

二〇一一年の株式市場―株式投資収益率計測報告―

若園 智明

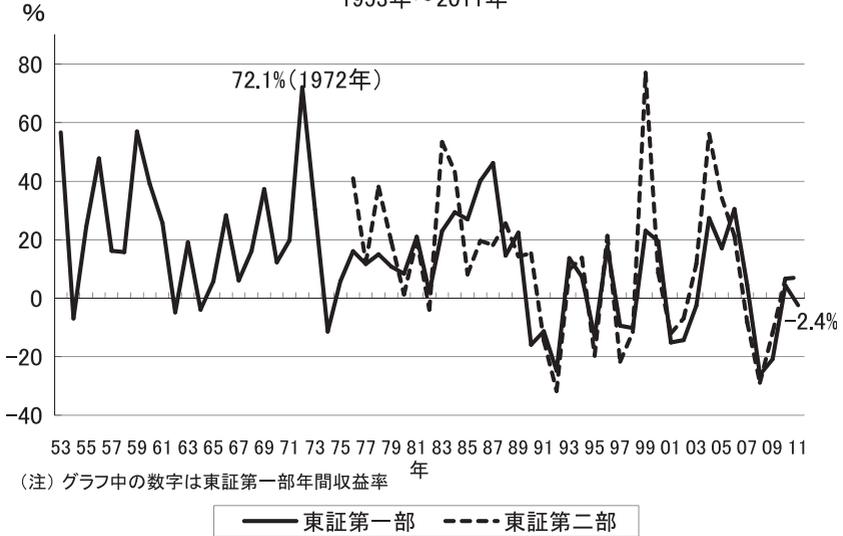
一、はじめに

公益財団法人日本証券経済研究所は、資本市場分析を目的として、株式投資収益率の計測とその記録を毎年行っている。このほど、二〇一一年の集計結果がまとまったので概要を報告したい。当研究所では、市場指標別（東証第一部、東証第二部）、産業別、個別銘柄別などの分類ごとに、東証第一部に関しては一九五二年以降、東証第二部に関しては一九七四年以降の株式投資収益率を計

測している。これらの計測結果は、CD-ROM（EXCEL版）の形式で刊行しているので参照されたい（二〇一一年版は五月刊行）。また、当研究所のホームページでも、その概要を公開している（<http://www.jsri.or.jp/web/publish/returns/index.html>）。

当研究所で計測する株式投資収益率とは、株式投資額に対して投資から得られる収益の比率である。この収益には、配当や値上がり益（値下がり損）の他、株主割当増資によって得られる利益が含まれている。株主優待などの利益は含まれてい

図表1 市場収益率(加重平均)
1953年～2011年



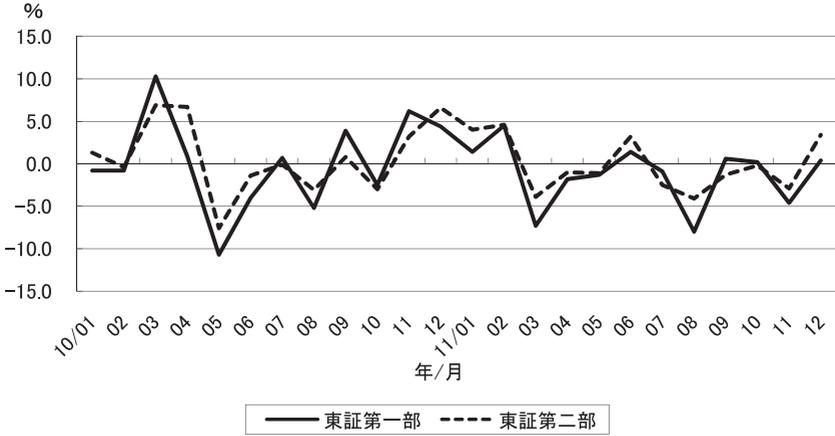
ない。また、税金や手数料などのコストは考慮されていない。年間収益率は、前年の平均株価で買っている平均株価で売ったものとして計算されている。⁽¹⁾ 月間収益率は、前月末に買い当月末に売ったという前提で計算している。

