

**今月の  
ひとこと**

2021年10月のFIWAマンスリー・セミナーでは明治大学株価指数研究所の三和裕美子先生と太田達也さんによる1878年（明治11年）から1942年（昭和37年）までの一貫した株価指数の発表がありました。私は明治維新からの社会、経済、国際関係などの流れのお話をしました。

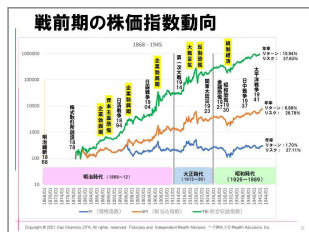
株価指数のギザギザのなかに多くの人々の笑と涙が詰まっています。株式市場の動きを単に数字として見るだけでなく、その背景にある生活者の息遣いを感じることも株式市場の歴史を学ぶ楽しみの一つです。

ご出席いただいたイボットソン・アソシエイツ・ジャパンの山口勝業会長にも「今回のご発表は本当にすごいと思います。多分これは国際的にも発表する価値があると思います」といううれしいお言葉もいただきました。同研究所の創業者として私もとてもうれしく誇らしい気持ちです。長年、お世話になり、私を育ててくれた証券市場に少しは恩返しできたかなと思います。そして、三和先生、太田さんはじめチームのみなさんには多大な努力をしていただき感謝の気持ちでいっぱいです。

今後、1942年から1949年までの期間の指数を完成させ、これにより完全に日本における株式市場全史の指数化が完成します。その日も近いようでとても楽しみです。このような長期的な指数があると「株式市場というものは長期で保有するとこんなに資産形成ができるものなのだ」という教訓を生活者のみなさんにアピールできると思います。本当にご尽力、ご協力、応援をいただいたみなさま、ありがとうございました。

**FIWAマンスリー・セミナー講演より 日本株式市場全史**

講演：岡本 和久 レポーター：赤堀 薫里



明治維新の国としてのビジョンは「西洋に学びつつ西洋から日本を守る」、これにつきます。その時のミッションは富国強兵、殖産興業、社会・生活を変革する。旧制度を廃止して新制度を導入する。この富国強兵、殖産興業、社会・生活変革のすべてにお金が必要です。旧幕府の金庫はお金が底をついています。その資金をどこから持ってくるのか、それが非常に大きな課題でした。

[読んでみる](#)

**FIWAマンスリー・セミナー講演 株価指数研究所～2016年からの軌跡～**

講演：明治大学商学部教授 三和 裕美子氏 レポーター：赤堀 薫里



株価指数研究所の設立趣旨をご報告します。日本には日経平均というよく知られている指数がありますが、これは1960年の4月の株価の基準値で計算され、日経225銘柄を対象にされています。TOPIXは1969年からの計算となっています。戦前、株価データを生かした株価指数がないという状況です。アメリカでは遡って、シカゴのCRSPが研究しています。日本には一貫した指数がないのはおかしいと岡本さんからお話を聞いて、私も確かにその通りだと思いました。必要だし非常に面白い、明治大学でやってみようかなと思い2016年にこの研究所を設立しました。

[読んでみる](#)

**FIWAマンスリー・セミナーより 株価指数研究所の研究成果**

**クラブ・インベストライフとは？**

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することも一切ありません。

**<FACEBOOK、TWITTERへの投稿の際のお願い>**

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告はご遠慮ください

**I-Oウェルス・アドバイザーズのメール・マガジン**

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

[mag@i-owa.com](mailto:mag@i-owa.com)

毎月15日配信 無料

**Facebook**

Facebook上のグループ、クラブインベストライフ  
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要です。リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

[Facebookへはこちらをクリック](#)

Twitter上のグループ  
 クラブインベストライフ  
[http://twitter.com/c\\_investlife](http://twitter.com/c_investlife)

Twitterへの登録が必要です





日経平均やTOPIXの算出期間は、戦前期が含まれていません。実際に戦前期を対象とした株価指数が算出されてこなかったわけではありませんが、算出主体や対象市場、対象期間がそれぞれ異なり、そのほとんどが配当込みではありませんでした。戦前期を対象にした株価指数は二つの問題点が存在しています。一つ目は配当の再投資効果が未反映であった。この理由としては、戦前期において株式売買を行う市場参加者の多くは個人投資家であり、その取引形態が投機的であった。そして中長期的な株式保有に伴う配当の再投資効果を反映する意義が薄かった。このようなことがあり、配当の再投資効果が未反映であったと思われます。

[読んでみる](#)

- [2021年11月15日発行 Vol.227](#)
- [2021年10月15日発行 Vol.226](#)
- [2021年09月15日発行 Vol.225](#)
- [2021年08月16日発行 Vol.224](#)
- [2021年07月15日発行 Vol.223](#)
- [2021年06月15日発行 Vol.222](#)
- [2021年05月16日発行 Vol.221](#)

ウェブ化以前のバックナンバー

2012年12月までに発行されたインベストラ이프をご購入いただけます。

[購入・詳細](#)

## FIWAマンスリー・セミナー講演より フリー・ディスカッション

三和 裕美子氏、太田 達也氏、岡本 和久 ご参加のみなさま レポーター：赤堀 薫里



参加者：今回のご発表は本当にすごいと思います。多分これは国際的にも発表する価値があると思います。戦前を配当込みにするとリターンがだいぶ高くなりましたよね。あれは要するに、日本はエマージング・マーケットだったということでしょう。だからハイリスク・ハイリターンでした。それは戦後の時期をみても、戦後日本が立ち上がってくる。一回ポシャってから、上がるころだからすごいリターンが出てきます。だから妥当だなという気がします。

[読んでみる](#)

