

証券経済学会第 97 回全国大会 自由論題 報告要旨

日本証券経済研究所 研究員

太田 達也

本研究の目的は、戦前期日本の株式市場における株主還元政策や資本政策が、株式流通市場においてどのように評価されたのかを明らかにすることである。これまで、戦前期における日本の株式市場を対象としては、制度面に関する研究やマクロデータを用いた研究が盛んにおこなわれてきた。しかしながら、過去に生じた様々な事象が株式流通市場においてどのように評価されたのか、とりわけ短期的相場変動としてどのように株価へ織り込まれたのかについての実証分析は、網羅的な株価データの未整備のために困難な環境にあった。そこで、本研究では、高頻度の株価データを網羅的に収集・整備しながら、企業の株主還元政策・資本政策の株式市場における評価を分析する。

具体的に、株主還元政策としては利益や配当率の変化（増配・減配）が、資本政策としては株主割当額面発行による有償増資や株式分割払込制度に伴う追加払込の実施決定が、株価にどのような影響を及ぼすのかを分析する。戦前期にあっては、払込金額が異なる旧株と新株が存在していたため、それぞれの銘柄において影響に程度に違いがあるのかも検討したい。分析の手法としては、上述したような配当率の変更や増資や追加払込による資金調達の実施決定というイベントが発生する前後において、当該銘柄がマーケットに比してどの程度の超過リターンを有していたのかを確認する。マーケットポートフォリオの代替としては、今般算出した短期清算市場日次株価指数を用いる。これをベンチマークに個別銘柄における CAR (Cumulative Abnormal Return) を算出する。

分析に際して注目すべきポイントは次の2つである。第一に、上述のイベントが発生した際において、CAR の多寡がどれほどかということである。すなわち、それぞれの企業行動によって株価リターンがどの程度変化するかを比較することで、企業のどのようなアクションが市場において強く反応していたのが確認できる。これにより、戦前期の投資家が何を重視していたかの一端を把握できる。第二に、イベントの発生がどの程度早く株価に織り込まれるのかという点である。ここでは、戦前期という特殊な時期においては、どのタイミングがイベント日として採用し分析するかも重要となる。有償増資を例にとれば、現代では一般的に上場企業が有償増資を行う場合には、取締役会の決議によってその実施が決定されるが、戦前期にあっては授權資本制度がなく株主総会の決議が必要であった。また、戦前期においては取締役会において増資の実施決定が内定した際には、取引所を通じて一般株主へ広告される。加えて、戦前期ではいわゆるインサイダー取引規制は存在しなかったため、何らかの方法でインサイダー情報を取得した投資家その他の投資家に先駆けて売買を行い、増資の決定が公開情報となる前に株価が変動する可能性もある。したがって、どのイベント発生日が適当かを勘案しながら分析を試みる。この分析は当時の株式流通市場がどの程度効率的であったかという問いへの示唆ともなりうるだろう。