

二〇〇二年の株式市場

株式投資収益率調査報告

内 田 ふじ子

このほど当研究所で毎年行っている株式投資収益率調査の二〇〇二年の集計結果がまとまったので報告したい。結果の概要については当研究所のホームページにも掲載されており、また、一九五二年以来の銘柄別などの計測結果はCD-ROMで公表しているので参照されたい。本二〇〇二年から従来の配当依存率に代えて、配当利回りを発表することにしたので、本稿では東証第一部上場銘柄の配当利回りについても併せて紹介したい。

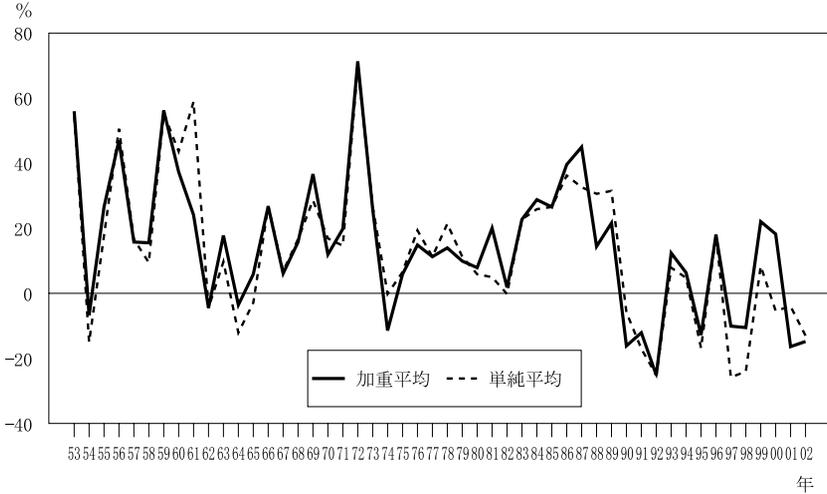
一、年平均投資収益率は

二年連続してマイナス二桁台

二〇〇二年平均の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は戦後初めて四年連続して前年比下落を記録した。政府・日銀は年内三回デフレ対策を発表したが、依然としてわが国経済は厳しいデフレ状況から脱却できずにいる。輸出の増加や在庫調整の終了を背景に、政府は五月に景気底入れ宣言をしたものの、銀行の不良債権の存在が景気の

2002年の株式市場

図1 東証第一部市場収益率



自律回復を阻み、企業倒産や失業が増大した。さらに米国景気の失速懸念やイラク問題等の影響も加わって、日経平均やTOPIXなどの株価指標はバブル崩壊後の安値を更新し続け、年末には一九八〇年代前半の水準になった。このような状況により、東証一部の平均投資収益率（時価総額による加重平均収益率）はマイナス一四・三％と、前年のマイナス一五・一％に続き二年連続してマイナス二桁台、過去五〇年で四番目に大きな下落率となった。二〇〇二年は中・小型株の収益率の下げが前年より大きかったため、単純平均収益率では、前年のマイナス二・九％から当年はマイナス二二・四％へと下げ幅が大きくなった。（図1）

二、三月が年間最高の五・一%

二〇〇二年の収益率を月ごとに見ると、プラスが五か月、マイナスが七か月だった。年の前半は空売り規制が強化されたことや輸出拡大を背景にした景気回復期待の高まりから株価が上昇したことを受けてプラスとなった月が多かった。年の後半は、米国における企業の不正会計疑惑による株安の影響やわが国大企業の不祥事の続発、小泉改造内閣による不良債権処理を巡る混乱などで、マイナスが集中した。最も収益率が高かった月は三月で五・一%（月率）であった。三月が高かったのは、市場の透明性を高めるために貸株市場を利用する空売りに対して価格規制が強化され、海外ヘッジファンドや証券会社のディーラーなど売り方の買い戻しが進んだためと言われている。東証

が二〇〇二年三月分から公表を始めた月間空売り集計によると、九月に規制の適用範囲が信用取引（大口取引に限定）にまで拡大されたこともあり、総売買代金に占める空売りの比率は年末にかけて小さくなった。ただし、株価に及ぼす効果は短期的なものにとどまった。一方、最も収益率が低かった月は六月でマイナス八・五%であった。六月は米大手通信会社ワールドコム of 巨額粉飾決算が発覚して米国市場での株価急落を招き、その影響で世界同時株安となった。