## 知って得する、ちょっと差がつく トリビア・コーナー

トリビア研究家 末崎 孝幸



★シカト（の語源） ★なぜ横浜に中華街があるのか ★赤玉ポートワイン 伝説のポスターとそのご本人 ★京都には金閣寺、銀閣寺のほかに「銅閣寺」もある ★皇居ランニングのきっかけ

[読んでみる](#)

## お金と心チャンネルより 人生三つのステージとお金との付き合い方

動画・寄稿：岡本 和久



- # 1 三つのステージとは？ 学びの時代とお金 (7m28s)
- # 2 働きの時代① 仕事とは世の中に仕えること (6m30s)
- # 3 働きの時代② 将来の自分はいまの自分が支える (8m09s)
- # 4 遊びの時代 (7m37s)

[読んでみる](#)

## 参考データ・コーナー

### 基本ポートフォリオのパフォーマンス

## データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

基本ポートフォリオのパフォーマンス 11月は4資産成長型が-1.64%、2資産成長型が-1.64%のパフォーマンスでした。世界各地のパフォーマンスは <https://www.ibbotson.co.jp/market/> でご覧いただけます

[読んでみる](#)

## 投信データ・ウォッチ

### データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

今回は直販ファンドの運用状況をリストアップしていただきました。さわかみファンド、セゾン・バンガード・グローバルバランスファンド、セゾン資産形成の達人ファンド、ひふみ投信、結い2101など純資産額で上位を占めました。

[読んでみる](#)

## I-OWAたより

### 岡本和久のI-OWA日記

右のサイトをご覧ください ⇒ <https://i-owa.com/>

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

## セミナー案内

2021/12/17 サムライズ勉強会 第51回

開催日 12月17日(金) 19:00~21:00

会場 ちよだプラットフォーム+Zoomオンラインセミナー

講演 竹中正治氏開発による「投資シミュレーションソフト」の活用と効率的な資産形成手法について

講師 龍谷大学経済学部教授、京都大学博士 (経済学)

FIWAアドバイザーボード アドバイザー 竹中 正治 (たけなか まさはる) 氏

備考 主催：NPO法人みんなのお金のアドバイザー協会

お申込先：<https://somerise.net/2021/10/11/1324/>

2021/12/19 FIWAマンスリー・セミナー #195

開催形式 On Line

開催日時 12月19日(日) 12:30~15:30

講演・講師 岡本 和久 「KK時代のプロエイジングという生き方」

(株)リンクマネーコンサルティング 高橋 忠寛氏 「相談ビジネスの現状と将来性~アドバイザーの提供できる価値とは~」

備考 お申込みは開催日の三週間前より以下のサイトにて承ります

<https://happymoney.stores.jp/>

2022/1/16 FIWAマンスリー・セミナー #196

開催形式 On Line

開催日時 1月16日(日) 12:30~15:30

講演・講師 岡本 和久 「ライフプラン(人生計画)の作り方」

ブーケドフルーレット 馬淵 治好氏 「2022 どうなる世界の経済・金融市場」

備考 お申込みは開催日の三週間前より以下のサイトにて承ります

<https://happymoney.stores.jp/>

2022/2/20 FIWAマンスリー・セミナー #197

開催形式 On Line

開催日時 2月20日(日) 12:30~15:30

講演・講師 岡本 和久 「人生を通じてのお金との付き合い方」

弁護士 坂本 有毅氏 「資産運用業務に関連する法制度の基礎」

備考 お申込みは開催日の三週間前より以下のサイトにて承ります

<https://happymoney.stores.jp/>

2022/3/20 FIWAマンスリー・セミナー #196

開催形式 On Line

開催日時 3月20日(日) 12:30~15:30

講演・講師 岡本 和久 「DIY資産形成の方法」

(株)マネーライフ・プランニング 小屋 洋一氏 「米国FPカンファレンス、事務所訪問を通じて学んだ最近10年間の米国アドバイスピジネスの変化」

備考 お申込みは開催日の三週間前より以下のサイトにて承ります

<https://happymoney.stores.jp/>

[詳細はこちらをご覧ください。](#)





## FIWA マンスリー・セミナー講演より 日本株式市場全史

講演： 岡本 和久  
レポーター： 赤堀 薫里

日本では、世界に先駆けて堂島に米会所ができ、幕府公認の会所となりました。ただ基本的にヘッジと投機を目的としたものでした。株式投資が資金調達の間ではなかったということが、いまだに緒を引き、値段を見て売買する。またはヘッジの目的、そういったものが根強く市場の中にあるような気がします。

ペリーさんが日本にやってきて日本が開国をして明治維新になりました。産業にはライフサイクルがあるといいますが、国にもライフサイクルがあります。私は日本の戦前期も大きく4つぐらいに分けられると思います。1890年に帝国議会が開かれます。ちょっと前に東京株式取引が開設され、日銀もできました。日本という国の形が整ってきたその辺りまでが第一ラウンド。パイオニアリング期ですね。

次は日清、日露戦争、第一次世界大戦あたりまでが成長期でしょう。そして第一次世界大戦が終わり、反動恐慌がありました。そこから昭和の始まりぐらいまでが成熟期。昭和に入ってからほとんど統制経済の色合いが強くなっていきます。戦争に向けて、大陸に向かって、東南アジアに向かって、アメリカに向かってという戦争が広まっていきます。ある意味衰退期にあったのだろうと思います。

まずは明治維新の国としてのビジョンは「西洋に学びつつ西洋から日本を守る」、これにつきます。その時のミッションは富国強兵、殖産興業、社会・生活を変革する。旧制度を廃止して新制度を導入する。この富国強兵、殖産興業、社会・生活変革のすべてにお金が必要です。旧幕府の金庫はお金が底をついています。その資金をどこから持ってくるのか、それが非常に大きな課題でした。今、改革という言葉が盛んに取りざたされますが、比較にならないすごい改革です。

### 戦前期の株価指数動向



Copyright © 2021, Kaz Okamoto, CFA. All rights reserved. Fiduciary and Independent Wealth Advisors ~ FIWA, I-O Wealth Advisors, Inc.







## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

まず士族の解体。30万とか50万人とかいろいろな説はあります。幕府の下で禄をもらっていた人たちは、幕府がなくなり、大量失業者が発生しました。その時どうしたのか。秩禄公債や金禄公債という手段が打たれました。いろいろな新制度がどんどん出てきました。

産業面では資金をどうやって調達するのかは、これも非常に大きな課題でした。外国から借りてくることがひとつ。鉄道建設では外債発行に大きな依存をしました。幕末維新にかけて西洋を視察した渋沢栄一が、合本組織という名前をつけて会社組織を作る。民間からお金を集める考えかたです。福沢諭吉先生も欧米を視察しました。会社制度を学び、自分の弟子である早矢仕有的さんに、文房具を売る会社を作ったらどうだといいます。それが今の丸善です。

最初は外債発行と政府のなけなしのお金で鉄道を作ります。陸運ですね。海運の方は政府がやろうとしましたがうまくいかず三菱会社に払い下げをします。これが三菱財閥のコアになっていきます。徐々に輸送以外のインフラである富岡製糸所などの輸出産業や兵庫造船所ができてきます。これらも最終的には徐々に民間に払い下げられます。いわば政府がベンチャーキャピタリストのような役割だったのです。

民間の中の資本蓄積がだんだん増えてくることでそこに払い下げる。その辺は実にうまくやっているなと思います。その後、民間企業が勃興するようになります。電力・セメントなど現在も必要なものばかりです。興味深いのは日本郵船の設立は皇室がお金を出して作りました。

鍵になるのは金融です。1871年。新価条例が発表されます。1ドル=1円=一両=1.5gの金と、円を基準にする外貨との交換レートも決まりました。そして国立銀行条例ができます。国立銀行には発券機能がありました。しかし金本位制をベースにしていたので金を兌換用に持たねばならない。最初にできたのが後にみずほ銀行となる第一国立銀行です。しかし、実際にはハードルが高かったため4行しかできませんでした。

1876年に銀行条例の改正が行われます。銀行紙幣の金兌換を廃止して、そのリザーブを国の発行した債券である国債で代替できるという規定になりました。これによって、一挙に銀行がたくさんできます。1889年までに全部で153行があつという間にできました。ほとんどの銀行は資本金の8割を公債で払い込みました。それをもとに貨幣が発行されます。その後、東京株式取引所ができます。

どんどん貨幣が増えたためインフレになります。そこで松方正義さん、大蔵卿が紙幣の整理を行います。健全通貨主義を打ち出しインフレを抑え込む。日銀ができて発券は日銀のみが行うと決めて、お金の制度が整っていきました。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

講演では、金融制度の確立と産業革命の推進、取引所設立の大きな目的になった秩禄公債と金禄公債について、また株式取引所制度の歴史、日清、日露戦争の経済への影響や、第一次世界大戦バブルとその崩壊。問題山積の株式市場についての説明。関東大震災、モラトリアム、金融恐慌、昭和恐慌、昭和期の株式市場関連の出来事について解説いただきました。最後はスライドショーで戦後編を勉強しました。



### FIWA マンスリー・セミナー講演 株価指数研究所～2016年からの軌跡～

講演： 明治大学商学部教授 三和 裕美子氏

レポーター： 赤堀 薫里

株価指数研究所の設立趣旨をご報告します。日本には日経平均というよく知られている指数がありますが、これは1960年の4月の株価の基準値で計算され、日経225銘柄を対象にされています。TOPIXは1969年からの計算となっています。戦前、株価データを生かした株価指数がないという状況です。アメリカでは遑って、シカゴのCRSPが研究しています。

日本には一貫した指数がないのはおかしいと岡本さんからお話を聞いて、私も確かにその通りだと思いました。必要だし非常に面白い、明治大学でやってみようかなと思い2016年にこの研究所を設立しました。当時、平山賢一さんが短期清算取引38銘柄の戦前期の株価指数を作っていたので、それに倣えばデータさえ集めればできるのではないのかと思いました。板谷さん、山口さんにもアドバイザーとして参加していただき、岡本さんが創業者、私が株価指数研究所の代表として登録させていただいています。太田達也君は現在中心となって、この株価指数研究所のデータ収集、指数作成にあたってくれています。たくさんの方のご協力を経てここまでできました。



活動内容としては、戦前期、昭和前期。平山さんが行っている短期の清算取引の長期バージョンです。長期清算取引のときの株価データを中心にやっていくということで、データ収集を2016年2017年と行いました。2018年度は、昭和期の中でだいたい集まったところで、既存の指数とどう接続をしていったらいいのかについて検討しました。株価だけでは権利落ちの月が特定できないので、株価を集めたら各企業の営業報告書を探して、そこから配当落ち、株価分割、増資の月の特定をしていくという作業を行っていききました。これは思ったより大変な作業でした。株価データのない企業や、営業報告書がない企業もありました。また、営業報告書のフォーマットがバラバラということで、配当をいつ落ちたことにするのか非常に悩ましいところでした。

昭和期、大正期と遑ればさかのぼるほど数は少なくなってきますが、データがない中で最後2年間、太







## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

田君が非常に頑張ってくれました。現在 1942~1945 年の株価のデータがありません。今まで使っていた資料がないので新聞から収集して、ほぼ収集し終わっています。TOPIX との接続も見えてきました。戦後の配当込みは取引所ではかなり最近からしかやっていないので、その分私たちが配当込み TOPIX を戦後から作っていかなくてはならない状況です。データ収集のリソースは『株界二十年』『東株五十年史』をベースにしてデータ収集を行っています。増資配当修正、権利落ちの日の特定。細かい作業を経て今に至っています。

