

満鉄・東株等株式の市場効率性 III

釜江廣志

Efficiency of the Stock Markets in the Prewar Japan III

Hiroshi KAMAE

Working Paper Series No. 169

August 2021

満鉄・東株等株式の市場効率性 III¹

釜江 廣志

Efficiency of the Stock Markets in the Prewar Japan III

Hiroshi KAMAE

§1 はじめに

前稿、釜江(2021)では、大正・昭和戦前期の主要産業である鉄道、炭鉱、取引所、繊維などの代表的企業の株式の市場が効率的であったかを検討するために、1915(大正4)～36(昭和11)年における長期清算取引(以下、長期取引と表記)の先限価格を用いて分析した。本稿でも同様の分析を試みるが、対象は10銘柄で、東株旧²(東京株式取引所旧株)、東株新(同新株)、東電(東京電燈)、鐘紡(鐘淵紡績)、北炭(北海道炭礦汽船)、鋼管(日本鋼管)、日石(日本石油)、満鉄(南満州鐵道)、郵船(日本郵船)、王子新(王子製紙新株)であり、データの利用可能性のために、前稿の13銘柄から大日本人造肥料など3銘柄を除いている。

本稿と前稿との違いは、まず効率的か否かの判定についての変更である。前稿では、後述の「非効率性を示唆する説明変数」があっても、他に効率性を示す変数があれば、その市場は全体として効率的である(非効率性の示唆付きで)と判定したが、本稿では、非効率性を示唆する変数の存在をより重視して、この場合は非効率であると判定することとする。また、このようにすると結果が非効率性に偏りすぎるので、前稿のように9日後までではなく、7日後までの影響を調べることにする。併せて、イベントの効果が持続する期間として4営業日後以外に2、6営業日後も参考までに検討する。

加えて、前稿では、1937年1月に輸入為替許可制が実施されて戦時期の経済統制が始まったので、37年からの戦時期を分析対象から除外したが、44年頃まで自由な市場であったこと³、データの利用可能性を考慮して、本稿では終期を43年3月、あるいは41年12月まで延長する。

本稿は以上のように前稿を補完して、より明確な分析を目指している。なお、前稿と同様の説明箇所があるが、重複をおそれず記述を進める。ただし、取引所と市場の動向の説明については前稿で取り上げたので、以下では繰り返さない。

次節では分析の期間を設定する。§3は分析の対象を説明する。§4で述べる方法によって計測した結果が§5で示され。§6はその説明である。

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

² 東株旧という呼称は、新株(東株新)と区別するために用いる。これは新聞にもまま見られる。例えば「東京日日新聞」1907年10月3日、1927年1月5日、「東京朝日新聞」1908年7月17日など参照。

³ 小林(1978)p. 152 参照。

§2 分析期間の設定

株式市場では1944年頃まで市場原理が機能していたとみられている⁴。全ての長期取引が45年3月(45年6月限)まで、短期取引は43年8月末まで続行された。なお、日本証券取引所が1943年7月に開業したため、東株新・旧の長期取引は43年3月(43年6月限)まで、短期取引は同年3月末まで、東株旧の実物取引は同年4月10日まで⁵であった。日次データが取れるのは実物が44年8月までで以後は週1日のみ⁶であり、長期取引は44年3月4日までであるが、41年8月12日以降は中限のデータはない⁷。

そこで、本稿は対象期間を1915年もしくは16年⁸から43年3月もしくは41年12月までとする。始期の選択は、本稿で取り上げる諸銘柄が15年あるいは16年以降に売買が多くなったことによる。終期はなるべく遅くまでとしたいが、データの利用可能性により、東株新・旧は43年3月まで、王子が41年3月まで、他は41年12月までである。また、1937年1月に輸入為替許可制が実施されて戦時期の経済統制が始まったので、戦時期を除くために36年12月を終期とする場合を参考結果として、別掲の表2~11のb1、b2の後半Ⅱに掲げている。

ところで、長期取引は通常の時期では3か月3限月制で、毎月初が新甫発会日であり、翌日その結果が報道された。株式の投機的取引を防ぐために、1925年4月に限月が短縮され29年4月まで、有価証券長期取引⁹は3か月3限制から2か月3限制に変えられた。この改正の背景には、3か月3限制が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¹⁰。

1925年4月~29年4月の限月短縮期には、新甫発会は偶数月の6、26日と奇数月の16日であった。25、29年は変則的であり、25年5月17日~31日においては先々限が存在した¹¹。29年5月2日~14日にも先々限が存在し¹²、5

⁴ 小林(1978)p. 152-53、久保田(1978)p. 173 参照。

⁵ 谷村(1978)p. 170 参照。

⁶ 「東京朝日新聞」参照。

⁷ 「東京日日新聞」参照。「東京朝日新聞」には1941年7月10日から先限のみがある。

⁸ 鋼管と王子新は1916年から利用可能である。

⁹ 規定は有価証券であったが、国債の長期取引を東京株式取引所において開始したのは25年11月であり、2か月3限制であった。有価証券の長期取引は板寄せとザラバの折衷方式による単一値段競争売買であり、一定値段売買法ともよばれた。小谷(1953)p. 622、「東京朝日新聞」1921年3月10日、1925年11月13日、東京才取会員協会(1975)p. 283, 291, 295 参照。

¹⁰ 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。

¹¹ 5月15日からは、5月30日限、6月5日限、6月25日限、7月31日限の順であろう。「東京朝日新聞」1929年5月17日夕刊 p. 4 参照。

¹² 取引が先々限に集中することについて、「東京日日新聞」1929年5月2日夕刊 p. 4 参照。

月 15 日以降もイレギュラーで¹³、6 月 6 日と 26 日は新甫発会せず、8 月 1 日に 10 月限の新甫発会が行われた¹⁴。

さて、前稿と同様に本稿でも期間区分を試みる。区分日は長期取引の限月短縮の前日 1925 年 3 月末日であって、前半が大正、後半が昭和にほぼ相当する。加えて、満州事変勃発の前日であり、戦時期に入っていく 31 年 9 月 17 日も補助的に区分日として使う。これら以外にも次のように区分時点の候補はあるが、前・後期の日数バランスなどを考慮して採用しない。

- 18 年 9 月 2 日 現物取引開始
- 20 年 4 月 30 日 戦後恐慌時に株式市場救済の日銀特融
- 22 年 4 月 20 日 暴落時に東株が資金融通
- 22 年 9 月 1 日 短期清算取引開始
- 23 年 9 月 1 日 関東大震災
- 31 年 12 月 13 日 金輸出再禁止
- 36 年 2 月 26 日 2・26 事件。

イベントとしてはマクロデータの公表を取り上げる。利用可能期間は貿易が 1940 年 10 月まで、卸売物価が¹⁵1942 年 12 月まで、小売物価が 1922 年 4 月～42 年 12 月である。これら以外に為替¹⁶もあるが、これは貿易と関連するので取り上げない。また、マクロデータ公表以外のイベントとしては個別企業の会計情報の発表などがあるが、これらには事前漏洩の可能性があるので採用しない。

なお、株価の大幅な変動が次のようにあった¹⁷(D は下落, U は上昇)。

- 1915 年 11 月 30 日 大戦ブーム U
- 16 年 2 月 国債償還額問題の政局紛争 D
- 16 年 12 月 13、18、19 日 ドイツの講和提議 D
- 18 年 6 月 15 日 取引所令改正 (小口落¹⁸禁止) D、
(初報は「東京朝日新聞」18 年 5 月 23 日)
- 19 年 11 月～20 年 3 月 投機過熱¹⁹ U
- 20 年 3 月 15 日 戦後恐慌始まる D
(20 年 10 月 1 日 東株旧が底値)
- 26 年 1 月 金融安定など U

¹³ 5 月 15 日からは、6 月 5 日限、6 月 25 日限、7 月 31 日限の順。「東京日日新聞」29 年 5 月 15 日参照。

¹⁴ 「東京日日新聞」1929 年 6 月 7 日、29 年 8 月 2 日参照。

¹⁵ 物価と株式の関わりについて、例えば「東京朝日新聞」1919 年 5 月 23 日、「東京日日新聞」1924 年 11 月 22 日参照。

¹⁶ 為替と株式の関わりについては「東京日日新聞」24 年 11 月 23 日参照。

¹⁷ 日本銀行金融研究所(1993)、日本証券経済研究所(1989)参照。

¹⁸ 取引所は同一仲買人の同種・同期の売買玉は相殺するが、売買日付順に古い方から行う成行き相殺で小口から相殺すること。仲買人は税負担が軽減され、かつ証拠金・手数料等の流用が可能になる。小林(2012)p. 317, 同(1978)p. 70 参照。

¹⁹ 三和(2002)p. 94 参照。

28年7月～30年8月 シナ問題、金解禁論、米国株崩落など D
31年9月18日 満州事変 D
31年9月21日 英国、金本位制停止 D
31年12月 金輸出再禁止 U
33年1月～2月 国際問題（国際連盟脱退、米国の金輸出禁止説など） D
34年9月～11月 生産過剰、貿易不安、国際関係など D
36年3月 2・26事件後 D
37年7月7日 日華事変 D
37年8月9日 増税案、議会提出 D
38年7月11日 物動計画、価格統制強化 D
39年9月4日 第2次大戦勃発 U
40年4月 軍の利潤統制方針発表、対米関係悪化など D
41年12月8日 太平洋戦争開戦 U。

§3 分析の対象

§3-1 対象銘柄

分析の対象銘柄は10銘柄であり、前稿の13銘柄から大日本人造肥料（商号変更のため長期取引が37年3月まで）、日本セメント（39年浅野セメントに吸収合併され、長期取引は39年4月まで）、大日本製糖（長期は40年8月までであり、以後は短期も現物もなく補完の手だてはない）を除いた。本稿で使用するのは長期取引の先限価格である。銘柄とその株価データの利用可能期間は次のとおりで、特記以外の額面は50円である。

a) 東株新・旧は、1943年7月の日本証券取引所開業のため、同年3月における43年6月限までである。17年6～7月、20年6²⁰～11月の東株新²¹は旧株へ併合されて取引がない。東京株式取引所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10年以降ほぼ10%以上、最高の15年は30%を占めていた。

b) 東電は、1939年8月設立の日本発送電と関連する関東配電に統合され、42年3月には同社へ吸収されて解散した。東電の長期取引は41年12月24日まで行われた。なお、日本発送電の実物は41年8月以前から42年3月まで、関東配電の実物は42年1月～44年8月がある。

c) 鐘紡は長期取引が1943年11月までであるが、取引が頻繁に行われたのは15年1月～41年12月である。

d) 北炭は長期取引が41年1月まで行われた。

e) 鋼管は長期取引が43年9月以降も行われた。なお、21年6月に同時に減資・増資して21年8月～22年12月のデータはなく、実物は44年8月までである。

f) 日石は長期取引が1943年9月以降もあり、実物44年8月までである。

g) 満鉄は長期取引が42年11月まで、実物は44年8月まで行われた。

h) 郵船は長期取引が43年9月以降もあり、実物は44年8月まで行われた。

i) 王子新は長期取引が16年3月～41年3月に行われたが²²、17年12月～18年8月、20年11月～21年1月、36年5月～37年3月、38年10月、39年4月～7月、40年6月、41年1月はデータが欠けているので、一部の期間を旧株の長期取引（1938年9月まで）や短期取引（30年11月中旬～35年10月）で補完する。

§3-2 資本金変更と額面変更

増資は希薄化により株価下落を引き起こすので、額面変更とともに株価の断層の処理が必要である。具体的には、増資・額面変更日までの先限価格と配当

²⁰ 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。

²¹ 分割払込制度の下で、額面全額払込済みの株式を旧株、未払込部分が残る株式を新株と呼ぶ。配当額は払込額に比例する。野地他(2018)p.103、南条・粕谷(2009)p.53参照。

²² 1915年1月に売買開始の新株があるが、15年の取引は120株のみである。東京株式取引所(1928)統計 p.229参照。

額を増資比率で割って修正する²³。ただし、合併は増資と異なって希薄化を生じさせないので、断層処理は考慮しない。各銘柄の状況は次のとおりである。

a) 東株新・旧：資本金変更は、1917年3月末に1.2千万円から2千万円へ、20年6月末に4.5千万円へ、であり、それぞれ株価の断層がみられる（図1、2）。また、21年12月に4.7千万円、33年12月に5千万円になったが、これらの時点では断層はない。

b) 東電：資本金は19年3月に倍増して1億円になり、それに先立って18年12月に株価の断層がある。合併に伴う資本金増加は多数回あるが、いずれも断層はない（図3）。

c) 鐘紡：資本金は24年に1.63千万円から2.86千万円²⁴に、38年に6千万円から12千万円に増加して、24年1月末と38年8月末に株価の断層がある。合併に伴う資本増は17年に1.5千万円から1.58千万円に、22年に1.63千万円に、34年に3.91千万円に、37年に4.95千万円に、37年に6千万円に、38年8月末に7.5千万円に、41年に8.72千万円に、であるが、いずれも断層はない（図4）。

d) 北炭：増資による株価の断層は19年8月（資本金が3.18千万円から5.9千万円へ1.9倍増）にあり、19年8月までを修正する。他に、7千万円から14千万円への増資が38年6月にあるが株価の顕著な断層はない。また、合併に伴う資本増は19年7月、20年4月、41年6月²⁵にあるがいずれも断層はない（図5）。

e) 鋼管：17年12月の3.2倍増資に伴い株価の断層がある。他に増資（41年6月、1.7倍）と減資（31年8月、0.8倍）もあるが、断層はない（図6）。

f) 日石：18年2月に倍額増資²⁶が決定されて、同月末に株価の断層がある。合併による資本金増加は21年10月と41年6月にあるが、断層はない（図7）。

g) 満鉄：15年10月と29年9月に額面を半分にして、それぞれ100円、50円となった。増資のため資本金は2億円から4.4億円へ（20年6月、20年4月決定）、8億円へ（33年8月、33年3月決定、ただし断層なし）、14億円（40年、断層なし）へと変更された。20年8月からは新株併合で資本金は2.2倍になった。これらと20年の増資により株価に断層があるので（図8）、株価と配当額を修正して29年9月²⁷以降と連続させる。

h) 郵船：資本金は15年6月に2倍の4.4千万円に、18年2月に2.27倍の10.6千万円になった²⁸。株価の断層があるので修正する（図9）。

²³ なお、このような修正すると、大きな株価変動（トレンド）を正確に捉えるのには無理があろうが、日々の株価にマクロ変数の報道などがどう影響するかを分析することが本稿の目的であり、目的を逸脱することはないと考える。

²⁴ 鐘紡社史編纂室(1988)p.995参照。なお、「6千万円に増資」（「東京朝日新聞」1924年1月9日）とする記述もある。

²⁵ 七十年史編纂委員会(1958)の年表参照。これら以外に13年10月と14年4月にも増資があった。東京株式取引所(1928)巻末統計参照。

²⁶ 栗田(1937)p.40参照。

²⁷ 29年は9月までの5か月間先限取引はなく、不連続は9月16日に生じた。

²⁸ 日本経営史研究所(1988)参照。

i) 王子新：増資²⁹は18年9月(17年12月決定。2.1倍。株価の断層は18年8月末)、20年10月(20年6月決定。2倍。断層は21年2月11日)、36年6月(35年12月決定。2倍。断層は36年4月末³⁰)。合併による資本金増加があったのは21年6月(決定。1.02倍)、24年4月(1.08倍)、25年4月(1.08倍)、26年3月(1.11倍)、33年11月(2.28倍)にあるが、断層はない(図10)。

§3-3 配当と配当落ち

ここで配当の処理について説明する。配当は株主総会終了後に支払われる³¹。長期取引の場合、総会の開催月に限月が到来する銘柄に配当が発生し、株価は「配当額を予想して³²」決まる。その銘柄の相場は配当落ち相場と呼ばれるが³³、これはみかけ上の株価であって真の株価ではない。配当落ち日は通常、総会月に限月が到来する先限の取引開始月、より具体的にはそのような先限の取引開始月の最初の取引日である³⁴。

配当落ち日(通常、月の初営業日、つまり月の1日)における先限の真の(理論上の)株価は、みかけの株価(市価。新聞掲載は通常月の2日)に配当額を加えた値である³⁵。ゆえに、

$$\begin{aligned} & \text{配当落ち日の翌日(通常、月の3日に掲載)における真の株価変化額 } \Delta p \\ & = \text{配当落ち日の翌日の株価} - \text{前営業日の真の株価} \\ & = \text{翌日の株価(月の3日掲載)} - [\text{前営業日の株価(みかけの。月の2日掲載)} + \text{配当額}] \end{aligned}$$

となる。

ところで、配当落ち日(月の初営業日)における株価変化額は、その日と前営

²⁹ 払込割合は後掲。

³⁰ 36年5月～37年3月は取引がない。

³¹ 「東京朝日新聞」1897年6月2日 p.2 参照。

³² 「東京日日新聞」1928年4月7日 p.4 参照。

³³ 野澤他(1934)p.185 参照。

³⁴ 配当落ちが報じられた最初の取引日は、総会月が6月である満鉄(a)が4月2日、または4月7日(限月短縮の25～29年のみの偶数月)、中間配当後の最初の取引日は10月2日または10月7日(25～29年の偶数月)。総会月が6・12月の王子(b)、鋼管(c)、東電(d)が4・10月の2日、または同月の各7日(25～29年の偶数月)。総会月が7・1月の日石(e1)が5・11月の2日(21年7月以前)、または同月の各17日(25～29年の奇数月)、日石(e2)は21年10月以降、総会月が10・4月になり、配当落ちは8・2月の2日、または同月の各7日である。「東京朝日新聞」(b)1927年10月7日、1930年10月2日、(c)1927年10月7日、(d)1922年4月2日、1927年10月7日、「東京日日新聞」(a)1915年10月2日、1916年4月2日、(b)1924年4月2日、1932年4月2日、(d)1916年4月2日、(e1)1921年5月3日、(e2)1927年8月7日参照。

³⁵ 「東京朝日新聞」1935年8月2日の記事「株式暗高を受けて一斉奔騰」に日本電工の例がある。なお、これは神戸大学新聞文庫所収の版に依っており、朝日新聞DB『聞く蔵』に収録の版(最終版であろう)とは一部異なる。

業日の株価との差であり、前月の先限は今月中限であるから、その月の1日の中限とその前月末の先限とを比較することになる。したがって、配当落ち日における Δp を求める際に配当落ちの考慮は不要である。また、株価に影響する配当以外の要因は次々に発生し、配当落ちの影響は持続せず当日中に完了してしまうと考える³⁶。なお、満鉄は年1回配当であるが、12月に支払われる中間配当³⁷を考慮に入れる。

各銘柄の決算月・総会月・配当落ち日は次のとおりである。

a1) 東株旧

決算月：上期5月、下期11月、

株主総会開催月：6・12月（1904年下期以後）、

配当落ち：<<限月短縮期以外の通常期>>4月2日、10月2日において先限である6月限、12月限にそれぞれ配当落ち、

<<25年4月～29年4月の限月短縮期>>2か月3限月であり、4月7日と10月7日において先限（6月5日限と12月5日限）に配当落ち。

a2) 東株新

払込済額/額面の比は³⁸

1907年～16年：0.5、

17年1月～同年3月：1、

17年8月～19年4月：0.25、

19年10月～20年5月：1、

20年11月～26年3月：0.25、

26年4月～31年2月：0.5、

32年1月～42年12月：0.75。

b) 東電

決算：上期5月、下期11月、総会：6・12月、

配当落ち：<<通常期>>4月2日、10月2日において先限（6月限、12月限）に配当落ち、

<<25年4月～29年4月>>4月7日、10月7日において先限（6月5日限、12月5日限）にそれぞれ配当落ち。

c) 鐘紡

決算：6・12月、総会：7・1月、

配当落ち：<<通常期>>5月2日、11月2日に先限（7月限、1月限）に配当落ち、

<<25年4月～29年4月>>5月17日、11月17日において先限（7

³⁶ 配当落ちの影響が続くとの新聞記事は、管見の限りでは見当たらない。

³⁷ 「営業年度経過前に…株主に対し其払込金額に見込配当率の半を乗じたる金額を分配することを得。但、…前営業年度繰越金額以内」（「東京日日新聞」1921年11月8日）と規定されている、また、「総裁は…三分の中間配当は六分以上の配当を意味し、決して六分を予想しておるわけではなく、[年間の配当は-引用者]今後四ヶ月の成績を見た上で定める…と答えた」（「東京日日新聞」1930年11月29日）。

³⁸ 東京株式取引所(1928)巻末統計編 p. 246、同第2巻(1933)巻末統計編 p. 264、同第3巻(1938)巻末統計編 p. 135、154 参照。

月 15 日限と 1 月 15 日限) にそれぞれ配当落ち。

d) 北炭

決算：上期 6 月、下期 12 月（～28 年 6 月）、5 月・11 月（28 年 11 月～）

総会：7、1 月（～28 年 7 月）、6、12 月（28 年 12 月～）、

配当落ち：<<通常期>><～25 年 1 月>5 月 2 日、11 月 2 日において先限（7 月限、1 月限に）、<29 年 8 月～>4 月 2 日、10 月 2 日において先限（6 月限、12 月限）に配当落ち

<<25 年 4 月～29 年 4 月>><25 年 4 月～28 年 7 月>5 月 17 日、11 月 17 日において先限（7 月 15 日限と 1 月 15 日限）に、<28 年 8 月～29 年 4 月>4 月 7 日、10 月 7 日において先限（6 月 5 日限と 12 月 5 日限）に、それぞれ配当落ち。

e) 鋼管

決算：上期 5 月、下期 11 月、総会：6・12 月、

配当落ち：<<通常期>>4 月 2 日、10 月 2 日において先限（6 月限、12 月限）に配当落ち、

<<25 年 4 月～29 年 4 月>> 4 月 7 日と 10 月 7 日において先限（6 月 5 日限と 12 月 5 日限）に配当落ち。

f) 日石

決算：上期 6 月、下期 12 月（～21 年 6 月）、上期 3 月、下期 9 月（21 年 9 月～）。総会：7・1 月（～21 年 7 月）、4・10 月（21 年 10 月～）。

