

戦前株式市場の効率性 VI : 実物取引を対象に
釜江廣志

Efficiency of the Equity Markets in the Prewar Japan VI :
Including Cash Transaction
Hiroshi KAMAE.

Working Paper Series No. 178

April 2024

Efficiency of the Equity Markets in the Prewar Japan VI :
Including Cash Transaction

Hiroshi KAMAE

This paper tests efficiency of the equity markets in the prewar Japan. I try semi-strong form tests of the cash transaction, using macro-economic indices and firms' dividend, capital stock change, and financial news including Life Insurance Security Company's trading. The Oji Paper Company's new and old equities and other 8 company equities are included. Test period is between 1927 and 1941, and is split at November 1934.

According to the test results, some equities were efficient in total period or in split periods, and others were inefficient. Especially, in the latter half period, efficient equities are more than those of the former half period.

These results may be explained using increase of trading volume and development of communication technology and trading technique.

戦前株式市場の効率性 VI：実物取引を対象に¹

釜江 廣志

§1 はじめに

戦前の株式市場は1944年頃まで自由で、市場原理が機能していたと見られる²。前稿まででは長期、短期の両精算取引市場、つまり戦前において中心であった先物市場を分析したが、本稿では1927年から41年までの実物取引を対象として、その市場の効率性を分析する。分析の枠組みは精算市場のそれらと大きな違いはないが、前稿までとは異なり、企業ダミーに生保証券会社による買い入れも含める。

長期・短期の精算取引と実物取引の規模を比べると、表1が示すように、前者が圧倒的に多い。本稿の主たる目的は、いわばマイナーな実物市場が効率的であるか、その状況は上記の精算市場と異なるか、などを調べることである。なお、1927年から41年までの期間において、取引データがなるべく連続して得られるものを、多様な産業から選んだため、旭石油、足利紡績、白木屋など市場の主要な存在とは必ずしも言えない銘柄も対象にしている。

次節では、実物取引の概要と本稿の対象銘柄の紹介を述べたあと、株式収益の計算に増資、配当をどう取り込むか、それをどのような変数で説明するか、期間区分をどうするか、などを述べる。第3節では、計測の方法と計測結果を記述し、第4節はまとめである。

¹ 東京経済大学図書館と神戸大学図書館新聞記事文庫のデータベースを利用した。記して感謝申し上げます。

² 小林(1978)p. 152-53、久保田(1978)p. 173 参照。

§2 分析の対象

§2-1 実物取引

現物取引は1918（大正7）年9月から取引所内で開始されたが³、それまでも存在していた⁴。従来、市場外で売買されていた現物は22年9月に全て取引所に集中され⁵、改称して実物取引となった。売買法は相対売買と入札売買であり、前者は個人取引に用いられ、後者は月1回の入札により売りか買いを行った。決済は約定から15日以内であり、売り方は契約日以前でも受け渡しを請求できた（「売方勝手渡し」）。

主たる売買法は相対売買であり、その取引ごとの約定値は異なっていて、平均を算出して中値と呼んだ。これが売買の「公定」値段である⁶。株価データは主として「東京日日新聞」または「東京朝日新聞」から採り、夕刊⁷があれば夕刊から、なければ朝刊から採集する。午前の中値データは1922年9月～44年8月の期間にあるが、「東京日日新聞」の欄外ではなく欄内に掲載されているのは27年4月2日以降であり、それを使う⁸。

なお、1924年6月の短期精算取引開始後はその振興を図るために、短期市場に上場された銘柄は、実物市場においては端数株を除き、その売買が禁止された⁹。しかし、表2によれば、短期と比較できる王子新株の実物の売買高は、特に35年においては短期のそれを大きく下回っていたわけではない。

§2-2 対象銘柄

本稿で対象とする銘柄として、1927年～41年を通してできるだけ長い期間データが得られるものを様々な産業から選ぶと、以下のとおりである。

繊維：足利紡績¹⁰（実物のデータ期間は32年12月19日～40年9月7日）、

食料品：麒麟麦酒（同30年5月1日～31年6月25日、31年9月15日～41年12月末）、

³ 菊一(1978)p. 79、「東京朝日新聞」、「東京日日新聞」とともに1918年9月3日参照。

⁴ 植谷(1978)p. 39参照。

⁵ 菊一(1978)p. 80参照。

⁶ 日本銀行調査局(1932)p. 171、山中(1933)p. 4参照。

⁷ 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。

⁸ 1927年4月における実物取引の銘柄のうち記事にあるのは、日銀新旧株、横浜正金銀行、第一銀、東株新旧、大株、鐘紡と第二新株、富士紡新旧、東洋紡、日本郵船新旧、東京瓦斯、東京電燈、大日本麦酒新旧、大日本人造肥料、大日本製糖新旧、台湾糖、明治糖、浅野セメント新旧、王子製紙、富士紙、日本石油新旧、旭石油、久原鋳業、日本鋼管、南満州鉄道、三越、白木屋、日魯漁業などで、特記なしは旧株である。

⁹ 日本銀行調査局(1932)p. 163参照。

¹⁰ 1943年に呉羽紡績と合併した。呉羽紡績(1960)p. 186参照。

鉱業：旭石油¹¹(同 27 年 4 月月初～29 年 9 月 3 日、30 年 4 月 2 日～31 年 6 月 25 日、33 年 1 月 10 日～41 年 12 月末)、

化学：王子製紙(利用可能な実物は 27 年 4 月月初～30 年 11 月 25 日と 36 年 3 月 21 日～37 年 8 月 3 日が旧株、30 年 11 月 25 日～36 年 3 月 20 日と 37 年 8 月 4 日～39 年 2 月 28 日は新株。うち新株は上記全期間が「東京日日新聞」に証券業者の広告として掲載され、旧株の 29 年 9 月 4 日～30 年 3 月 30 日、36 年 3 月 21 日～37 年 8 月 3 日の相場も同じく広告として掲載)、

百貨店：白木屋(実物データ 27 年 4 月月初～40 年 2 月 10 日。広告相場は「東京朝日新聞」に 28 年 1 月 7 日～30 年 2 月 28 日が、「東京日日新聞」に 30 年 3 月 1 日～35 年 5 月 31 日がある)、

鉄道：京成電気軌道(同 30 年 11 月 26 日～41 年 12 月末)、

造船：川崎造船(同 32 年 12 月 19 日～41 年 12 月末。39 年 12 月川崎重工と改名)、

ガス：東京瓦斯(同 27 年 4 月月初～41 年 12 月末。広告相場は 30 年 1 月 5 日～39 年 2 月 28 日が「東京日日新聞」にある)、

銀行：第一銀行(同 27 年 4 月月初～41 年 12 月末)。

§2-3 期間区分

これまでの分析と同様に期間区分を行い、期間のほぼ中間で区切る。株価の変動が大きく区分日となりうる候補日は次のとおりである。

1932 年 6 月 18 日 赤字国債発行の法律施行

32 年 11 月 25 日 赤字国債の日銀引受発行の開始

33 年 7 月 24 日 財閥の株式公開開始

34 年 11 月 15 日 実物取引の証券金融を実施¹²

36 年 3 月 10 日 2・26 事件後の東株再開

37 年 7 月 7 日 日華事変

37 年 8 月 9 日 増税案、議会提出

38 年 3 月 1 日 現物の特殊銘柄の取引開始(才取人を介在させない)、同年 11 月 12 日まで¹³

38 年 7 月 11 日 物動計画、価格統制強化

39 年 9 月 4 日 第 2 次大戦勃発。

本稿で取り上げる多くの銘柄については実物取引の証券金融を実施した 1934 年 11 月 15 日で区切る。27 年 4 月～41 年 12 月の期間では、前半が 7 年 7 か月、後半は 7 年 1 か月である。なお、足利紡と川崎はデータの開始日が遅いので、2・26 事件後に政策転換が行われ、しばらく休業した東株が再開した 36 年 3 月 10 日で区切る。前半は 3 年 3 か月、後半は 4 年 7 か月である。また、王子はデータの終了日が早いので、区切りを財閥の株式公開が開始された 33 年 7 月 24

¹¹ 1942 年に旭石油の採掘部門が日本石油、日本鉱業とともに帝国石油に統合された。「東京朝日新聞」1942 年 8 月 26 日参照。

¹² 「東京日日新聞」1934 年 11 月 16 日参照。

¹³ 「東京日日新聞」1938 年 3 月 2 日、同年 12 月 11 日参照。

日にすると前半6年3か月、後半は5年7か月である。

§2-4 増・減資について

増資は、希薄化により一般的に株価下落を引き起こし、株価の断層が発生するので、その処理を行う。権利落ち日の特定は容易ではなく、増資実施日の近くで断層のある日を権利落ち日とみなす。減資も増資と同様に扱いうる。増資と異なり、合併による資本増は希薄化を生じさせないため、特別の考慮はしない。増資の実施日における株価の変化のうち、増資の影響以外は、他の日と同様に、§2-6で取り上げるマクロ変数、市場全体、産業、またはその企業独自の要因などによるものであり、したがって増資の影響を除去すると、他の日と同様の処理でよい。

増資の株価への影響は量的に把握可能である。下記の旭石油の例のように、当日の払込済資本金が前日までのその何倍になったかがわかると、50円に換算した1株あたりの価値が計算できる。価値(倍率)を断層日前日の株価に乗ずると断層日当日の株価の理論価格がえられる。断層日当日の実際の株価からこの理論価格を差し引いた差が、増資以外の要因によってもたらされた株価の変化分に相当する。