二、東証第一部と第二部の概要

二〇一一年の年間株式投資収益率(加重平均)は、東証第一部がマイナスへと転じた一方、東証第二部はプラスを維持している(図表1)。

二〇一一年の東証第一部上場銘柄の年間収益率は加重平均でマイナス二・四%となり、マイナスの収益率を記録した。一方で単純平均は二・九%を記録し、一〇年に引き続きプラスの収益率を確保している。東証第二部上場銘柄の年間収益率は加重平均で七・一%であり、一〇年の六・七%

図表2 市場収益率(月率)
2010年1月～2011年12月



に続いてプラスの収益率となり、単純平均も加重平均と同じく七・一％を記録している。ちなみに、CD-ROMには未収録であるが、二〇一一年のマザーズ市場の年間収益率は、加重平均で一八・一％、単純平均で九・五％を記録し、前年より低いものの共にプラスの収益率となった。

二〇一一年の東証第一部の収益率を月ごとに見てみると(図表2)、二月の月間収益率が四・五％で最も高くなり、二月を含めて六つの月で月間収益率がプラスとなった。一方で、八月にはマイナス八・〇％と最も低い月間収益率を記録した他、三月もマイナス七・三％となった。東証第二部も二月の月間収益率が四・六％と最も高く、四つの月でプラスの月間収益率となっている。第二部で最も月間収益率が低かったのは八月のマイナス四・一％であり、三月はマイナス三・九％であった。

二〇一一年の株式市場は、前年後半より顕著となった金融危機からの回復相場を引き継ぎ、年初から三月上旬までは好調であった。しかしながら、三月一日に発生した東日本大震災は原発事故を誘発し、急激な円高進行と合わせて三月半ばの相場を急落させた。その後は、緊急の金融緩和と円売り協調介入の実施とともに冷静さを取り戻し、五月には日経平均で一万円円台を回復している。八月は、S & P社による米国国債の格下げシヨックと、欧州債務不安が深刻化した結果、三月を超え下落率となった。一月には、欧州債務問題がユーロ体制を不安定にするとの見方や、オリンパスなどの企業不祥事が国内で露呈したこともあり軟調な相場となった。ただし、年末に向けて相場は回復傾向を見せている。

二〇一一年の株式市場には、都合三度の相場の谷があった。しかしながら、平均株価を前年と比

較すると、時価総額の小さな市場では良好な年間収益率を示している。上述したように、東証第一部の加重平均のみがマイナスの収益率であり、マザーズ市場ではむしろ加重平均の数値が単純平均を上回っている。ここで東証第一部銘柄に注目し、年末時点での時価総額上位一〇〇と下位一〇〇を抽出し、それぞれに時価総額と年間収益率の関係を統計的に調べてみた。上位一〇〇銘柄の時価総額と年間収益率の間には、統計的に何らの相関性も観察出来なかったが、下位一〇〇銘柄に関しては正の相関性が認められる。つまりは、東証第一部の時価総額が高い銘柄を除いてみると、二〇一一年の株式市場は総体的に時価総額が大きな銘柄の年間収益率が高くなる傾向にあったとも言えよう。

東証第一部で年間収益率の下落が大きい銘柄を見ると、①電力卸、②家電メーカー（ソニーやパ

ナソニック)、③金融(りそなホールディングスや野村ホールディングス)、④鉄鋼(JFEホールディングスや住友金属工業)など、伝統的に時価総額が大きな分野で大幅な下落率を記録している銘柄があることがわかる(産業別の収益率は下記を参照されたい)。特に、福島第一原子力発電所の事故を契機に、電力卸一一社の株価は総じて大幅に下落しており、過去一年間で、これら一一社のみで約五兆五、〇〇〇億円の時価総額が失われている(図表3)。東証第一部および第二部の時価総額上位一〇社および年間収益率は図表4を参照されたい。