データ収集以外の活動として、研究会を行いました。9月8日、日経新聞の経済教室に記事を書かせていただきました。この記事では、コーポレートガバナンス改革の一枠として書いてくれということでした。今、岸田首相が「新しい資本主義」といっているように、株主価値極大化経営ではなくて、マルチ・ステークホルダー経営へというのが一般的な世界的な流れです。その中で多くの日本の経営者の中には『そらみたことか、株主価値ではなくて、マルチ・ステークホルダーなんだ。従業員やその他のステークホルダーを大切にということ、日本的なことが見直されつつあるんだ』というようなことをおっしゃる方もいらっしゃいます。

その議論は、日本の一面しかみていません。日本の従業員や会社の共同体、メインバンク制、終身雇用は戦後の話です。戦前は、株主のリターンが非常に高かったということ、日経の経済教室の記事でも少し述べました。つまりこの大正期、昭和前期、明治期のトータルリターンを米国と比べると、非常に高いことを示しています。実は日本は戦前期も含めて、株主の方を見て対応しているという話をしました。日経新聞のガバナンスに詳しい記者が、『先生、これ、さらっと書いていますが、めちゃくちゃすごいことですよね』と感心してくださり『是非プレスリリースしてください』とおっしゃっていました。当初、株価指数研究所は『昔の株価を集めて何になる』と研究者も思っているところを、いざ集めてみると、『実は米国よりもリターンが高かった、もちろんリスクも高いですけど』ということを示すと評価が変わってきます。

そのうち『TOPIX と繋げられるようになったところでプレスリリースします』と宣言しています。最後に、当研究所の活動は、全て岡本さんのご寄付で支えられています。この場を借りて深くお礼を申し上げます。現時点では 1942 年までですが、統一的な指数ができたことはすごいことです。これまで作業に携わってくれていた学生さん、全ての方々に感謝申し上げます。TOPIX への接続までに不足データの収集と、配当込指数の修正も作っていく必要があるため、もう少し頑張る必要があります。完成すれば日本で、世界でも誰もやっていないことを我々が成し遂げるということですので、引き続きご支援賜りたいと思います。よろしくお祈り申し上げます。



### FIWA マンスリー・セミナーより 株価指数研究所の研究成果

講演： 明治大学大学院博士後期課程在籍  
明治大学株価指数研究所研究員 太田 達也氏  
レポーター： 赤堀 薫里

株価指数研究所の現時点での研究成果について報告致します。日本においておなじみの株価指数といえば日経平均や TOPIX があげられます。日経平均や TOPIX はそれぞれ戦後になってから算出が始まり、現在まで継続して計測されています。しかし、日本の株式市場の歴史は 1878 年から始まり現在まで約 140 年という歴史をもっているにも関わらず、戦前期から現在に至るまで一貫通貫した株価指数の算出が行われていないというのが現状です。この一貫通貫した株価指数を算出することが株価指数研究所の主要な目的の一つになっています。



株価指数の役割とは、従来では株式市場の趨勢を観察して景気状況を判断するための先行指数としての役割があります。それに加えてパッシブファンドの投資近似目標や、デリバティブとして投資対象としての役割もあります。近年では株式投資成果を評価するためのベンチマークとしての役割も存在しています。投資成果を評価するのであれば、株式譲渡により発生するキャピタルゲインないしはロスだけではなく、中長期的な株式保有に伴うインカムゲインを考慮に入れる必要があります。実際に近年では配当込み TOPIX と呼ばれるような、配当込みの株価指数が算出されています。

日経平均や TOPIX の算出期間は、戦前期が含まれていません。実際に戦前期を対象とした株価指数が算出されてこなかったわけではありませんが、算出主体や対象市場、対象期間がそれぞれ異なり、そのほとんどが配当込みではありませんでした。この中で唯一配当込みの指数を算出しているのが平山賢一さんの指数のみとなっています。そのこともあり、株価指数研究所で作成した株価指数は、平山先生の研究を参考にしています。

戦前期を対象にした株価指数は二つの問題点が存在しています。一つ目は配当の再投資効果が未反映であった。この理由としては、戦前期において株式売買を行う市場参加者の多くは個人投





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

資家であり、その取引形態が投機的であった。そして中長期的な株式保有に伴う配当の再投資効果を反映する意義が薄かった。このようなことがあり、配当の再投資効果が未反映であったと思われます。

二点目は戦前期に特有な金融制度が未反映であったことがあげられます。戦前期の株式市場には、株式分割払込制度や株主割当額面発行増資といった、当時、特有な金融制度が存在していました。これらは株価の変動に大きな影響を及ぼすファクターであった一方で、株価指数に反映されていませんでした。

戦前期を対象とした株価指数算出の意義としてこれらの問題を克服することで、中長期的な視座のもと戦前期の投資家の株式投資パフォーマンスを明らかにすることができます。そして株式投資のトータルリターンを明らかにすることで、日本における長期的株式リスクプレミアムの算出に必要な基礎的なデータを提供することができるとともに、ファイナンス研究所における長期資産配分決定に多くのインプリケーションを与えることができます。

次に戦前期の株式市場を見ていきます。まずは戦前期における払込資本金、つまり株式による資金調達はどうだったのか見ていきます。1902～1940年の主要企業の資金調達の構成比は、株式によるものが47～70%程度。借入金によるものが1.6～9.6%と推移しています。つまり戦前期における企業の資金調達は、銀行借入れ資金調達を主とした戦後期に比べ、株式市場からの直接金融に依存していました。

続いて株式取引所シェアについて見ていきます。日本の株式取引所は1878年に東京と大阪の二つから株式取引が始まりました。その後、横浜、神戸、京都、名古屋で株式取引所が設立されていきます。株式取引所の数は、増減を繰り返しながらも、1900年以降は10前後の取引所件数に安定していきます。戦前期においては日本の株式取引所の数は、現在に比べて非常に多くありました。

