

## 戦前日本株式市場の効率性検定

一橋大学 横山和輝

東京大学 岡崎哲二

いわゆる日本版ビッグバンでは資本市場の情報効率性 (informational efficiency) を高めることが政策目標の1つとされた。資本市場による継続的なモニタリングを通じて適切な資源配分を誘導できる金融システムの構築が模索されているのである。市場がより情報効率性になるということは、投資家が情報を取得するのに必要なコストが低下すること、すなわち市場での取引がファンダメンタルズをより正確に反映するようになることを意味する。資源配分上のロス (deadweight-loss) を防ぐ機能が資本市場に整備されているかどうかという問題は、先進国か途上国かを問わずクルーシャルな政策課題といえるものであり、様々な角度から議論されるべき問題である。

本研究はこのような問題意識のもとに戦前日本の株式市場を対象として情報効率性のテストを行うことをねらいとしている。实体经济の拡大時期すなわち工業化過程における資本市場の役割を考察する上では、戦前日本は重要なインプリケーションを導き出すことのできる分析対象だといえる。

対象時期は1917年から1936年までの20年間である。第一次大戦下のブーム、ならびにその

クラッシュを発端とする不況や金融不安の長期化が続いた時期である。しかしながらその一方で、1922年取引法改正を中心として取引制度改革が実施された。不況の長期化・深刻化が進行するなかでの資本市場の法制整備という点で近年の状況と類似するところが多く、現代的な政策含意をも導き出せるものと本研究は着目している。

戦前の株式市場は投機的取引が横行していた点が強調されることが多い。株式を実際に受渡しせず差金決済のみを目的とした取引が市場取引のかなりウェイトを占めていたことは事実である。しかしながらその一方で、戦前における株価形成機能や金融システムの資源配分機能についてある程度の効率性を認める先行研究もある。そこで本研究はこの点を再検証するものである。

分析はオリジナルな(月次)株価指数を作成したところからスタートしている。対象期間全体について月次データとして株価が把握できる銘柄をセレクトし、各銘柄の単純平均株価指数を推計した。ここで作成されたインデックスは、既存の株価データとは異なりクロスセクショナルなデータをそろえている点で特徴を持つ(同時に、統計的性質の面で既存の株価指数と著しい類似性が見出されることも確認できる)。

本研究ではこのインデックスの時系列データとしての統計的性質を簡単に把握すること

を通じて効率性検定を行う。具体的には、ARMA ( autoregressive moving average ) モデル、ARCH-M( ARCH-in-Mean )タイプのモデルならびに DGM( dividend growth model ) を用いた。その上で、戦前の株式市場が経済発展に対してどのような役割を果たしていたのかを考察する手がかりを提起する。