三、産業別・個別銘柄別にみた 平均投資収益率

二〇一一年の産業別平均投資収益率は、東証第

一部二八業種のうち一四業種でプラスとなった(図表5)⁽²⁾。最も収益率が高かったのは「ゴム製品」の一四・九%であり、「石油・石炭製品」の一三・四%が続いた。最も低い年間収益率となったのは「電気・ガス業」のマイナス三二・八%である。

東証第一部の各産業を市場収益率と相対的に比較してみると、二八業種のうち一六業種で市場収益率(マイナス二・四%、上記参照)を上回った。逆に、市場収益率を下回った一二業種のうちで、「電気・ガス業」や「海運業」など四業種が市場収益率を一〇%以上下回っている。相対比較を〇九年から二〇一一年の三年間とすると、「ゴム製品」・「機械」など一〇業種が当該年の市場収益率を常に上回っていた。一方で、「海運業」など五業種の収益率は過去三年間にわたり市場収益率を上回っていない。

図表3 電力卸11社の年間収益率および時価総額の推移

	年間収益率(%) 2011年	年末時点の時価総額(億円)		時価総額の損失 (億円)
		2010年末	2011年末	
東京電力	-72.2	31,867.2	2,940.8	-28,926.4
東北電力	-36.5	9,102.2	3,716.3	-5,385.9
九州電力	-26.6	8,630.1	5,225.5	-3,404.6
関西電力	-25.1	18,812.2	11,086.4	-7,725.8
北海道電力	-23.7	3,573.8	2,359.6	-1,214.2
中部電力	-23.5	15,229.5	10,892.5	-4,337.0
沖縄電力	-19.4	709.8	574.8	-135.0
中国電力	-18.3	6,122.4	5,005.5	-1,116.9
北陸電力	-18.3	4,395.7	3,022.5	-1,373.2
電源開発	-16.8	4,242.5	3,409.7	-832.8
四国電力	-14.9	5,566.1	5,031.6	-534.5

図表4 個別銘柄時価総額ランキング(時価総額は2011年12月末時点)

	企業名	時価総額(億円)	年間投資収益率(%)
東証第一部			
1	トヨタ自動車	88,441.1	-3.7
2	NTTドコモ	61,764.8	7.7
3	三菱UFJフィナンシャル・グループ	46,285.3	-10.3
4	キヤノン	45,481.3	-0.3
5	本田技研工業	42,532.3	-1.4
6	日本電信電話	33,459.7	5.8
7	日産自動車	31,283.3	7.4
8	三井住友フィナンシャルグループ	30,317.4	-7.5
9	ファナック	28,214.1	24.9
10	武田薬品工業	26,690.7	-1.1
東証第二部			
1	理研ビタミン	551.1	-9.2
2	帝国ホテル	537.6	7.5
3	日本精機	508.6	0.5
4	アトム	486.9	16.4
5	日本ケンタッキー・フライド・チキン	460.2	19.7
6	歌舞伎座	440.6	1.9
7	グローヴェルホールディングス	341.8	7.5
8	亀田製菓	335.4	-8.7
9	大黒天物産	319.7	-7.1
10	ノエビアホールディングス	317.5	-

(注) ノエビアホールディングスは上場1年未満のため年間投資収益率が計算されていない。

図表5 東証第一部産業別収益率ランキング(%)