一方で多数の株式取引所が存在していたにも関わらず、株式取引所の収入額は、東京株式取引所と大阪株式取引所のシェアを見てみると、東京株式取引所が1922年に一度だけ大阪株式取引所に首位を譲った以外は、一貫して全国の株式取引所の中では最大の収入額を上げ続けており、収入シェアのほとんどが東京、大阪株式取引所が占めていました。これに従いまして、株価指数の算出するにつけても東京株式取引所に上場されている銘柄を追うことで、当時の株式取引所の株式市場の実態を十分に把握することができるのかなと思います。

講演では戦前期の株式市場がどのようなものだったのか、いくつかの側面からご説明いただきました。また株価指数の算出プロセスとその方法を説明されたのちに、本題である戦前期の株価指数算出と日米比較の分析の解説をされ、最後に今後の課題をご提示くださいました。



### FIWA マンスリー・セミナー講演より フリー・ディスカッション

三和 裕美子氏、太田 達也氏、岡本 和久

ご参加のみなさま

レポーター: 赤堀 薫里

参加者 | 米国の長期株価指数は、物価上昇を勘案して物価上昇の影響を差し引くと、実質平均リターンがどれくらいかというのがなされている。投資家からみても、それがまさに興味がある数字です。その辺りは今後の研究になるのか。また米国の例でいうと安全資産としての国債リターンと比べて株式のリターンが平均何%上回っているのかを出されていますが、その辺りも今後の研究方針とされるのかどうか教えてください。

三和 | 通期のものでできた段階で、『インフレを加味した指数も必要ね』と話をしていたところです。インフレ率や、国債については短期の政策金利を平山さんが比較をされていますので、それに基づいてその次の課題として考えています。

岡本 | これは次のテーマとして当然出てきます。ただ一度に出してしまうと作業の大きさに怖じ気づいてしまうかもしれない（笑）。ただすごく重要なことですね。イボットソンでも、短期の金利だとか、国債金利、インフレ率を修正してやっていますよね。

山口 | リスクプレミアムを計算する上で、どうしても必要な部分です。今回のご発表は本当にすごいと思います。多分これは国際的にも発表する価値があると思います。

イボットソンも、イェール大学の古文書図書館に毎年 MBA の学生を派遣して、太田さんと同じように昔の新聞を破けないようにそっとめくってデータを集めて、1800 年の前半までやり続けて論文になっています。それを共著したのがイボットソンと彼の弟子。今はイェール大学の教授になっています。

戦前を配当込みにするるとリターンがだいぶ高くなりましたよね。あれは要するに、日本はエマージング・マーケットだったということでしょう。だからハイリスク・ハイリターンでした。それは戦後の時期をみても、戦後日本が立ち上がってくる。一回ポシャってから、上がるころだからすごいリターンが出てきます。だから妥当だなという気がします。戦後との接続ですが、戦後のデー







## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

タは証券経済研究所のデータを私も使わせていただいています、あれとは別のやり方で作るのでしょうか？あれはあれで配当込みはかなり近い状態になっています。

三和 | 証券経済研究所の収益率。戦後部分についてはあれを使うという手もありますね。

山口 | あれは 1952 年からで、配当込み TOPIX とほぼ同じ状態になります。配当込み TOPIX は 89 年 1 月以降しかデータが出ていません。しかし、あの系列と 88 年 12 月までの系列と、そのあとの配当込み TOPIX をくっつけるとほぼ OK。うちの会社はその系列を繋げて出しています。たぶんもう一度作り直すこともないのかなとちょっと思います。



三和 | 貴重なアドバイスをありがとうございます。そのようにできたら嬉しいと思います。

山口 | 残念ながら東証の方の配当込み TOPIX にはほぼ繋がるだろうということなんですが、完全に同じかということではないのかもしれない。ちょっと疑問があります。

岡本 | 私が持っている配当込みの TOPIX は、1973 年 1 月からです。それで 48 年 7 ヶ月です。配当なしは年率で今日まで見ると 3.4%。配当込みで見ると 4.9%。すごく大きな違いがあります。ただ以前はそんなに大きな違いはない。最近になって配当のインパクトがすごく大きくなっています。明治維新、ついこの間までちょんまげをつけていた人たちのところで生まれた株式取引所の指数ということで考えると、戦争でとにかくアメリカの前に立ち向かっていったという意味では、それは相当リターンがあっても良いのではないかと思いますね。リスクは高いでしょうけどね。本当にエマージング・マーケットだったんだなと強く感じますね。

板谷 | 米国株式も戦前は国債利回りよりも株式配当利回りの方が高かった時代があったと思います。エマージングの考え方もそうだなとも思います。国債と株式の関係が、株式に対して高いリターンを求めていた時代があったのではないのかと思います。

岡本 | 日本では、配当利回り革命があったなというのが 60 年代中頃くらいからです。

板谷 | そうですね。債券利回りと配当利回りがひっくり返ったのが。

山口 | 米国も配当利回りが高かった時代がありました。ロジャー・イボットソンに『なんでそうなの？』と聞いたところ、昔の投資家は将来のことまで見通してなくて、早くリターンをよこせと、せつ





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

かちで儲かった分はすぐもらいたいみたいなことだったようです。利回り革命が起きて、将来に対する成長みたいなものは織り込み、配当は今もらわなくても株価が上がればいいやと思うようになった。グロース・ストックの概念が浸透したからだということを書いていました。

板谷 | それも説得力ありますね。

岡本 | 過去のそんな古いものを研究してもしょうがないじゃないという意見も随分あったようです。例えば上山さんがご覧になって現代的な価値というもののはどのようにお考えですか。

上山 | リスクを計算するうえで一貫して連結したデータがないと、その国の証券市場、株式市場の動きや生成がわかりにくいと思いますのでこの研究の価値はあると思います。数字が並んでいて、推理小説のような謎を解いていく面白さがあると思います。学問的な面白さがあるのではないかと感じました。

