第98回 証券経済学会全国大会 ／ 創立60周年記念大会
2026年9月13日〜15日 ／ 大阪
関西大学梅田キャンパス・大阪公立大学杉本キャンパス

テーマセッション ― 戦前日本のエクイティ・マーケット：発行市場から流通市場まで

兜日本株価指数オンライン版の構築と活用方法

― 戦前期日本株式市場のトータル・リターンと学術データベース ―

三和 裕美子
明治大学商学部

本報告の位置づけ — 共通のデータ基盤

テーマセッション3報告は、戦前日本株式市場の「発行市場」と「流通市場」を連続的に解明する。本報告は3報告に共通する**株価・配当・資本異動データベース**を提供する位置づけ。

第1報告 — 三和裕美子（本報告）

兜日本株価指数オンライン版の構築と活用方法

- ◆ 1878–1951の株価指数三系列を整備
- ◆ 510社・722銘柄（旧株・新株）の個別データ
- ◆ 戦前期特有の制度を反映した修正方式
- ◆ 配当再投資まで含む真のトータル・リターン
- ◆ **後続2報告のデータ基盤を提供**

第2報告 — 太田達也氏

戦前期株式市場における上場基準

- ◆ 清算市場上場過程の再検討
- ◆ 実物市場には明確な上場基準不在
- ◆ 本報告データの長期市場分析に接続
- ◆ **取引形態区分との関係**を再検証

第3報告 — 佐野 順氏

株式公開市場における価格形成

- ◆ 1934年前後の売出価格と初値水準
- ◆ 新株・旧株の二重構造に着目
- ◆ 個別銘柄データで企業別に価格検証
- ◆ **本データベースの銘柄横断解析**を活用

◀ 第1報告（データ基盤） ——————————— 第2報告 ——— 第3報告 ▶

なぜ戦前期の株価指数が必要か

わが国株式市場は1878年に創設され、現在まで約140年の歴史を有する。
これに対し、連続した株価指数は戦前期から現代まで一気通貫で算出されてこなかった。

約140年

わが国株式市場の歴史（1878年〜）

しかし ― 連続株価指数の算出範囲

日経平均株価
1950年9月算出開始 ／ 1949年5月まで遡及計算 ― 約70年分の系列

TOPIX
1968年1月算出開始 ／ 1949年5月まで遡及計算 ― 約70年分の系列

戦前期70年の市場動向は通常の株価指数ではカバーされない歴史の空白である。

◆ 市場趨勢の観測・景気の先行指数
◆ パッシブ運用のベンチマーク ／ デリバティブ対象 ／ **近年は配当を含む投資成果評価のベンチマークとしても重要性が増大**

（出所）日本証券経済研究所『図説 日本の証券市場』, p.14 ／ 株価指数研究所説明資料より作成

先行研究とその課題

戦前期の主要株価指数は複数存在するが、いずれも本報告の指数と異なる制約を持つ。

算出主体・文献	指数名	対象期間	算出法	特徴・制約	配当込
東京株式取引所（1938）	株価大指数	1938年大幅銘柄入替で遡及	単純平均	銘柄入替による再計算	×
藤野・秋山（1997）	直取引―実物取引株価指数	1893〜1940年	ラスパイレス式／単純算術平均	408銘柄（1928-40）／9銘柄（1893-1940）	×
藤野・秋山（1997）	売買高加重平均（参考）	1874〜1975年	ラ・パ・フィッシャー式	長期スパン	△
平山（2018）	パフォーマンスインデックス	昭和初期中心	フィッシャー式（連鎖式）	売買高加重で検証	○
本報告：三和・岡本日本株価指数	**PI／API／TRI 三系列**	**1878〜1951年・73年**	修正株価指数	**戦前期特有の制度をすべて反映**	◯