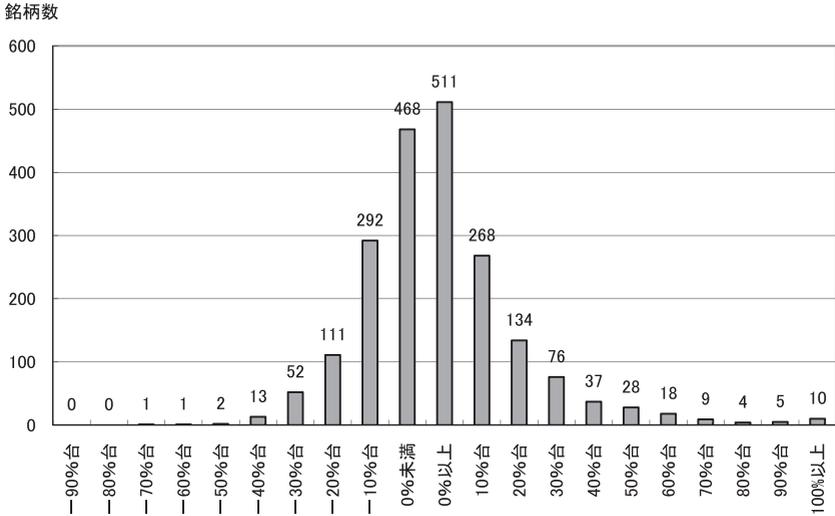
	2011年	2010年	2009年
1ゴム製品	14.9	5.3	-14.7
2石油・石炭製品	13.4	-6.9	-11.6
3建設業	11.4	-0.7	-11.2
4機械	7.4	13.3	-19.2
5繊維製品	6.3	5.2	-16.7
6情報・通信業	6.1	5.0	-15.8
7サービス業	6.1	10.5	-12.9
8鉱業	5.8	-25.1	-28.4
9商業	4.2	10.6	-18.2
10金属製品	2.0	9.6	-8.9
11水産・農林業	1.4	-1.5	-15.2
12輸送用機器	1.1	6.4	-19.0
13化学工業	0.8	5.3	-15.3
14食料品	0.5	2.9	-17.9
15非鉄金属	-0.1	8.3	-20.2
16倉庫・運輸関連業	-0.7	1.1	-16.8
17不動産業	-2.4	5.3	-31.1
18ガラス・土石製品	-2.8	14.9	-22.6
19パルプ・紙	-4.1	-3.7	-10.4
20電気機器	-5.5	14.3	-22.6
21精密機器	-6.3	10.5	-21.0
22陸運業	-6.5	-1.3	-15.4
23金融・保険業	-7.7	-11.0	-33.1
24空運業	-10.1	-25.3	-27.0
25鉄鋼	-15.5	-0.2	-32.3
26その他製品	-19.8	0.7	-33.5
27海運業	-27.0	0.7	-51.5
28電気・ガス業	-32.8	-2.8	-11.3

注(2)を参照

東証第二部では、二〇業種でプラスの年間収益率となった（鉱業は該当なし）。ただし、「水産・農林業」と「空運業」は一銘柄のみである。⁽³⁾東証第二部の産業を市場年間収益率と相対的に比較してみると、二〇一一年の市場年間収益率である七・一％を上回ったのは「ガラス・土石製品」を筆頭に一二業種あった。

個別銘柄別にみると、東証第一部と第二部を合わせた二、〇四〇銘柄（上場廃止銘柄、上場一年未満銘柄を除く）のうち、九四〇銘柄の年間収益率がマイナスであった（一〇年は九六九銘柄がマイナス）（図表6）。逆に年間収益率が一〇〇％以上となったのは一〇銘柄で、一〇年の一二銘柄から減少した。

図表6 年間収益率分布(東証第一部・第二部合計)