配当落ち：<<通常期>><～21 年 5 月>5 月 2 日、11 月 2 日において、<21 年 8 月～>2 月 2 日、8 月 2 日において、それぞれ先限に配当落ち

<<25 年 4 月～29 年 4 月>> 8 月 7 日と 2 月 7 日において先限（10 月 5 日限と 4 月 5 日限）に配当落ち。

g) 満鉄

決算：3 月³⁹、総会：6 月、

配当：（第 1）配当は 6% に固定が規定されており⁴⁰、それ以外で変動する部分を第 2 配当と呼ぶ。本配当（第 1 と第 2 配当の合計）の支払いに先立ち、前年 12 月 15 日には⁴¹中間配当が支払われるが⁴²、これは 15 年度（5.5%）を除いて 3% であるとみられる⁴³。

配当落ち：<<通常期>>4 月 2 日、10 月 2 日において先限（6 月限、12 月限）に配当落ち、

<<25 年 4 月～29 年 4 月>>4 月 7 日と 10 月 7 日において先限（6 月 5 日限と 12 月 5 日限）に配当落ち。

h) 郵船

決算：上期 3 月、下期 9 月、総会：上期 5 月、下期 11 月、

³⁹ 南満州鉄道(1938)p. 18 参照。

⁴⁰ 「大阪毎日新聞」1914 年 3 月 21 日、南満州鉄道(1919)p. 944、同(1928)p. 15 参照。

⁴¹ 「東京朝日新聞」1932 年 11 月 18 日参照。

⁴² 南満州鉄道(1919)p. 944、同(1928)p. 15、同(1937)p. 728、同(1938)p. 2773-74 参照。

⁴³ 南満州鉄道(1937)p. 728-29 参照。

配当落ち：<<通常期>>3月2日、9月2日において先限（5月限、11月限）に配当落ち。

<<25年4月～29年4月>>3月17日、9月17日において先限（5月15日限と11月15日限）に配当落ち。

i) 王子新(旧株は額面50円)

決算⁴⁴：上期6月、下期12月（～15年6月）、5・11月（15年11月～）、
総会：7・1月（～15年7月）、6・12月（15年12月～）、

配当落ち：<<通常期>>4月2日、10月2日において、先限（6月限、12月限）に配当落ち⁴⁵。

<<25年4月～29年4月>>4月7日と10月7日において先限（6月5日限と12月5日限）に配当落ち。

王子新の払込済額/額面の比は次のように変化した⁴⁶、

14年9月～:0.1; 15年10月～:0.35; 16年6月～:0.5;

17年4月～:0.6; 17年10月～:0.8; 18年5月～:0.25;

19年9月～:0.4; 20年3月～:0.6; 20年7月～:1.0;

21年2月～:0.25; 24年10月～:0.4; 26年9月～:0.5;

28年:0.5⁴⁷; 33年7月～:0.5; 34年9月～:0.75; 36年4月～:1.0。

§3-4 市場介入と株価維持策

市場介入と株価維持策⁴⁸の時系列推移は次のとおりである。

1916年12月 ドイツによる一次大戦の講和提議があり、株価が暴落した際⁴⁹に、日銀が特融、

20年4月 反動恐慌時、株式市場救済の際⁵⁰に日銀が特融(金額は16年12月のその10倍以上)、

22年4月 取引所法改正問題から株価が暴落し、東株が取引員⁵¹に資金を融通⁵²、

⁴⁴ 「中外商業新報」1923年2月17日、「東京朝日新聞」1919年1月3日参照。

⁴⁵ ただし、1915年上期は5月2日において7月限に配当落ちがあるが、株取引はない。

⁴⁶ 東京株式取引所(1928) 卷末統計編 p. 229、同(1933) 卷末統計編 p. 238、同(1938) 卷末統計編 p. 113、「東京朝日新聞」1914年9月21日参照。

⁴⁷ 正確な期間は不明であるので、28年6月～32年12月と仮定する。

⁴⁸ 小林(2012) 第7章参照。

⁴⁹ 日本銀行百年史編纂委員会(1983) II 卷 p. 379-81、「東京朝日新聞」1916年12月22日参照。

⁵⁰ 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 卷 p. 10、石川(1978) p. 74、「中外商業新報」1920年4月12日、「東京朝日新聞」1920年4月13日参照。

⁵¹ 旧仲買人であり、22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。

⁵² 「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。

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行い、東株は取引員に資金融通⁵³、

30年10月 手持ち株の値下がり防止、つまり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（第1次）を設立⁵⁴、

33年2月 生保証券を解散⁵⁵。積極的に投資効率を追求するべく⁵⁶生保投資シンジケートを組織⁵⁷、

33年7月 同上シンジケートが生保投資団を結成、

35年8月 同上シンジケートを常置の株式会社化した⁵⁸第2次生保証券を設立⁵⁹、43年まで存続、

37年9月 東株関係者が大日本証券投資を設立⁶⁰、

38年6月 東株関係者が株式投資組合を設立、

40年9月 東株関係者が日本証券投資を設立⁶¹、

41年3月 日本協同証券を設立、

41年8月 株式価格統制令を施行、最低価格を限定、

42年4月 株式価格統制令を改正、最高価格を限定、

42年4月 戦時金融金庫を設立して日本協同証券を吸収⁶²、株価維持のために買い支え⁶³。

また、生保証券などは直接的な株価維持のための市場介入や価格維持策⁶⁴を行った。30年10月～36年12月における、生保証券・生保筋・生保会社・保険会社による売買は「東京日日新聞」（東日）、「大阪毎日新聞」（大毎）、「東京朝日新聞」（東朝）、「読売新聞」、「報知新聞」に以下のように報じられている。対象銘柄は新・旧株を含む。

東電:東日(30年10月17日,同年10月22日,同12月2日,同12月17日,同12月25日.36年2月5日),東朝(30年10月17日,同11月30日売,同12月17日,同12月28日,31年1月25日)、

電力業:東日(30年10月28日,34年6月1日,36年2月22日,同6月25日)、東朝(30年12月11日,34年12月20日,36年7月24日)、報知(36年3

⁵³ 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。

⁵⁴ 「大阪朝日新聞」1930年9月6日参照。「堅実な会社…の株式にして実勢以上に低落したと考えられる場合に」（「東京朝日新聞」1930年10月16日）買い入れを行った。

⁵⁵ 解散時に保有していたのは、鐘紡新旧、東京瓦斯、明治精糖、台湾精糖、麒麟麦酒などの一流株式。山一証券調査部(1935)p. 66 参照。

⁵⁶ 小野(1936)p. 203 参照。

⁵⁷ 「東京朝日新聞」1933年2月8日参照。

⁵⁸ 小野(1936)p. 204 参照。

⁵⁹ 「東京朝日新聞」1935年8月21日参照。

⁶⁰ 「東京朝日新聞」1937年9月5日参照。

⁶¹ 小林(1978)p. 444、「東京朝日新聞」1940年7月26日参照。

⁶² 小林(1978)p. 442 参照。

⁶³ 中村(1978)p. 168 参照。

⁶⁴ 小林(2012)p. 177-参照。

月 12 日)、

鐘紡:東日(31年6月17日[売つなぎ], 34年7月3日, 同7月6日, 同9月20日, 同9月30日, 同11月20日, 同12月16日売, 35年6月7日, 同6月18日, 同8月11日, 36年9月5日売)、読売(30年10月26日)、

紡績業:東日(30年10月28日, 34年12月19日)、

北炭:東日(34年2月6日[三井財閥の売り], 同6月1日)、

鋼管:東日(35年8月30日)、

郵船:東日(31年1月13日, 35年10月30日売)、

王子:大毎(33年7月31日)⁶⁵、東朝(33年7月25日, 同7月26日)、読売(30年10月26日)、報知(36年3月12日)、

東株新の短期取引:東日(30年10月28日)、報知(36年3月12日)、

一流(割安)株:東朝(30年10月17日, 同11月8日)。

さらに、山一証券調査部(1935、p.66)に、生保証券の33年2月の解散時における持株リスト(鐘紡新旧などの一流株式)の掲載があり、同書p.60の次ページに35年上期の生保各社の持株集計表がある⁶⁶。

⁶⁵ 王子株は生保各社が買い入れたが、これは三井財閥が製紙事業から手を引いたためであり、買い支えとはみられない。「東京朝日新聞」1933年7月26日、「大阪毎日新聞」1933年7月31日参照。

⁶⁶ なお、生保各社の買い入れは買い支えでないとしても、中長期保有を目的としているなら、市場で流通している短期的に取引される情報に敏感な株式(プロが保有)は減少し、マクロ指標の変化があっても価格は動きにくくなる、とみられる。

§4 計測の方法

計測法は釜江(2018)とほぼ同様であるので簡潔に述べる。当日(第0日)の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、説明変数にはマクロ指標のダミー変数または公表値を使う。まず、マクロ指標の公表というイベントを示すダミー変数 D_{ik} を使う方法であり、7日後までの影響を調べる。

$$(1) \quad \Delta p = f(D_{i0}, D_{i1}, D_{i2}, \dots, D_{i7}, \text{const.})$$

ここで、 D_{ik} は第*i*イベント発生時の*k*営業日前にのみ1をとる。日をずらしてイベントが第0日に発生したとみれば、 D_{ik} の係数は、発生時の*k*営業日後(第*k*日)の価格変化に対してイベントがどう影響したかを示すことになる⁶⁷。

この影響がごく短期間で終われば、つまり即時的な影響⁶⁸のみが統計的に有意であれば、市場はマクロ指標の公表という情報を迅速に処理していて効率的であると判定し、他方、影響が即時的に存在し、かつ時間が経過してからも残存するならば、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。

即時的な影響が存在しない場合には、効率的か非効率的かの判定はできないが、その場合でもその後において影響が残存していれば、情報の処理に手間取っていることには変わりはなく、これを「非効率性を示唆する」と称することにする。非効率性を示す説明変数、あるいは非効率性を示唆する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⁶⁹。即時的に有意な変数がないとしても、非効率性を示唆する変数があるということは、情報の処理に時間がかかることを意味することに他ならないからである。

非効率的であるとは、具体的には、イベント発生時の*x*営業日以降に影響が有意に持続することである。ただし、この*x*を選ぶ客観的な根拠はなく、本稿では*x*=4とするテスト結果を主に考慮し、さらに*x*=2および*x*=6とする場合の

⁶⁷ 本稿ではイベント別に計測しているが、全てのイベントを一括して同時に計測しても結果はほとんど変わらない。これは、イベントの発生日がほとんど重ならないから、当然の結果であろう。

⁶⁸ 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長期取引の前場(9時開始)の価格に影響するのに対し、午後発表のものは後場(13時開始)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、市況の夕刊掲載は「東京朝日新聞」が1921年2月から、「東京日日新聞」23年11月からである。また、戦前の夕刊は43年10月まで発行の日付を翌日付としていた。東京株式取引所(1928)p.512、釜江(2018)参照。

⁶⁹ 釜江(2021)では、「非効率性を示唆する変数」があっても、他に効率性を示す説明変数があれば、その銘柄の市場は全体として効率的であると判定したが、本稿では考え方を変え、非効率性を示唆する変数の存在をより重視する。

結果も補助的に使用する。これらをそれぞれ4日後、2日後、または6日後基準と呼び、一括して日数基準と呼ぶ。

次の方法は、マクロ指標の公表値 RAW_{ik} そのものを説明変数とする。 RAW_{ik} は第 i イベント（マクロ指標の公表）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。

$$(2) \quad \Delta p = f(RAW_{i0}, RAW_{i1}, RAW_{i2}, \dots, RAW_{i7}, \text{const.})$$

株価データは東株市場における長期取引の先限日次価格で、その出所は「東京日日新聞」、「大阪毎日新聞」、「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。計測の対象期間は1915年1月～41年12月とするが、株式市場が43年まで自由な市場で活況であったことを考慮して東株新旧は43年3月まで、また、データの利用可能性から鋼管と王子新は16年から、とする。

サンプルは原則として先限の価格であり、先限がなく中限か当限の価格がある場合にはこれらで代用する。1927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(大阪株式取引所)で長期取引が行われていれば⁷⁰その価格も利用する。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⁷¹、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⁷²。

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⁷³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。

⁷⁰ 大株においては受渡日にも前場立会が行われ、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。

⁷¹ 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。

⁷² さらに、1917年10月2日も東株が暴風雨で休業したため、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、あるいは片方のみを行う、とする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。

⁷³ 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。

§5 計測結果とその説明

計測の結果は表2～表11のとおりである。4日後基準によるそれを中心に見る。まず、全期間を通しての結果（各表のa1とa2）である。効率的であったのは東電と北炭の市場であり、日数基準の一部で効率的であったのは鐘紡、満鉄と郵船（いずれも4日後基準と6日後基準）である。

1925年3月で期間区分した結果は上記各表のb1とb2である。前半期において効率的であったのは、東株新・旧、鐘紡、日石であり、非効率性もしくはその示唆となったのは、東電、郵船（ともに一部の指標については効率性を検出）と鋼管、満鉄、王子である。北炭は何も言えない。§4での判定のしかたに従うと、効率的と非効率的な市場の比は4:5である。

次に、1925年4月から41年までの後半期の結果は各表のb1、b2の後半Iである。この期間で効率的であったのは東電、北炭であり、効率性付きの非効率性示唆を示したのは日石、満鉄（ともに一部の指標については効率性を検出）であった。また鐘紡、鋼管、郵船、王子は非効率的か非効率性の示唆であり、東株新・旧については何も言えない。効率的と非効率的な市場の比は2:6である。

以上の結果を説明したい。まず、結果をもたらす主要要因と影響が波及するルートを3つに大別する。第1の要因は株価変化額の分散である。これが大きければ、同じ大きさのイベントに対してより大きく反応するから約定が早まる可能性があり⁷⁴、効率性を導く。逆に小さければ非効率性を導くルートである。それに先立つ前提として、好・不況が配当の増減をもたらし、次いで取引高の多少に、さらに分散の大小に、順につながってくる。

第2の要因は株主数である。株主が多いとき、たとえ分散が小さくても、多様な呼値が多数唱えられ⁷⁵、売りと買いを一致させる約定値が早く決まる可能性があり、効率性を導くであろう。第3の要因は大株主の持ち株比率である。この比率が高いと浮動株の比率は低く、かつ浮動株数も少なくなる。ひとたびインパクトが発生するとその影響は大きく、株価が乱高下しやすい。この場合、価格の分散は大きくなり、市場は効率的になる可能性がある。

なお、第1のルートの前提となる関係、つまり配当多（または少）⇒取引増（または減）⇒分散大（または小）、が本稿で取り上げている10銘柄について実際にどれほど妥当であったかを調べる。後期に比べて前期の方が、配当が少なかった銘柄はなく（図11～20）、取引シェアが少なかったのは東電と鋼管の2銘柄（表1b）、分散が小さかったのは満鉄と王子の2銘柄である（表12）。つまり、配当多⇒取引増は8/10である。また、取引減は東電と鋼管の2銘柄でこれらは分散が減じていないから取引減⇒分散小は0/2、取引増は東電と鋼管以外の8銘柄でこれらのうち分散が増大したのは満鉄と王子以外の6銘柄であるから取引増⇒分散大は6/8の確率である。したがって取引の増減が分散を同方向に変化させるのは $(0+6)/(2+8)=6/10$ であり、配当多（または少）

⁷⁴ 大きな反応があれば、唱えられる買（または売）呼値に対応する売（買）呼値は広い範囲に都合よく存在して、約定が早まる可能性がある。反応が小さければ、買（売）呼値と売（買）呼値がそれぞれ狭い範囲に存在するが、その範囲が離れていて売り買いが合致しなければ約定が遅くなる可能性がある。

⁷⁵ つまり、それらが分布する範囲は狭いが、その内でさまざまに唱えられる。

⇒取引増（または減）⇒分散大（または小）のようなルートを考えることはあながち無理ではないであろう。

次に、これらのルートを用いて説明を行う。まず全期間についてである。東電は前・後半を問わず業績は好調であって⁷⁶、金解禁によって不況であった1931～34年ころ⁷⁷を除けば、配当率も前・後半で大きくは変わらず8～14%程度と高く（図13）、株式の取引額も多かった（表1）。加えて、多くいた株主（表13a）などの投資家が取引すればさまざまな呼値が存在して、効率性をもたらした可能性がある。そこで、第1と第2のルートから効率的であるとの説明があてはまろう。満鉄は東電と同様に株主が多かったこと（表13a）⁷⁸が影響して効率的であったのであろう。

北炭は大株主の保有比率が高く⁷⁹、浮動株比率は低かった。また、発行株数も浮動株数も少なかった（表13b）。株価は乱高下しやすく、第3のルートから市場は効率的になったのであろう。

鐘紡と郵船は株価の分散が10銘柄のうち4位と3位と大きく、郵船は特に前半期に目立つ（表12）。そのため第1のルートによる説明があてはまり、効率的な市場が形成されることになったと考えられる。

なお、満鉄と郵船はともに、期間区分すると前・後半両期で非効率性を示すのに、全期間で一括すると効率的であった。このうち満鉄は後半において、貿易に関して効率的であったことと株主数が激増したこと、また郵船は前半において、貿易に関して効率的であったことと株価の分散がとびぬけて大きかったこと、がそれぞれ影響しているのかもしれない。

次いで前半期の要説明のケースにふれる。まず表12が示すように、前半の東株新・旧と日石の分散はいずれもそれぞれの全期間と後半のそれらを上回り、かつ前半に効率性なしの非効率性かその示唆を示した鋼管、満鉄、王子のいずれの分散も上回っている。そこで、全期間の鐘紡、郵船と同様に第1のルートによる説明があてはまろう。

東電は、大震災の影響で電力需要が減少し、配当減となった⁸⁰。第1のルートが当てはまり、配当減は取引減を、さらには分散減を引き起こした。郵船は1917、18年ころ、株価の変動が大きかったが（図9）、これは、第一次大戦の影響により好況であったためである。しかし、18年11月の休戦後、運賃下落で業績は急落した⁸¹。これらから東電・郵船は効率性付きの非効率性示唆となったのであろう。

17、18年ころの鋼管も第一次大戦が影響して好況であり、株価の変動が大きかった。しかし、休戦後は鉄価格下落で業績が悪化した⁸²。満鉄は、株価が狭

⁷⁶ 「中外商業新報」1916年2月16日、1938年7月18日参照。

⁷⁷ 「大阪朝日新聞」1930年12月28日、「東京朝日新聞」1931年12月16日参照。

⁷⁸ 浮動株比率は低かったが、発行株数が多かったので浮動株数は少なくなかった。表13b参照。

⁷⁹ 「東京日日新聞」1936年9月19日参照。

⁸⁰ 「中外商業新報」1924年6月16日参照。

⁸¹ 「時事新報」1920年1月21日参照。

⁸² 「時事新報」1919年2月28日参照。

い範囲で動いていて分散は小さく、配当もほとんど変化していない。

製紙業は経済界不況の影響を受け 1920 年代後半は不振であったが、30 年代前半に立ち直った⁸³。王子は 25 年 3 月、31 年 9 月のどちらで区分しても前半は非効率的が示唆される。同社は固定資産の償却と積立に重きをおき、配当をそれほど変動させない経営方針を採った。これは「堅実経営」⁸⁴と称された。配当は 17～22 年上期までと 25 年上期台を除き、1-3 円台にとどまった。これらのため、鋼管・満鉄・王子には非効率性の示唆がもたらされたのであろう。

最後に、北炭は明確な結果が得られていない。炭鉱業は 1920 年代初めから 32 年ころまで不況であったため、北炭の配当率も 20 年代初めから低下した。前半期の東電と同様のルートから、非効率的であっても不思議ではなかったが、19 年ころまでの活況の影響もあって明確な結論に至らなかったのであろう⁸⁵。また満鉄は 31 年で区切ると（表 9 の c）、4 日後基準で効率的であった。これは、業績が良好⁸⁶、配当率も 18-29 年は 10%以上あって、他の期間よりわずかながらも多かったためであろう。

後半においては、昭和初期に金融恐慌、金解禁後の昭和恐慌、株式価格を維持しようとする市場介入などから株式取引が不振となり、1930 年代後半の準戦時期以降の経済統制も影響して、多くの銘柄は配当率が減少し株価の変動幅も小さくなった。そのため、前半と比べると、マクロ指標の変化に対してより小さくしか反応せず非効率的になった⁸⁷、と考えられる。

日石は 1934 年の石油事業法実施までは不況にあえいたが⁸⁸、30 年代後半は軍需増で業績は好転した⁸⁹。満鉄は 30、31 年においては不振で減配に追い込まれたが、30 年代半ば以降は業績が好転した⁹⁰。これらが効率性付きの非効率性示唆を示したことは第 1 のルートにより説明ができよう。

さらに、以下の各銘柄も不況をもたらした要因が影響して非効率性、ないし非効率性の示唆を示したとみられる。鐘紡と郵船は、その配当がそれぞれ 1924 年以降と 25 年以降に下落した。またこれらは花形株あるいは主力株であり、§3 に記載のように、ともに 30 年代初めに市場介入・買い支えがなされたため、株価の変動が抑えられた。さらに郵船は 31 年まで不振であり⁹¹、38 年こ

