/2	-17.7	-4	-3.3	-2.2
1919/3/2	35.8	11.9	-9.75	17.2
1919/4/2	27.1	-4.4	4.5	-2.8
以上の平均	27.5	6.7	6.4	3.7
1925/2/4	54.8	-0.2	1.2	2.3
1925/3/4	75.1	-0.6	-4.8	1.5
1925/4/3	108.6	2.2	1	2
以上の平均	79.5	1	2.3	1.9

日	△卸売物価	△東株旧	△郵船	△鐘紡
1917/2/11	-1.9	4.1	1.5	2.4
1917/3/14	-0.9	4.6	-1.2	1.9
1917/4/13	0.4	8	-9.9	4
1919/2/15	0.2	5.2	-0.7	3
1919/3/21	-0.9	5.7	6.2	-3.1
1919/4/17	-4.1	1.9	1	2.5
以上の平均	1.4	4.9	3.3	2.8
1925/2/17	0.1	-0.3	-1.1	-1.4
1925/3/12	-2.3	-0.5	0.1	1.2
1925/4/14	-3.7	0.8	0.4	0.3
以上の平均	2	0.5	0.5	1

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（立体）と
 1日後（斜体）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。

表9 郵船と鐘紡の配当率の推移（単位 年%）

年・期	郵船	鐘紡
1910上期	10	14
下期	10	12
1911上	10	12
下	10	12
1912上	10	14
下	10	16
1913上	10	16
下	10	16
1914上	10	16
下	10	16
1915上	10	16
下	15	16
1916上	20	20
下	28	30
1917上	70	40
下	52	50
1918上	50	70
下	60	70
1919上	50	70
下	50	70

注：配当には臨時、特別を含む。

出所：日本経営史研究所(1988)、鐘紡株式会社社史編纂室(1988)。

表10 各銘柄の株価差の変動係数(上段)と分散(下段)

	東株旧	郵船	鐘紡
前期	331	44.1	*1800
	*41.7	1.1	2.7
中期 I	148	49.2	*186
	*29.7	20.1	11
中期 II	68.5	30.4	*74.3
	20.35	5	*22.2
後期	40.1	*9922	172
	5.3	1.6	*8.7

注：変動係数は絶対値、*印は3銘柄中の最大を示す。