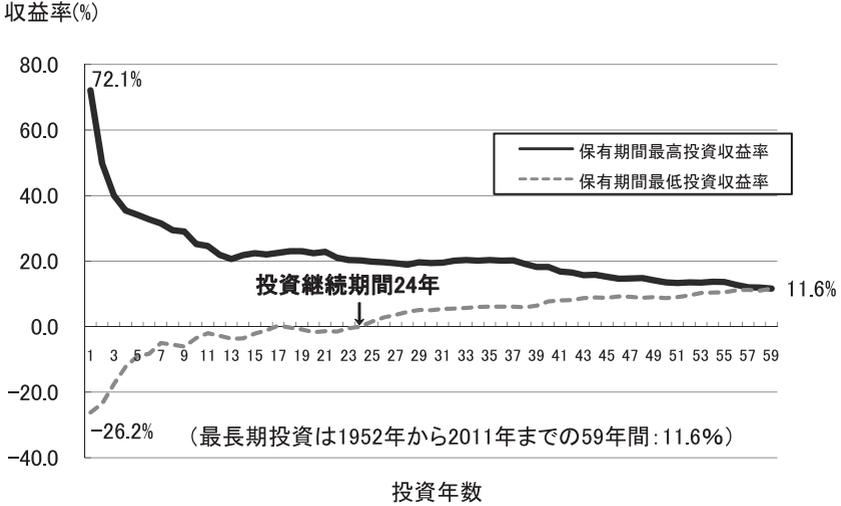


四、長期継続投資の収益率

一般的な家計など、銘柄選別に関する専門技能を必ずしも有していない投資家が株式投資をする場合、十分にリスクが分散されたポートフォリオに対して長期継続的に投資を行うことは、有効な投資手法の一つであると言われている。しかしながら、九〇年代のバブル経済の崩壊や国際的な金融危機などを経験し、このような投資手法に対する近年の評価は必ずしも高くないように見える。ここでは、長期投資の収益率を再確認してみよう。

東証第一部をポートフォリオの対象に、やや極端な例として、バブル経済のピーク時からスタートし、金融危機の発生をも含んだ投資期間を選ぶ。八九年の平均株価で投資を開始し二〇一一年

図表7 投資年数別に見た投資収益率の分布
(東証第一部加重平均)



まで(二二年間)この投資を継続した場合、年間収益率は平均でマイナス一・五%にすぎない⁽⁴⁾。マインスの収益率を示す以上、この期間での長期継続投資が有効であったとは言えない。しかしながら、より長期の投資期間を想定し、例えば投資期間を三〇年間(八一年から二〇一一年)にのせば、年間収益率は平均で五・〇%まで増加する。過去の記録を用いた計算からは、例えば若年勤労世代による退職後生活への備えなど、かなり長期の資産運用を想定した場合に限り(図表7、二四年以上の投資継続期間)、多くの経済的困難を考慮しても、十分に分散された株式ポートフォリオに対して継続的に投資を続けるメリットが認められる。

東証第二部上場銘柄を対象としたポートフォリオも見てみよう。同様に、八九年から二〇一一年までの投資期間(二二年間)とした場合、年間収

益率は平均で二・四％とプラスを維持している。⁽⁵⁾

投資期間を八一年から二〇一一年までの三〇年間とした場合は平均で七・五％となり、東証第一部よりも大きなリターンを維持している。⁽⁶⁾

すでに前節で過去三年間について産業別収益率の推移を述べた。ここでは産業別分類における長期継続投資について報告する。東証第一部に関しては、八九年から二〇一一年までの投資期間において、二八業種中七業種でプラスの平均年間収益率を記録した。同期間の第一部市場全体の平均年間収益率（マイナス一・五％）を上回っているのは、「精密機器」の三・四％を筆頭に九業種であった。最も収益率が低かったのは「空運業」のマイナス九・五％である。さらに、投資期間を三〇年間（八一年から二〇一一年）まで延ばした場合、「鉱業」と「空運業」を除く二六の業種でプラスの収益率となっている。三〇年間で最も平均年間

収益率が高くなったのは「ゴム製品」の六・五％であり、「化学工業」と「輸送用機器」の六・〇％が続いた。過去三〇年間での第一部市場全体の平均年間収益率（五・〇％）を上回ったのは一〇業種であった。このように産業別でみた場合、長期投資で相当の差が生じていることがわかる。