本報告の挑戦 ― 中長期的な投資家の真の株式パフォーマンスを算出し、長期資産配分決定と日本株式リスクプレミアムの基礎データを提供する。

既存指数の2つの課題

① 配当再投資効果の未反映

個人投資家中心・投機的取引形態のため、長期配当の再投資を勘案する意義が薄かった。

② 戦前期特有の制度が未反映

分割払込制度・株主割当額面発行増資が株価変動に与える影響を従来の指数では捕捉できない。

（出所）平山（2018）／藤野・秋山（1997）／東京株式取引所『東京株式取引所史 第3巻』（1938）を要約

株価指数算出のプロセス

三和・岡本日本株価指数の構築は、**①データ収集 → ②個別銘柄の株価修正 → ③修正株価指数の算出** の3段階からなる。

I

STEP 01 — データ収集

◆ **株価**：『株界二十年』各年版／東証営業報告書／東証統計月報
◆ **発行済株式数**：各企業の営業報告書
◆ **配当**：金額は営業報告書、配当月は『株式会社年鑑』／上場有価証券報告書
◆ **資本異動**：営業報告書／『株式会社年鑑』

→

II

STEP 02 — 株価修正

個別銘柄に対して3種の修正を実施（次スライド詳述）：
◆ **増資権利落修正**（旧株・上方）
◆ **追加払込修正**（新株・下方）
◆ **配当権利落修正**（旧・新株・上方）

→

III

STEP 03 — 3指数の算出

◆ **PI**：価格指数（一切修正なし）
◆ **API**：増資・追加払込修正
◆ **TRI**：API＋配当再投資
→ 1878年=100の対数目盛で算出

1878 — 1951 ： 73年の市場史を一つの指数系列に

1878

東京株式取引所開業

（渋沢栄一らが設立）

東京株式取引所開業 ———— 収録：1878年————→1951年 ———— 東京・戦後復興期

明治維新以来の産業化・戦時経済・戦後の混乱と復興を、一つの連続指数で追跡可能に。

（出所）三和・岡本日本株価指数 構築プロセス ／ 販売用資料スライド14より作成

個別銘柄に対する3種の株価修正

戦前期特有の株式制度が既存株主・未払込株主双方に与える影響を、指数に取り込むための3種の調整方法。

① 増資権利落修正

対象：旧株 ／ **方向：**株価を**上方修正**

戦前期の主力は**株主割当額面発行増資**。増資権利落が株価を押し下げるため、既存株主の投資収益率を実質的に毀損する。

⇒ **権利落ちによる希薄化を相殺する**必要があるため、増資日以前の株価を上方修正。

② 追加払込修正

対象：新株 ／ **方向：**株価を**下方修正**

分割払込制度に基づき、企業が**追加払込**を要請する局面。未払込株式保有者の投資収益率は影響を受ける。

⇒ **志村（1969）**：東証長期取引上場会社の公称資本の**約25%**は未払込み。新株の規模は無視できない。

③ 配当権利落修正

対象：旧株・新株双方 ／ **方向：**株価を**上方修正**

キャピタル・ゲインだけでなく、**インカム・ゲイン（配当）**も勘案する必要がある。

⇒ **配当落ちによる希薄化を相殺**：配当金額相当分を株価へ加算するイメージで投資収益率を算出。
⇒ **これがTRI（配当込修正株価指数）に直結**

（出所）平山賢一（2017a）／志村嘉一（1969）『日本資本市場分析』東京大学出版会

兜日本株価指数
オンライン版
DATABASE

明治から戦後初期まで — 近代日本の株式市場を長期データで

兜日本株価指数
オンライン版

提供：**株式会社 極東書店**

明治大学商学部・三和裕美子教授とI-Oウェルス・アドバイザーズ岡本和久会長の共同研究。明治大学（株価指数研究所）が構築した1878〜1951年の株式市場データを基盤とする学術データベース。

サブタイトル
「社史・制度史だけでは見えない企業の変化を定量的に」

1878	73年	510社	722銘柄
明治11年	収録年数	収録企業	3指数 PI・API・TRI

3つの機能 — 株価指数 ／ 構成銘柄 ／ Excel・CSV ダウンロード

収録ユニバース — 510社・722銘柄・28業種

東京株式取引所の長期・短期清算取引市場上場銘柄を中心に、旧株・新株を併せ収録。企業の長期追跡が可能。

510	503	219	722
収録企業	旧株	新株	合計銘柄

内訳
◆ 同一企業が旧株・新株を重複発行し同時上場することも
◆ 戦前期特有の株式制度の**二重性**を反映
◆ 個別企業の長期比較（次スライド参照）に直結

種別 — 28業種分類

食料品	繊維	パルプ・紙	化学工業
石油・石炭製品	ゴム製品	ガラス・土石製品	鉄鋼
非鉄金属	金属製品	機械	電気機器
輸送用機器	精密機器	その他製造	建設
商業（百貨店＋商事）	金融・保険	不動産	陸運・海運
空運・倉庫	通信・電気・ガス	鉱業・農林水産・サービス	