⁸³ 「東京朝日新聞」1925 年 7 月 15 日、「中外商業新報」1927 年 11 月 9 日、1933 年 2 月 13 日参照。

⁸⁴ 「中外商業新報」1923 年 2 月 17 日、1937 年 3 月 29 日参照。

⁸⁵ 「東京朝日新聞」1921 年 3 月 18 日、「大阪毎日新聞」1927 年 6 月 17 日、「大阪朝日新聞」1932 年 2 月 11 日、「時事新報」1919 年 5 月 22 日参照。

⁸⁶ 「中外商業新報」1916 年 2 月 16 日、「東京朝日新聞」1928 年 5 月 3 日参照。

⁸⁷ 非効率性を示した日石など 6 銘柄のうち、配当率が減少したのは全 6 銘柄、株価の変動幅が小さくなったのは 4 銘柄である。

⁸⁸ 「東京朝日新聞」1941 年 6 月 1 日参照。

⁸⁹ 「中外商業新報」1937 年 6 月 7 日参照。

⁹⁰ 「東京朝日新聞」1930 年 10 月 12 日、1936 年 3 月 17 日、「大阪毎日新聞」1931 年 6 月 19 日、1939 年 4 月 9 日参照。

⁹¹ 「東京朝日新聞」1931 年 5 月 7 日参照。

ろからも減配懸念が生じるほど悪材料が生じた⁹²。鋼管は32年以降に業績が好転して⁹³33年から10%以上に増配したが、31年には減資を行うほどの不況に見舞われた⁹⁴。王子は前述した前半と同様の事情により配当額が2-4円台にとどまっていた。

東株新・旧は明確な結果が得られない。配当は1928年上期まで多くの期で10%以上であったが、28年下期からは33年上期と37年上期を除き1けたとなるなど不振の時期もあった(図11)⁹⁵。東株新の配当は25-36年では、ピークの26、33、37年の前後を除くと、減少傾向の期が目立った(図12)。両銘柄の分散は前半よりも減少したが依然として10銘柄中、1、2位の大きさであった。また取引高も減少してとりわけ旧株は東電を下回るほどであった。これらが影響して、新・旧株とも、特に旧株は明確な結果が得られなかったのかもしれない。

なお、1937年からの戦時を除いて後半期を25~36年と短縮すると(表2~表11のb1・b2の後半Ⅱ)、前記の結果と異なり効率性から非効率性の示唆になるのは北炭だけである。前記のように、北炭は配当が20年代初めから低下し、30年代初めは炭価が暴落して配当も5%を切るなど不振であった⁹⁶。この状況が戦時より前の非効率性を説明できるであろう。

⁹² 「中外商業新報」1938年7月25日参照。

⁹³ 「東京朝日新聞」1932年11月2日参照。

⁹⁴ 「東京朝日新聞」1931年7月16日参照。

⁹⁵ 「東京朝日新聞」1938年10月25日参照。

⁹⁶ 「東京朝日新聞」1931年8月20日、1932年1月28日参照。

§7 おわりに

本稿では株式市場が自由であったとみられる 1915～43 年における代表的企業の株式 10 銘柄の市場が効率的であったかを検討するために、長期取引の先限価格を用いて分析した。釜江(2021)とは異なり、ある市場について効率性を示す説明変数があっても、他に非効率性を示唆する変数があれば、その市場は全体として非効率的と判定することにした。

得られた結果によれば、全期間を通し効率的であったのは東電と北炭、一部の基準(4日後・6日後基準)のみで効率的であったのは鐘紡、満鉄と郵船である。1925年3月までの前半期において効率的であったのは東株新・旧、鐘紡、日石、非効率性もしくはその示唆となったのは東電、郵船、鋼管、満鉄、王子である。25年4月からの後半期で効率的であったのは東電、北炭、効率性付きの非効率性示唆を示したのは日石、満鉄であり、鐘紡、鋼管、郵船、王子は非効率的か非効率性の示唆であった。

以上の結果を説明するために、主要要因とルートを3つに大別する。第1は、好況が配当増加をもたらし、次いで取引高増加、分散増大を導き、さらに直接的に効率性を導く(逆は逆)。第2は、株主が多いとさまざまに呼値が唱えられ、売買を一致させる約定値が早く決まる、つまり効率性につながる可能性がある。第3は大株主の持ち株比率が高いと、浮動株比率は低くなってインパクトの影響が大きくなり、株価の乱高下を起しやすくなる。この場合、価格変動が大で市場は効率的になりやすい。

全期間の東電は業績好調であって、不況時を除けば、配当率も大きくは変わらず、株式取引も多かった。これらが分散大、さらに効率性を導いた。また、多くいた株主がさまざまな呼値を唱えて、効率性をもたらした可能性もある。満鉄も株主が多かったことが影響したのであろう。北炭は大株主の保有比率が高く、浮動株比率は低かった。かつ、発行株数も浮動株数も少なかったため株価は乱高下しやすく、第3のルートから効率的になったのであろう。鐘紡と郵船は株価の分散が大きかった。そのため第1のルートによる説明があてはまる。

各期別の銘柄には第1のルートが当てはまると考えられる。前半期の東株新・旧と日石はその分散が、それぞれの全期間・後半、および効率性なしの非効率性かその示唆であった鋼管・満鉄・王子の分散、の全てを上回った。

東電は大震災の影響で配当減、分散減となった。郵船と鋼管は一次大戦時に好況で株価の変動が大きかったが、18年の休戦後、業績は急落した。満鉄は、株価が狭い範囲で動いていて分散は小さく、配当もほとんど変化していない。王子は配当をそれほど変動させない方針であった。これらの理由で非効率性の示唆がもたらされたのであろう。

後半では、金融恐慌、昭和恐慌、株式市場への介入などから取引が不振となり、株価の変動幅も小さくなったため、非効率的になったと考えられる。日石と満鉄は1930年代半ばまで不況、それ以降好転した。効率性付きの非効率性示唆は第1のルートにより説明ができよう。

さらに、以下の各銘柄は不況をもたらした要因が影響して非効率性、ないし非効率性の示唆を示したとみられる。鐘紡と郵船は20年代半ば以降、配当が

下落した。鋼管は31年には減資を行うほどであったが、32年以降に業績が好転した。王子は前半と同様の事情により配当が低水準であった。

残された問題としては、各社の株主構成のより詳細なデータが得られれば、さらに確定的なことが言えるのかもしれない。

<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)。
大阪株式取引所(1928)『大株五十年史』同所。
小野清造(1936)『生命保険會社の金融的發展』栗田書店。
鐘紡社史編纂室(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。
----- (2021)「満鉄等株式の市場効率性」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』161号、2月。
久保田晃(1978)「戦争末期の証券市場」(有沢(1978)所収)。
栗田淳一(1937)『日石五十年』同社。
小谷勝重(1953)『日本取引所法制史論』法経出版社。
小林和子(1978)「統制下の証券業者」(有沢(1978)所収)。
----- (2012)『日本証券史論』日本経済評論社。
谷村裕(1978)「株式市場の統制」(有沢(1978)所収)。
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二卷』同所。
----- (1938)『東京株式取引所史第三卷』同所。
東京才取会員協会(1975)『才取史』東洋経済新報社。
東洋経済新報社(各年)『会社年鑑』同社。
中村隆英(1978)「金融統制の進展」(有沢(1978)所収)。
七十年史編纂委員会(1958)『七十年史』北海道炭砒汽船。
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』。
-----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。
野澤秀信・井尻固・前田梅松(1934)『新聞經濟記事の見方 株式相場・米相場・三品相場と貸殖法 利廻計算と株式投資』非凡閣。
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。
南満州鉄道(1919)『南満州鉄道株式会社十年史』同社。
----- (1928)『南満州鉄道株式会社第二次十年史』同社。
----- (1937)『南満州鉄道株式会社三十年略史』同社。
----- (1938)『南満州鉄道株式会社第三次十年史』同社。
三和良一(2002)『概説日本經濟史』東大出版会。
山一證券調査部(1935)『生命保険經營に於ける投資情勢』同部。

図1 東株旧の先限価格(円)