東証第二部では、八九年から二〇一一年までの投資期間において、「非鉄金属」の五・八％を筆頭に七業種でプラスの平均年間収益率を記録した。⁽³⁾三〇年間の投資期間では、「金融・保険業」を除いた二五業種でプラスの収益率となっている。⁽⁷⁾第一部と同様に、長期継続投資がもたらす効果は産業によってかなり異なっていることがわかる。

本節では、十分にリスク分散された株式ポートフォリオに対する長期継続投資の収益率を紹介した。過去のデータを見ると、当該ポートフォリオ

への継続的な長期投資は、例えば二〇〇〇年のドットコム・バブルの崩壊や最近の金融危機といった短期的な経済アシデントから保有資産を防衛する目的は満たしていたと言えよう。しかしながら積極的な資産形成を目的とするならば、その効果は限定的であった。では、これからの日本株式への長期投資は一般的な家計にとって有用となるのであろうか？求められる基礎的な条件が、わが国経済の安定的な成長であることに間違いはない。平均して二％程度の実質成長率が将来的に期待できるのであれば、このようなポートフォリオの保有に意義を見いだすことは出来よう。

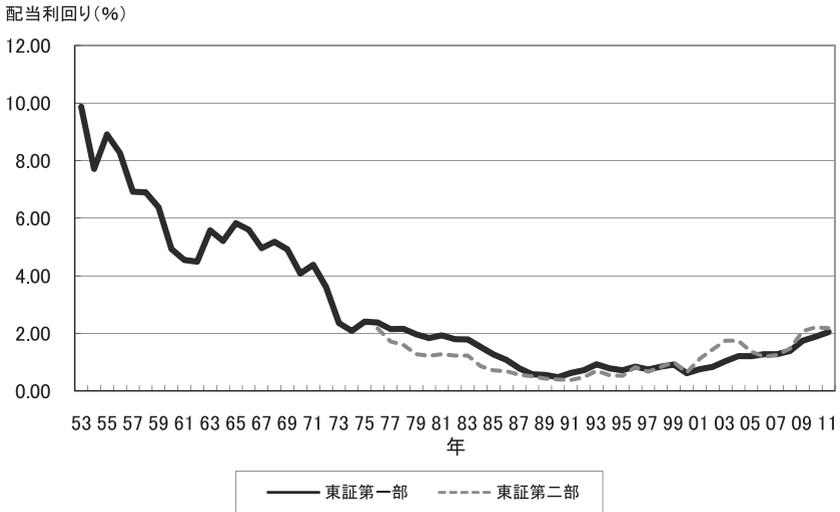
五、平均配当利回りと自社株の消却（株主への還元）

株主への還元として配当利回りを見てみよう。

東証第一部上場銘柄の平均配当利回りは二・〇五％となり（一〇年は一・八九％）、近年の上昇傾向を維持している（図表8）。

東日本大震災などの影響で企業業績は低迷したが、一部の企業では積極的な増配が見られた。配当利回りが算出された一、六六一銘柄中で一二七銘柄が無配であり、一〇年（一、六五八銘柄中一六六銘柄が無配）よりも無配企業の割合は低下した。東証第二部上場銘柄の平均配当利回りは一〇年の二・二一％から二・一八％へと減少したものの、東証第一部と同様に無配銘柄の割合は低下している（四〇〇銘柄中で七八銘柄）。ちなみに、二〇一一年の預金金利（日銀金融市況、定期預金の預入期間別平均金利）は、一年以上二年未満で〇・〇八三％から〇・一〇二％、五年以上六年未満で〇・一五八％から〇・三六四％、一〇年超で〇・七一七％から一・一〇七％（共に一千万円以

図表8 平均配当利回りの推移



上)、新発一〇年物国債利回りは〇・九四〇% (二月) から一・三五〇% (二月) の間で推移している。

産業別に配当利回りを見てみると、東証第一部では「石油・石炭製品」の二・九九一%を筆頭に計一産業で配当利回りが二%を上回った。逆に、「空運業」(〇・四〇八%) の配当利回りのみが一%未満であった。同様に東証第二部では、「石油・石炭製品」の四・一二六%を筆頭に、計二〇業種で配当利回りが二%を上回っている。もっとも配当利回りが低かったのは「金融・保険業」(一・〇六八%) であった。⁽³⁾