各社の増資の影響の除去は次のとおりである。

旭石油:1936年11月5日に倍額増資を行い¹⁴、払込済資本金は1.27倍になった。同年8月2日に株価の断層があり、理論価格は56.2円であるが¹⁵、実際の価格は67円であった。増資以外の要因によってもたらされた株価の変化分は、理論価格と実際の価格との差+10.8円(上昇)である。39年4月1日に再度倍額増資し¹⁶、同年3月2日に株価の断層があり、理論価格58.4円、実際価格は67.5円、増資以外の要因による株価変化は+9.1円である。

王子:倍額増資¹⁷を36年6月1日に実施して払込済資本金は1.25倍になった。株価の断層は同年10月27日にある。理論価格は93.3円、実際の価格は97円、増資以外の要因による株価変化は-3.7円である。

川崎:39年12月2日に2.5倍増資を行い¹⁸、払込済資本金は1.75倍になった。株価断層は同年5月12日である。理論価格は53.9円、実際の価格は68.5円、増資以外の要因による株価変化は+14.6円である。

白木屋¹⁹:35年7月13日に3割減資して払込済資本金は0.65倍になった。同

¹⁴ 「東京朝日新聞」1936年6月13日参照。

¹⁵ 払込済資本金は1.27倍であるから、1株あたりの価値は $1/1.27=0.79$ 倍になる。8月2日の前日の株価71.2円を0.79倍した56.2円が当日の理論価格である。

¹⁶ 38年12月28日に総会、39年4月1日と同年12月1日に払込み。

¹⁷ 払込済額は25円(1930年11月～)、37.5円(34年9月～)、50円(36年3月～)、25円(37年8月～)。東京株式取引所(1938)巻末統計編p.113参照。また、36月6日に新株を旧株に合併した。

¹⁸ 「東京朝日新聞」1939年9月19日参照。

¹⁹ 「東京朝日新聞」1935年3月5日、3月9日、4月2日;前田(1999)p.118- 参

年7月20日の株価に断層があり、理論価格は19.6円、実際の価格は32円、増資以外の要因による株価変化は+12.4円である。

§2-5 配当落ちの処理

総会月の1日(ついたち)に配当落ちがあり、その価格は2日付の新聞に掲載される²⁰。配当落ちの影響は1日間だけであるとする²¹。

配当落ち日、つまり月の1日の真の株価変化(2日付掲載)は、

$$= [\text{配当落日の翌日の株価(月の2日付掲載)} + \text{配当額}] - \text{前日の株価(月の1日掲載)}$$

$$= \text{配当落日翌日の株価の対前日変化額} + \text{配当額}。$$

新株への配当額は払込済額に比例する²²。データは、東京株式取引所(1928, 1933, 1938)の統計に払込済額が1937年まであり、東洋経済新報社(各年)には配当率と払込済額がある。額面50円、配当率年D%、新株でその払込済額がH円なら(旧株はH=50)、1株(50円)・半年あたりの配当額は

$$(50 \times D/100/2) \times H/50 = D \times H/200。$$

普通株の他に優先株がある場合も、普通株の配当を扱う。配当は特配を含む。

対象企業の決算期と総会は次のとおりである。

a) 総会6・12月末、配当落ち6月2日、12月2日付(決算²³:上期5月・下期11月): 旭石油、足紡、王子新株、川崎、京成(30年1月27日の総会は例外)、

b) 総会2・8月、配当落ち2月2日、8月2日付: 白木屋

c) 総会1・7月、配当落ち1月5日、7月2日付: 麒麟、第一銀、東瓦斯。

§2-6 マクロ変数と企業ダミー

本稿の分析期間内では、マクロ変数のうち貿易は1940年9月分までが、日銀卸売物価と日銀小売物価は全期間で、それぞれ公表されており、これらのダミーと公表値の双方を使う。なお、日銀金利の変更は事前の観測報道や情報漏

照。

²⁰ 「東京日日新聞」1941年6月3日に「[6月1日は日曜であり、6月2日取引の-釜江]実物に配当落ちが多い。日本光学、芝浦電気、三菱商事、鐘実[鐘ヶ淵実業]などは値下がり」とあり、これらはいずれも6,12月が総会月である。

「東京朝日新聞」1941年6月3日、同年12月2日にも「実物に配当落銘柄が多く」との記述がある。

²¹ 投資家は短期的な視野で投資を行っている、つまり、配当落ちがあった前日の相場を所与とし、それに基づいて当日の注文値を決めると想定する。例えば、「12月1日より次の実物は配当落ち、京成、川崎造船、旭石油他」(「東京朝日新聞」1938年12月2日)と言及された3銘柄のうち京成と旭石油は12月2日に下落、3日は不変か上昇している。

²² 南条他(2009)p.53参照。

²³ 「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。

れの可能性があり、利用しない²⁴。例えば、36年4月7日の日銀金利引き下げについては「中外商業新報」36年3月21日に観測報道がある。

マクロ変数公表以外のイベントとしては、個別企業か産業のニュース、つまり下記のような配当、増資、およびそれら以外の業況ニュースなどのニュースリリースがある。これらもダミーとして取り込み、企業ダミーと称する。

1) 配当増減とその予測(dummy4)

一定レベル以上の増加または減少と、その予想が的中した場合の初報日(総会日以前)か、それがなければ総会日に、ダミーを1とする。なお、増・減配の回数は多くないので、それらの影響の正負をダミーを使って区別することは容易ではない。また、配当変化の初報日と配当落ち日は必ずしも一致しないので、被説明変数たる配当落ちの日の価格変化を初報日のダミーで説明することは問題ないであろう。

2) 増・減資(dummy5)

増・減資の予定の初報日か決定日(総会日)、または実施日にダミーを1とする。

3) 業況(dummy6)

業界全体の減産(操短・限産=生産制限)の開始・停止日、または、協定・申合せ(製品価格に関するものも含む)などの締結日のダミーを1とする。なおそれ以外に、製品需給とその見通し、企業・業界の動向一般とその見通し、製品価格の変動なども考慮の要はあるかもしれないが、これらは把握が容易でないこと、かつこれらは結局、企業の業績、ひいては配当に影響していくと考えられることから、等閑に付す。

また、1930年頃以降に株価を維持するべく行われた市場介入は以下のとおりであるが²⁵、これらがどの銘柄に対して行われたかの特定も容易ではない。

1930年10月 直接的な株価維持のために、生命保険会社が出資して生保証券会社(第1次)を設立²⁶、

33年2月 生保証券会社が解散し生保投資シンジケートが組織されて²⁷、積極的に投資効率を追求²⁸、

33年7月 同シンジケートが生保投資団を結成、

35年8月 上記シンジケートを常置の株式会社化した²⁹第2次生保証券会社を

²⁴ 野村証券調査部編(1927p. p. 103)は、これらの他に株価と賃金をあげている。しかし、これらについては変化日を特定できるように適切な指数が定期的に発表されていたとは確認できない。

²⁵ 小林(2012)p. 177-参照。

²⁶ 「東京朝日新聞」1930年9月6日参照。「砂糖、ビール、製紙、電力等の内容堅実な株式」(「報知新聞」1936年3月12日)で「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。

²⁷ 「東京朝日新聞」1933年2月8日参照。

²⁸ 小野(1936)p. 203 参照。

²⁹ 小野(1936)p. 204 参照。

設立し³⁰、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、38年4月頃に解散³¹、

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³²、

41年3月 日本協同証券を設立、

41年8月 株式価格統制令が施行され、最低価格を限定。

1930年～41年における、生保証券会社・生保筋・生保会社・保険会社、および40年ころからの証券投資会社³³による買い支え³⁴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」（読売）に以下のように報じられており³⁵、これも、株式・社債関連事項とともに dummy6 に含める。ただし、対象には新・旧株、長期・短期取引を含んでおり、必ずしも実物取引の銘柄だけとは限らない。

王子³⁶：読売 30年10月26日、

川崎：東朝 40年12月20日(軍需株一般)、

麒麟：読売 32年11月8日(手持ちしていた)、

京成：東朝 38年12月24日、

東瓦斯：東朝 30年11月9日、32年8月27日(新株引受を予定)、東日 31年2月18日、36年5月10日、40年12月12日、読売 32年11月8日(手持ち)。他に、一流(割安)株の買いが「東京朝日新聞」30年10月17日、30年11月8日に掲載されている。

なお、マクロ公表とイベントの日が取引のない日であって、翌日にデータがあれば翌日発表として取り込む(翌日のみ、翌々日は無視)。以上の dummy4～6 を使いたい、すでにマクロ変数でダミーを3個使っており、さらに企業ダミー3

³⁰ 「東京朝日新聞」1935年8月21日参照。

³¹ 「東京朝日新聞」1937年9月5日、「東京日日新聞」1938年3月21日参照。

³² 小林(1978)p.444、「東京朝日新聞」1940年7月26日参照。

³³ 「東京日日新聞」1940年9月27日参照。

³⁴ なお、生保各社の買い入れがあると、こ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情報に敏感な株式(プロの投資家が保有)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。