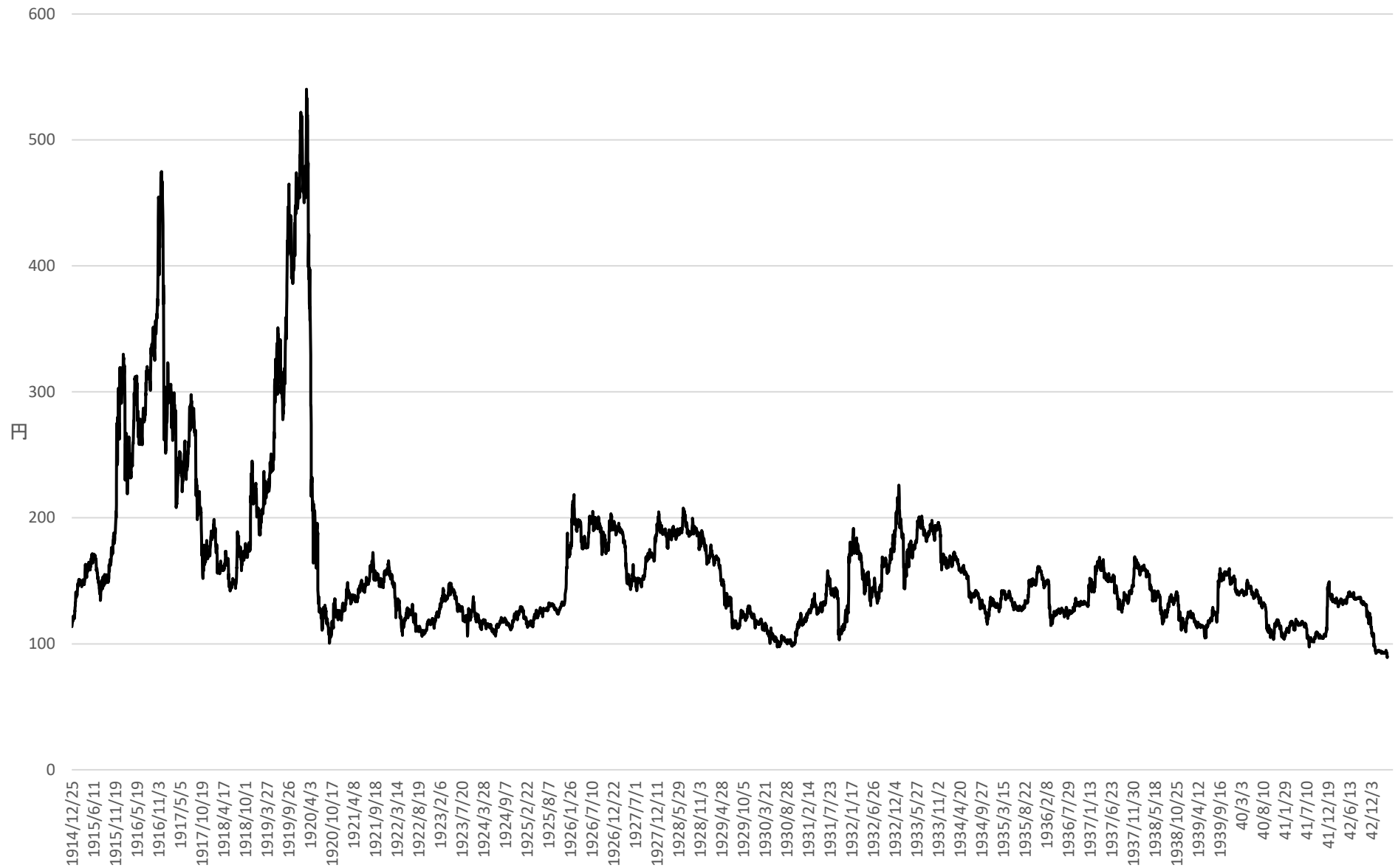


図2 東株新の先限価格



図3 東電の先限価格



図4 鐘紡の先限価格

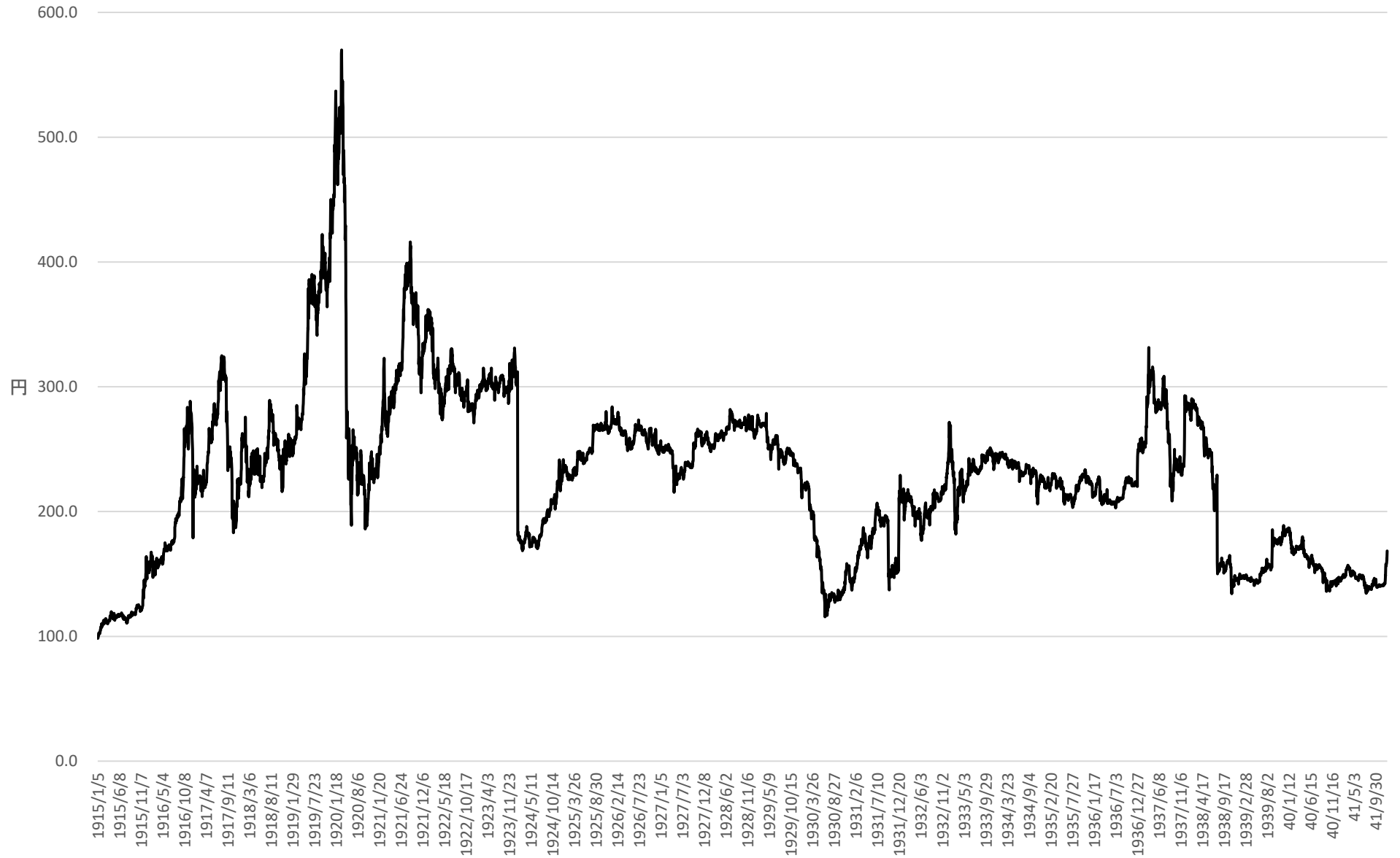


図5 北炭の先限価格

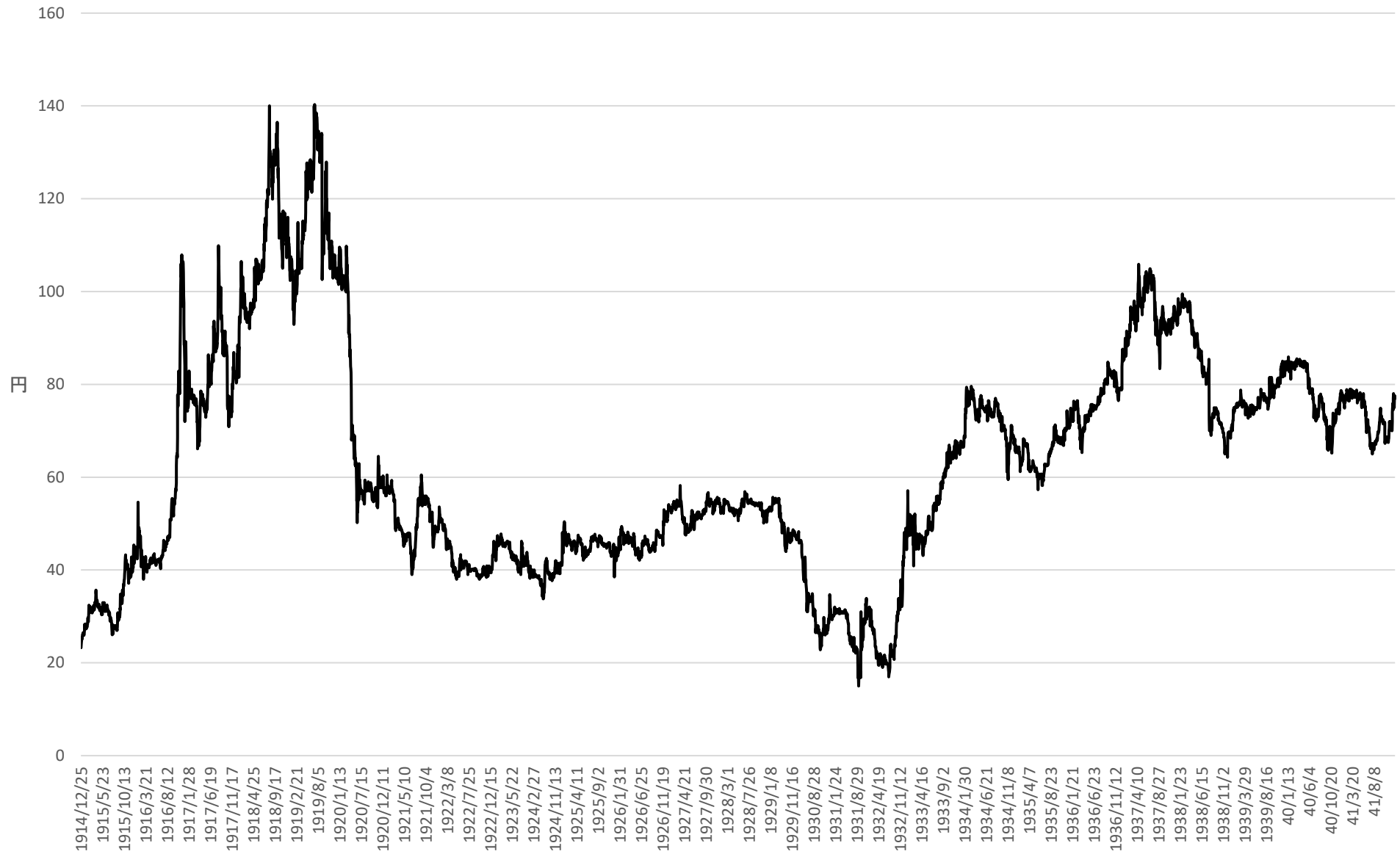


図6 鋼管の先限価格

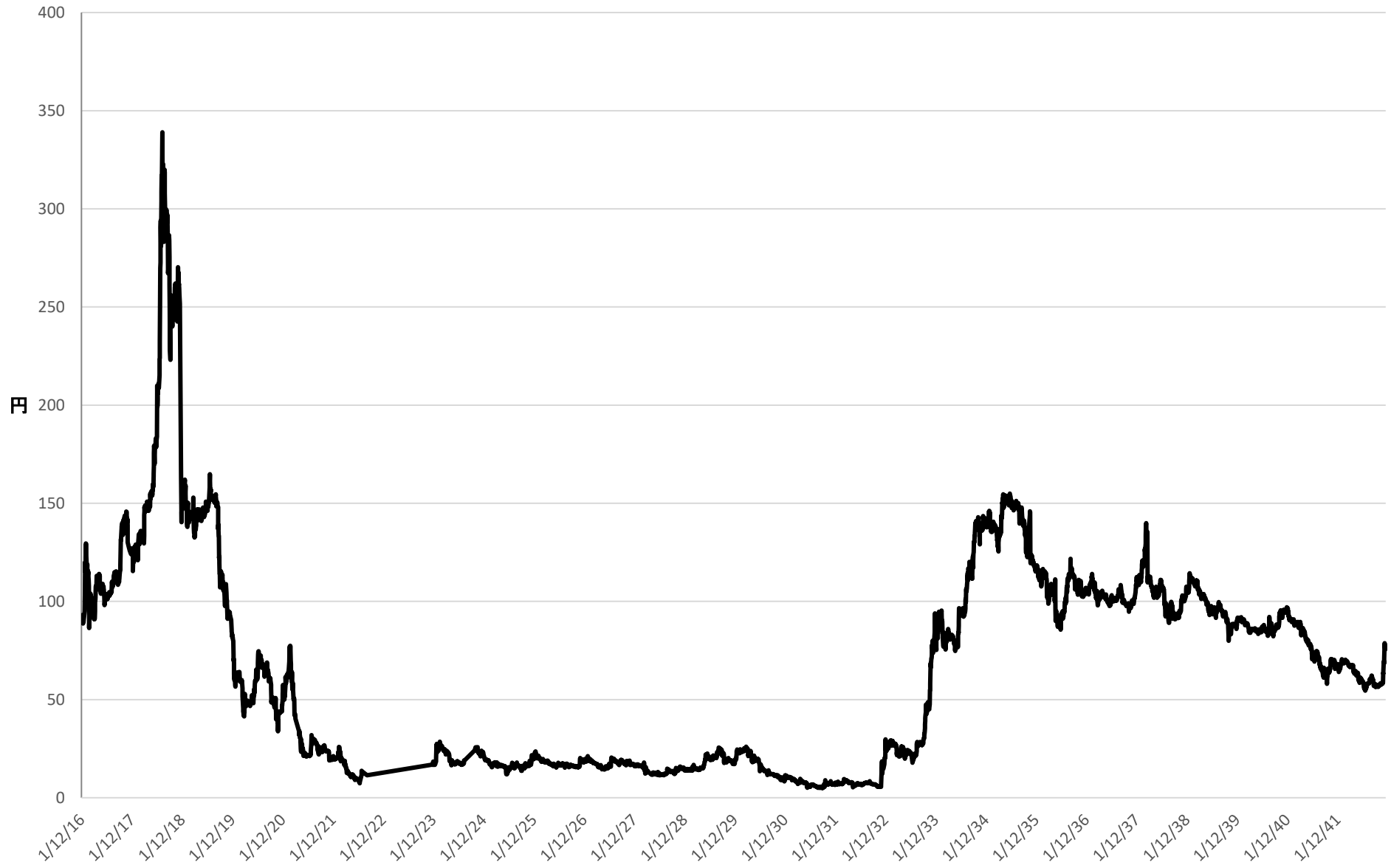


図7 日石の先限価格

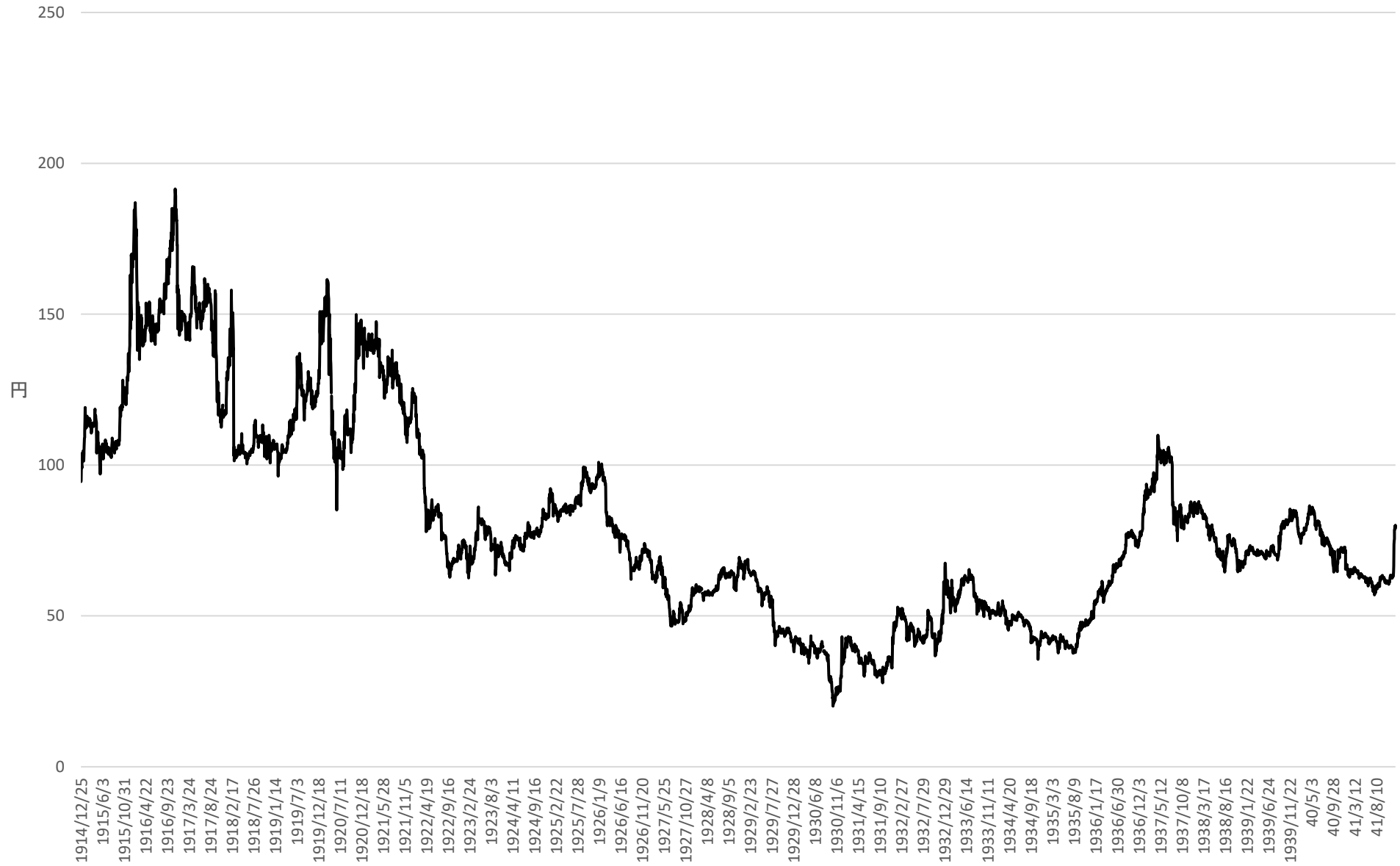


図8 満鉄の先限価格

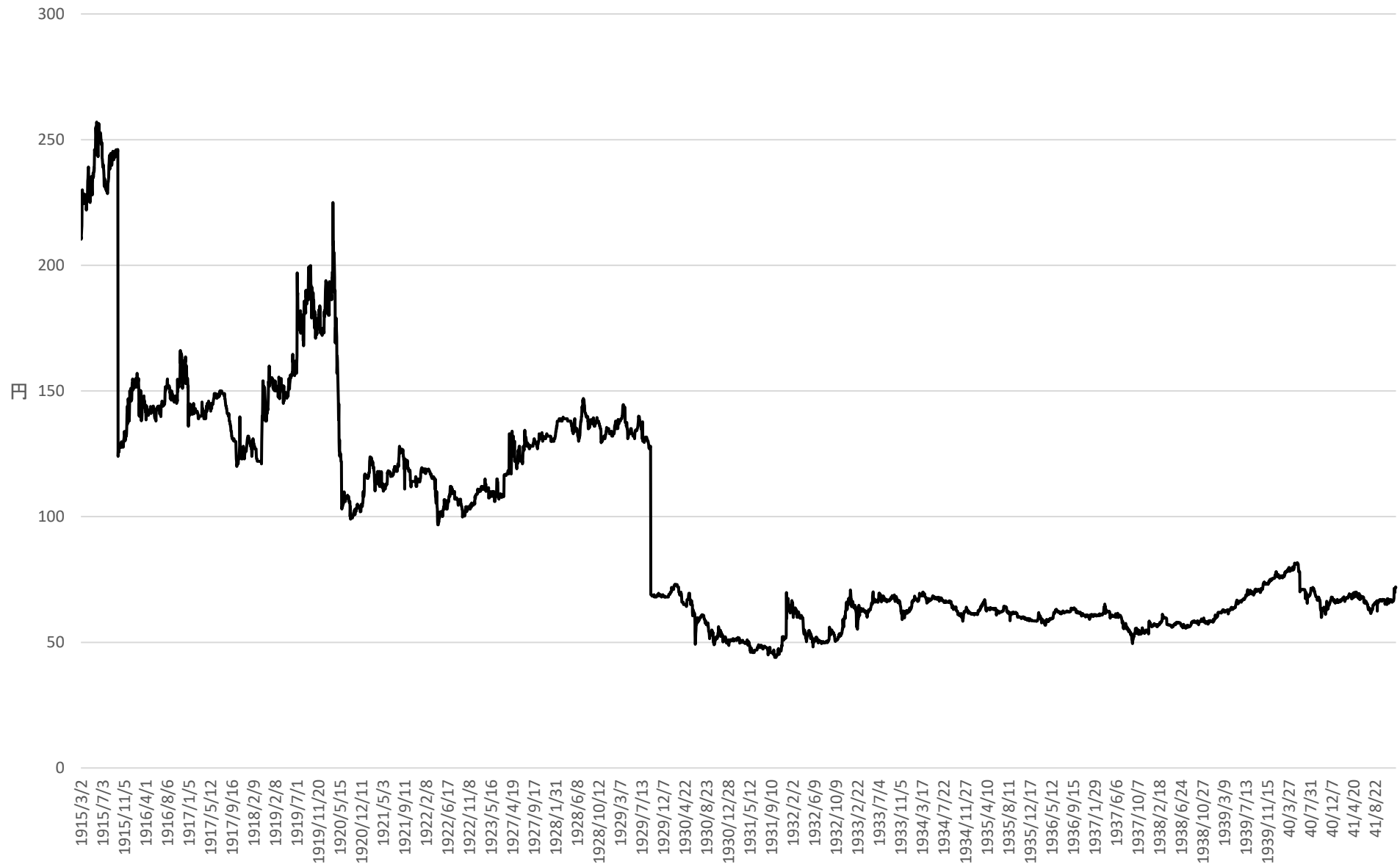


図9 郵船の先限価格

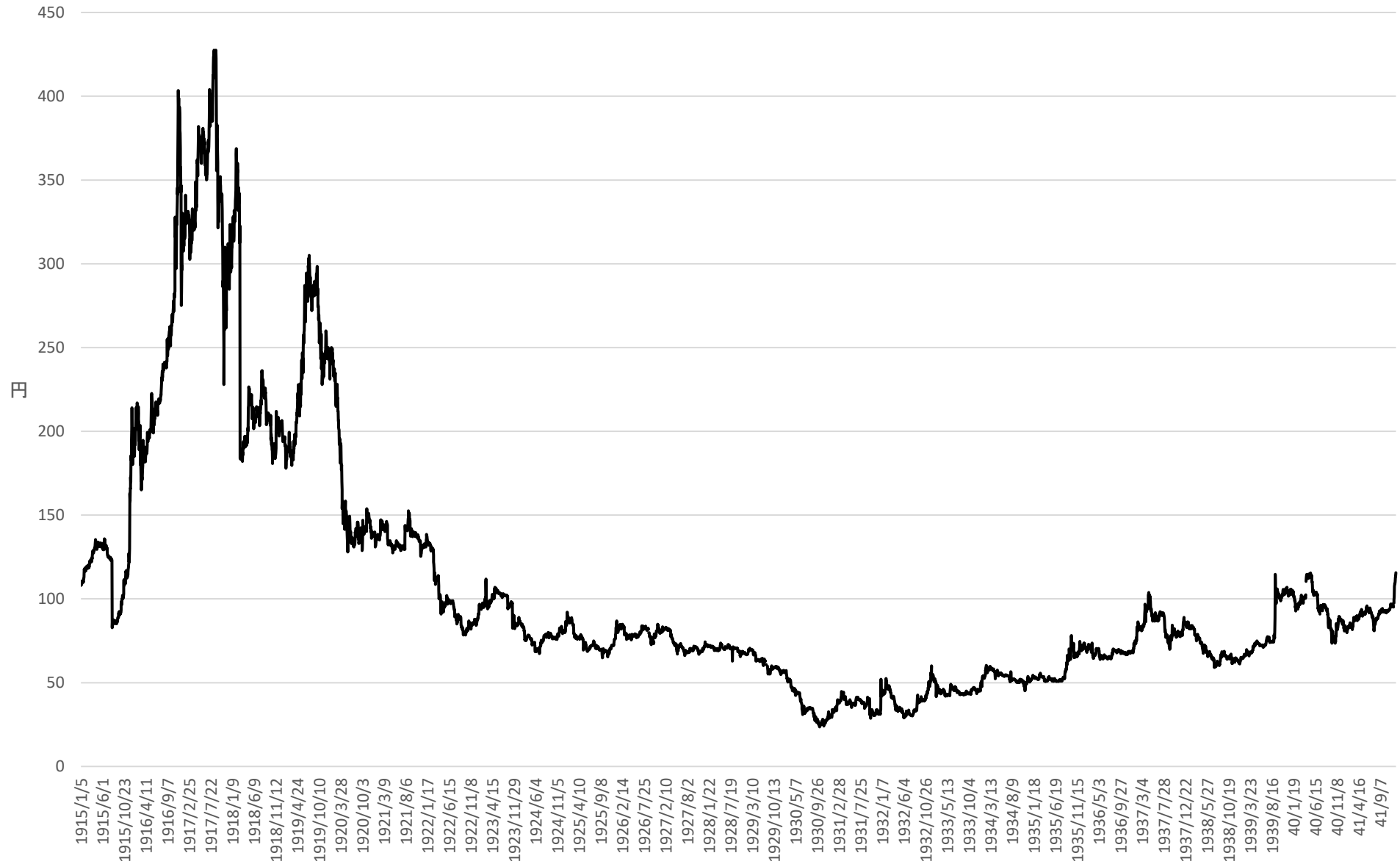


図10 王子新の先限価格

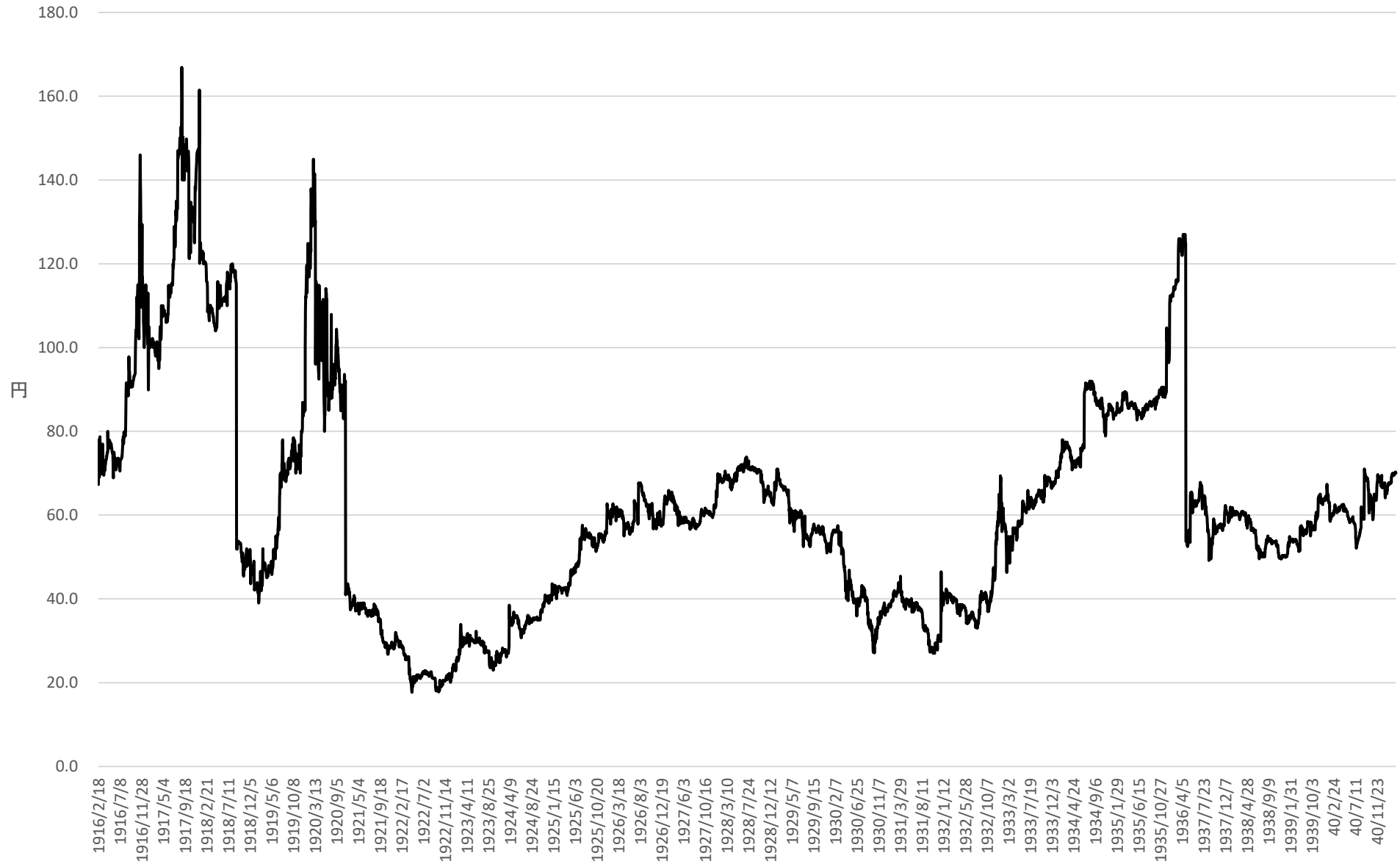


図11 東株旧の配当(年、%)



図12 東株新の 配当 (1株当たり、円)



図13 東電の配当(年、%)

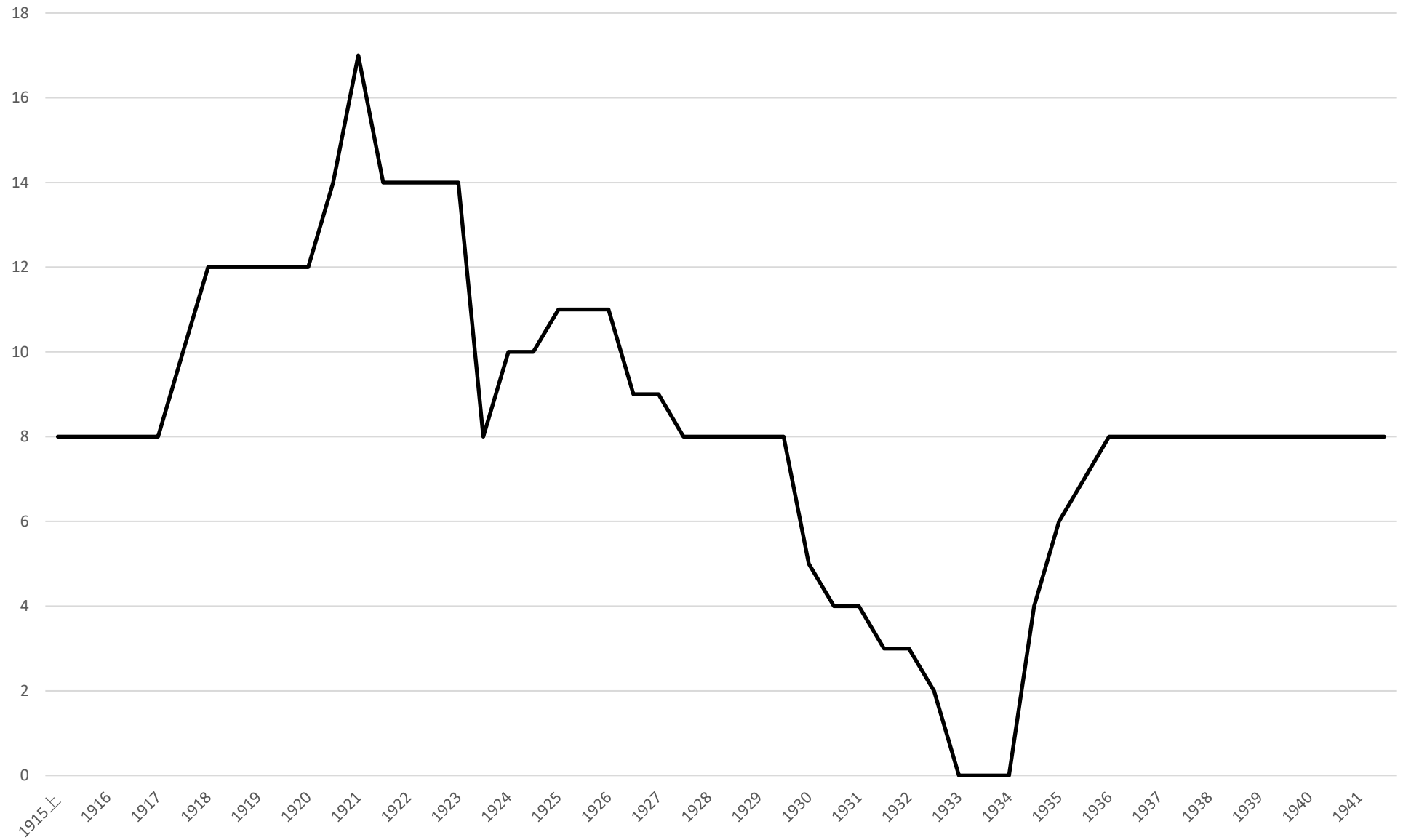


図14 鐘紡の配当(年、%)