個別銘柄の平均配当利回りに関して、東証第一部と第二部の上位銘柄二〇社を図表にまとめている(図表9、図表10)。第一部では「チヨダ」(七・四四五%) が最も高く、「日本オラル」・「田中商事」・「ジャステック」の配当利回りが六

図表9 東証第一部上場企業の配当利回りランキング(%)

順位	企業名	配当利回り	年間投資収益率
1	チヨダ	7.445	22.5
2	日本オラク	6.835	-18.2
3	田中商事	6.184	38.0
4	ジャステック	6.037	0.5
5	極東証券	5.653	-20.1
6	アイ・ティイー・シーネットワーク	5.648	8.2
7	三共生興	5.600	9.2
8	みずほフィナンシャルグループ	5.581	-12.1
9	あいホールディングス	5.564	19.3
10	平和	5.533	36.7
11	ダイドーリミテッド	5.460	18.5
12	タクトホーム	5.392	8.3
13	アクセル	5.340	-28.0
14	朝日工業社	5.305	4.6
15	イチネンホールディングス	5.272	11.3
16	テー・オー・ダブリュー	5.235	1.3
17	シーエーシー	5.153	5.1
18	キリン堂	5.112	21.8
19	ビー・ビーカストロール	5.050	8.9
20	フジ住宅	5.049	20.8

図表10 東証第二部上場企業の配当利回りランキング(%)

順位	企業名	配当利回り	年間投資収益率
1	蔵王産業	6.385	27.4
2	エスアールジータカミヤ	5.548	23.9
3	ミロク情報サービス	5.372	13.0
4	キャリアデザインセンター	5.370	43.7
5	日田運搬機械	5.349	16.4
6	丸藤シートパイル	5.348	20.0
7	日本精蠟	5.290	34.0
8	T T K	5.162	24.5
9	アイケイコーポレーション	5.133	-14.0
10	エムオーテック	5.069	8.5
11	ナガホリ	5.042	-6.6
12	共成レンテム	5.028	11.8
13	東海リース	5.014	13.6
14	サーラ住宅	5.001	13.4
15	ビケンテクノ	4.995	15.4
16	東京汽船	4.989	27.6
17	アルインコ	4.978	64.0
18	クロスプラス	4.921	-4.8
19	日本ケンタッキー・フライド・チキン	4.799	19.7
20	スーパーバッグ	4.789	3.6

%を超えている。第二部では「蔵王産業」(六・三八五%)が最も高く、以下「エスアールジータカミヤ」(五・五四八%)、「ミロク情報サービス」(五・三七二%)と続いた。

最後に、自己株式の消却について報告したい。旧商法と異なり、現会社法では自己株式の消却は授権枠の縮減とはならない。しかしながら、発行済み株式数の減少は一株あたりの利益を増加させ、株価の変動要因ともなる。ここでは、自己株式の消却を市場での自社株買いの代理変数と仮定して近年の動向を紹介する。二〇一一年中に自己株式の消却(端数株の消却は除く)を行った銘柄は、東証第一部が七九銘柄、第二部が四銘柄、合わせて八三銘柄あった。ちなみに、近年の自己株式消却の推移は、〇六年が合計で六一銘柄、〇七年計六七銘柄、〇八年計一三七銘柄、〇九年七九銘柄、一〇年八一銘柄である。自己株式の消却は

高い水準を維持していると言えよう。

六、まとめにかえて

二〇一二年の日経平均株価は初値八、五四九円で寄りついた後、前年末からの回復傾向を受け、三月二七日には一万二五五円の高値をつけた。しかしながら、本稿の執筆時点(五月一六日)で、日経平均株価は八、八〇一円まで下落している。本節ではまとめにかえて、今年の三月を挟んだ株価上昇期(二月)と株価下落期(四月)の各投資家の行動を比較してみたい。