³⁵ なお、山一証券調査部(1935、p.66)に、生保証券会社の1933年2月の解散時における持株リスト(東瓦斯、麒麟などの一流株式)の掲載がある。また同書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り、第一銀、京成、東瓦斯、王子、白木屋などが含まれている。

³⁶ 下記の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、必ずしも買い支えとはみられない。「東京朝日新聞」1933年7月25日、「東京日日新聞」1933年7月25日参照。

個は多過ぎるので、企業ダミーはまとめて1個 (dummy7)とする。2個以上が同日にあっても dummy7 は1にする。

§2-7 各社のイベント

各社のイベントとその報道日は次のとおりであり、特記なしの区分日は1934年11月15日である。

旭石油(全11個、前半6個、後半5個)

配当(2%以上の増減) 復配 東日33年7月6日; 増配 読売34年6月12日、増資説 東日36年2月4日; 増資決定 東日36年6月14日、

外油輸入増見越し 東日28年10月12日; 貯油義務の負担増 東日34年9月18日; 業界の統制拡充 東日34年10月31日; 重油値上げ協定 東朝35年3月14日; 重油地盤協定 東朝36年11月13日; 石油業法成立 東朝34年3月26日; 精製事業合併へ 東朝41年8月5日。

足利紡(全11個、前5個、後6個、区分日36年3月11日)

配当³⁷(1%以上の増減) 復配 東朝33年12月16日; 増配 #39年6月27日、#同年12月13日、#40年6月6日; 減配 #38年6月26日、

増資 なし; 払込が忌避される 東日35年1月7日、

操短拡張 東日33年8月12日; 操短据置 読売34年10月24日; 業界景気悪化 東日36年1月7日; 呉羽紡へ経営委任 読売38年7月21日; 合併説 東日40年5月15日。

王子(全19個、前9個、後10個、区分日33年7月24日)

配当(2%以上の増減) 減配 東日29年12月8日、同31年4月11日、同31年9月19日; 増配 東日32年11月6日、

増資説 東日35年12月8日; 増資実施 東日36年6月1日; 新株払込 東日34年6月8日、東朝37年4月1日、37年7月1日³⁸; 合併による増資実施 東朝33年5月17日、

限産緩和 東日28年3月21日; 限産廃止 東日28年11月3日; 限産拡張 東日29年9月20日; 限産緩和 東朝33年11月19日、東日34年5月22日; 好況 東日35年1月22日; トラスト指定 東朝36年7月12日; 王子の独占揺らぐ 東朝38年12月23日、

生保証証券会社の買い 読売30年10月26日。

川崎(全13個、前4個、後9個、区分日36年3月11日)

配当(4%以上の増) 優先株復配 東日35年6月13日; 普通株復配 東日35年12月24日; 普通株増配 東日40年6月29日、

³⁷ 出所記事が不明(#印)の場合、総会日の近くで株価の動きの大きな日を選んだ。

³⁸ 東洋経済新報社(1940)p.674 参照。

増資 東朝 33 年 1 月 13 日；増資期待 東朝 39 年 6 月 29 日；増資実施 東朝 39 年 9 月 19 日；払込徴収認可 東朝 39 年 10 月 17 日、

軍拡 東日 36 年 1 月 12 日；鉄鋼半製品の共販 読売 37 年 5 月 14 日；飛行機事業を分離 読売 37 年 11 月 30 日；実物金融の対象に 東朝 38 年 8 月 9 日、
生保の軍需株買い 東朝 40 年 12 月 20 日；起債 東朝 41 年 3 月 18 日。

麒麟(全 12 個、前 6 個、後 6 個)

配当(2%以上の増減) 減配 #31 年 6 月 25 日、#32 年 1 月 13 日、

増資 なし、

競争激化 東朝 31 年 2 月 15 日；大日本麦酒と販売協定 東日 33 年 6 月 24；活況 東朝 33 年 10 月 12 日；統制法適用 東朝 34 年 5 月 11 日；販売カルテル 東朝 35 年 5 月 9 日；醸造税上げの恐れ 東日 36 年 4 月 16 日；トラスト指定 東朝 36 年 7 月 12 日；醸造税下げ 東日 37 年 3 月 4 日；造石税上げ 東日 39 年 8 月 17 日；酒税法改正 東日 40 年 4 月 1 日。

京成(全 17 個、前 8 個、後 9 個)

配当(1%以上の増減) 減配 東朝 30 年 12 月 24 日、#32 年 12 月 12 日、#33 年 12 月 7 日、東日 40 年 12 月 10 日；増配 東朝 38 年 12 月 10 日、同 39 年 12 月 13 日、#40 年 6 月 20 日；増収だが制限令で増配できず 読売 39 年 5 月 11 日、

払込徴収 東朝 34 年 5 月 1 日；増資予定 東朝 34 年 11 月 10 日；払込催告許可 東朝 39 年 5 月 16 日、

合併 読売 30 年 4 月 12 日；合併機運 東朝 32 年 1 月 14 日；争議 東朝 30 年 7 月 20 日；

生保会社の買い 東朝 38 年 12 月 24 日；社債発行 東朝 34 年 12 月 13 日、東朝 37 年 2 月 3 日。

白木屋(全 14 個、前 7 個、後 7 個)

配当(1%以上の増減) 復配 東日 29 年 3 月 1 日、同 35 年 8 月 31 日；増配 東日 32 年 3 月 1 日(優先株のみ)、読売 32 年 8 月 13 日、#36 年 2 月 5 日、読売 39 年 8 月 18 日；減配 東朝 37 年 2 月 7 日、

増資 東朝 31 年 5 月 30 日；減資 東朝 35 年 3 月 5 日、

業績不良 東日 29 年 5 月 17 日；百貨店法案 東朝 32 年 7 月 27 日；大火事 読売 32 年 12 月 16 日；百貨店法制定案 東朝 36 年 7 月 12 日；売上税悲観 東日 36 年 10 月 2 日。

第一銀(全 14 個、前 5 個、後 9 個)

配当(1%以上の増減) 減配 東日 30 年 7 月 10 日、同 31 年 7 月 3 日；増配案 東朝 36 年 2 月 5 日、

公債暴落で業績不安 東日 30 年 10 月 5 日、同 33 年 2 月 17 日；業績不調 東日 31 年 10 月 7 日、東朝 35 年 3 月 6 日、同 41 年 8 月 20 日；合併 東日 38 年 1 月 14 日；業績好調 東朝 38 年 3 月 6 日、同 38 年 9 月 6 日、同 39 年 8 月 20

日、同 40 年 3 月 6 日、
非常時金融に協力（興銀増資を引受）東朝 38 年 12 月 29 日。

東瓦斯（全 16 個、前 9 個、後 7 個）
配当（1%以上の増減）減配 東日 31 年 6 月 25 日、
増資実施 27 年 11 月 24 日；増資認可 東日 32 年 3 月 31 日；増資実施 東日 33
年 3 月 9 日；払込徴収予想 東日 38 年 3 月 23 日、
ガス値下げ 東朝 32 年 6 月 2 日、読売 36 年 5 月 28 日、同 36 年 12 月 27
日；人造石油事業認可 東朝 38 年 5 月 26 日；ガソリン代用を出願 読売 39 年 5
月 3 日、
長期上場中止 東日 29 年 7 月 19 日、再上場へ 東日 30 年 1 月 31 日；生保
筋・保険筋の買い 東朝 30 年 11 月 9 日、東日 31 年 2 月 18 日、同 36 年 5 月 10
日、同 40 年 12 月 12 日。

§ 3 計測法と結果の説明

§ 3-1 計測法

計測法は前稿までとほぼ同様であるので簡潔に述べる。当日（第0日）の株価と前日のそれとの差に、配当額を加えて得られる株式収益額 Δp を被説明変数とし、説明変数にはイベントのマクロ指標（ダミー変数と公表値）および企業ダミー変数を使う。

まずイベントを示すダミー変数 D_{ik} を使い、7日後までの影響を

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

で調べる。ここで、 D_{ik} は第*i*イベント発生の*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、イベント発生の*k*営業日後の価格変化に対するイベントの影響を示す。

この影響がごく短期間で終われば、つまり即時的な影響³⁹のみが有意であれば、市場はイベント情報を迅速に処理していて効率的である、と判定する。影響が即時的に存在し、かつ時間が経過してから「長い影響」も残存するなら⁴⁰、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、効率的か否かの判定はできないが、その場合でもその後において長い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。非効率性を示す説明変数が1つでもあれば、市場は非効率的であると判定する。

非効率的であるとは、イベント発生の*x*営業日以降にも影響が有意に持続することであるが、この*x*を選ぶ客観的な根拠はなく、本稿では*x*=4とする4日後基準のテストの結果を掲げる。

次に、マクロ指標の公表値 RAW_{ik} のみを説明変数にする。 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。

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

§ 3-2 計測結果とその説明

表4以下の計測結果により、銘柄は3グループに分けることができる。第1は、全期間において効率性を示す足利紡、川崎と、区分期間のいずれかにおいて効率的である麒麟、京成から成る。区分期間の前半と後半の双方で効率的であるのは川崎、どちらかで効率的であるのは足利紡、麒麟、京成である。前半の非効