図15 北炭の配当（年、％）

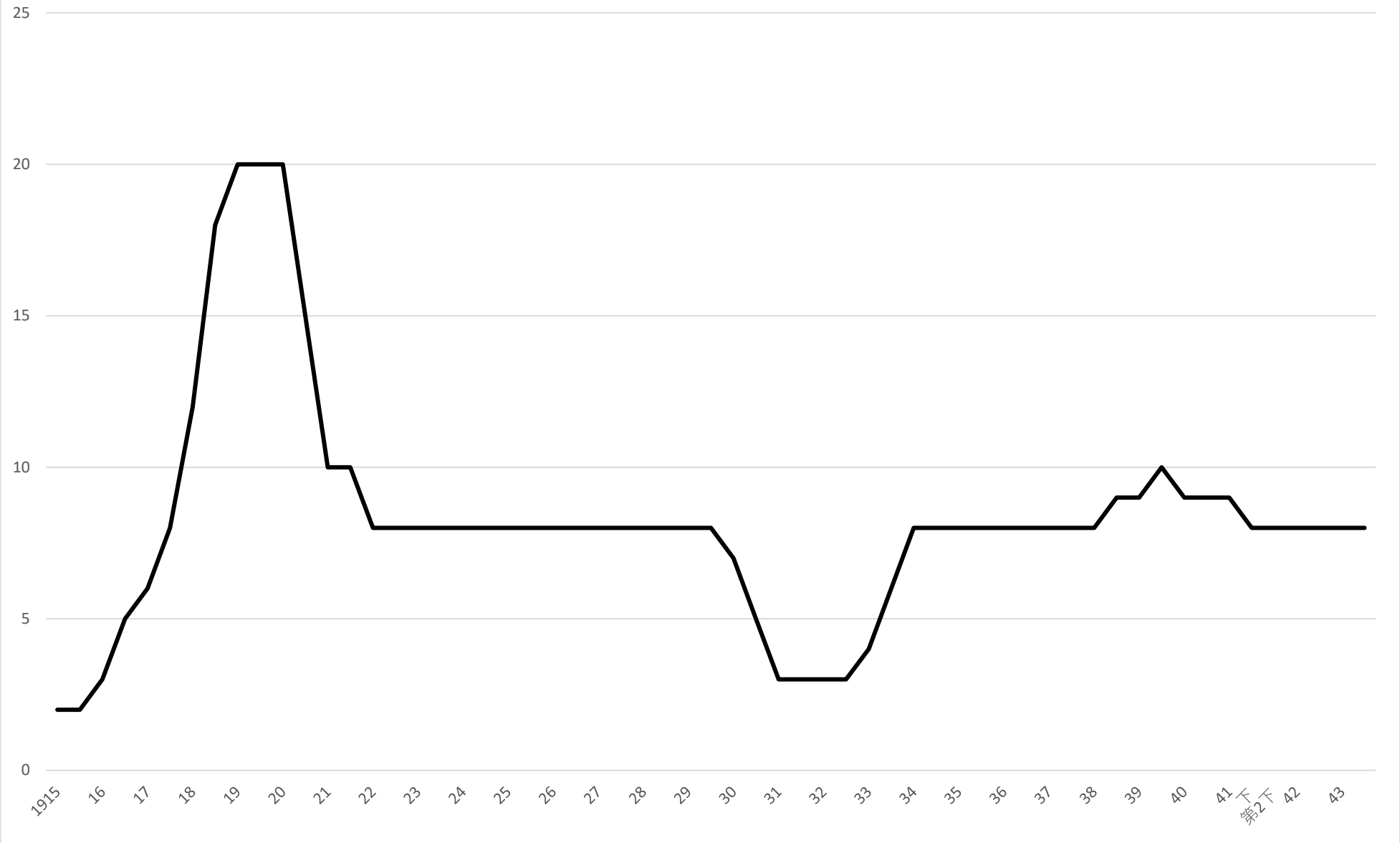


図16 鋼管の配当（年、％）



図17 日石の配当(年、%)

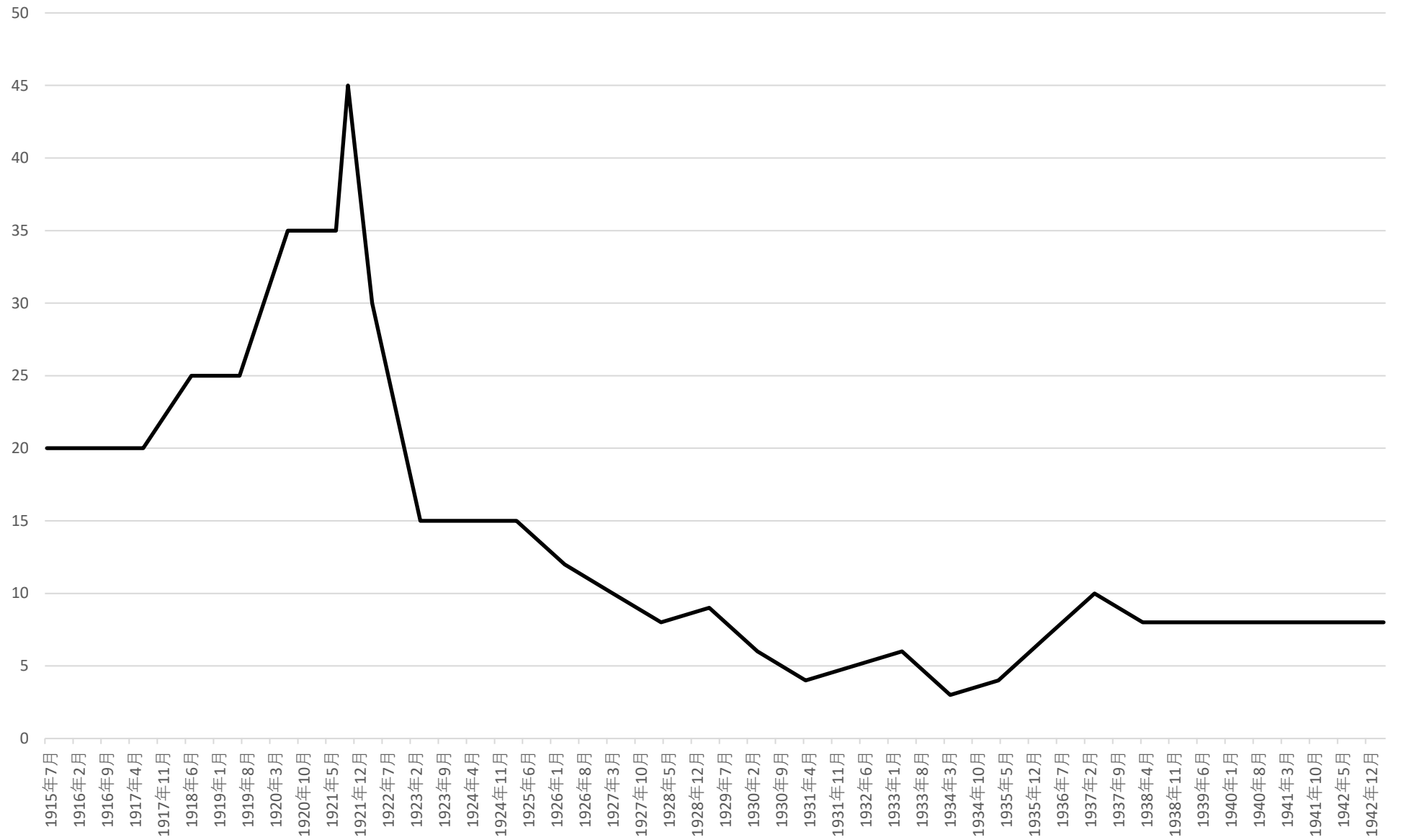


図18 満鉄の配当（1株当たり、円）

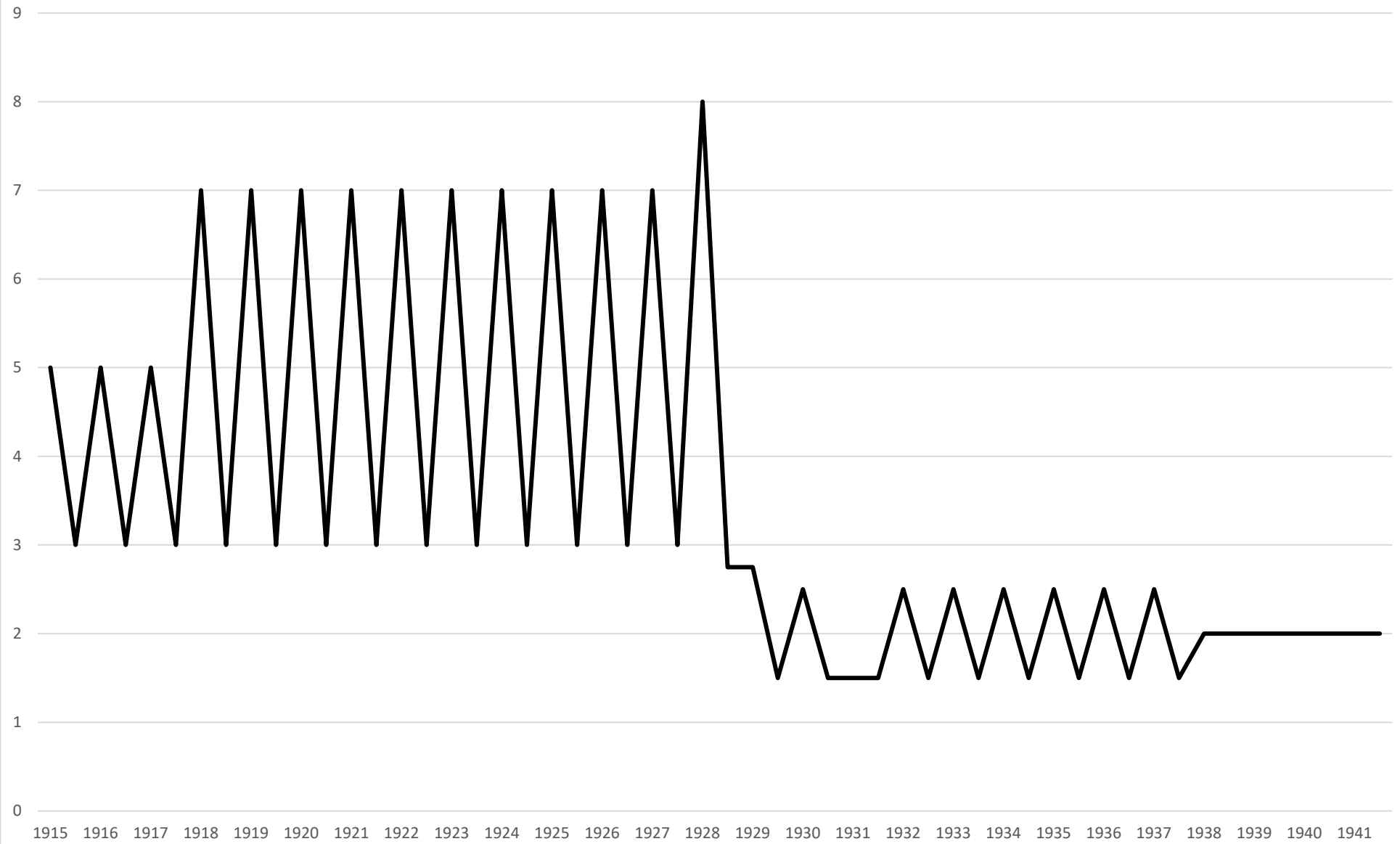


図19 郵船の配当(年、%)

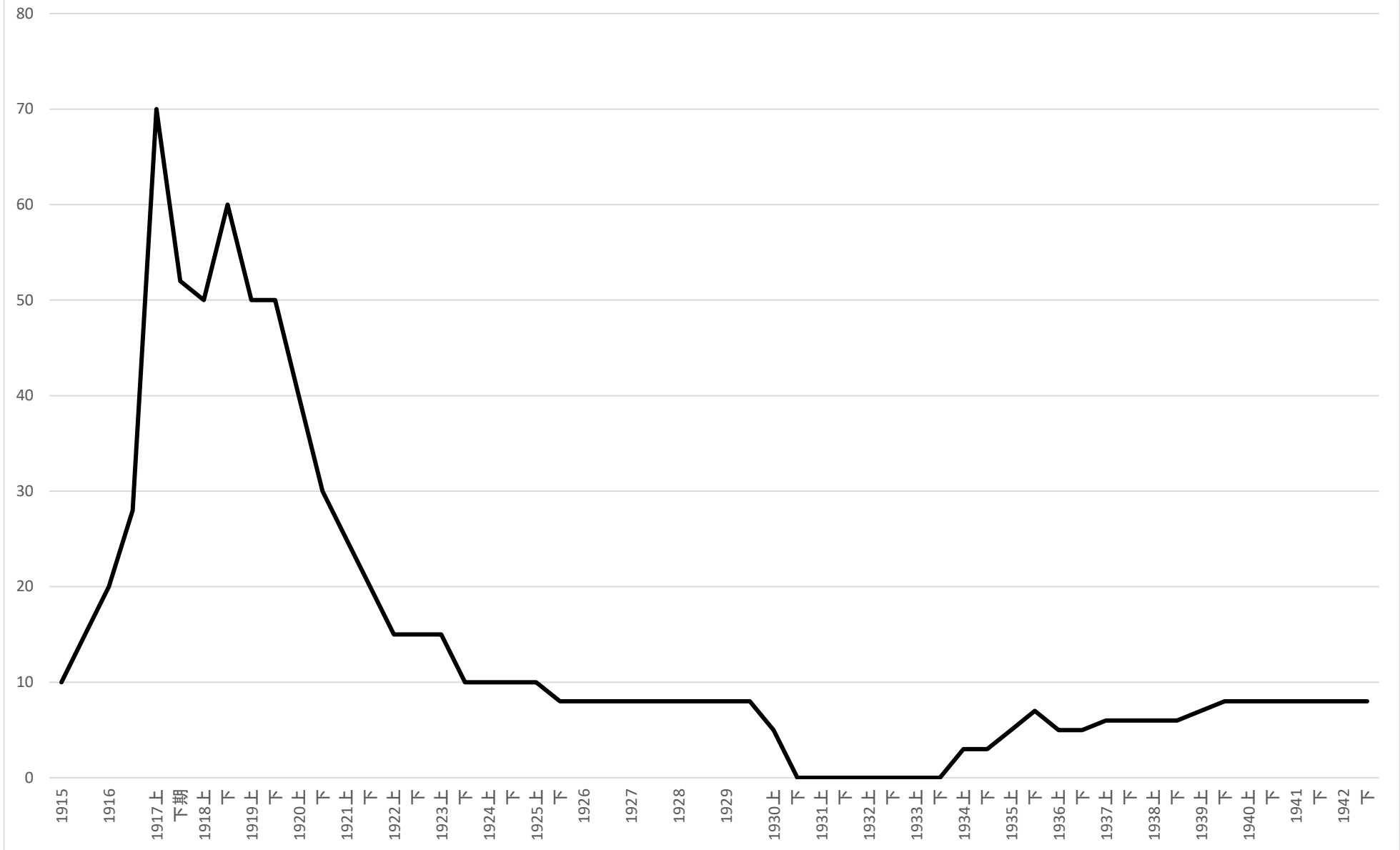


図20 王子新の配当（1株当たり、円）

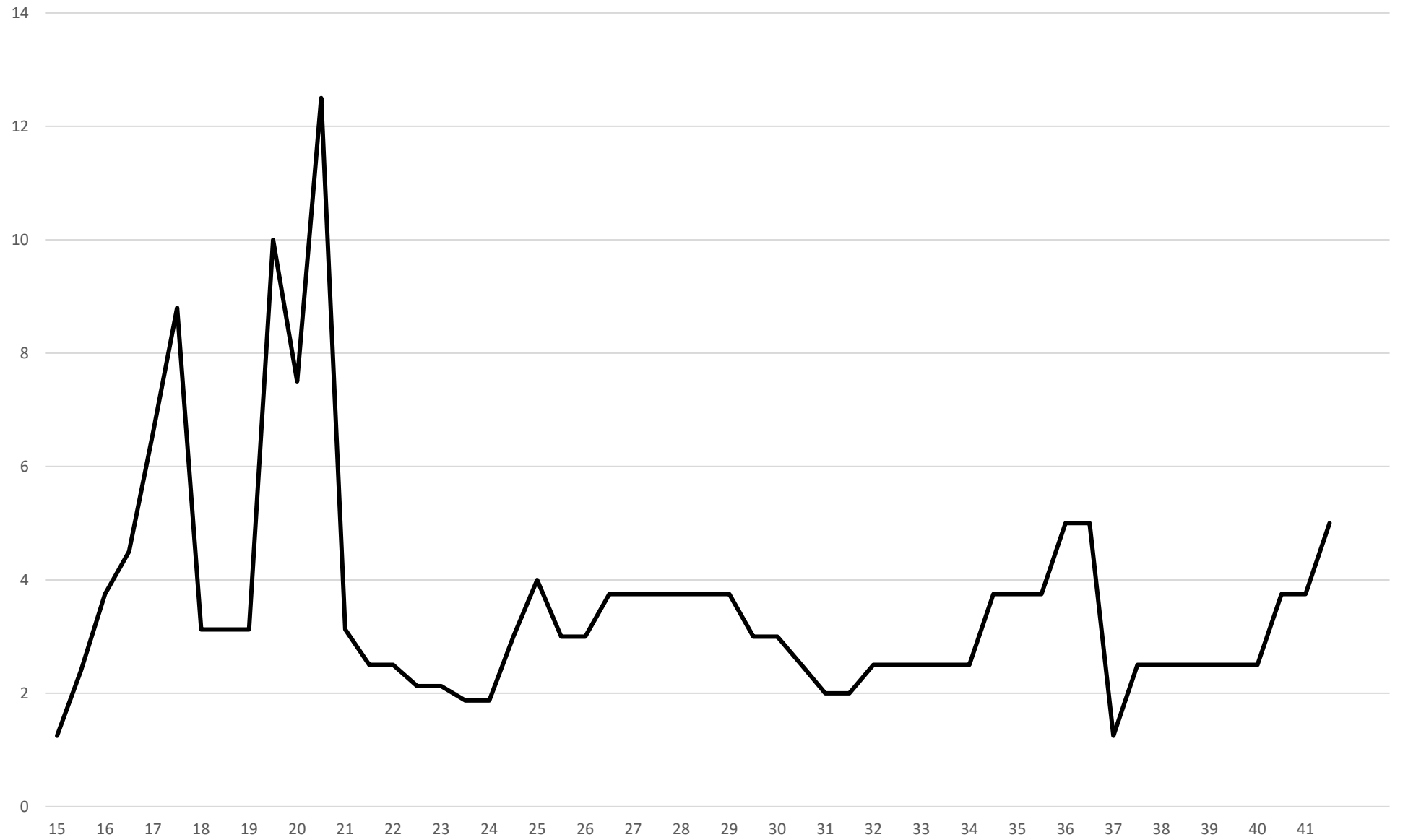


表1a 東京株式取引所における長期取引の売買高(単位千株)

年	東株旧	東株新	東電	鐘紡	北炭	鋼管	日石	満鉄	郵船	王子	市場全体
1915	971	4,655	234	301	485		350	244	703	1	19,566
1920	2,515	1,097	159	798	285	681	348	74	568	163	35,731
1925	1,710	7,881	260	927	174	293	820	11	272	173	38,474
前半平均	1,732	4,544	218	675	315	487	506	110	514	112	31,257
1928	2,267	4,632	713	168	95	368	292	14	68	28	28,196
1933	1,504	3,482	1,979	335	555	1,258	623	374	266	247	50,824
1937	1,182	3,062	2,088	414	245	493	643	121	434	142	56,219
後半平均	1,651	3,725	1,593	306	298	706	519	170	256	139	45,080

表1b 東京株式取引所における長期取引の売買シェア(単位%)

年	東株旧	東株新	東電	鐘紡	北炭	鋼管	日石	満鉄	郵船	王子	市場全体
1915	5.0	23.8	1.2	1.5	2.5	0.0	1.8	1.2	3.6	0.0	100
1920	7.0	3.1	0.4	2.2	0.8	1.9	1.0	0.2	1.6	0.5	100
1925	4.4	20.5	0.7	2.4	0.5	0.8	2.1	0.0	0.7	0.4	100
前半平均	5.5	15.8	0.8	2.1	1.2	0.9	1.6	0.5	2.0	0.3	100
1928	8.0	16.4	2.5	0.6	0.3	1.3	1.0	0.0	0.2	0.1	100
1933	3.0	6.9	3.9	0.7	1.1	2.5	1.2	0.7	0.5	0.5	100
1937	2.1	5.4	3.7	0.7	0.4	0.9	1.1	0.2	0.8	0.3	100
後半平均	4.4	9.6	3.4	0.7	0.6	1.6	1.1	0.3	0.5	0.3	100

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。特記以外は旧株のみ。

表2a1 東株旧の全期間（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	-0.81	0.42	-0.53	0.59	0.64	0.52
1日後	-0.30	0.76	0.27	0.79	0.85	0.39
2日後	-0.93	0.35	-0.18	0.86	0.27	0.78
3日後	-0.09	0.93	-0.95	0.34	0.85	0.39
4日後	-0.43	0.67	-0.41	0.68	-1.32	0.19
5日後	0.28	0.78	-0.67	0.50	0.69	0.49
6日後	-0.72	0.47	-0.93	0.35	-1.07	0.29
7日後	0.14	0.89	-0.97	0.33	-0.61	0.54

表2a2 東株旧の全期間（公表値）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	-0.75	0.45	-0.61	0.54	0.25	0.80
1日後	-1.57	0.12	0.13	0.89	1.07	0.28
2日後	-0.10	0.92	-0.21	0.84	0.25	0.80
3日後	-1.46	0.14	-1.10	0.27	0.93	0.35
4日後	0.00	1.00	-0.55	0.58	-1.22	0.22
5日後	-0.45	0.65	-1.32	0.19	0.90	0.37
6日後	-1.16	0.24	-1.26	0.21	-1.11	0.26
7日後	0.65	0.51	-1.25	0.21	-0.65	0.51

表2b1 東株旧の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.29	0.20	-1.19	0.23		
1日後	-0.71	0.48	0.23	0.82		
2日後	-0.57	0.57	-0.43	0.67		
3日後	-1.02	0.31	-0.71	0.48		
4日後	-0.86	0.39	0.25	0.80		
5日後	0.41	0.68	-0.50	0.62		
6日後	-1.12	0.26	-0.91	0.36		
7日後	-0.23	0.82	-0.30	0.76		

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.16	0.87	0.56	0.57	1.14	0.26
1日後	0.32	0.75	0.15	0.88	0.58	0.56
2日後	-0.78	0.44	0.15	0.88	0.29	0.77
3日後	1.03	0.30	-0.64	0.52	0.76	0.45
4日後	0.20	0.84	-0.88	0.38	-1.11	0.27
5日後	-0.04	0.97	-0.48	0.63	0.64	0.52
6日後	0.22	0.83	-0.43	0.67	-0.97	0.33
7日後	0.34	0.73	-1.18	0.24	-0.91	0.36