岡本 | 数字の中にいろいろなモノが埋まっています。その時々の人々の生活や心情とかそういうモノは、今のマーケットを見る時も非常に参考になると思います。

上山 | 数字を見てストーリーを作れますしね。それを見て議論するのが学問としての面白さというのがあると思います。

岡本 | すごく長い間をみると、株価はちゃんと上がっています。ただ、戦争が終わってから再開されるまでのところでどれくらい変化しているのかというのが一番興味ありますよね。為替で言えば開戦の頃は1ドル4円ぐらいでしたかね。それが最終的には360円に決まったわけだから。それがどの程度、株価ではギャップが生まれたのか面白いところですよ。

原田 | 戦前の株主とはどんな人たちだったのですか？

太田 | 戦前期の株主層は、過半数が個人投資家でした。株式会社を設立するさいに取締役を構成するわけですが、その取締役は株主が担っていたということもあり、資本を充填するときに取締役になって、その会社の株式を多くの取締役が持っていたということもあります。株式の分散度でいえば、一部が多く持っていたということがあると思います。一方で機関投資家も存在していました。多くが保険会社や銀行でしたが、だいたい1割程度を持っていたということですから、今回作成した株価指数を長期的に見ていくことが重要なことだと思います。

原田 | 戦前から持合いがありましたよね。今は持合い解消となってきていますが。戦前の日本の株式市場においては、企業グループにおける持合いというのがありましたよね。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

太田 | そうですね。財閥を中心としてそういったものがありました。

原田 | 浮動株は少なかったのですか？

岡本 | 銀行経由が多かったのではないのでしょうか。基幹銀行としてそれぞれの銀行が財閥グループの中にあって、それが全体をある程度を支配して資金を供給しているというイメージがあります。

三和 | その辺も、今後研究がどんどん発展していきますが、昭和初期と大正期では全然違います。大正期は宮内庁が筆頭株主として出てきます。すごく面白いです。明治期の企業だと取締役が大株主の関連の人で、取締役は非常勤です。今は社外取締役だけど、明治時代の取締役は定期的に変わっていく、非常勤の社外取締役みたいな人たちのようです。そうすると短期的な配当をもらってというのは少し理解できるなど。儲かった分は配当としてもらって去っていくというところがあったのかなということが推察できます。明治期、大正期、昭和戦前期、戦後期と、株主構造にはいろいろな特色があって、ガバナンス研究がどんどん発展していくのではないのかなと思い、非常に面白いです。

岡本 | 今日はありがとうございました。この指数が一通貫の指数になった時に改めてご報告したいと思います。ご支援のほどよろしく願いいたします。



## 知って得する、ちょっと差がつく トリビア・コーナー

トリビア研究家 末崎 孝幸

末崎 孝幸氏

1945 年生まれ。1968 年一橋大学商学部卒業、同年日興証券入社。調査部門、資産運用部門などを経て、日興アセットマネジメント執行役員(調査本部長)を務める。2004 年に退職。Facebook 上での氏のトリビア投稿は好評を博している。



### シカト (の語源)

そっぽを向くこと、無視することを「シカト」というが、その語源となったのは花札で、十月の札「紅葉に鹿」である。十月の鹿ということで、「鹿の十」とも呼ばれた。

花札の絵柄の鹿が横を向いていることから、この「鹿の十」という語が「無視する」意につながり、のちに、「鹿の十」(しかのとお)→「鹿十」(しかとお)→「シカト」と変化していったのである(当初は博徒の間で「無視」の隠語として使われていたようだ)。



### なぜ横浜に中華街があるのか

横浜中華街はもともと欧米人の居住区だった。これは 1858 年(安政 5 年)に日米修好通商条約が締結されたことに由来する。この通商条約には「神奈川」を含む 5 港を開港することが定められており、これが横浜に外国人が多く住むきっかけとなった。

当時の「横浜村」には、短期間で外国人居留地や波止場、税関などが整備され、国際港としての体裁が整えられた。そして、1859 年(安政 6 年)に「横浜港」が開港し、諸外国との貿易が開始された。そんな中で、欧米人の居住地区であった場所に中国人が増えたのは、欧米人が「通訳」として中国人を呼んだためである。





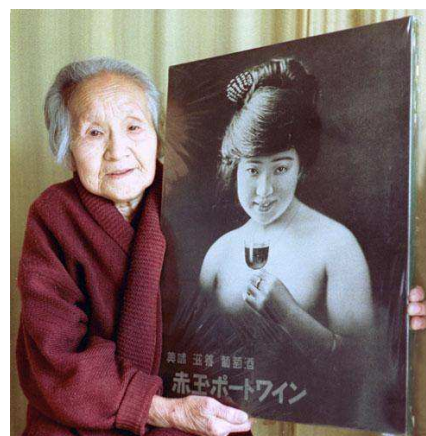
## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

その当時、英語が話せる日本人は少なかった。西洋との関わりは日本よりも中国の方が早く、英語など欧米の言葉が話せて欧米人とコミュニケーションがとれる中国人が多かった。また、中国人は日本語が話せなくても漢字を書くことで、日本人とある程度のコミュニケーションがとれた。そのため、欧米人と日本人の間に入る存在として一番適していた。

その後、外国人居住区の欧米人は減少し、一方で通訳や商人として横浜に来た中国人は増加し、現在の「横浜中華街」が誕生したのである。

### 赤玉ポートワイン伝説のポスターとそのご本人

1922年(大正11年)、当時の壽屋(現在のサントリー)の伝説のポスターが発表され、そのモデルは歌劇女優の松島栄美子さんだった。日本で初のヌードモデルとされている人物だ。撮影者は当時広告界の鬼才といわれた片岡敏郎、初めてのポスターにヌード写真を取り入れ、多くの話題をよんだ。松島栄美子さんはスタジオに6日間もカン詰めになり、60枚もの写真を撮られたという。