³⁹ 本稿の株価データは新聞の朝・夕刊いずれに掲載されたかを区別していない。午前中にイベントがあれば実物取引の前場（8時50分開始）の価格に、午後であれば後場（12時50分開始）か翌営業日の価格に、それぞれ初めて影響することもあり得よう。発表が遅い時刻に行われると翌営業日以降の価格にのみ影響する可能性があり、その場合、翌営業日の価格が即時的な影響を受けることになる。そこで、当日に加え翌営業日も「即時的な影響」を表していることを見なすことにする。日本銀行調査局(1932)p.167参照。

⁴⁰ Becker 他(1996)p.133参照。

率的から後半の効率的へ変化したのは足利紡と京成、逆に麒麟は効率的から非効率的へ変化した。以上の結果から、後半のほうがわずかではあるが、より効率的であると判断してよいのかもしれない。

こういった結果をもたらした理由を探ると、これらのうち、足利紡が属する繊維業の銘柄は、花形株とも称された鐘紡を筆頭に売買高が多い。また、川崎と京成も本稿の対象中では多い方であった（表2参照）。売買高が多いから直ちに効率的であるとは言えないが、頻繁に多量を売買する際には少量の売買に比べて情報に関しより敏感に、つまり効率的になる可能性はあろう。他方、麒麟の売買高は少ない。しかし、ビール業は従来、激烈であった競争が、1933～36年にかけての販売協定、カルテル、トラスト指定などにより穏やかになった⁴¹。このことが、株価の変動を小さくして（表3）、情報に敏感に反応する必要度を弱め、効率性の変化をもたらしたのかもしれない⁴²。

ところで、このグループ内で企業ダミー（d7）だけが効率性を示すのは後半の京成のみである。さらに京成の全期間では、公表値の卸売物価と同様に企業ダミーも効率性をもたらすから、企業ダミーに関する結果は信頼に足る可能性があるともみられ、したがって京成の後半の結果も頑健であると考えてもよいのであろう。

第2のグループには王子と第一銀行が含まれ、全期間と前・後半の全てにおいて、長い影響があつて非効率性を示唆する。王子の売買高は多いが、本稿の対象期間中の多くの年では短・長期の精算取引も上場されていて⁴³、かつ精算市場には1932年と35年に実物よりも多額の資金が投じられており（表2）、これらの期間では投資家は精算取引に関心を持ち、実物にはそれほどの関心がなかったのかもしれない。また、銀行業は配当率の変化が少なく、第一銀も対象期間内では2回しか変更しておらず、価格変動も最小もしくは最小に近い部類である（表3）。売買高は少なくないものの情報は活発には流れていなかった、とみるべきかもしれない。

第3のグループは、全期間または前・後半において明白に非効率性が存在し、効率的な期間はなかった旭石油、白木屋と東京瓦斯を含む。旭石油は売買高が少ない。白木屋は全般的に収益力が弱く、時間の経過につれ売買高も逡減している。

他方、東瓦斯は売買高が多く、非効率的である可能性は小さいように見受けられる。にもかかわらず、後半の卸売物価がダミー、公表値とも有意な効果を持ったのは、産業部門のガス需要のウェイトがかなりの大きさであり、卸売物価の動向が全体の需要に影響を及ぼしたためかもしれない。例えば40年度では、ガス

⁴¹ 山中(1933)p. 31 参照。

⁴² ただし、京成は後半の変動が前半よりも小さいのに（表3）、効率的へ変化している。この逆転現象の説明はできないものの、変動の差は足利紡や麒麟に比べると大きくはない。

⁴³ 長期は1927年以前から41年3月（新株）まで、短期は30年11月から35年10月まで。

需要の約 35%が工業用など産業部門によるものであった⁴⁴。また、d7 ダミーが全期間ではニュース発生の日後と 5 日後において、前半でも 1 日後と 5 日後に、それぞれ有意であるのは、生保筋等の買いが 30 年から 40 年にかけて数回にわたり行われ、これが影響したのかもしれない⁴⁵。

⁴⁴ 東京ガス(1986)p. 177 参照。

⁴⁵ 生保等の買いにより、直接的に株価が動くかもしれない。あるいは買いのニュースが市場に流れれば、それに付随して時間差をもって別の投資家が売買する可能性もあろう。

§4 おわりに

本稿では1927年～41年の実物市場において長期間にわたって取引された9銘柄を選び、その市場効率性を分析した。期間のほぼ中間、実物取引の証券金融を実施した34年11月15日を標準の区切り日として、前半と後半の部分期間別に計測し効率性が変化するかも調べた。計測結果によれば、全期間において効率性を示す川崎など2銘柄と部分期間の後半でのみ効率的である麒麟など2銘柄、長い影響があつて非効率性を示唆する王子など2銘柄、さらに、全期間または前・後半において明白に非効率性が存在する東瓦斯など3銘柄、の3グループに分けられた。最初のグループを期間区分して得られた結果から、前半において効率的である銘柄と後半で効率的である銘柄では、わずかながら前者の方が多かった。

なお、実物取引の結果は釜江(2023)で行った長期・短期の精算取引の分析の結果とどのように異同があるかにふれておこう。長期取引の分析では、対象は東株新株、大日本製糖新株、日本郵船新株など9銘柄、期間は24年6月から41年末までが標準で、期間区分日は1933年7月23日とした。結果は、東京電灯と日本石油が全期間において、鐘紡新・日本産業が区分の前半で、東電・日石・大日本麦酒新株・南満州鉄道新株が後半で、それぞれ効率的であった。短期取引の分析では、対象の9銘柄、および標準期間と区分日も長期と同じとした。得られた結果によれば、全期間では効率的なものはなく、区分の後半で東電のみが効率的であった。

これらの結果を併せ考慮すると、実物、長期、短期のいずれの市場でも、後半が前半より効率的である銘柄が多くあり、したがってより効率的であるとみてよいのかもしれない。その背景には、表1が示すように、実物・長期・短期の各市場の売買高は33年までよりも後半の35年以降の方がかなり多くなったこと、また、時間の経過につれて通信技術が発展⁴⁶、投資技法も発達した⁴⁷などの環境の変化もあつたことなどもある。これらのことは、より効率的になる条件をもたらしているのであろう。

残された課題は次のとおりである。企業ダミーとしてさらに多くの項目を取り上げるべきであろう。また、増配と減配など企業ダミーの株価に与える影響が正負に分かれることが考えられ、これらを区別することも必要であろうが、増・減配のサンプル数が十分ではなく、容易ではない。

⁴⁶ 西川・山本(1990)p. 158-162 参照。

⁴⁷ たとえば、野村証券調査部(1927)、不破(1935)、奥村(1931)、栗山(1926)など参照。

<参考文献>

- 有沢広巳(監修)(1978)『証券百年史』日本経済新聞社。
- 植谷久三(1978)「取引所打壊令」(有沢(1978)所収)。
- 奥村千太郎(1931)『株式放資と売買術』文雅堂。
- 小野清造(1936)『生命保険會社の金融的發展』栗田書店。
- 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。
- (2023)「戦前株式市場の効率性V：短期取引を対象に含めて」『一橋大学経営管理研究科ワーキング・ペーパー』176号、10月。
- 川崎重工業(1959)『川崎重工業株式會社社史』同社。
- 菊一岩夫(1978)「現物取引」(有沢(1978)所収)。
- 久保田晃(1978)「戦争末期の証券市場」(有沢(1978)所収)。
- 栗山九(1926)『投機と投資』放資研究社。
- 呉羽紡績(1960)『呉羽紡績30年』同社。
- 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。
- 東京ガス(1986)『東京ガス百年史』同社。
- 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。
- 東洋経済新報社(各年)『株式会社年鑑』。
- 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。
- 西川俊作・山本有造(編)(1990)『日本経済史5』岩波書店。
- 日本銀行調査局(1932)『東京株式取引所の概要』同局。
- 野村証券調査部(1927)『放資の仕方』大同書院。
- 不破棄一郎(1935)『株式投資の実際知識』(東洋出版社)。
- 前田和利(1999)「日本における百貨店の革新性と適応性」『駒大経営研究』3月。
- 山一証券調査部(1935)『生命保険経営における投資情勢』同部。
- 山中清兵衛(1933)『株式實物取引』(市場経済講座第3卷)経済知識普及会。
- Becker, K., J. Finnerty and K. Kopecky(1996), "Macroeconomic News and the Efficiency of International Bond Futures Markets," Journal of Futures Markets, 131-45.