三、過去五〇年の年平均投資 収益率は一三・五%

一九五三年以降の五〇年間でマイナスだった年は一二年あるが、そのうちの八年が九〇年以降に発生している。そのため、二〇〇二年に売却して

2002年の株式市場

図2 購入年別収益率
2002売却（年率）

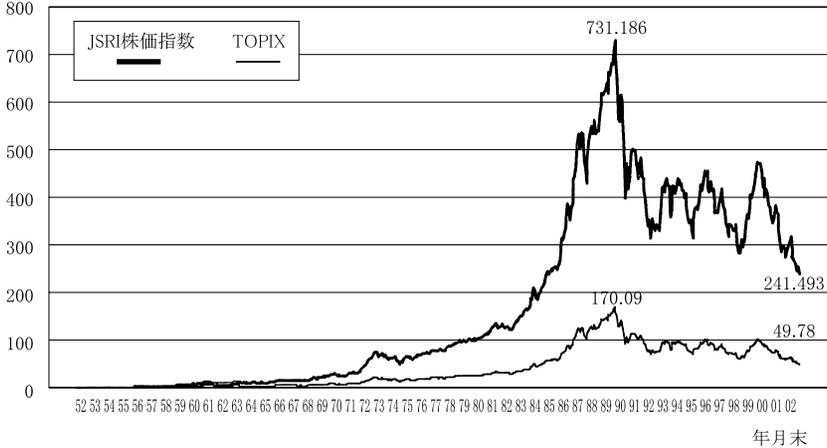


プラスの収益率になったのは、主として一九八六年以前に投資を開始した場合であり、八七年以降については、九二、九五、九八年に投資を開始した場合を除いてマイナスとなった。八六年以前に投資を開始していれば、九〇年代を償って余りある、年一・四％以上の収益がもたらされ、八三年以前に投資して一九年以上保有し続ければ平均して年五％以上、六八年以前に投資して三四年以上保有し続ければ一〇％以上の投資収益が得られることが示された。一九五二年以降の五〇年間の平均収益率は一三・五％であった。(図2)

J S R I 株価指数は一九五一年末を基準にした資産倍率を示す数値である。配当と配当を再投資することによって得られるキャピタルゲインが反映されるため、株価の上昇局面では T O P I X より上昇率が大きく、下降局面では T O P I X より下落率が小さくなる(図3)。一九五一年末から

図3 JSRI 株価指数

1952年1月～2002年12月、1951年12月末=1



*TOPIXは1951年12月末=1に変換

一九八九年二月までで資産は約七三一倍になったが、二〇〇二年末には約二四一倍と八五年前半の水準にまで減少したことが示されている。配当を考慮しない場合もピークは一九八九年二月だが約一七〇倍であり、その後の下落局面により二〇〇二年二月には約五〇倍と八四年前半の水準になっている。

四、ゴム製品のみプラスだった 産業別収益率

東証第一部の産業別収益率はゴム製品のみがプラスで、二七%と大きかった。ゴム製品の一〇銘柄のうち時価総額で七割のウエイトをもつブリヂストンの収益率が高かった（三八・三%）ためであるが、他の銘柄についても最低でもマイナスイ・三%であり、好調だった自動車タイヤ事業を

反映した結果となった。非鉄金属や通信業はIT不況の影響で二年連続して大きなマイナスの収益率となった（それぞれ本年はマイナス三一・四％、マイナス二六・九％）。

五、第一部全体の八割近くの銘柄がマイナス

銘柄別にみると、第一部上場一四三六銘柄のうち一〇九五銘柄の収益率がマイナスであった。一〇〇％以上だったのは二銘柄で、最高は一三七・六％（西松屋チェーン、商業）、最低はマイナス七九・六％（志村化工、非鉄金属）だった。前二〇〇一年の東証第一部では平均収益率は本年とほぼ同じレベルであったが、銘柄別にみるとマイナスだったのは半数に過ぎず、一〇〇％以上が六銘柄、マイナス八〇％台以下が二銘柄あった。前年

表 投資年数別銘柄別収益率分布（2002年売却の場合）
東証第一部、銘柄数

	1年	3年	5年	10年
100%以上	2			
90%台	0			
80%台	0			
70%台	1			
60%台	5	1		
50%台	5	0		
40%台	10	3	1	
30%台	21	7	2	
20%台	42	24	4	2
10%台	64	49	42	30
0%以上	191	239	176	170
0%未満	314	459	466	578
-10%台	316	318	377	308
-20%台	225	141	140	45
-30%台	133	47	26	2
-40%台	67	15	3	
-50%台	26	3		
-60%台	12			
-70%台	2			
合計	1,436	1,306	1,237	1,135
マイナス	1,095	983	1,012	933
最高	137.6%	64.4%	43.2%	24%
最低	-79.6%	-55.5%	-41.9%	-32.2%

の下げは大型株中心であったが本年は中・小型株へも広がり、収益率の銘柄間格差も小さくなったことが示された。

銘柄ごとに二〇〇二年までの三年、五年、一〇年間の平均収益率をみると、長期化するにつれて銘柄間格差は縮まるものの、マイナスが増加し、五年、一〇年間では約八割がマイナスとなった。ただし、長期低迷期においても一〇年間年平均一〇%以上の収益をあげてきた銘柄が三二銘柄あった。(表)