東京証券取引所が公表する「投資部門別株式売買状況(金額)」の東証第一部を参照し、主要な五つの投資部門による東証第一部株式の売買代金を図表11にまとめてみた。三月の数字も含めて眺めてみると、最も上手く相場の上下動に合った売

図表11 主要投資部門別株式売買状況 東証第一部(金額、100万円)

投資部門	2月(上昇月)			4月(下降月)		
	売り	買い	行動	売り	買い	行動
自己計	5,842,730	6,189,890	買超	5,009,553	4,583,432	売超
個人	6,575,268	6,203,103	売超	3,560,372	3,819,493	買超
海外投資家	18,104,302	18,663,617	買超	13,215,034	13,289,595	買超
投資信託	692,155	594,014	売超	377,758	488,762	買超
信託銀行	1,712,136	1,406,165	売超	1,162,335	1,040,268	売超

出所) 東京証券取引所

買を行っているのは「自己」であり、「海外投資家」も四月に若干の買超となつてはいるが、総じて相場の波を捉えた売買を行っている。一方で、「信託銀行」は株価が上昇時も下落時も一貫して売り続けており、「個人」と「投資信託」は互いに連動しながら、相場とは逆の売買を行っている。特に「個人」は、三月に僅かな買超とはなっているが、総じて相場の動向を予測出来ていない。

極めて限定されたデータを用いた単純な分析ではあり、叱責を覚悟で私見を述べると、「個人」が独自の相場観にのみ基づいて行う売買で、例えば老後に向けた資産などを順調に形成することには相当の困難を伴う。一般的な家計が自らの運用によって健全な資産形成を望むのであれば、第四節で述べたように、経済の安定的な成長を前提とした長期継続投資のみが選択肢となろう。この意

味で、わが国において、各種データへのアクセス、専門調査や予測・分析能力に秀でた専門業者が果たすべき役割は大きい。証券業は日々の研鑽によって人的資産を高め、その専門能力を出来るだけ効率的かつ適切に顧客のニーズに合わせた形で提供し、家計部門の資産形成にとって不可欠な専門家集団となることが強く求められている。この達成こそが証券業にとっての社会的責任ではないのか。

(注)

(1) 平均株価とは、配当や値上がり益(値下がり損)のほか、株主割当増資によって得られる利益などを加味し修正した、毎月の株価の単純平均である。

(2) 一九九三年七月以降、東京証券取引所は産業分類を三三産業に変更したが、当研究所では従来分類の二八産業を採用している。また、二〇〇三年六月に行われた産業の定義の見直しに対応して、新定義で遡及計算を行ったため二〇〇二年版までの結果と異なる産業がある。なお、通信業は

情報・通信業と名称も変更された。

- (3) 東証第二部の「鉱業」は二〇〇五年一〇月より該当無し。また、「水産・農林業」は一社のみ該当。二〇一一年末時点で「空運業」には二社が属しているが、「スターフライヤー」は一二月に上場したため収益率が計測されていない。
- (4) 単純平均に従って投資を行った場合、八九年から二〇一一年までの投資は毎年平均マイナス三・五%の年間投資収益率である。
- (5) 東証第二部に関しても、八九年から二〇一一年までの単純平均での投資は、平均でマイナス二・五%の年間投資収益率である。
- (6) ちなみに、一九九九年一月に開設されたマザーズ市場の場合、最長の投資期間は二〇〇〇年から二〇一一年までの一一年間であるが、この投資期間の平均年間収益率は加重平均でマイナス二・四%、単純平均でマイナス九・九%である。
- (7) 「水産・農林業」および「鉱業」は銘柄の該当しない期間があるため除いている。

(わかその ちあき・当研究所主任研究員)