表1 総売買高（単位 百万株）

種類	年	1927	29	31	33	35	37	39	41
実物		7.6	5.4	3.8	7.6	6.7	13	21	17
長期		38	21	26	51	34	56	35	31
短期		23	25	44	61	60	87	60	59

出所：東京株式取引所(1928, 1933, 1938), 大蔵省理財局(1942)。

表2 銘柄別の売買高（単位 千株）

年	種類	王子新	麒麟	京成	東瓦斯	旭石油	足利紡	川崎	白木屋	第一銀
1932	実物	29	2	5	79	6	25	101	65	34
	長期	215	0	-	136					
	短期	172	0							
1935	実物	32	1	33	49	5	38	8	26	16
	長期	88	0	4	32					
	短期	43								
1937	実物	191	1	35	56	16	90	80	8	20
	長期	103	0	23	14					
	短期	-								

注：王子新の短期は35年11月以降、売買中止。

京成の長期は30年8月から35年1月まで売買中止。

空欄は上場なし。

出所：東京株式取引所(1933, 1938)。

表3 株価変化の標準偏差

	王子	麒麟	京成	東瓦斯	旭石油	足利紡	川崎	白木屋	第一銀
全期間	9.72	8.14	3.37	4.02	5.38	3.9	9.72	6.17	3.81
前半	9.02	10.1	3.62	5.06	5	3.35	9.02	6.12	4.83
後半	10.1	6.66	3.19	2.95	5.66	4.25	10.1	6.22	2.27

注：太字は各期における最小の値を示す。

表4-1 旭石油の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.31	0.76	0.40	0.69	-1.42	0.16	1.37	0.17
1日後	1.42	0.16	-0.67	0.50	-0.63	0.53	-0.67	0.50
2日後	-0.38	0.70	-0.19	0.85	0.96	0.34	-1.05	0.29
3日後	0.41	0.68	-1.44	0.15	0.95	0.34	-1.48	0.14
4日後	0.06	0.95	-1.11	0.27	1.68	0.09	-1.24	0.21
5日後	-0.68	0.49	-0.83	0.41	-0.24	0.81	-1.85	0.06
6日後	-0.02	0.98	-0.58	0.56	-0.50	0.62	1.22	0.22
7日後	-3.14	0.00	-0.83	0.41	0.82	0.41	1.28	0.20

表4-2 旭石油の全期間（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	0.06	0.95	0.49	0.62	-1.16	0.25
1日後	1.29	0.20	-0.48	0.63	-0.99	0.32
2日後	1.29	0.20	-0.47	0.64	0.72	0.47
3日後	1.29	0.20	-1.52	0.13	0.70	0.49
4日後	-0.87	0.39	-1.13	0.26	1.39	0.16
5日後	1.60	0.11	-0.99	0.32	-0.28	0.78
6日後	-1.14	0.26	-0.75	0.45	-0.67	0.50
7日後	-0.62	0.54	-1.23	0.22	0.64	0.52

表4-3 旭石油の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.76	0.45	0.43	0.67	-1.45	0.15	0.70	0.48
1日後	-0.25	0.80	-0.71	0.48	0.74	0.46	-2.80	0.01
2日後	-0.63	0.53	0.82	0.41	1.66	0.10	-1.86	0.06
3日後	0.46	0.65	-1.43	0.15	1.33	0.18	-1.29	0.20
4日後	-1.30	0.19	-1.49	0.14	1.88	0.06	-1.27	0.21
5日後	-1.42	0.16	-0.65	0.51	0.26	0.79	-2.02	0.04
6日後	-1.65	0.10	-1.39	0.16	0.45	0.65	1.25	0.21
7日後	-2.94	0.00	-0.71	0.48	1.12	0.26	0.30	0.76
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.10	0.92	0.19	0.85	-0.83	0.41	1.33	0.18
1日後	-0.77	0.44	-0.33	0.74	-1.17	0.24	0.71	0.48
2日後	-0.01	0.99	-1.01	0.31	-0.25	0.80	0.79	0.43
3日後	0.01	0.99	-0.57	0.57	-0.28	0.78	-2.47	0.01
4日後	0.97	0.33	-0.59	0.55	0.56	0.58	-0.46	0.64
5日後	-0.11	0.92	-0.59	0.56	-0.80	0.42	-0.71	0.48
6日後	0.56	0.58	-0.05	0.96	-0.94	0.35	0.64	0.52
7日後	-1.74	0.08	-0.61	0.54	-0.29	0.77	1.62	0.11

表4-4 旭石油の期間区分（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	0.60	0.55	0.43	0.67	-1.59	0.11
1日後	0.99	0.32	-0.73	0.46	0.46	0.65
2日後	0.92	0.36	0.78	0.44	1.50	0.13
3日後	1.35	0.18	-1.55	0.12	1.16	0.24
4日後	0.18	0.85	-1.49	0.13	1.84	0.07
5日後	0.19	0.85	-0.62	0.53	0.29	0.78
6日後	-1.17	0.24	-1.43	0.15	0.30	0.76
7日後	-0.52	0.61	-0.88	0.38	0.97	0.33

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	-0.07	0.94	0.32	0.75	-0.66	0.51
1日後	1.03	0.30	-0.24	0.81	-1.30	0.19
2日後	0.97	0.33	-1.01	0.31	-0.15	0.88
3日後	0.30	0.77	-0.79	0.43	-0.41	0.68
4日後	-1.00	0.32	-0.78	0.44	0.31	0.76
5日後	1.78	0.08	-0.86	0.39	-0.88	0.38
6日後	-0.58	0.57	-0.39	0.70	-0.98	0.33
7日後	-0.37	0.71	-1.07	0.28	-0.09	0.93

表5-1 足利紡の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.14	0.89	1.37	0.17	-0.20	0.84	-0.20	0.84
1日後	3.56	0.00	-2.09	0.04	-0.69	0.49	-0.69	0.49
2日後	0.91	0.36	-0.54	0.59	0.03	0.98	0.03	0.98
3日後	-0.81	0.42	0.73	0.46	0.22	0.82	0.22	0.82
4日後	1.33	0.18	0.10	0.92	-0.86	0.39	-0.86	0.39
5日後	1.42	0.16	-0.42	0.68	-1.92	0.06	-1.92	0.06
6日後	-1.78	0.08	-0.11	0.91	-1.03	0.30	-1.03	0.30
7日後	-0.68	0.50	-0.65	0.51	-2.84	0.00	-2.84	0.00

表5-2 足利紡の全期間（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	-0.14	0.89	1.26	0.21	-0.40	0.69
1日後	-1.08	0.28	-1.88	0.06	-0.72	0.47
2日後	0.49	0.62	-0.24	0.81	0.21	0.83
3日後	0.71	0.48	0.71	0.48	0.10	0.92
4日後	-1.17	0.24	0.10	0.92	-1.33	0.18
5日後	-0.15	0.88	-0.34	0.73	-2.12	0.03
6日後	-1.53	0.13	-0.07	0.95	-0.91	0.36
7日後	2.11	0.03	-0.83	0.40	-2.67	0.01

表5-3 足利紡の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.86	0.39	0.86	0.39	0.32	0.75	-1.54	0.12
1日後	2.05	0.04	-2.40	0.02	-0.58	0.56	0.32	0.75
2日後	1.17	0.24	-1.67	0.10	-0.45	0.66	-0.44	0.66
3日後	-1.82	0.07	0.25	0.81	0.34	0.74	-1.84	0.07
4日後	1.07	0.28	-0.41	0.68	1.46	0.14	1.05	0.30
5日後	-1.17	0.24	-2.17	0.03	0.00	1.00	0.29	0.77
6日後	-2.01	0.04	-0.13	0.89	-1.10	0.27	-1.63	0.10
7日後	-0.65	0.51	-0.19	0.85	-1.46	0.14	-1.63	0.10
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.64	0.52	1.16	0.25	-0.41	0.68	1.07	0.28
1日後	3.05	0.00	-1.26	0.21	-0.48	0.63	-0.53	0.60
2日後	-0.38	0.70	-0.04	0.97	0.22	0.82	-1.18	0.24
3日後	0.11	0.91	0.70	0.49	0.09	0.92	-1.91	0.06
4日後	0.94	0.35	0.25	0.80	-3.19	0.00	-1.06	0.29
5日後	1.91	0.06	0.31	0.75	-2.29	0.02	0.47	0.64
6日後	-0.72	0.47	-0.06	0.96	-0.48	0.63	-1.98	0.05
7日後	-0.48	0.63	-0.69	0.49	-2.44	0.01	-1.40	0.16

表5-4 足利紡の期間区分（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	-0.42	0.67	0.83	0.41	0.32	0.75
1日後	-1.34	0.18	-2.42	0.02	-0.58	0.56
2日後	0.79	0.43	-1.69	0.09	-0.42	0.68
3日後	-0.95	0.34	0.23	0.82	0.35	0.73
4日後	-1.16	0.25	-0.45	0.66	1.46	0.14
5日後	-0.93	0.35	-2.20	0.03	0.02	0.98
6日後	-0.90	0.37	-0.14	0.89	-1.13	0.26
7日後	0.08	0.94	-0.22	0.83	-1.47	0.14

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	0.09	0.93	1.09	0.28	-0.64	0.52
1日後	-0.89	0.38	-1.31	0.19	-0.58	0.56
2日後	-0.67	0.50	0.07	0.95	0.30	0.77
3日後	1.25	0.21	0.65	0.52	-0.05	0.96
4日後	-0.78	0.44	0.19	0.85	-3.39	0.00
5日後	0.20	0.84	0.23	0.81	-2.44	0.01
6日後	-1.22	0.22	-0.06	0.95	-0.47	0.64
7日後	2.33	0.02	-0.89	0.37	-2.29	0.02

表6-1 王子の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.72	0.47	0.26	0.80	-1.05	0.29	-1.05	0.30
1日後	-1.17	0.24	-0.50	0.62	-0.31	0.76	0.65	0.51
2日後	-0.13	0.90	0.02	0.98	0.39	0.70	0.80	0.42
3日後	-0.31	0.75	-0.15	0.88	0.43	0.67	-2.07	0.04
4日後	0.94	0.35	-1.21	0.23	-0.96	0.34	2.18	0.03
5日後	-1.29	0.20	0.83	0.40	-2.00	0.05	0.00	1.00
6日後	0.91	0.36	0.64	0.53	0.71	0.48	0.67	0.50
7日後	1.49	0.14	0.10	0.92	0.19	0.85	-0.04	0.97