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.42	0.67	0.65	0.51	1.37	0.17
1日後	0.64	0.52	-0.39	0.70	0.16	0.87
2日後	-1.06	0.29	-0.06	0.95	-0.36	0.72
3日後	1.01	0.31	-1.03	0.30	0.01	0.99
4日後	-0.31	0.75	-0.31	0.75	-0.89	0.38
5日後	0.04	0.97	0.23	0.82	-0.12	0.91
6日後	0.46	0.65	0.34	0.74	-0.99	0.32
7日後	0.98	0.33	-0.84	0.40	-0.85	0.40

注：後半Ⅰの終期は43年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表2b2 東株旧の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.39	0.16	-1.10	0.27
1日後	-2.51	0.01	-0.14	0.89
2日後	0.38	0.71	-0.46	0.65
3日後	-1.79	0.07	-0.80	0.42
4日後	0.75	0.45	-0.05	0.96
5日後	-0.76	0.45	-1.11	0.27
6日後	-1.12	0.26	-0.96	0.34
7日後	0.41	0.68	-0.68	0.49

後半 I	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	0.65	0.58	0.56	0.91	0.36
1日後	0.91	0.36	0.33	0.74	0.75	0.45
2日後	-0.58	0.56	0.19	0.85	0.25	0.80
3日後	0.28	0.78	-0.89	0.37	0.82	0.41
4日後	-1.14	0.25	-0.92	0.36	-0.93	0.35
5日後	0.18	0.86	-0.82	0.41	0.89	0.38
6日後	-0.29	0.77	-0.83	0.40	-1.01	0.31
7日後	0.56	0.58	-1.45	0.15	-1.04	0.30

後半 II	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	0.58	0.57	1.37	0.17
1日後	0.81	0.42	-0.36	0.72	0.14	0.89
2日後	-0.04	0.97	0.02	0.98	-0.30	0.77
3日後	0.45	0.65	-1.35	0.18	-0.02	0.98
4日後	-1.22	0.22	-0.28	0.78	-0.65	0.51
5日後	0.24	0.81	0.26	0.80	0.03	0.98
6日後	0.02	0.98	0.15	0.88	-1.09	0.28
7日後	-0.16	0.88	-0.96	0.34	-1.04	0.30

表2c1 東株旧の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.12	0.26	-1.18	0.24		
1日後	-0.09	0.93	0.21	0.83		
2日後	-0.12	0.90	-0.68	0.50		
3日後	-0.42	0.67	-1.14	0.25		
4日後	-1.17	0.24	0.27	0.79		
5日後	0.02	0.99	0.18	0.86		
6日後	-0.82	0.41	-1.04	0.30		
7日後	-0.04	0.97	-0.38	0.70		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.22	0.83	0.96	0.34	0.98	0.33
1日後	-0.49	0.62	0.16	0.87	0.54	0.59
2日後	-1.32	0.19	0.90	0.37	0.42	0.67
3日後	0.52	0.60	0.13	0.89	1.25	0.21
4日後	1.22	0.22	-1.17	0.24	-1.62	0.11
5日後	0.38	0.70	-1.17	0.24	0.70	0.48
6日後	-0.03	0.98	-0.13	0.90	-0.24	0.81
7日後	0.24	0.81	-1.20	0.23	-0.34	0.74

表2c2 東株旧の期間区分B (31/9で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.74	0.08	-1.11	0.27		
1日後	-1.90	0.06	-0.18	0.85		
2日後	0.10	0.92	-0.59	0.56		
3日後	-1.56	0.12	-1.16	0.25		
4日後	-0.16	0.88	0.02	0.99		
5日後	-0.56	0.58	-0.44	0.66		
6日後	-1.27	0.20	-1.10	0.27		
7日後	0.45	0.65	-0.73	0.47		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.75	0.08	0.88	0.38	0.65	0.52
1日後	0.25	0.80	0.52	0.60	0.82	0.41
2日後	-0.37	0.71	0.68	0.49	0.32	0.75
3日後	-0.06	0.95	-0.07	0.95	1.42	0.16
4日後	0.32	0.75	-1.20	0.23	-1.59	0.11
5日後	-0.03	0.98	-1.49	0.14	0.91	0.36
6日後	0.35	0.73	-0.64	0.52	-0.23	0.82
7日後	0.49	0.62	-1.51	0.13	-0.45	0.65

表3a1 東株新の全期間（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	-0.58	0.56	-1.19	0.23	1.06	0.29
1日後	0.12	0.90	0.16	0.87	-0.10	0.92
2日後	-2.21	0.03	-0.47	0.64	0.37	0.71
3日後	0.16	0.88	-0.82	0.41	0.88	0.38
4日後	-0.75	0.45	-0.53	0.60	-1.10	0.27
5日後	-0.17	0.86	-1.02	0.31	0.88	0.38
6日後	-0.84	0.40	-0.91	0.36	-0.24	0.81
7日後	0.01	0.99	-1.23	0.22	-1.32	0.19

表3a2 東株新の全期間（公表値）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	-0.99	0.32	-1.01	0.31	0.81	0.42
1日後	-1.67	0.10	0.06	0.95	0.14	0.89
2日後	-1.09	0.27	-0.60	0.55	0.34	0.73
3日後	-0.38	0.70	-1.01	0.31	1.09	0.28
4日後	-1.51	0.13	-0.67	0.50	-1.02	0.31
5日後	-0.03	0.97	-1.62	0.11	1.14	0.25
6日後	-0.99	0.32	-1.52	0.13	-0.30	0.76
7日後	0.70	0.48	-1.31	0.19	-1.37	0.17

表3b1 東株新の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.63	0.53	-1.11	0.27		
1日後	-0.78	0.44	-0.89	0.37		
2日後	-1.69	0.09	-0.39	0.70		
3日後	-1.13	0.26	-1.15	0.25		
4日後	-1.82	0.07	0.32	0.75		
5日後	-0.42	0.68	-0.96	0.34		
6日後	-1.17	0.24	-0.82	0.41		
7日後	-0.82	0.41	-0.35	0.73		
後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.20	0.84	-0.54	0.59	1.24	0.21
1日後	0.90	0.37	0.80	0.42	-0.26	0.80
2日後	-1.58	0.11	-0.30	0.76	0.43	0.67
3日後	1.44	0.15	0.20	0.84	0.47	0.64
4日後	0.67	0.50	-1.18	0.24	-0.92	0.36
5日後	0.00	1.00	-0.60	0.55	0.83	0.41
6日後	0.08	0.93	-0.56	0.58	-0.34	0.73
7日後	0.58	0.56	-1.53	0.13	-1.40	0.16
後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.42	0.68	-0.88	0.38	1.40	0.16
1日後	0.82	0.41	0.34	0.74	-0.81	0.42
2日後	-1.96	0.05	-0.28	0.78	-0.07	0.94
3日後	1.42	0.16	-0.43	0.67	-0.21	0.83
4日後	-0.08	0.94	-0.64	0.52	-0.71	0.48
5日後	0.07	0.94	0.08	0.94	-0.41	0.68
6日後	0.57	0.57	0.47	0.64	-0.40	0.69
7日後	1.19	0.24	-1.28	0.20	-1.40	0.16

注：後半Ⅰの終期は43年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表3b2 東株新の期間区分A（25/3で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	-0.80	0.42	-0.97	0.33				
1日後	-2.72	0.01	-1.09	0.28				
2日後	-0.35	0.73	-0.45	0.65				
3日後	-0.65	0.52	-1.08	0.28				
4日後	-0.75	0.45	-0.03	0.97				
5日後	-0.30	0.76	-1.48	0.14				
6日後	-1.29	0.20	-0.90	0.37				
7日後	0.85	0.40	-0.59	0.55				

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.60	0.55	-0.39	0.70	1.09	0.28		
1日後	1.32	0.19	0.99	0.32	-0.06	0.95		
2日後	-1.18	0.24	-0.41	0.68	0.40	0.69		
3日後	0.31	0.76	-0.09	0.93	0.58	0.56		
4日後	-1.37	0.17	-1.23	0.22	-0.77	0.44		
5日後	0.21	0.84	-0.98	0.33	1.11	0.27		
6日後	1.14	0.26	-1.24	0.21	-0.41	0.68		
7日後	0.01	0.99	-1.80	0.07	-1.48	0.14		

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.61	0.54	-0.91	0.36	1.42	0.16		
1日後	1.55	0.12	0.45	0.65	-0.84	0.40		
2日後	-0.51	0.61	-0.22	0.82	-0.06	0.95		
3日後	0.09	0.93	-0.78	0.44	-0.20	0.85		
4日後	-1.61	0.11	-0.60	0.55	-0.46	0.64		
5日後	0.36	0.72	0.03	0.98	-0.30	0.76		
6日後	1.18	0.24	0.22	0.82	-0.54	0.59		
7日後	-0.62	0.53	-1.46	0.14	-1.55	0.12		

表3c1 東株新の期間区分B（31/9で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	-0.37	0.71	-1.38	0.17				
1日後	-0.11	0.91	-0.06	0.95				
2日後	-1.04	0.30	-0.95	0.34				
3日後	-0.40	0.69	-1.31	0.19				
4日後	-1.84	0.07	0.20	0.84				
5日後	-0.92	0.36	-0.46	0.65				
6日後	-0.87	0.38	-1.02	0.31				
7日後	-0.47	0.64	-0.66	0.51				

後半	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	0.59	-0.05	0.96	1.12	0.26		
1日後	0.30	0.76	0.29	0.77	-0.02	0.99		
2日後	-2.17	0.03	0.56	0.58	0.61	0.54		
3日後	0.87	0.39	0.68	0.49	0.94	0.35		
4日後	1.40	0.16	-1.32	0.19	-1.64	0.10		
5日後	0.59	0.56	-0.97	0.33	1.32	0.19		
6日後	-0.24	0.81	-0.28	0.78	0.48	0.63		
7日後	0.47	0.64	-1.21	0.23	-0.74	0.46		

表3c2 東株新の期間区分B (31/9で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.23	0.22	-1.20	0.23	0.91	0.36
1日後	-2.48	0.01	-0.41	0.68	0.26	0.79
2日後	-0.53	0.60	-0.87	0.39	0.58	0.56
3日後	-0.43	0.67	-1.24	0.21	1.13	0.26
4日後	-1.56	0.12	-0.10	0.92	-1.61	0.11
5日後	-0.51	0.61	-0.93	0.35	1.51	0.13
6日後	-1.31	0.19	-1.18	0.24	0.41	0.68
7日後	0.93	0.35	-0.78	0.44	-0.80	0.43

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.06	0.96	0.12	0.90	0.91	0.36
1日後	1.15	0.25	0.60	0.55	0.26	0.79
2日後	-1.15	0.25	0.21	0.83	0.58	0.56
3日後	-0.01	0.99	0.44	0.66	1.13	0.26
4日後	-0.40	0.69	-1.35	0.18	-1.61	0.11
5日後	0.52	0.60	-1.34	0.18	1.51	0.13
6日後	1.46	0.14	-0.98	0.33	0.41	0.68
7日後	-0.23	0.82	-1.50	0.13	-0.80	0.43

表4a1 東電の全期間（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	0.14	0.89	-0.21	0.83	0.66	0.51
1日後	-3.39	0.00	-0.47	0.64	2.31	0.02
2日後	-0.77	0.44	0.50	0.62	-1.29	0.20
3日後	0.02	0.98	1.19	0.24	-0.25	0.80
4日後	0.62	0.54	-1.03	0.30	1.09	0.28
5日後	0.09	0.93	-0.23	0.82	0.32	0.75
6日後	-1.21	0.23	-1.12	0.26	-0.88	0.38
7日後	-0.02	0.99	-0.37	0.71	0.20	0.84

表4a2 東電の全期間（公表値）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	1.05	0.29	-0.12	0.91	0.70	0.48
1日後	-0.26	0.80	-0.15	0.88	2.22	0.03
2日後	-1.24	0.22	0.15	0.88	-1.27	0.21
3日後	1.82	0.07	0.82	0.41	-0.37	0.71
4日後	-1.27	0.20	-1.58	0.11	1.05	0.29
5日後	1.35	0.18	-0.19	0.85	0.32	0.75
6日後	-1.48	0.14	-0.59	0.55	-0.76	0.45
7日後	-0.07	0.95	-1.40	0.16	0.24	0.81

表4b1 東電の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.98	0.33	-0.15	0.88
1日後	-2.29	0.02	1.52	0.13
2日後	0.50	0.62	-0.02	0.99
3日後	0.88	0.38	0.60	0.55
4日後	0.80	0.42	-0.63	0.53
5日後	0.55	0.58	0.80	0.42
6日後	-1.74	0.08	-1.45	0.15
7日後	0.55	0.58	-0.08	0.94

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.01	0.31	-0.15	0.88	0.44	0.66
1日後	-2.49	0.01	-1.77	0.08	1.80	0.07
2日後	-1.70	0.09	0.68	0.50	-0.72	0.47
3日後	-0.81	0.42	1.03	0.30	-0.07	0.94
4日後	0.04	0.97	-0.82	0.41	1.01	0.31
5日後	-0.51	0.61	-0.77	0.44	0.33	0.74
6日後	0.19	0.85	-0.34	0.73	-0.89	0.37
7日後	-0.31	0.76	-0.40	0.69	-0.47	0.64

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.53	0.12	-1.20	0.23	0.91	0.36
1日後	-1.16	0.25	-2.07	0.04	1.80	0.07
2日後	-0.70	0.49	0.64	0.52	-0.82	0.41
3日後	-1.73	0.08	0.23	0.82	-0.72	0.47
4日後	-0.32	0.75	-0.76	0.45	-0.05	0.96
5日後	-0.55	0.58	-0.35	0.73	-0.47	0.64
6日後	1.00	0.32	-0.52	0.60	-1.52	0.13
7日後	0.35	0.73	0.24	0.81	0.15	0.88

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表4b2 東電の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.33	0.74	-0.10	0.92		
1日後	-0.66	0.51	1.81	0.07		
2日後	-1.22	0.22	-0.23	0.82		
3日後	1.63	0.10	0.20	0.84		
4日後	-0.72	0.47	-1.01	0.31		
5日後	1.80	0.07	0.65	0.52		
6日後	-2.07	0.04	-0.95	0.34		
7日後	0.44	0.66	-0.72	0.47		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.16	0.25	-0.07	0.95	0.51	0.61
1日後	0.61	0.54	-1.81	0.07	1.64	0.10
2日後	-0.45	0.65	0.43	0.67	-0.54	0.59
3日後	0.87	0.38	0.89	0.37	-0.14	0.88
4日後	-1.35	0.18	-1.22	0.22	1.08	0.28
5日後	-0.89	0.37	-0.72	0.47	0.38	0.70
6日後	0.85	0.40	0.00	1.00	-0.74	0.46
7日後	-0.35	0.73	-1.28	0.20	-0.58	0.56

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	1.51	0.13	-1.49	0.14	1.03	0.30
1日後	0.86	0.39	-2.25	0.02	1.72	0.09
2日後	-0.07	0.95	0.38	0.70	-0.70	0.49
3日後	0.42	0.68	-0.15	0.88	-0.82	0.41
4日後	-1.53	0.13	-1.38	0.17	0.00	1.00
5日後	-1.40	0.16	-0.27	0.79	-0.47	0.64
6日後	0.49	0.63	-0.02	0.99	-1.56	0.12
7日後	-0.73	0.47	-0.47	0.64	0.15	0.88

表4c1 東電の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	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	-1.47	0.14		
1日後	-2.73	0.01	0.00	1.00		
2日後	0.41	0.68	0.32	0.75		
3日後	-0.34	0.74	-0.10	0.92		
4日後	0.43	0.67	-0.98	0.33		
5日後	0.32	0.75	0.79	0.43		
6日後	-1.43	0.15	-1.57	0.12		
7日後	-0.43	0.67	0.41	0.68		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.14	0.89	1.93	0.05	-0.41	0.68
1日後	-1.96	0.05	-0.77	0.44	1.87	0.06
2日後	-1.94	0.05	0.43	0.67	-0.33	0.74
3日後	0.75	0.45	2.10	0.04	0.29	0.78
4日後	0.56	0.58	-0.46	0.65	1.11	0.27
5日後	-0.27	0.79	-1.14	0.25	0.25	0.80
6日後	0.06	0.96	0.11	0.91	0.30	0.76
7日後	0.46	0.65	-1.02	0.31	-0.96	0.34

表4c2 東電の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.79	0.43	-1.25	0.21	-0.44	0.66
1日後	-0.76	0.45	0.30	0.76	1.65	0.10
2日後	-1.34	0.18	0.00	1.00	-0.28	0.78
3日後	1.74	0.08	-0.50	0.62	0.18	0.85
4日後	-1.18	0.24	-1.56	0.12	1.15	0.25
5日後	1.43	0.15	0.85	0.39	0.29	0.77
6日後	-1.79	0.07	-0.80	0.43	0.46	0.65
7日後	-1.09	0.27	-0.62	0.54	-1.13	0.26

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.80	0.43	2.07	0.04	-0.44	0.66
1日後	0.96	0.33	-0.72	0.47	1.65	0.10
2日後	-0.19	0.85	0.26	0.80	-0.28	0.78
3日後	0.60	0.55	1.92	0.05	0.18	0.85
4日後	-0.51	0.61	-0.67	0.50	1.15	0.25
5日後	-0.01	0.99	-1.24	0.21	0.29	0.77
6日後	0.66	0.51	0.00	1.00	0.46	0.65
7日後	1.21	0.22	-1.56	0.12	-1.13	0.26

表5a1 鐘紡の全期間（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	-1.43	0.15	-1.28	0.20	-0.51	0.61
1日後	-2.03	0.04	-1.56	0.12	-0.73	0.46
2日後	-0.97	0.33	-0.74	0.46	1.20	0.23
3日後	-0.01	0.99	2.02	0.04	0.86	0.39
4日後	1.33	0.19	1.10	0.27	-1.46	0.15
5日後	-1.31	0.19	0.57	0.57	0.53	0.59
6日後	0.03	0.98	-0.61	0.54	-0.16	0.88
7日後	0.52	0.60	-0.26	0.79	0.10	0.92

表5a2 鐘紡の全期間（公表値）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	-2.32	0.02	-1.32	0.19	-0.84	0.40
1日後	-0.08	0.94	-1.60	0.11	-0.89	0.37
2日後	-0.66	0.51	-1.07	0.28	0.90	0.37
3日後	-0.89	0.37	1.72	0.09	0.24	0.81
4日後	-0.91	0.36	0.72	0.47	-1.74	0.08
5日後	-0.90	0.37	-0.03	0.98	0.92	0.36
6日後	-0.03	0.98	-0.97	0.33	-0.25	0.80
7日後	0.87	0.39	-0.67	0.50	0.05	0.96

表5b1 鐘紡の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.95	0.05	-1.43	0.15
1日後	-0.71	0.48	-1.09	0.27
2日後	-1.87	0.06	-1.17	0.24
3日後	-1.31	0.19	0.96	0.34
4日後	-0.58	0.56	1.14	0.25
5日後	-1.20	0.23	0.12	0.90
6日後	0.02	0.99	-0.14	0.89
7日後	-0.54	0.59	0.48	0.63

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.25	0.81	-0.51	0.61	-0.33	0.74
1日後	-2.10	0.04	-1.13	0.26	-0.67	0.50
2日後	0.13	0.90	0.19	0.85	0.90	0.37
3日後	1.04	0.30	1.90	0.06	1.00	0.32
4日後	2.13	0.03	0.41	0.68	-1.27	0.21
5日後	-0.63	0.53	0.65	0.52	0.21	0.83
6日後	-0.01	0.99	-0.65	0.52	-0.87	0.38
7日後	1.05	0.29	-0.89	0.37	-0.16	0.87

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.49	0.63	-1.66	0.10	-0.01	0.99
1日後	-0.98	0.33	-0.91	0.36	-1.06	0.29
2日後	0.26	0.80	0.56	0.58	0.41	0.68
3日後	0.81	0.42	0.84	0.40	1.33	0.18
4日後	1.17	0.24	0.76	0.45	-0.78	0.44
5日後	0.39	0.69	1.08	0.28	-1.24	0.21
6日後	1.69	0.09	0.62	0.54	-0.78	0.43
7日後	2.50	0.01	-0.19	0.85	-0.44	0.66

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表5b2 鐘紡の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	-1.56	0.12	-1.45	0.15				
1日後	-0.71	0.48	-0.99	0.32				
2日後	-1.04	0.30	-1.29	0.20				
3日後	-1.05	0.29	0.63	0.53				
4日後	-0.05	0.96	0.70	0.48				
5日後	-0.93	0.35	-0.40	0.69				
6日後	-0.23	0.82	-0.22	0.83				
7日後	0.25	0.80	0.07	0.95				

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.79	0.07	-0.44	0.66	-0.68	0.50		
1日後	0.62	0.53	-1.33	0.18	-0.86	0.39		
2日後	0.28	0.78	-0.01	0.99	0.51	0.61		
3日後	-0.15	0.88	1.94	0.05	0.37	0.71		
4日後	-1.20	0.23	0.26	0.79	-1.58	0.11		
5日後	-0.07	0.94	0.41	0.68	0.52	0.61		
6日後	0.46	0.64	-1.06	0.29	-1.13	0.26		
7日後	1.04	0.30	-1.45	0.15	-0.29	0.77		

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.18	0.24	-1.98	0.05	-0.32	0.75		
1日後	0.24	0.81	-1.04	0.30	-1.30	0.20		
2日後	2.59	0.01	0.55	0.58	-0.16	0.87		
3日後	-0.81	0.42	0.85	0.40	0.94	0.35		
4日後	-0.95	0.34	0.42	0.67	-1.03	0.30		
5日後	-0.20	0.84	1.04	0.30	-1.35	0.18		
6日後	-0.23	0.81	0.35	0.72	-1.23	0.22		
7日後	-0.15	0.88	-0.47	0.64	-0.69	0.49		