写真は1983年3月に撮影されたもの。松島さんはこの時90歳、翌月亡くなられた。

### 京都には金閣寺、銀閣寺のほかに「銅閣寺」もある

1587年(天正15年)に織田信長、信忠親子の菩提を弔うために正親町(おうぎまち)天皇の勅命により建てられた大雲院という寺院がある。大雲寺の名称は織田信忠の戒名「大雲院殿三品羽林仙巖大居士」から取られた。通称「銅閣寺」と呼ばれている。

創建当初の銅閣寺は御池御所(現在の烏丸二条)にあり、その後豊臣秀吉の手により寺町四条へと移転。そして昭和48年に現在の祇園・東山界隈の位置に移転したが、実は最後に移転したこの場所はある人物の別荘地だった。

その人物こそ一代で巨万の富を築き、大成建設の創始者で、鹿鳴館、帝国ホテル、帝国劇場などを建設した大倉喜八郎だ。現在の銅閣寺は大倉喜八郎氏の別邸の一部だったのである。



### 皇居ランニングのきっかけ

皇居の周り約 5km のコースをランニングすることを「皇居ランニング」または「皇居ラン」と呼んでいる。このコースはアクセスが良く、オフィス街から近いことからランナーに人気があり、多くの人々が走っている。そんな「皇居ラン」が流行ったきっかけは「銀座のホステス」だった。

元々のきっかけは昭和 39 年の東京オリンピック。エチオピアのアベベ・ビキラ選手がオリンピック史上初めて 2 連覇するなど大いに盛り上がり、ランニングブームが起こった。そのブームにより走り始めたのが銀座のホステスたちだった。

皇居と銀座は近く、銀座には多くのホステスが働いている。そんなホステスたちが参加したのが「皇居一周マラソン」だった。大会の主催者は銀座のクラブやバーの経営者。

昭和 39 年 11 月、約 40 人ものホステスが参加したこの大会は珍しかったこともあり、大々的にニュースで扱われた。これにより皇居の周りを走れることが一般の人に伝わった。そして、皇居の周りは信号もなく、とても走りやすいコースということで「皇居ラン」はブームとなり、現在まで長く続いている。

(追記) 当時開催された銀座ホステスの優勝タイムは 23 分台だったとか。5km を 23 分だと時速 13km になる。





## お金と心チャンネルより なぜ ROE は大切なのか

動画・寄稿：岡本 和久

(私が YouTube のチャンネルで配信している動画を紹介します)




### 人生三つのステージとお金との付き合い方

<p>#1 三つのステージとは？学びの時代とお金 (7m28s) <a href="https://youtu.be/6qZ7sSzavBk">https://youtu.be/6qZ7sSzavBk</a></p> <p>人生の目的はなんでしょう？しあわせの六角形とは？そして ハッピー・マネー®四分法ってなに？人生は「学びの時代」「働 きの時代」「遊びの時代」に分かれます。「学びの時代」は人的 資産を形成する時代です。20211001</p>	
<p>#2 働きの時代① 仕事とは世の中に仕えること (6m30s) <a href="https://youtu.be/o91CihRQoWM">https://youtu.be/o91CihRQoWM</a></p> <p>「働く」、「仕事」ということの本質的な意味はなんでしょう。 本当のプロとして良い世の中創りに貢献するために必要なの は知識と経験、そして一番大事なのがプロとしての倫理観で す。就「社」ではない、本当の就「職」です。20211008</p>	
<p>#3 働きの時代② 将来の自分はいまの自分が支える (8m09s) <a href="https://youtu.be/J8oYa-wzMGw">https://youtu.be/J8oYa-wzMGw</a></p> <p>働きの時代には自分の人的資産を活用して金融資産を形成し</p>	





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

<p>ます。将来の自分はいまの自分が支えるという意識をしっかりと持つことが一番大切です。毎年の収入は今年的生活費と将来の生活費の両方であることを知るべきです。そのための投資戦略が 75 文字の投資戦略です。手間もひまもかからず負担がないので長く続けることができます。 <b>20211015</b></p>	
<p># 4 遊びの時代 (7m37s) <a href="https://youtu.be/sY4w4hhcjWs">https://youtu.be/sY4w4hhcjWs</a></p> <p>遊びの時代のお金との付き合い方はどのようなものでしょうか。投資の究極のリターンは自分もまわりのみんなも笑顔になることです。これが「利他のリターン」です。 <b>20211022</b></p>	

# <モデルポートフォリオ:2021年11月末の運用状況>

単位: %

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率			
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 ~ 263万円
4資産型	積極型	-2.50	18.84	10.03	13.07	14.99	7.05	32.61	74.42	143.23
	成長型	-1.64	12.32	7.07	9.71	10.19	4.77	22.10	48.70	100.47
	安定型	-0.78	6.07	4.00	6.27	5.99	2.53	11.93	26.29	62.07
2資産型	積極型	-2.33	24.61	12.26	14.13	16.04	9.61	42.08	88.36	182.22
	成長型	-1.64	16.26	8.82	10.78	11.56	6.54	28.93	58.68	126.59
	安定型	-0.95	8.35	5.28	7.35	7.78	3.56	16.40	33.01	78.10

\* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2020年11月末に1万円投資資金を積み立て始め、2021年10月末の投資資金までとする(2021年11月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。  
出所: イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。Morningstar Directについてのお問い合わせは、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンのお問い合わせメール (<https://www.ibbotson.co.jp/contact-us/>) まで。

## ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

4資産型		国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: FTSE WGBI (除く日本)	
		積極型	40%	40%	10%	10%
		成長型	25%	25%	25%	25%
		安定型	10%	10%	40%	40%
2資産型		世界株式: MSCI ACWI (含む日本)		世界債券: FTSE WGBI (含む日本)		
		積極型	80%	20%		
		成長型	50%	50%		
		安定型	20%	80%		