六、平均配当利回りは長期金利と同水準に

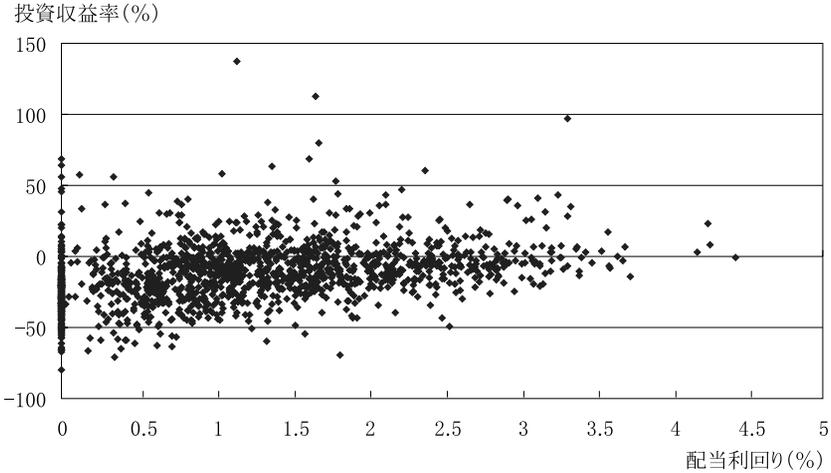
一九九〇年を底に上昇傾向となっていた配当利回りは、株価のさらなる低下により前年を上回る〇・八四%となった。銀行などの預貯金金利が軒

並み〇・一%を下回る超低金利下にあつて、四月にはペイオフ凍結が一部解除され定期性預金はリースク商品として位置づけられることとなった。また、デフレの長期化で信用リスクへの懸念から国債が活発に買われたため、長期金利(新発一〇年国債利回り)は、二月の一・五%から年末には〇・九%にまで低下し、配当利回りとほぼ同水準になった。

産業別にみると、例年電気・ガス業と石油・石炭製品の配当利回りが大きいが、前者は所属一五銘柄の配当利回りがすべて二、三%であるのに対して、後者は〇〜四%まで開きがあつた。一方、配当利回りが小さい産業は、新しい企業が多く、株価水準が高い通信業と空運業である。

銘柄別に配当利回りをみると、東証第一部上場一四七〇銘柄の最高は四・四%であり、半数以上(八七四銘柄)が〇・九%以上であつた。無配

図4 2002年投資収益率と配当利回り



(配当利回りゼロ) は二二銘柄であった。図4は投資収益率と配当利回りの関係を描いたものである。同図から見る限り両者の間に明白な相関関係は見られないものの、配当利回りがゼロだった二二銘柄のうちの一八九銘柄の収益率がマイナスだったこと、配当利回りが3%以上だった五五銘柄に大きなマイナスの収益率がないこと、などの関係を読み取ることができる。

七、おわりに

長期金利は本年三月末には〇・七%を割り、なお過去最低を更新している。昨年から、新聞やマネー誌などには配当利回りの相対的な高さに注目した記事が盛んに取り上げられるようになった。昨年一月に電通が首都圏に在住する二〇歳から七〇歳の個人投資家の男女七一九人を対象に行っ

た調査では、投資目的を「配当金を得るため」とした回答が全体の三四・五％（複数回答）、「株主優待」を重視する個人投資家は五〇・六％（同）

で、前回調査時に比べて増加しているという（読売新聞二〇〇三年三月二日）。本年四月から二〇〇八年三月まで配当金に対する源泉徴収税率が一〇％に軽減されることになったこともあり、今後配当利回りの差が投資収益率に反映されるようになることが予想される。

持ち合い解消が加速するなか、個人投資家の株式市場への参加がこれまで以上に待望され、株式投資単位の引き下げ、株主優待制度の充実やIR活動など個人投資家を意識した企業行動が行われるようになった。また、バブル崩壊後不採算部門からの撤退やグループ再編、賃金体系の見直しなどリストラやコスト削減が進められている。経営効率化を狙った自社株取得・消却も盛んである。

今年になっても株価には回復の気配は見えないが、これらの企業努力が実を結ぶのはそう遠いことではないのではないだろうか。

（注）この一四三六銘柄は二〇〇一年一月から二〇〇二年二月までの二年間上場されている銘柄である。

* 今回の株式投資収益率計測作業では、サクシード株式会社システム開発部の野口信昭氏の協力を得ました。ここに感謝の意を表します。

（つちだ ふじこ・当研究所主任研究員）