表5c1 鐘紡の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	-2.12	0.03	-2.08	0.04				
1日後	-0.88	0.38	-1.36	0.17				
2日後	-1.08	0.28	-0.87	0.39				
3日後	-0.86	0.39	0.67	0.50				
4日後	-0.44	0.66	1.58	0.11				
5日後	-0.78	0.43	0.54	0.59				
6日後	-0.08	0.94	-0.25	0.80				
7日後	0.18	0.86	0.23	0.82				

後半	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	0.21	0.84	0.17	0.87	0.69	0.49		
1日後	-2.03	0.04	-0.79	0.43	0.79	0.43		
2日後	-0.36	0.72	-0.07	0.95	1.04	0.30		
3日後	0.87	0.38	2.46	0.01	0.68	0.49		
4日後	2.28	0.02	-0.14	0.89	-1.23	0.22		
5日後	-1.34	0.18	0.25	0.80	0.49	0.62		
6日後	0.14	0.89	-0.65	0.51	-0.03	0.98		
7日後	0.53	0.60	-0.80	0.43	-0.34	0.73		

表5c2 鐘紡の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.62	0.11	-1.95	0.05	0.19	0.85
1日後	-1.31	0.19	-1.27	0.20	0.48	0.63
2日後	-0.67	0.51	-1.12	0.26	0.56	0.57
3日後	-1.12	0.26	0.54	0.59	-0.09	0.93
4日後	-1.01	0.31	0.94	0.35	-1.52	0.13
5日後	-1.05	0.29	-0.04	0.97	0.83	0.40
6日後	-0.43	0.67	-0.32	0.75	-0.32	0.75
7日後	0.25	0.80	-0.09	0.93	-0.37	0.71

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.80	0.07	0.18	0.86	0.19	0.85
1日後	1.43	0.15	-0.99	0.32	0.48	0.63
2日後	-0.20	0.84	-0.21	0.83	0.56	0.57
3日後	0.00	1.00	2.22	0.03	-0.09	0.93
4日後	-0.26	0.79	-0.08	0.94	-1.52	0.13
5日後	0.48	0.63	0.02	0.99	0.83	0.40
6日後	1.21	0.23	-1.13	0.26	-0.32	0.75
7日後	1.15	0.25	-1.44	0.15	-0.37	0.71

表6a1 北炭の全期間（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	0.26	0.79	1.92	0.06	0.66	0.51
1日後	-2.29	0.02	0.97	0.33	0.20	0.84
2日後	-1.30	0.19	0.50	0.62	0.01	1.00
3日後	1.20	0.23	0.23	0.82	-0.14	0.89
4日後	0.31	0.76	0.24	0.81	1.13	0.26
5日後	0.22	0.82	-0.04	0.97	1.29	0.20
6日後	-0.92	0.36	1.15	0.25	0.20	0.84
7日後	0.04	0.97	-0.35	0.73	0.72	0.47

表6a2 北炭の全期間（公表値）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	-1.16	0.25	1.86	0.06	0.43	0.67
1日後	-0.26	0.79	-0.32	0.75	0.22	0.82
2日後	-1.08	0.28	0.70	0.48	0.02	0.98
3日後	0.62	0.54	0.25	0.81	-0.26	0.79
4日後	-1.05	0.29	-0.30	0.77	1.03	0.30
5日後	-0.42	0.68	-1.56	0.12	1.42	0.16
6日後	-0.03	0.98	0.19	0.85	0.70	0.49
7日後	0.13	0.89	-0.99	0.32	0.48	0.63

表6b1 北炭の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.12	0.91	1.06	0.29
1日後	-0.87	0.38	0.98	0.33
2日後	-1.11	0.27	-0.38	0.70
3日後	1.37	0.17	0.73	0.47
4日後	-0.37	0.71	1.35	0.18
5日後	-0.64	0.52	-0.47	0.64
6日後	-0.05	0.96	0.76	0.45
7日後	-0.59	0.55	0.87	0.38

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.45	0.66	1.73	0.08	0.86	0.39
1日後	-2.30	0.02	0.43	0.67	0.05	0.96
2日後	-0.80	0.42	1.74	0.08	0.18	0.86
3日後	0.31	0.76	-0.25	0.80	-0.24	0.81
4日後	1.02	0.31	-0.93	0.35	1.41	0.16
5日後	0.81	0.42	0.46	0.64	1.31	0.19
6日後	-1.34	0.18	0.93	0.35	-0.48	0.63
7日後	0.62	0.53	-1.39	0.16	0.63	0.53

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.00	1.00	1.11	0.27	0.83	0.40
1日後	-1.26	0.21	0.17	0.86	0.22	0.82
2日後	-0.47	0.64	1.95	0.05	-0.67	0.50
3日後	-0.46	0.65	-0.76	0.45	-0.77	0.44
4日後	0.65	0.52	-0.54	0.59	2.22	0.03
5日後	0.11	0.91	1.23	0.22	0.62	0.54
6日後	-1.59	0.11	1.37	0.17	-1.44	0.15
7日後	2.19	0.03	-1.94	0.05	1.03	0.30

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表6b2 北炭の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	-1.21	0.23	1.08	0.28				
1日後	-0.97	0.33	0.43	0.66				
2日後	-1.34	0.18	-0.22	0.83				
3日後	0.42	0.68	0.14	0.88				
4日後	-1.38	0.17	1.01	0.31				
5日後	-0.18	0.86	-0.88	0.38				
6日後	0.29	0.77	0.29	0.77				
7日後	-0.80	0.42	0.46	0.65				

後半 I	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	1.57	0.12	0.73	0.47		
1日後	0.54	0.59	-0.93	0.35	0.04	0.96		
2日後	0.01	0.99	1.53	0.13	0.23	0.82		
3日後	0.48	0.63	0.21	0.84	-0.41	0.68		
4日後	0.94	0.35	-1.43	0.15	1.44	0.15		
5日後	-0.40	0.69	-1.32	0.19	1.50	0.13		
6日後	-0.41	0.68	-0.01	1.00	-0.12	0.91		
7日後	1.19	0.24	-1.91	0.06	0.37	0.71		

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.58	0.56	1.11	0.27	0.68	0.50		
1日後	-0.13	0.90	-0.18	0.86	0.33	0.74		
2日後	1.49	0.14	1.47	0.14	-0.75	0.46		
3日後	-0.54	0.59	-0.53	0.60	-0.93	0.35		
4日後	0.70	0.49	-1.09	0.28	2.40	0.02		
5日後	0.30	0.77	1.03	0.30	0.89	0.38		
6日後	-1.18	0.24	1.08	0.28	-1.46	0.14		
7日後	0.65	0.52	-1.68	0.09	0.73	0.46		

表6c1 北炭の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価					
	t 値	P値	t 値	P値				
当日	0.08	0.94	1.21	0.23				
1日後	-1.18	0.24	0.90	0.37				
2日後	-0.64	0.52	-0.18	0.86				
3日後	0.91	0.36	0.20	0.84				
4日後	-0.50	0.62	0.51	0.61				
5日後	-0.27	0.78	-0.24	0.81				
6日後	-0.38	0.71	0.88	0.38				
7日後	0.07	0.94	0.04	0.97				

後半	貿易		卸売物価		小売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値		
当日	0.33	0.74	1.68	0.09	1.05	0.30		
1日後	-2.08	0.04	0.53	0.59	-0.39	0.70		
2日後	-1.16	0.25	1.61	0.11	0.29	0.77		
3日後	0.82	0.41	0.22	0.83	0.74	0.46		
4日後	1.42	0.16	-0.20	0.85	0.16	0.88		
5日後	0.69	0.49	0.42	0.67	0.87	0.38		
6日後	-1.10	0.27	0.85	0.40	-0.49	0.62		
7日後	0.02	0.98	-0.54	0.59	0.62	0.54		

表6c2 北炭の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.24	0.22	1.18	0.24
1日後	-0.93	0.35	0.26	0.80
2日後	-0.64	0.52	-0.16	0.87
3日後	0.22	0.82	0.05	0.96
4日後	-1.49	0.14	0.11	0.91
5日後	0.55	0.58	-0.63	0.53
6日後	-0.27	0.79	0.33	0.74
7日後	-0.30	0.77	0.02	0.98

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.24	0.81	1.46	0.14	0.95	0.34
1日後	0.70	0.49	-0.83	0.41	-0.44	0.66
2日後	-0.97	0.33	1.52	0.13	0.34	0.73
3日後	0.83	0.41	0.27	0.78	0.46	0.65
4日後	1.62	0.10	-0.67	0.50	0.08	0.94
5日後	-1.40	0.16	-1.75	0.08	0.93	0.35
6日後	0.46	0.65	-0.09	0.93	-0.05	0.96
7日後	0.81	0.42	-1.67	0.09	0.43	0.66

表7a1 鋼管の全期間（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	-1.24	0.21	0.85	0.40	1.47	0.14
1日後	-1.91	0.06	-0.40	0.69	-0.33	0.74
2日後	-0.46	0.65	1.02	0.31	0.10	0.92
3日後	0.11	0.91	0.15	0.88	0.67	0.50
4日後	2.13	0.03	-0.37	0.71	-1.13	0.26
5日後	-2.46	0.01	-0.74	0.46	0.43	0.67
6日後	-1.04	0.30	-0.26	0.79	-1.28	0.20
7日後	-0.40	0.69	-1.16	0.24	0.08	0.94

表7a2 鋼管の全期間（公表値）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	0.60	0.55	0.39	0.70	1.16	0.25
1日後	0.73	0.47	-0.24	0.81	-0.32	0.75
2日後	-1.68	0.09	0.98	0.33	0.03	0.98
3日後	0.94	0.35	-0.05	0.96	0.39	0.69
4日後	-2.46	0.01	-0.67	0.50	-1.56	0.12
5日後	-0.60	0.55	-1.18	0.24	0.55	0.59
6日後	-1.26	0.21	-0.69	0.49	-1.40	0.16
7日後	-0.50	0.61	-1.63	0.10	-0.08	0.94

表7b1 鋼管の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.40	0.16	-0.85	0.40		
1日後	-1.45	0.15	1.01	0.31		
2日後	0.40	0.69	0.53	0.60		
3日後	0.06	0.95	0.08	0.94		
4日後	1.14	0.26	0.94	0.35		
5日後	-1.82	0.07	0.30	0.77		
6日後	-0.58	0.56	-1.23	0.22		
7日後	1.08	0.28	-0.10	0.92		
後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.47	0.64	1.87	0.06	1.37	0.17
1日後	-1.29	0.20	-1.56	0.12	-0.50	0.62
2日後	-0.81	0.42	0.97	0.33	0.48	0.63
3日後	0.14	0.89	0.18	0.86	0.84	0.40
4日後	1.87	0.06	-1.40	0.16	-0.92	0.36
5日後	-1.64	0.10	-1.40	0.16	0.23	0.81
6日後	-0.87	0.38	0.65	0.51	-1.14	0.25
7日後	-1.67	0.09	-1.53	0.13	0.02	0.99
後半 II	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	1.85	0.06	1.70	0.09
1日後	-0.64	0.52	-0.64	0.52	-0.26	0.80
2日後	-0.59	0.55	0.65	0.52	-0.60	0.55
3日後	-0.52	0.60	-0.38	0.71	0.26	0.80
4日後	1.94	0.05	-0.87	0.39	-0.73	0.47
5日後	-1.74	0.08	-0.59	0.55	-0.03	0.97
6日後	-0.66	0.51	0.19	0.85	-1.24	0.22
7日後	-0.54	0.59	-0.65	0.52	0.32	0.75

注：後半 I の終期は41年、後半 II のそれは36年。以下同様。

表7b2 鋼管の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	0.49	0.62	-0.88	0.38		
1日後	0.14	0.89	1.35	0.18		
2日後	-1.28	0.20	0.64	0.52		
3日後	0.09	0.93	-0.09	0.93		
4日後	-2.30	0.02	0.54	0.59		
5日後	-0.34	0.74	-0.09	0.93		
6日後	-1.77	0.08	-1.41	0.16		
7日後	-0.38	0.70	-0.49	0.62		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.38	0.70	1.58	0.11	1.03	0.30
1日後	0.83	0.40	-2.03	0.04	-0.54	0.59
2日後	-1.06	0.29	0.85	0.39	0.53	0.60
3日後	1.56	0.12	0.11	0.92	0.62	0.54
4日後	-0.86	0.39	-1.71	0.09	-1.29	0.20
5日後	-0.58	0.56	-1.61	0.11	0.34	0.73
6日後	0.52	0.60	0.49	0.62	-1.23	0.22
7日後	-0.29	0.77	-2.02	0.04	-0.16	0.87

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.32	0.75	1.85	0.06	1.63	0.10
1日後	0.67	0.50	-0.68	0.50	-0.31	0.76
2日後	-0.65	0.52	0.52	0.61	-0.70	0.48
3日後	0.92	0.36	-0.61	0.54	0.06	0.96
4日後	-0.78	0.44	-1.00	0.32	-0.82	0.41
5日後	-0.46	0.65	-0.64	0.52	-0.01	0.99
6日後	0.64	0.52	0.06	0.95	-1.44	0.15
7日後	-0.61	0.54	-0.74	0.46	0.16	0.87

表7c1 鋼管の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.52	0.13	-0.59	0.55		
1日後	-1.38	0.17	0.93	0.35		
2日後	0.72	0.47	0.60	0.55		
3日後	0.35	0.72	-0.08	0.94		
4日後	1.34	0.18	0.41	0.69		
5日後	-1.76	0.08	0.51	0.61		
6日後	-0.34	0.73	-1.15	0.25		
7日後	0.96	0.33	-0.19	0.85		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.31	0.75	1.74	0.08	1.34	0.18
1日後	-1.31	0.19	-1.55	0.12	-0.49	0.62
2日後	-1.03	0.30	0.90	0.37	0.63	0.53
3日後	-0.15	0.88	0.36	0.72	1.33	0.18
4日後	1.75	0.08	-0.93	0.35	-0.63	0.53
5日後	-1.64	0.10	-1.72	0.09	-0.05	0.96
6日後	-1.13	0.26	0.62	0.53	-0.61	0.54
7日後	-1.73	0.08	-1.54	0.12	0.01	0.99

表7c2 鋼管の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	0.43	0.67	-0.64	0.52		
1日後	0.28	0.78	1.23	0.22		
2日後	-1.28	0.20	0.63	0.53		
3日後	0.36	0.72	-0.31	0.76		
4日後	-2.49	0.01	0.10	0.92		
5日後	-0.56	0.57	0.05	0.96		
6日後	-1.79	0.07	-1.35	0.18		
7日後	-0.58	0.56	-0.61	0.54		

後半	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	1.35	0.18	1.00	0.32
1日後	0.75	0.46	-2.05	0.04	-0.50	0.62
2日後	-1.08	0.28	0.81	0.42	0.69	0.49
3日後	1.32	0.19	0.33	0.75	1.13	0.26
4日後	-0.68	0.49	-1.26	0.21	-1.01	0.31
5日後	-0.15	0.88	-1.90	0.06	0.09	0.93
6日後	0.60	0.55	0.44	0.66	-0.64	0.52
7日後	0.07	0.94	-2.03	0.04	-0.13	0.89

表8a1 日石の全期間（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	0.22	0.83	-0.24	0.81	1.59	0.11
1日後	-2.72	0.01	-1.39	0.16	-1.06	0.29
2日後	-0.95	0.34	1.46	0.15	-0.51	0.61
3日後	0.08	0.94	1.21	0.23	1.03	0.30
4日後	-0.71	0.47	0.47	0.64	-1.08	0.28
5日後	-0.17	0.87	0.75	0.45	0.58	0.56
6日後	0.77	0.44	-1.29	0.20	-1.14	0.26
7日後	0.12	0.91	-0.71	0.48	-0.63	0.53

表8a2 日石の全期間（公表値）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	-1.09	0.28	0.02	0.99	1.27	0.20
1日後	-1.01	0.31	-1.41	0.16	-0.86	0.39
2日後	0.33	0.74	1.31	0.19	-0.59	0.56
3日後	0.34	0.73	0.94	0.34	0.59	0.56
4日後	-1.47	0.14	0.02	0.99	-1.41	0.16
5日後	-0.96	0.34	0.04	0.97	0.70	0.48
6日後	1.93	0.05	-1.08	0.28	-1.27	0.20
7日後	-0.97	0.33	-1.24	0.21	-0.58	0.56

表8b1 日石の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.17	0.86	0.12	0.91
1日後	-2.16	0.03	-0.50	0.62
2日後	-0.74	0.46	1.19	0.23
3日後	0.80	0.42	-0.07	0.94
4日後	-1.01	0.31	0.50	0.62
5日後	-0.15	0.88	0.28	0.78
6日後	-0.13	0.90	-1.25	0.21
7日後	-0.48	0.63	-0.83	0.41

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.13	0.90	-0.49	0.62	1.89	0.06
1日後	-1.69	0.09	-1.90	0.06	-1.52	0.13
2日後	-0.61	0.54	0.84	0.40	-0.33	0.74
3日後	-1.21	0.23	2.09	0.04	1.20	0.23
4日後	0.31	0.75	0.15	0.88	-0.49	0.63
5日後	-0.09	0.93	0.85	0.39	0.51	0.61
6日後	1.27	0.20	-0.41	0.68	-1.06	0.29
7日後	0.69	0.49	0.19	0.85	-1.05	0.29

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.65	0.52	-0.97	0.33	2.24	0.02
1日後	-0.85	0.40	-1.64	0.10	-1.44	0.15
2日後	-0.51	0.61	0.45	0.66	-0.73	0.47
3日後	-1.84	0.07	1.24	0.21	1.58	0.11
4日後	-0.91	0.36	1.41	0.16	0.25	0.80
5日後	-0.01	1.00	1.19	0.23	-0.06	0.95
6日後	1.25	0.21	-0.54	0.59	-1.27	0.20
7日後	1.71	0.09	0.82	0.41	-0.83	0.41

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表8b2 日石の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.00	0.32	0.34	0.73		
1日後	-0.91	0.36	-0.55	0.58		
2日後	0.71	0.48	1.08	0.28		
3日後	0.30	0.77	-0.17	0.86		
4日後	-0.87	0.38	0.36	0.72		
5日後	-0.92	0.36	-0.29	0.77		
6日後	1.57	0.12	-0.99	0.32		
7日後	-1.46	0.14	-1.18	0.24		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.44	0.66	-0.42	0.67	1.65	0.10
1日後	-0.42	0.67	-1.99	0.05	-1.39	0.17
2日後	-0.44	0.66	0.75	0.45	-0.38	0.70
3日後	0.18	0.86	2.01	0.04	0.74	0.46
4日後	-2.21	0.03	-0.47	0.64	-0.77	0.44
5日後	-0.26	0.79	0.52	0.60	0.76	0.45
6日後	1.11	0.27	-0.43	0.67	-1.20	0.23
7日後	0.41	0.68	-0.46	0.64	-1.00	0.32

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.38	0.71	-1.01	0.31	2.18	0.03
1日後	-1.95	0.05	-1.60	0.11	-1.52	0.13
2日後	1.45	0.15	0.15	0.88	-0.85	0.39
3日後	-0.41	0.68	0.94	0.35	1.45	0.15
4日後	-2.26	0.02	1.17	0.24	0.17	0.86
5日後	-0.55	0.58	1.00	0.32	-0.05	0.96
6日後	0.85	0.39	-0.63	0.53	-1.48	0.14
7日後	0.79	0.43	0.31	0.76	-1.14	0.25

表8c1 日石の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.09	0.93	-0.74	0.46		
1日後	-2.29	0.02	-0.72	0.47		
2日後	-0.79	0.43	1.70	0.09		
3日後	0.18	0.85	0.25	0.81		
4日後	-1.34	0.18	1.36	0.18		
5日後	0.18	0.86	1.02	0.31		
6日後	0.81	0.42	-1.28	0.20		
7日後	0.09	0.93	-0.53	0.59		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.74	0.46	0.74	0.46	1.40	0.16
1日後	-1.46	0.15	-1.88	0.06	-0.96	0.34
2日後	-0.50	0.62	-0.14	0.88	0.13	0.90
3日後	-0.22	0.82	2.16	0.03	0.81	0.42
4日後	1.51	0.13	-1.53	0.13	-0.44	0.66
5日後	-0.73	0.46	-0.26	0.79	0.49	0.63
6日後	0.15	0.88	-0.26	0.80	-0.10	0.92
7日後	0.11	0.91	-0.64	0.52	-0.28	0.78

表8c2 日石の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.29	0.20	-0.33	0.74		
1日後	-0.97	0.33	-0.77	0.44		
2日後	0.81	0.42	1.35	0.18		
3日後	0.15	0.88	0.00	1.00		
4日後	-1.26	0.21	0.95	0.34		
5日後	-0.90	0.37	0.28	0.78		
6日後	1.64	0.10	-1.04	0.30		
7日後	-1.19	0.24	-1.08	0.28		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.25	0.81	0.63	0.53	1.00	0.32
1日後	-0.25	0.80	-1.89	0.06	-0.78	0.43
2日後	-0.66	0.51	0.17	0.87	0.10	0.92
3日後	0.69	0.49	2.10	0.04	0.20	0.84
4日後	-1.20	0.23	-1.89	0.06	-0.79	0.43
5日後	-0.26	0.79	-0.46	0.64	0.79	0.43
6日後	1.21	0.23	-0.32	0.75	-0.14	0.89
7日後	0.34	0.74	-0.99	0.32	-0.26	0.79