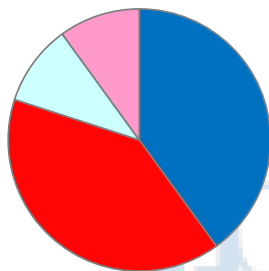
ポートフォリオは「インベストライフ」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストライフ』のその他の記事はこちらからご覧ください。  
<http://www.investlife.jp/>

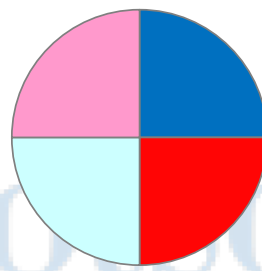
### 4資産型

- 国内株式: TOPIX
- 外国株式: MSCI KOKUSAI
- 国内債券: NOMURA-BPI (総合)
- 外国債券: FTSE WGBI (除く日本)

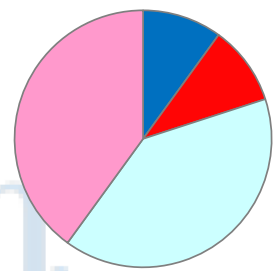
#### 積極型



#### 成長型



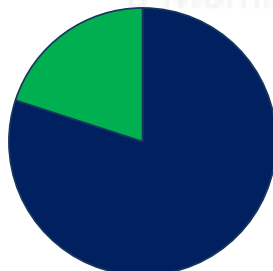
#### 安定型



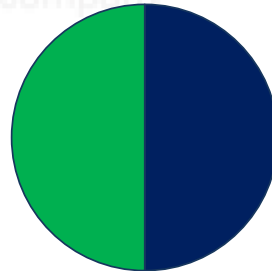
### 2資産型

- 世界株式: MSCI ACWI (含む日本)
- 世界債券: FTSE WGBI (含む日本)

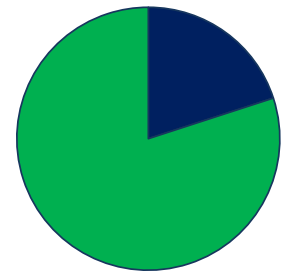
#### 積極型



#### 成長型



#### 安定型



<直販系ファンド:2021年11月末の運用状況>

運用会社名	ファンド名	トータルリターン				リスク 10年 (年率)	1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				2021年11月末		2021年 8月末	2021年 11月中
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)		1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月~ 263万円	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月~ 263万円	純資産 (億円)	基準価額 (円)	(前回掲載時) 基準価額 (円)	推計資金 純流入額 (億円)
さわかみ投信	さわかみファンド	-3.31	8.79	7.67	11.59	18.70	1.57	21.46	59.45	205.18	12.19	72.88	191.35	555.44	3,385.4	30,738	31,477	-1.77
セゾン投信	セゾン・バンガード・ グローバルバランスファンド	-0.76	16.79	8.46	10.48	11.51	7.15	27.74	54.51	—	12.86	76.64	185.41	—	2,934.1	19,187	18,764	23.09
セゾン投信	セゾン 資産形成の達人ファンド	-1.39	23.93	14.53	17.62	19.05	8.76	46.65	113.96	—	13.05	87.99	256.75	—	1,814.7	31,868	31,324	26.40
レオス・キャピタル ワークス	ひふみ投信	-4.40	3.73	12.20	17.83	18.08	-0.60	26.66	108.34	—	11.93	76.00	250.01	—	1,504.3	61,433	63,558	3.65
鎌倉投信	結い 2101	-3.53	-0.93	4.99	7.75	10.05	-3.24	8.44	30.64	—	11.61	65.06	156.76	—	472.4	20,511	21,475	1.69
レオス・キャピタル ワークス	ひふみワールド	-0.42	30.94	—	—	—	12.25	—	—	—	13.47	—	—	—	406.4	16,890	16,508	12.61
コモンズ投信	コモンズ30ファンド	-4.17	16.12	10.71	13.66	17.67	4.45	33.80	82.65	—	12.53	80.28	219.19	—	312.1	37,976	38,309	6.63
ありがとう投信	ありがとうファンド	-0.89	28.68	13.03	14.03	17.26	10.52	47.46	92.35	—	13.26	88.48	230.82	—	187.6	28,332	28,089	0.21
クローバー・アセットマ ネジメント	コードモファンド	-2.24	13.61	11.09	—	—	5.02	28.89	—	—	12.60	77.33	—	—	105.5	23,050	22,686	-0.62
ユニオン投信	ユニオンファンド	-3.72	11.95	7.21	10.29	16.90	1.53	21.73	48.68	—	12.18	73.04	178.42	—	96.6	29,943	30,379	0.51
コモンズ投信	ザ・2020ビジョン	-1.23	7.42	16.19	—	—	5.65	60.65	—	—	12.68	96.39	—	—	77.2	26,431	25,583	0.42
レオス・キャピタル ワークス	ひふみらいと	0.05	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	33.7	10,141	10,214	-0.20
クローバー・アセットマ ネジメント	浪花おふくろファンド	-2.49	12.24	10.38	13.26	14.87	4.23	28.11	75.17	—	12.51	76.87	210.20	—	15.9	27,015	26,857	0.06

\*積み立ては税引き前配金再投資、計算月数分を運用したものとします。例えば1年の場合は2020年11月末に1万円で積み立てを開始し、2021年10月末投資分までの11月末における運用成果とする(11月の積み立て額は入れない)。

出所: MorningstarDirect のデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirect についてのお問い合わせはイボットソン・アソシエイツ・ジャパンのお問い合わせメール(<https://www.ibbotson.co.jp/contact-us/>)にてお気軽にご送信ください。