表6-2 王子の全期間（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	-1.01	0.31	0.24	0.81	-1.10	0.27
1日後	-0.48	0.63	-0.57	0.57	-0.31	0.76
2日後	0.42	0.68	0.00	1.00	0.47	0.64
3日後	1.25	0.21	-0.12	0.91	0.35	0.72
4日後	-0.25	0.80	-1.12	0.26	-0.83	0.41
5日後	0.16	0.88	0.83	0.41	-1.99	0.05
6日後	0.24	0.81	0.29	0.77	0.47	0.64
7日後	0.92	0.36	-0.29	0.77	0.16	0.87

表6-3 王子の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.01	0.99	-0.02	0.99	-1.13	0.26	-1.41	0.16
1日後	-0.41	0.68	-1.01	0.31	0.34	0.74	-0.61	0.54
2日後	0.13	0.90	-1.28	0.20	-0.24	0.81	1.22	0.22
3日後	-1.56	0.12	-0.29	0.77	0.74	0.46	-2.22	0.03
4日後	1.18	0.24	-1.70	0.09	-0.93	0.35	2.62	0.01
5日後	-1.56	0.12	0.22	0.83	-1.64	0.10	0.67	0.50
6日後	-0.22	0.83	0.84	0.40	0.55	0.58	1.06	0.29
7日後	1.43	0.15	0.38	0.70	0.24	0.81	-0.30	0.76
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	1.79	0.07	0.53	0.60	-0.04	0.96	0.18	0.86
1日後	-1.42	0.16	0.63	0.53	-1.29	0.20	1.01	0.31
2日後	-0.36	0.72	1.37	0.17	1.38	0.17	0.11	0.91
3日後	2.04	0.04	0.32	0.75	-0.40	0.69	-0.70	0.48
4日後	-0.50	0.62	1.64	0.10	-0.29	0.77	0.22	0.82
5日後	0.56	0.57	1.16	0.25	-1.15	0.25	-0.75	0.45
6日後	2.62	0.01	-0.47	0.64	0.50	0.62	-1.12	0.26
7日後	0.47	0.64	-1.41	0.16	0.03	0.97	0.34	0.73

表6-4 王子の期間区分（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	-1.34	0.18	-0.12	0.91	-1.16	0.25
1日後	-0.78	0.44	-1.10	0.27	0.40	0.69
2日後	0.43	0.67	-1.20	0.23	-0.10	0.92
3日後	1.12	0.26	-0.29	0.77	0.63	0.53
4日後	-0.01	1.00	-1.67	0.09	-0.80	0.43
5日後	0.18	0.86	0.32	0.75	-1.65	0.10
6日後	-0.06	0.95	0.69	0.49	0.35	0.73
7日後	0.35	0.72	0.12	0.91	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	0.35	0.73	0.59	0.55	-0.09	0.92
1日後	0.65	0.51	0.60	0.55	-1.37	0.17
2日後	0.08	0.94	1.18	0.24	1.27	0.20
3日後	0.56	0.57	0.36	0.72	-0.35	0.72
4日後	-1.13	0.26	0.69	0.49	-0.26	0.80
5日後	-0.13	0.90	0.96	0.34	-1.13	0.26
6日後	0.64	0.52	-0.83	0.41	0.38	0.71
7日後	1.66	0.10	-1.49	0.14	0.04	0.97

表7-1 川崎の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.51	0.61	-0.26	0.79	0.23	0.82	0.01	0.99
1日後	-0.44	0.66	-0.50	0.62	0.92	0.36	-1.84	0.07
2日後	1.20	0.23	-1.89	0.06	-0.28	0.78	1.09	0.28
3日後	1.96	0.05	-0.56	0.57	-1.50	0.13	-0.61	0.54
4日後	-0.84	0.40	-0.05	0.96	0.25	0.80	1.00	0.32
5日後	0.17	0.86	-1.44	0.15	0.40	0.69	0.39	0.70
6日後	-0.88	0.38	-2.24	0.03	0.00	1.00	0.68	0.50
7日後	-0.15	0.88	-1.63	0.10	0.55	0.58	1.09	0.27

表7-2 川崎の全期間（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	-0.20	0.84	0.06	0.95
1日後	-2.84	0.00	-0.41	0.68	0.87	0.38
2日後	1.81	0.07	-1.70	0.09	0.07	0.94
3日後	0.06	0.96	-0.70	0.48	-1.78	0.07
4日後	-1.47	0.14	0.07	0.95	-0.18	0.86
5日後	-0.12	0.90	-1.49	0.14	0.47	0.64
6日後	-1.21	0.23	-2.28	0.02	0.00	1.00
7日後	0.37	0.71	-1.71	0.09	0.43	0.67

表7-3 川崎の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.95	0.34	-0.53	0.60	0.88	0.38	0.90	0.37
1日後	-1.50	0.13	-1.44	0.15	1.04	0.30	0.74	0.46
2日後	-0.61	0.54	-1.32	0.19	-0.01	1.00	-1.83	0.07
3日後	-0.79	0.43	-0.32	0.75	0.11	0.91	-1.32	0.19
4日後	-1.67	0.10	-0.67	0.50	1.39	0.16	2.04	0.04
5日後	-2.09	0.04	-0.12	0.90	-0.11	0.91	-0.29	0.78
6日後	-1.31	0.19	-1.57	0.12	-0.70	0.49	-0.70	0.48
7日後	-2.93	0.00	-0.99	0.32	-0.38	0.70	1.22	0.22
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.11	0.91	-0.06	0.95	-0.25	0.80	-0.39	0.69
1日後	0.26	0.79	0.01	0.99	-0.34	0.73	-3.17	0.00
2日後	1.75	0.08	-1.41	0.16	-0.31	0.75	1.58	0.12
3日後	2.41	0.02	-0.47	0.64	-2.00	0.05	0.08	0.93
4日後	-0.32	0.75	0.33	0.74	-0.89	0.37	0.38	0.70
5日後	1.33	0.18	-1.55	0.12	-1.25	0.21	0.50	0.62
6日後	-0.30	0.77	-1.72	0.09	0.22	0.82	0.84	0.40
7日後	0.97	0.33	-1.30	0.19	0.75	0.45	0.98	0.33

表7-4 川崎の期間区分（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	1.28	0.20	-0.53	0.59	0.88	0.38
1日後	-2.10	0.04	-1.36	0.17	1.05	0.30
2日後	2.08	0.04	-1.32	0.19	0.02	0.98
3日後	0.81	0.42	-0.37	0.71	0.07	0.94
4日後	-1.53	0.13	-0.65	0.52	1.41	0.16
5日後	-1.06	0.29	-0.07	0.94	-0.14	0.89
6日後	-0.27	0.78	-1.56	0.12	-0.72	0.47
7日後	0.42	0.67	-1.00	0.32	-0.40	0.69

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	0.76	-0.08	0.93	-0.33	0.74
1日後	-2.02	0.04	-0.08	0.94	-0.41	0.68
2日後	1.16	0.25	-1.35	0.18	0.04	0.97
3日後	-0.15	0.88	-0.65	0.51	-2.12	0.03
4日後	-0.94	0.35	0.31	0.76	-1.09	0.28
5日後	0.38	0.71	-1.61	0.11	0.48	0.63
6日後	-1.24	0.22	-1.91	0.06	0.15	0.88
7日後	0.25	0.80	-1.45	0.15	0.55	0.58

表8-1 麒麟の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.44	0.66	0.50	0.61	-0.15	0.88	-1.10	0.27
1日後	1.40	0.16	1.26	0.21	0.92	0.36	-1.06	0.29
2日後	-0.52	0.60	-0.27	0.79	-1.53	0.13	1.84	0.07
3日後	0.00	1.00	1.73	0.08	-0.56	0.58	-0.23	0.82
4日後	1.24	0.21	0.83	0.41	-1.63	0.10	0.75	0.45
5日後	1.01	0.31	-0.32	0.75	-1.19	0.23	-0.35	0.73
6日後	1.51	0.13	1.54	0.12	-1.06	0.29	0.58	0.56
7日後	-0.09	0.93	0.15	0.88	-1.67	0.10	-0.54	0.59

表8-2 麒麟の全期間（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	0.95	0.34	0.29	0.77	-0.08	0.94
1日後	-0.27	0.78	0.62	0.53	1.06	0.29
2日後	-0.48	0.63	-0.72	0.47	-1.34	0.18
3日後	-0.37	0.71	1.49	0.14	-0.43	0.67
4日後	-0.79	0.43	0.48	0.63	-1.44	0.15
5日後	-1.23	0.22	-0.34	0.73	-1.05	0.30
6日後	-0.74	0.46	1.27	0.20	-0.95	0.34
7日後	-1.41	0.16	0.22	0.82	-1.66	0.10