（注）「商業」は百貨店（高島屋・三越 等）と商事（三井物産・三菱商事 等）を含む区分（約20銘柄）。

オンライン版 活用例 ① ～ ④

① 長期の指数推移を把握

PI・API・TRIを使い分け、戦前から戦後初期を一つの基盤で見渡す。価格の変化・補正後の推移・配当込みリターンの三系列を並列で。

→ 1878年=100から出発、1951年までを一つの連続系列で追跡

② 歴史的事件の前後を検討

月次データに基づき前後比較。
例：**関東大震災（1923）** ― 1918–1930の月次データで追跡可能。1920年代前半のピーク → 急落 → 震災前夜の動向を数量化。制度変更や取引停止期間に注意。



③ 個別企業の長期比較

複数企業を同一スケールで比較。長期の株価推移・資本異動・配当・役員データ・株主を併せて確認。社史と市場データを照合し史実を数量的に補強。

④ 配当再投資の効果 ― API vs TRI

APIとTRIの差を見ることで配当の再投資効果を確認できる。

オンライン版 活用例 ⑤ ～ ⑦

⑤ 業種横断的な比較研究

業種分類を手がかりに業種の特徴と構成を検討。利用者がデータを抽出・加工し比較研究へ。

繊維 化学工業 機械 電気機器 海運 商業
金融·保険 鉱業 …ほか計28業種

戦前期の産業構造変化と業種別の市場行動を可視化。

⑥ ショック局面と変動分析

大戦・震災・恐慌局面での市場変化を時系列で。基礎データを提供。

◆ **騰落率** — 日次・月次の価格変化率
◆ **ボラティリティ** — 標準偏差・分散
◆ **ドローダウン** — 高値からの下落率と期間
※これらは利用者がダウンロード後に算出

▼ 想定ショック事例
1907 パニック ／ 1920戦後恐慌 ／ 1923 関東大震災
1929-32 世界大恐慌 ／ 1937 日中戦争勃発
1941-45 戦時統制 ／ 1946 戦後の混乱期

⑦ 海外研究の追試・対比

Shillerらの米国市場の長期データセットとの対比により、**日本株式市場の国際比較**を戦前期から可能に。

活用方法
◆ 米国1871～と日本1878～を同一起点で対比
◆ 配当に再投資を織り込んだ長期リスクプレミアム
◆ 国際比較・追試研究の基盤データ

Robert J. Shiller (2015) "Irrational Exuberance" updated dataset

提供形態と想定ユーザー

提供形態

Excel / CSV 出力

統計解析環境への取込

派生指標の利用者算出

◆ **指数データ**：Excel形式・CSV形式でダウンロード可能
◆ **個別銘柄**：画面確認 → 株価・企業概要・役員・株主・営業報告書・資本異動・配当情報
◆ **解析環境**：統計ソフト等に取り込み容易
◆ **派生指標**：騰落率・ボラティリティ等は利用者側で算出

想定ユーザー

∞

大学図書館

歴史的市場データを継続参照できる学術基盤。研究者・学生への長期アクセス。

¥/$

金融研究者

日本市場の長期実証研究のデータソース。国際比較・長期資産配分研究。

§

経済史研究者

制度史・産業史・企業史を数量と結ぶ道具。社史研究を市場データで補強。

—— 同梱資料 ——

◆ **用語集** — 戦前期固有の株式制度・市場用語を収録 ◇ **指数概要資料** — 算出方法・対象範囲を体系的に解説
◆ **個別銘柄データ** — 8項目（株価・企業概要・役員・株主・営業報告書・資本異動・配当・Excel/CSV出力）

（出所）『兜日本株価指数オンライン版』紹介ビデオ・スライド15・17 ／ 販売用資料の想定ユーザー記述

実証研究基盤としての意義

本データベースが実現する3つの実証研究 — 企業財務・企業史・市場の包括的理解へ。

① 企業財務指標の算出

PBR ・ WACC

◆ 株価（修正済）と発行済株式数から**時価総額**を算出
◆ 純資産との比較で**PBR（株価純資産倍率）**の時系列を構築
◆ 配当・株価データから**株主資本コスト**を推定
◆ 戦前期日本企業の**資本コスト**を長期で検証可能