表9a1 満鉄の全期間（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	-2.40	0.02	-0.92	0.36	1.52	0.13
1日後	-2.09	0.04	-0.94	0.35	0.47	0.64
2日後	-1.97	0.05	-1.40	0.16	-0.38	0.70
3日後	-1.89	0.06	2.06	0.04	1.09	0.27
4日後	0.95	0.34	0.15	0.88	-0.22	0.83
5日後	-0.57	0.57	-0.45	0.66	0.89	0.37
6日後	-0.70	0.48	-0.52	0.60	1.46	0.14
7日後	-1.11	0.27	-0.90	0.37	1.28	0.20

表9a2 満鉄の全期間（公表値）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	-1.40	0.16	-0.33	0.74	1.69	0.09
1日後	0.39	0.70	-0.49	0.62	0.65	0.52
2日後	1.40	0.16	-1.64	0.10	-0.51	0.61
3日後	-1.09	0.27	1.49	0.14	1.26	0.21
4日後	-0.82	0.41	0.33	0.74	-0.44	0.66
5日後	-1.06	0.29	-0.74	0.46	0.89	0.37
6日後	-0.96	0.34	-0.22	0.82	1.07	0.29
7日後	-1.24	0.22	-0.89	0.37	0.98	0.32

表9b1 満鉄の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.95	0.34	-1.14	0.26		
1日後	-0.84	0.40	0.03	0.98		
2日後	-0.09	0.93	0.09	0.93		
3日後	-1.65	0.10	-0.12	0.91		
4日後	1.94	0.05	1.18	0.24		
5日後	-1.15	0.25	-0.01	0.99		
6日後	0.15	0.88	-0.60	0.55		
7日後	-1.60	0.11	-0.64	0.53		

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.56	0.01	-0.37	0.71	1.58	0.11
1日後	-1.91	0.06	-1.18	0.24	0.48	0.63
2日後	-2.30	0.02	-1.56	0.12	-0.19	0.85
3日後	-1.09	0.28	2.39	0.02	0.79	0.43
4日後	-0.34	0.73	-0.88	0.38	0.02	0.98
5日後	0.35	0.73	-0.51	0.61	0.87	0.38
6日後	-1.14	0.25	-0.28	0.78	1.93	0.05
7日後	-0.35	0.72	-0.65	0.52	1.49	0.14

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.48	0.01	-1.05	0.29	1.39	0.16
1日後	-1.64	0.10	-1.99	0.05	0.29	0.77
2日後	-1.58	0.12	-0.91	0.36	-0.48	0.63
3日後	-1.64	0.10	2.37	0.02	0.11	0.91
4日後	-1.00	0.32	-1.89	0.06	0.27	0.78
5日後	-0.47	0.64	-0.35	0.73	0.89	0.37
6日後	-0.56	0.58	-0.28	0.78	1.90	0.06
7日後	-0.61	0.54	-0.32	0.75	1.94	0.05

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表9b2 満鉄の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.21	0.23	-0.44	0.66		
1日後	0.33	0.74	0.05	0.96		
2日後	1.06	0.29	-0.02	0.99		
3日後	-0.67	0.50	-0.51	0.61		
4日後	0.93	0.35	1.15	0.25		
5日後	-1.35	0.18	-0.17	0.87		
6日後	-0.81	0.42	-0.35	0.73		
7日後	-1.37	0.17	-0.72	0.47		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.74	0.46	-0.07	0.94	1.81	0.07
1日後	0.26	0.79	-0.69	0.49	0.74	0.46
2日後	0.90	0.37	-1.78	0.07	-0.22	0.83
3日後	-0.88	0.38	1.96	0.05	0.86	0.39
4日後	-1.80	0.07	-0.71	0.48	-0.14	0.89
5日後	0.12	0.90	-0.77	0.44	0.85	0.40
6日後	-0.52	0.60	-0.05	0.96	1.66	0.10
7日後	-0.32	0.75	-0.53	0.59	1.24	0.21

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.53	0.60	-1.30	0.19	1.47	0.14
1日後	1.17	0.24	-1.78	0.08	0.43	0.67
2日後	0.24	0.81	-1.20	0.23	-0.73	0.46
3日後	-0.43	0.67	2.21	0.03	0.13	0.89
4日後	-1.61	0.11	-2.25	0.02	0.21	0.83
5日後	0.08	0.94	-0.43	0.66	0.93	0.35
6日後	-0.38	0.71	-0.16	0.88	1.67	0.10
7日後	-0.43	0.67	-0.08	0.94	2.01	0.04

表9c1 満鉄の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.62	0.11	-1.80	0.07		
1日後	-2.00	0.05	-1.14	0.26		
2日後	-0.77	0.44	-0.73	0.47		
3日後	-2.55	0.01	1.01	0.31		
4日後	0.56	0.58	-0.38	0.71		
5日後	-0.90	0.37	0.27	0.78		
6日後	-0.70	0.49	0.10	0.92		
7日後	-1.44	0.15	-0.59	0.56		

後半	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	0.69	0.49	1.44	0.15
1日後	-1.11	0.27	0.10	0.92	0.10	0.92
2日後	-2.13	0.03	-1.23	0.22	1.27	0.20
3日後	0.54	0.59	1.84	0.07	1.77	0.08
4日後	0.90	0.37	0.80	0.42	-0.33	0.74
5日後	0.34	0.73	-0.98	0.33	0.15	0.88
6日後	-0.18	0.86	-0.77	0.44	2.04	0.04
7日後	-0.03	0.98	-0.73	0.47	0.83	0.40

表9c2 満鉄の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.95	0.34	-1.44	0.15		
1日後	1.21	0.23	-0.90	0.37		
2日後	0.75	0.45	-1.10	0.27		
3日後	-1.16	0.24	0.57	0.57		
4日後	-0.23	0.82	-0.36	0.72		
5日後	-1.18	0.24	0.11	0.91		
6日後	-1.22	0.22	0.38	0.70		
7日後	-1.76	0.08	-0.56	0.58		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.29	0.20	1.19	0.23	1.62	0.11
1日後	-0.35	0.73	0.60	0.55	0.24	0.81
2日後	1.64	0.10	-1.23	0.22	1.39	0.16
3日後	-0.25	0.80	1.42	0.16	1.55	0.12
4日後	-1.57	0.12	1.10	0.27	-0.55	0.58
5日後	0.03	0.98	-1.22	0.22	0.03	0.98
6日後	0.84	0.40	-0.64	0.53	1.77	0.08
7日後	0.67	0.50	-0.83	0.41	0.56	0.57

表10a1 郵船の全期間（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	-1.99	0.05	-0.31	0.76	0.63	0.53
1日後	-1.16	0.25	-0.48	0.63	-0.98	0.32
2日後	-0.72	0.47	-1.45	0.15	-0.94	0.35
3日後	-0.43	0.67	1.97	0.05	0.23	0.82
4日後	0.43	0.67	0.12	0.90	-1.39	0.17
5日後	-1.39	0.17	1.01	0.31	-0.05	0.96
6日後	-1.28	0.20	-0.66	0.51	1.04	0.30
7日後	-0.27	0.79	1.19	0.23	-1.76	0.08

表10a2 郵船の全期間（公表値）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	-1.03	0.30	-0.18	0.85	0.29	0.77
1日後	-1.54	0.12	-0.74	0.46	-0.82	0.41
2日後	-2.01	0.04	-1.95	0.05	-0.99	0.32
3日後	0.58	0.56	1.78	0.07	-0.28	0.78
4日後	-1.39	0.17	0.19	0.85	-1.39	0.17
5日後	-0.44	0.66	-0.10	0.92	0.34	0.73
6日後	-0.10	0.92	-0.88	0.38	0.90	0.37
7日後	-1.17	0.24	0.64	0.52	-1.56	0.12

表10b1 郵船の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-2.24	0.03	-0.53	0.59		
1日後	-1.11	0.27	0.01	0.99		
2日後	-1.74	0.08	-1.81	0.07		
3日後	-0.42	0.68	1.60	0.11		
4日後	0.78	0.44	0.45	0.65		
5日後	-1.28	0.20	0.93	0.35		
6日後	-1.41	0.16	-0.51	0.61		
7日後	-0.30	0.76	2.49	0.01		

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.25	0.81	0.46	0.65	0.78	0.44
1日後	-0.35	0.72	-1.18	0.24	-1.16	0.25
2日後	0.84	0.40	0.78	0.44	-0.64	0.52
3日後	-0.15	0.88	1.31	0.19	0.64	0.52
4日後	-0.70	0.48	-0.79	0.43	-1.46	0.14
5日後	-0.57	0.57	0.46	0.65	-0.27	0.79
6日後	-0.19	0.85	-0.46	0.65	0.40	0.69
7日後	0.01	1.00	-2.06	0.04	-2.08	0.04

後半Ⅱ	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	-0.14	0.89	1.19	0.24
1日後	0.31	0.76	-1.21	0.23	-1.09	0.27
2日後	0.68	0.50	1.66	0.10	-1.29	0.20
3日後	-0.23	0.82	0.38	0.70	1.08	0.28
4日後	-0.94	0.35	-0.98	0.33	-0.68	0.49
5日後	0.31	0.75	1.59	0.11	-1.42	0.16
6日後	1.04	0.30	-0.29	0.78	1.19	0.23
7日後	-0.04	0.96	-1.16	0.25	-1.81	0.07

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表10b2 郵船の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.90	0.37	-0.40	0.69		
1日後	-1.10	0.27	-0.30	0.76		
2日後	-1.56	0.12	-2.12	0.03		
3日後	0.22	0.82	1.32	0.19		
4日後	-1.02	0.31	0.38	0.70		
5日後	-0.36	0.72	0.01	1.00		
6日後	-0.25	0.80	-0.62	0.53		
7日後	-0.93	0.35	1.66	0.10		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.62	0.53	0.51	0.61	0.47	0.64
1日後	-1.60	0.11	-1.24	0.21	-1.02	0.31
2日後	-1.26	0.21	0.09	0.93	-0.60	0.55
3日後	1.15	0.25	1.67	0.09	0.19	0.85
4日後	-1.26	0.21	-0.53	0.59	-1.53	0.13
5日後	-0.26	0.80	-0.23	0.82	0.14	0.89
6日後	0.26	0.80	-0.84	0.40	0.17	0.86
7日後	-0.81	0.42	-2.06	0.04	-1.86	0.06

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-0.74	0.46	-0.46	0.64	1.04	0.30
1日後	-2.37	0.02	-1.19	0.23	-1.02	0.31
2日後	-0.71	0.48	1.12	0.26	-1.27	0.20
3日後	0.29	0.77	0.76	0.45	0.94	0.35
4日後	-1.08	0.28	-0.76	0.45	-0.82	0.41
5日後	-0.06	0.95	1.07	0.28	-1.44	0.15
6日後	-0.17	0.87	-0.59	0.56	0.99	0.32
7日後	-1.86	0.06	-0.81	0.42	-2.00	0.05

表10c1 郵船の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-2.27	0.02	-0.54	0.59		
1日後	-1.09	0.27	-0.15	0.88		
2日後	-1.62	0.10	-1.34	0.18		
3日後	-0.54	0.59	1.75	0.08		
4日後	0.61	0.54	0.40	0.69		
5日後	-1.03	0.30	1.18	0.24		
6日後	-1.06	0.29	-0.59	0.55		
7日後	-0.18	0.86	2.38	0.02		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.49	0.62	0.54	0.59	1.05	0.29
1日後	-0.38	0.70	-0.89	0.37	-0.95	0.34
2日後	0.77	0.44	-0.58	0.57	-0.57	0.57
3日後	0.23	0.82	0.99	0.32	0.38	0.70
4日後	-0.43	0.66	-0.75	0.45	-1.46	0.14
5日後	-1.11	0.27	-0.37	0.71	-0.14	0.89
6日後	-0.72	0.47	-0.27	0.79	-0.02	0.99
7日後	-0.31	0.75	-2.19	0.03	-1.55	0.12

表10c2 郵船の期間区分B (31/9で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.85	0.40	-0.49	0.62		
1日後	-1.39	0.16	-0.44	0.66		
2日後	-1.52	0.13	-1.83	0.07		
3日後	0.28	0.78	1.55	0.12		
4日後	-1.31	0.19	0.39	0.70		
5日後	-0.42	0.67	0.12	0.90		
6日後	-0.06	0.95	-0.74	0.46		
7日後	-1.19	0.23	1.73	0.08		

後半	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	0.82	0.41	0.77	0.44
1日後	-0.66	0.51	-0.97	0.33	-0.89	0.37
2日後	-1.35	0.18	-0.86	0.39	-0.57	0.57
3日後	1.22	0.22	1.05	0.29	-0.12	0.90
4日後	-0.45	0.66	-0.61	0.54	-1.46	0.14
5日後	-0.08	0.94	-0.79	0.43	0.40	0.69
6日後	-0.07	0.94	-0.58	0.56	-0.20	0.84
7日後	0.16	0.87	-2.47	0.01	-1.28	0.20

表11a1 王子新の全期間（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	-1.36	0.17	0.86	0.39	1.44	0.15
1日後	-0.34	0.73	-1.47	0.14	0.56	0.58
2日後	-2.11	0.04	-0.56	0.58	0.27	0.79
3日後	-0.63	0.53	0.63	0.53	1.84	0.07
4日後	-0.86	0.39	-0.40	0.69	-0.18	0.86
5日後	0.27	0.78	0.57	0.57	-0.60	0.55
6日後	1.09	0.28	-0.65	0.51	1.28	0.20
7日後	1.39	0.17	-0.36	0.72	0.98	0.33

表11a2 王子新の全期間（公表値）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	-1.78	0.07	0.97	0.33	1.51	0.13
1日後	-0.17	0.86	-1.38	0.17	0.68	0.50
2日後	-0.39	0.69	-0.70	0.48	0.21	0.83
3日後	-0.06	0.96	0.53	0.60	1.87	0.06
4日後	-1.63	0.10	-0.95	0.34	-0.29	0.77
5日後	-0.77	0.44	-0.22	0.83	-0.59	0.56
6日後	1.24	0.22	-0.94	0.35	1.01	0.31
7日後	-1.48	0.14	-0.73	0.47	0.89	0.37

表11b1 王子新の期間区分A（25/3で区分、ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価	
	t 値	P値	t 値	P値
当日	0.44	0.66	1.17	0.24
1日後	-1.65	0.10	-0.44	0.66
2日後	-1.92	0.05	-0.09	0.93
3日後	0.10	0.92	-0.07	0.95
4日後	-0.02	0.98	-1.28	0.20
5日後	-0.78	0.43	-0.04	0.97
6日後	1.00	0.32	-0.43	0.67
7日後	0.36	0.72	-0.33	0.74

後半Ⅰ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.54	0.12	0.31	0.76	1.33	0.18
1日後	0.19	0.85	-1.45	0.15	0.52	0.60
2日後	-1.47	0.14	-0.59	0.55	0.27	0.79
3日後	-0.76	0.45	0.77	0.44	1.76	0.08
4日後	-0.98	0.33	0.11	0.92	-0.09	0.93
5日後	0.88	0.38	0.73	0.47	-0.95	0.34
6日後	0.67	0.51	-0.52	0.60	2.08	0.04
7日後	1.34	0.18	-0.17	0.86	0.68	0.49

後半Ⅱ	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.58	0.12	-0.02	0.99	0.69	0.49
1日後	0.08	0.94	-1.91	0.06	0.23	0.82
2日後	-0.54	0.59	0.08	0.94	0.06	0.95
3日後	-1.72	0.08	0.66	0.51	0.97	0.33
4日後	-1.71	0.09	0.72	0.47	0.53	0.59
5日後	0.59	0.56	1.94	0.05	0.63	0.53
6日後	0.85	0.40	-0.03	0.98	1.60	0.11
7日後	1.17	0.24	0.41	0.68	0.90	0.37

注：後半Ⅰの終期は41年、後半Ⅱのそれは36年。以下同様。

表11b2 王子新の期間区分A (25/3で区分、公表値) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-1.31	0.19	1.22	0.22		
1日後	1.05	0.29	-0.60	0.55		
2日後	-1.36	0.17	-0.10	0.92		
3日後	0.30	0.76	0.12	0.91		
4日後	-2.40	0.02	-1.91	0.06		
5日後	-1.13	0.26	-0.73	0.47		
6日後	0.94	0.35	-0.52	0.61		
7日後	-0.64	0.52	-0.59	0.56		

後半 I	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.26	0.21	0.31	0.76	1.38	0.17
1日後	-0.98	0.33	-1.28	0.20	0.65	0.52
2日後	0.45	0.65	-0.82	0.41	0.21	0.83
3日後	-0.27	0.79	0.63	0.53	1.78	0.07
4日後	-0.43	0.67	-0.11	0.91	-0.22	0.83
5日後	0.13	0.90	0.38	0.70	-1.04	0.30
6日後	1.03	0.30	-0.80	0.42	1.91	0.06
7日後	-1.35	0.18	-0.47	0.64	0.59	0.55

後半 II	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.18	0.24	-0.05	0.96	0.73	0.47
1日後	-0.13	0.89	-2.06	0.04	0.25	0.80
2日後	0.83	0.41	0.03	0.98	0.18	0.85
3日後	-0.13	0.90	0.60	0.55	0.78	0.44
4日後	-0.74	0.46	0.76	0.45	0.56	0.58
5日後	-0.14	0.89	1.88	0.06	0.63	0.53
6日後	0.13	0.90	-0.38	0.71	1.46	0.14
7日後	-0.94	0.35	0.35	0.73	0.92	0.36

表11c1 王子新の期間区分B (31/9で区分、ダミー) の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	0.57	0.57	0.43	0.66		
1日後	-0.44	0.66	-1.76	0.08		
2日後	-1.08	0.28	-0.37	0.71		
3日後	-1.53	0.13	-1.00	0.32		
4日後	-1.49	0.14	-0.86	0.39		
5日後	-0.91	0.36	0.92	0.36		
6日後	0.57	0.57	-0.52	0.60		
7日後	-0.04	0.97	-0.34	0.73		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.66	0.10	0.81	0.42	1.24	0.21
1日後	-0.18	0.86	-0.21	0.84	0.70	0.49
2日後	-1.83	0.07	-0.44	0.66	0.15	0.88
3日後	0.72	0.47	1.53	0.13	2.52	0.01
4日後	0.69	0.49	0.04	0.97	-0.45	0.65
5日後	1.28	0.20	-0.08	0.94	-1.46	0.14
6日後	0.93	0.35	-0.43	0.67	1.78	0.08
7日後	1.58	0.12	-0.16	0.87	0.67	0.50

表11c2 王子新の期間区分B（31/9で区分、公表値）の推定結果

前半	貿易		卸売物価			
	t 値	P値	t 値	P値		
当日	-0.87	0.39	0.70	0.49		
1日後	1.22	0.22	-1.74	0.08		
2日後	-0.86	0.39	-0.32	0.75		
3日後	-0.39	0.70	-0.42	0.68		
4日後	-2.36	0.02	-1.29	0.20		
5日後	-1.51	0.13	-0.02	0.98		
6日後	0.83	0.40	-0.68	0.49		
7日後	-1.13	0.26	-0.53	0.60		

後半	貿易		卸売物価		小売物価	
	t 値	P値	t 値	P値	t 値	P値
当日	-1.52	0.13	0.68	0.50	1.28	0.20
1日後	-1.29	0.20	-0.14	0.89	0.76	0.45
2日後	0.26	0.79	-0.72	0.47	0.05	0.96
3日後	0.89	0.37	1.30	0.19	2.42	0.02
4日後	1.40	0.16	-0.31	0.76	-0.61	0.54
5日後	0.90	0.37	-0.31	0.76	-1.55	0.12
6日後	1.58	0.11	-0.66	0.51	1.60	0.11
7日後	-0.95	0.34	-0.62	0.54	0.51	0.61

表12 株価変化額の分散

	期間 (年)	分散
東株旧	全期間	5.89
	前半	7.64
	後半	4.95
東株新	全期間	5.83
	前半	7.49
	後半	4.99
東電	全期間	0.38
	前半	0.52
	後半	0.30
鐘紡	全期間	2.47
	前半	2.81
	後半	2.28
北炭	全期間	0.98
	前半	1.22
	後半	0.83
鋼管	全期間	1.70
	前半	2.60
	後半	1.32
日石	全期間	1.80
	前半	3.51
	後半	0.82
満鉄	全期間	0.45
	前半	0.37
	後半	0.49
郵船	全期間	4.13
	前半	8.91
	後半	1.24
王子新	全期間	0.35
	前半	0.22
	後半	0.42

注：全期間とは1915～41年、または15～43年、
前半と後半は25年3月末で区分。

表13a 株主数（単位 万人）

	1922年	1935年
東株	1.1	1.5
東電	1.7	5.6
鐘紡	0.7	1.5
北炭	0.5	0.6
鋼管	0.5	0.4
日石	0.05	2.5
満鉄	1.1	5.6
郵船	2.5	2.3
王子	0.5	1.8

出所：東洋経済新報社「会社年鑑」1922, 1925, 1930年。

注：新旧全株の株主。鋼管の22年は25年の数値。

39年の満鉄は6.8万人（「読売新聞」1932年2月27日）。

表13b 発行株数と大株主の持ち株比率（単位 万株、%）

	1922年		1935年	
	株数	大株主比	株数	大株主比
東株旧	44	7	40	9
東株新	46	14	60	27
東電	163	21	859	23
鐘紡	19	21	36	17
北炭	41	40	41	38
鋼管	21	12	21	49
日石(全株)	86	30	150	16
満鉄A	180	60	720	69
満鉄B	80	10	280	21
郵船	88	24	101	35
王子新	52	48	152	24

注：日石は新旧株の合計、他の特記以外は旧株のみ。

満鉄Aは政府保有を含む、Bは政府保有を除く数値。

22年の鋼管はデータがなく、25年の数値で代用。

大株主比は大株主上位10人・社の持ち株の合計を発行総株数で割った。