表8-3 麒麟の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	1.08	0.28	0.42	0.67	-0.04	0.97	-1.23	0.22
1日後	0.92	0.36	2.00	0.05	-0.58	0.56	-1.15	0.25
2日後	1.14	0.25	0.23	0.82	-1.59	0.11	1.94	0.05
3日後	0.95	0.34	1.53	0.13	-1.89	0.06	-0.36	0.72
4日後	0.34	0.73	0.86	0.39	-2.06	0.04	0.95	0.34
5日後	0.99	0.32	-1.45	0.15	-1.52	0.13	-0.45	0.65
6日後	0.55	0.58	1.09	0.28	-0.87	0.38	0.61	0.54
7日後	0.28	0.78	-0.10	0.92	-0.89	0.38	-0.79	0.43
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-1.15	0.25	0.28	0.78	-0.21	0.84	0.92	0.36
1日後	1.11	0.27	-0.34	0.73	1.21	0.23	0.90	0.37
2日後	-1.39	0.16	-0.75	0.45	-0.34	0.73	0.66	0.51
3日後	-0.98	0.33	0.85	0.40	1.10	0.27	0.25	0.80
4日後	1.30	0.19	0.13	0.90	-0.04	0.97	-1.56	0.12
5日後	0.32	0.75	1.39	0.16	-0.47	0.64	0.94	0.35
6日後	1.75	0.08	1.09	0.27	-0.62	0.54	-1.25	0.21
7日後	-0.63	0.53	0.46	0.65	-1.48	0.14	1.35	0.18

表8-4 麒麟の期間区分（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	0.35	0.73	0.42	0.68	-0.10	0.92
1日後	-0.35	0.73	2.00	0.05	-0.56	0.58
2日後	-1.34	0.18	0.30	0.77	-1.63	0.10
3日後	0.20	0.84	1.49	0.14	-1.90	0.06
4日後	-0.48	0.63	0.82	0.41	-2.03	0.04
5日後	-1.16	0.25	-1.51	0.13	-1.51	0.13
6日後	-1.91	0.06	1.02	0.31	-0.85	0.40
7日後	-1.08	0.28	-0.06	0.95	-0.88	0.38

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	1.40	0.16	0.15	0.88	0.03	0.98
1日後	0.00	1.00	-0.65	0.51	1.35	0.18
2日後	0.31	0.75	-1.10	0.27	-0.11	0.91
3日後	-0.87	0.39	0.74	0.46	0.85	0.39
4日後	-0.67	0.50	-0.28	0.78	-0.08	0.93
5日後	-0.47	0.64	1.11	0.27	-0.41	0.68
6日後	1.60	0.11	0.94	0.35	-0.49	0.63
7日後	-1.03	0.30	0.55	0.58	-1.43	0.15

表9-1 京成の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.73	0.47	1.78	0.07	0.10	0.92	-0.39	0.70
1日後	0.85	0.40	-1.02	0.31	0.87	0.38	2.33	0.02
2日後	0.02	0.99	0.34	0.73	1.71	0.09	-0.03	0.97
3日後	-1.31	0.19	-0.41	0.68	0.21	0.83	-0.10	0.92
4日後	-1.97	0.05	0.42	0.67	-1.07	0.28	0.88	0.38
5日後	0.18	0.86	0.46	0.65	-1.01	0.31	0.18	0.86
6日後	-0.72	0.47	-0.89	0.37	-0.99	0.32	-0.21	0.83
7日後	-0.31	0.76	-0.08	0.94	-0.05	0.96	-0.43	0.67

表9-2 京成の全期間（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	-0.44	0.66	2.06	0.04	0.32	0.75
1日後	-2.23	0.03	-0.63	0.53	0.74	0.46
2日後	-1.03	0.30	0.35	0.73	1.58	0.11
3日後	-0.25	0.80	-0.05	0.96	0.33	0.74
4日後	-1.13	0.26	0.81	0.42	-1.17	0.24
5日後	-1.70	0.09	0.91	0.37	-1.04	0.30
6日後	-1.25	0.21	-0.59	0.55	-0.88	0.38
7日後	-1.95	0.05	0.01	1.00	-0.34	0.73

表9-3 京成の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.98	0.33	0.89	0.37	-0.20	0.84	-1.92	0.05
1日後	0.80	0.43	-0.72	0.47	0.97	0.33	1.24	0.21
2日後	-0.98	0.33	0.27	0.79	1.75	0.08	-0.20	0.84
3日後	-0.74	0.46	-0.75	0.45	-0.12	0.91	-2.42	0.02
4日後	-1.62	0.10	-0.32	0.75	-0.18	0.85	1.36	0.17
5日後	0.12	0.91	-0.06	0.95	-0.20	0.84	-1.93	0.05
6日後	-0.68	0.50	-1.64	0.10	0.23	0.82	0.91	0.36
7日後	-1.98	0.05	0.46	0.65	1.02	0.31	-1.69	0.09
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.24	0.81	1.57	0.12	0.41	0.68	0.82	0.41
1日後	0.44	0.66	-0.76	0.45	0.26	0.80	1.92	0.05
2日後	0.93	0.35	0.24	0.81	0.70	0.48	0.44	0.66
3日後	-1.11	0.27	0.18	0.85	0.39	0.70	1.50	0.13
4日後	-1.11	0.27	1.14	0.25	-1.09	0.28	-0.14	0.89
5日後	0.15	0.88	0.88	0.38	-1.05	0.29	0.88	0.38
6日後	-0.23	0.82	0.22	0.83	-1.58	0.11	-1.28	0.20
7日後	1.99	0.05	-0.60	0.55	-0.84	0.40	0.11	0.92

表9-4 京成の期間区分（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	-1.01	0.31	0.84	0.40	-0.25	0.81
1日後	-2.09	0.04	-0.67	0.51	0.91	0.36
2日後	-2.02	0.04	0.22	0.83	1.77	0.08
3日後	-0.67	0.50	-0.88	0.38	-0.19	0.85
4日後	-0.41	0.68	-0.45	0.65	-0.26	0.80
5日後	-0.26	0.80	-0.13	0.90	-0.28	0.78
6日後	-1.26	0.21	-1.86	0.06	0.18	0.86
7日後	-2.06	0.04	0.38	0.71	0.95	0.34

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	0.72	0.47	1.80	0.07	0.52	0.60
1日後	-0.81	0.42	-0.39	0.70	0.12	0.90
2日後	-0.21	0.83	0.20	0.84	0.62	0.54
3日後	0.55	0.58	0.35	0.72	0.39	0.70
4日後	-1.77	0.08	1.24	0.22	-1.21	0.23
5日後	-2.45	0.01	1.14	0.25	-1.10	0.27
6日後	-0.30	0.76	0.21	0.83	-1.23	0.22
7日後	-0.55	0.58	-0.38	0.70	-0.91	0.36

表10-1 白木屋の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.26	0.79	1.59	0.11	1.28	0.20	0.08	0.94
1日後	1.62	0.10	0.28	0.78	-0.65	0.52	-0.97	0.33
2日後	0.66	0.51	0.46	0.65	-2.10	0.04	1.16	0.25
3日後	1.87	0.06	-0.42	0.67	0.65	0.51	1.49	0.14
4日後	1.82	0.07	0.85	0.40	-0.93	0.35	-0.85	0.40
5日後	-0.14	0.89	-0.15	0.88	-0.76	0.45	-0.30	0.77
6日後	0.34	0.73	1.97	0.05	-0.03	0.98	0.05	0.96
7日後	0.56	0.58	-0.65	0.52	-0.61	0.54	-1.66	0.10

表10-2 白木屋の全期間（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	-0.89	0.37	1.70	0.09	1.43	0.15
1日後	1.89	0.06	0.32	0.75	-0.52	0.60
2日後	-0.79	0.43	0.48	0.63	-2.07	0.04
3日後	1.23	0.22	-0.34	0.74	0.74	0.46
4日後	0.32	0.75	0.82	0.41	-0.48	0.63
5日後	0.12	0.90	-0.42	0.67	-0.39	0.70
6日後	-0.55	0.58	2.04	0.04	0.02	0.98
7日後	1.05	0.30	-0.68	0.50	-0.60	0.55

表10-3 白木屋の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.79	0.43	1.96	0.05	1.43	0.15	-0.59	0.55
1日後	1.26	0.21	0.68	0.50	-0.18	0.86	-1.03	0.30
2日後	0.07	0.94	0.74	0.46	-1.14	0.25	0.86	0.39
3日後	1.57	0.12	-0.10	0.92	-0.58	0.56	0.28	0.78
4日後	1.50	0.13	0.95	0.34	-1.40	0.16	-1.40	0.16
5日後	0.24	0.81	0.87	0.38	-1.68	0.09	-0.79	0.43
6日後	0.17	0.86	2.28	0.02	0.39	0.70	0.40	0.69
7日後	0.99	0.32	-0.51	0.61	-0.43	0.67	-1.46	0.14
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	0.67	0.50	-0.20	0.84	-0.43	0.67	0.82	0.41
1日後	1.03	0.30	-1.03	0.30	-1.47	0.14	-0.15	0.88
2日後	0.77	0.44	-0.36	0.72	-2.29	0.02	1.14	0.25
3日後	1.05	0.30	-1.08	0.28	1.00	0.32	1.59	0.11
4日後	1.15	0.25	0.13	0.90	0.45	0.65	0.54	0.59
5日後	-0.83	0.41	-1.51	0.13	0.73	0.47	0.71	0.48
6日後	0.45	0.65	-0.49	0.63	-1.15	0.25	-2.19	0.03
7日後	-0.82	0.41	-0.40	0.69	-0.46	0.65	-1.01	0.31