② 企業史の数量化

一貫した株価の可視化

◆ 各企業の**長期株価推移**を単一系列で把握
◆ **資本異動**（増資・株式分割払込）と**配当**の推移を併示
◆ **社史**と市場データの照合により史実を数量的に補強
◆ 発展の**転換点**をイベント分析で立体的に把握

③ 株式市場の包括研究

投資・投機・資金の流れ

◆ **投資取引** vs **投機取引** — 取引形態区分の影響を実証的に識別
◆ **企業の資金調達状況** — 増資パターンと株価の関係を把握
◆ **コーポレート・ガバナンス** — 株主構造と株価の連動
◆ **岡崎・浜尾・星（2005）との整合性**の精緻化へ

まとめと今後の課題

I — 本データベースの革新性

戦前期に特有の金融制度や配当の再投資効果を勘案し、**投資家の真のトータル・リターンを初めて算出**。

既存の指数で**見えてこなかった驚異的な投資リターン**を見出し、戦前日本の市場を**対米比較可能な形で可視化**。

II — 提供と共同利用の促進

- ◆ 極東書店の学術出版チャネルを通じた大学・研究機関への安定的な到達
- ◆ 統計解析ソフトなどへの容易な取り込み — 派生指標を研究者が自ら算出
- ◆ **企業・金融史およびコーポレート・ガバナンスの実証研究に新たな基盤を提供**

19 —
REFERENCES

主要参考文献

先行研究・制度論

◆ **志村嘉一（1969）**『日本資本市場分析』東京大学出版会
◆ **野田正穂（1980）**『日本証券市場成立史―明治期の鉄道と株式会社金融―』有斐閣
◆ **藤野正三郎・秋山涼子（1997）**『証券価格と利子率：1874〜1975年』一橋大学経済研究所
◆ **平山賢一（2017a）**『戦前期における株式投資成果の再評価：1878年から1943年に至る東京株式取引所株の投資収益率について』『埼玉大学経済科学論究』第14号, 41-53頁
◆ **平山賢一（2018）**『昭和初期株式市場のパフォーマンスインデックス算出による検証』『証券経済研究』第101号, 71-91頁
◆ **太田達也（2021）**『昭和初期から戦前期にかけての株式パフォーマンスインデックス』『商学研究論集』第54号, 217-236頁
◆ **南條隆・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』第28巻第1号, 47-71頁
◆ **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』第100巻第3号, 99-113頁
◆ **齊藤直（2016, 2020）**『戦前日本における株式分割払込制度』『国際交流研究』フェリス女学院大学

国際比較・統計・データベース

◆ **岡崎哲二・浜尾泰・星岳雄（2005）**『戦前日本における資本市場の生成と発展―東京株式取引所への株式上場を中心として―』『経済研究』一橋大学, Vol.56, No.1, 15-29頁
◆ **Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (2001)**, Financial Structure and Economic Growth, MIT Press
◆ **Robert J. Shiller (2015)**, Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance", Princeton University Press, updated
◆ **寺西重郎（2006）**『戦前日本の金融システムは銀行中心であったか』『金融研究』第25巻第1号, 13-40頁
◆ **藤野正三郎・寺西重郎（2000）**『日本金融の数量分析』東洋経済新報社
◆ **宮川公男・花枝英樹（2002）**『株価指数入門―正しい理解と利用のために―』東洋経済新報社
◆ **東京株式取引所（1928）**『東京株式取引所50年史』／（1933）『東京株式取引所史 第2巻』／（1938）『東京株式取引所史 第3巻』／（1963）『東京株式取引所10年史』
◆ **東京株式取引所**『統計月報』各月版・『統計年報』各年版
◆ **日本証券経済研究所（2020）**『図説 日本の証券市場 2020年版』
◆ **小林和子（1995, 2012）**『株式会社の世紀―証券市場の120年』『日本証券史論』日本経済評論社

データ構築―岡本和久氏（I-Oウェルス・アドバイザーズ）と明治大学株価指数研究所の共同研究に基づく。
本データベースは**株式会社極東書店**から提供される。