表10-4 白木屋の期間区分（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	0.15	0.88	2.06	0.04	1.45	0.15
1日後	1.51	0.13	0.70	0.49	-0.12	0.90
2日後	0.20	0.85	0.84	0.40	-1.15	0.25
3日後	1.92	0.05	-0.02	0.99	-0.47	0.64
4日後	0.80	0.42	1.03	0.30	-1.25	0.21
5日後	-0.10	0.92	0.79	0.43	-1.63	0.10
6日後	-0.66	0.51	2.33	0.02	0.41	0.68
7日後	0.73	0.46	-0.58	0.56	-0.64	0.52

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	-1.82	0.07	-0.06	0.95	0.02	0.98
1日後	1.25	0.21	-0.89	0.37	-1.35	0.18
2日後	-1.17	0.24	-0.60	0.55	-2.05	0.04
3日後	-0.21	0.83	-1.16	0.25	1.04	0.30
4日後	-0.78	0.43	-0.14	0.88	0.68	0.50
5日後	0.65	0.52	-1.42	0.16	0.82	0.41
6日後	0.14	0.89	-0.24	0.81	-1.02	0.31
7日後	0.88	0.38	-0.52	0.60	-0.23	0.82

表11-1 第一銀の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-1.30	0.19	1.04	0.30	1.60	0.11	0.96	0.34
1日後	0.05	0.96	-0.94	0.35	-0.06	0.95	-0.16	0.87
2日後	-0.45	0.65	-1.23	0.22	0.63	0.53	-0.38	0.70
3日後	-0.56	0.57	0.82	0.41	-1.30	0.19	0.95	0.34
4日後	0.76	0.45	1.01	0.31	0.07	0.95	0.97	0.33
5日後	0.77	0.44	-0.13	0.90	-0.43	0.67	0.73	0.47
6日後	-0.05	0.96	1.90	0.06	0.31	0.76	1.67	0.09
7日後	2.66	0.01	-1.01	0.31	0.08	0.94	1.39	0.16

表11-2 第一銀の全期間（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	-0.63	0.53	1.13	0.26	1.58	0.11
1日後	-0.12	0.91	-1.04	0.30	-0.08	0.94
2日後	-1.45	0.15	-1.25	0.21	0.49	0.62
3日後	0.40	0.69	0.77	0.44	-1.43	0.15
4日後	0.14	0.89	1.09	0.28	0.11	0.91
5日後	-1.15	0.25	-0.49	0.62	-0.36	0.72
6日後	-0.78	0.44	1.97	0.05	0.18	0.86
7日後	-0.91	0.36	-1.34	0.18	-0.08	0.94

表11-3 第一銀の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.84	0.40	0.48	0.63	1.60	0.11	0.42	0.67
1日後	-0.09	0.93	-0.68	0.50	-0.39	0.70	-0.90	0.37
2日後	-0.16	0.87	-0.87	0.38	0.16	0.87	-0.14	0.89
3日後	-1.16	0.25	1.04	0.30	-1.34	0.18	0.70	0.48
4日後	-0.06	0.95	1.00	0.32	-0.24	0.81	0.40	0.69
5日後	0.96	0.34	0.47	0.64	0.06	0.95	1.05	0.29
6日後	0.21	0.83	1.52	0.13	-0.04	0.97	1.42	0.15
7日後	2.44	0.01	-0.41	0.68	0.59	0.55	0.69	0.49
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-1.07	0.28	1.00	0.32	0.29	0.77	1.21	0.23
1日後	0.40	0.69	-0.75	0.45	1.11	0.26	1.27	0.20
2日後	-0.61	0.54	-0.93	0.35	1.27	0.21	-0.72	0.47
3日後	1.12	0.26	-0.20	0.84	-0.21	0.83	0.79	0.43
4日後	1.35	0.18	0.22	0.83	1.12	0.26	2.40	0.02
5日後	-0.32	0.75	-1.51	0.13	-1.23	0.22	-1.08	0.28
6日後	-0.50	0.62	1.29	0.20	1.26	0.21	0.96	0.34
7日後	1.17	0.24	-1.68	0.09	-0.57	0.57	1.21	0.23

表11-4 第一銀の期間区分（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	-0.25	0.81	0.62	0.53	1.60	0.11
1日後	0.22	0.83	-0.70	0.49	-0.50	0.62
2日後	-1.13	0.26	-0.80	0.43	-0.16	0.87
3日後	0.19	0.85	1.09	0.27	-1.53	0.13
4日後	-0.84	0.40	1.01	0.31	-0.33	0.74
5日後	-0.62	0.53	0.31	0.76	0.23	0.82
6日後	-0.46	0.64	1.50	0.13	-0.15	0.88
7日後	-0.96	0.34	-0.46	0.64	0.35	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	-0.89	0.37	0.86	0.39	0.22	0.82
1日後	-0.62	0.53	-0.96	0.34	0.92	0.36
2日後	-0.88	0.38	-1.04	0.30	1.30	0.19
3日後	0.67	0.50	-0.22	0.83	-0.32	0.75
4日後	0.81	0.42	0.23	0.82	1.18	0.24
5日後	-1.98	0.05	-1.59	0.11	-1.28	0.20
6日後	-0.89	0.37	1.14	0.25	0.90	0.37
7日後	0.26	0.80	-2.16	0.03	-0.57	0.57

表12-1 東瓦斯の全期間（ダミー）の推定結果

	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	1.12	0.26	-1.15	0.25	0.65	0.52	0.52	0.60
1日後	0.23	0.82	0.02	0.98	-0.38	0.71	1.89	0.06
2日後	-0.55	0.58	-1.14	0.26	0.20	0.84	1.97	0.05
3日後	-0.29	0.77	0.31	0.76	-1.52	0.13	1.45	0.15
4日後	-0.68	0.49	1.39	0.16	-1.28	0.20	-2.03	0.04
5日後	1.89	0.06	-0.74	0.46	-1.23	0.22	-2.11	0.03
6日後	0.40	0.69	-1.12	0.26	-0.82	0.41	-1.29	0.20
7日後	0.63	0.53	-1.19	0.24	-1.43	0.15	0.07	0.95

表12-2 東瓦斯の全期間（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	-1.15	0.25	-1.67	0.10	0.62	0.54
1日後	0.53	0.60	-0.03	0.97	-0.04	0.97
2日後	0.58	0.56	-1.12	0.26	0.43	0.67
3日後	-0.24	0.81	0.38	0.71	-1.72	0.09
4日後	-1.10	0.27	1.41	0.16	-1.01	0.31
5日後	0.13	0.90	-1.09	0.28	-1.11	0.27
6日後	-0.52	0.60	-1.14	0.25	-1.31	0.19
7日後	-0.31	0.76	-1.75	0.08	-1.15	0.25

表12-3 東瓦斯の期間区分（ダミー）の推定結果

前半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	1.26	0.21	-0.15	0.88	0.53	0.60	-0.11	0.91
1日後	0.16	0.87	-0.16	0.87	-0.78	0.44	1.77	0.08
2日後	-0.72	0.47	-1.06	0.29	0.06	0.96	1.66	0.10
3日後	-0.23	0.82	0.13	0.90	-0.82	0.41	1.89	0.06
4日後	-1.01	0.31	0.61	0.54	-2.31	0.02	-1.72	0.09
5日後	2.01	0.04	-0.26	0.80	-0.89	0.37	-3.57	0.00
6日後	-0.03	0.98	-0.95	0.34	0.29	0.77	-1.84	0.07
7日後	0.00	1.00	0.32	0.75	-1.64	0.10	0.30	0.76
後半	貿易		卸売物価		小売物価		企業ダミー	
	t 値	P値						
当日	-0.10	0.92	-2.36	0.02	0.53	0.60	2.19	0.03
1日後	0.15	0.88	0.37	0.71	0.82	0.41	1.04	0.30
2日後	0.23	0.82	-0.55	0.58	0.37	0.71	1.10	0.27
3日後	-0.22	0.83	0.44	0.66	-1.88	0.06	-0.12	0.90
4日後	0.54	0.59	1.70	0.09	1.48	0.14	-1.24	0.22
5日後	0.19	0.85	-1.10	0.27	-1.05	0.29	-0.50	0.62
6日後	1.30	0.20	-0.63	0.53	-2.10	0.04	1.55	0.12
7日後	1.51	0.13	-2.31	0.02	-0.37	0.71	-0.64	0.52

表12-4 東瓦斯の期間区分（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	-1.51	0.13	-0.33	0.74	0.43	0.67
1日後	0.82	0.41	-0.05	0.96	-0.76	0.45
2日後	0.51	0.61	-1.02	0.31	0.08	0.94
3日後	0.07	0.95	0.28	0.78	-0.85	0.39
4日後	-0.98	0.33	0.45	0.65	-2.14	0.03
5日後	0.59	0.55	-0.45	0.65	-0.81	0.42
6日後	-0.71	0.48	-1.11	0.27	0.20	0.84
7日後	-0.88	0.38	0.20	0.84	-1.67	0.10

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	0.50	0.62	-2.39	0.02	0.57	0.57
1日後	-0.60	0.55	0.02	0.98	1.04	0.30
2日後	0.24	0.81	-0.66	0.51	0.70	0.49
3日後	-0.84	0.40	0.28	0.78	-1.86	0.06
4日後	-0.52	0.61	1.64	0.10	1.02	0.31
5日後	-1.37	0.17	-1.25	0.21	-0.80	0.42
6日後	0.76	0.45	-0.57	0.57	-2.48	0.01
7日後	1.21	0.23	-2.61	0.01	-0.08	0.93