

株式投資収益率の五二年

内 田 ふじ子

当研究所では東京証券取引所上場銘柄を対象に、一九七二年以降の株式投資収益率を計算し、毎年追加計算を行っている。二〇〇三年の株式投資収益率は、本年四月にCD-ROMの形で公表し、その結果の概要は当研究所のホームページにも掲載されている。本稿では、二〇〇三年の収益率の結果を軸に、過去五二年間の株式投資収益率の総括を試みた。また、同時に計算している東証マザーズの収益率の結果も紹介したい。

一、マイナスは四年以上続かないか

日本経済は九〇年代後半からの長期デフレ状態から抜け出せず、様々な対策が講じられたがデフレ克服はいまだ道半ば（二〇〇三年度経済財政白書）である。業種や企業間で程度の差はあるが、リストラによるコスト削減や海外での収益拡大などの企業努力によって企業は徐々にデフレ対応力を強め、昨年は全体として企業業績が大きく

改善した。株式市場も昨年は年末ベースでは三年続いた下落相場に終止符が打たれたが、年前半に持ち合い解消による売りと厚生年金基金の代行返上に伴う売りなどの需給悪化要因やSARSやイラク戦争などの海外不安要因で平均株価がバブル崩壊後の最安値をつけるなど大きく下げたために、東証第一部市場の年間市場収益率はマイナスとなった。三年連続してマイナスとなったが、マイナス二・五%とマイナス二桁台であった前二年から大幅に改善した。年間市場収益率というのは東証第一部に上場されている全銘柄の時価総額による加重平均収益率であり、いわゆるマーケットポートフォリオの一年間の投資収益率である。年間収益率は一九五三年から計算されているが、二〇〇三年までの五一年で最高は金融緩和・列島改造ブームで株価が大きく上昇した七二年の七二・一%、最低は証券不祥事・銀行の不良債権の顕在

化から金融システムへの不安感が拡がった九二年のマイナス二四・八%であり、平均は一四・九%である。マイナスだった年は一三年あり、そのうち九九年は九〇年以降の一四年間に発生している。八九年までの三七年間でマイナスだったのは四年のみでしかも連続することはなかったが、九〇年以降は半分以上がマイナスであり、三年連続したことが二回あった（バブル崩壊当時の一九九〇〜九二年と今回）。全期間を一〇年ごとに区切ってみると、八〇年代までの四期間の平均収益率はすべて二桁のプラスであり、九〇年以降はまさにバブル崩壊後であることが分かる。（表一）

終値ベースでTOPIXをみると、昨年三月一日にバブル崩壊後の最安値の七七〇・六二となつてから本年四月一日に本年最高の二二一七・八七まで活発な売買を伴って急騰してきたが、その後は一一〇〇台で推移している（九月末現

表 1

東証第一部（年別1953～2003年、月別1952年1月～2003年12月）

年間市場収益率	年間市場収益率							月間市場収益率							
	総年数	マイナスの年数	平均収益率	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差
全期間	51	13	14.9	624	251	30	19	1.060	5.289	624	251	30	19	1.060	5.289
50年代	7	1	30.1	96	26	8	4	2.381	6.055	96	26	8	4	2.381	6.055
60年代	10	2	16.9	120	52	4	3	1.252	4.890	120	52	4	3	1.252	4.890
70年代	10	1	18.3	120	43	3	3	1.110	4.526	120	43	3	3	1.110	4.526
80年代	10	0	23.4	120	38	5	2	1.727	4.209	120	38	5	2	1.727	4.209
90年代	10	6	-2.3	120	64	10	7	-0.146	6.451	120	64	10	7	-0.146	6.451
2000年代	4	3	-3.1	48	28	0	0	-0.833	4.677	48	28	0	0	-0.833	4.677

東証第二部（年別1976～2003年、月別1974年10月～2003年12月）

年間市場収益率	年間市場収益率							月間市場収益率							
	総年数	マイナスの年数	平均収益率	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差
全期間	28	8	12.5	351	159	21	12	0.747	5.749	351	159	21	12	0.747	5.749
70年代	4	0	27.6	63	19	1	0	1.494	3.902	63	19	1	0	1.494	3.902
80年代	10	1	20.0	120	47	5	1	1.502	4.440	120	47	5	1	1.502	4.440
90年代	10	5	3.8	120	69	14	10	0.022	7.470	120	69	14	10	0.022	7.470
2000年代	4	2	0.4	48	24	1	1	-0.306	5.493	48	24	1	1	-0.306	5.493

ゾナーズ（年別2001～2003年、月別2000年1月～2003年12月）

年間市場収益率	年間市場収益率							月間市場収益率							
	総年数	マイナスの年数	平均収益率	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差	総月数	マイナスの月数	+10%以上の月数	-10%以下の月数	平均収益率	標準偏差
2000年代	3	2	-13.2	48	29	13	8	-3.677	16.684	48	29	13	8	-3.677	16.684

在)。その主因とされるニューヨークでの原油価格の上昇が長期化していることが懸念されるが、持ち合い解消や厚生年金基金の代行返上なども一段落したと言われており、昨年に引き続き外国人や個人中心に日別売買高は連日ほぼ一〇億株を上回っている。マイナスの最長連続記録が四年に延びるかどうかは今年の残りの三か月に係っている。

二、長期投資は有効か

一九五三年から二〇〇三年までの五一年間の平均年収益率は年複利計算では一三・一％である。五二年に第一部市場のマーケットポートフォリオに投資し、五一年間投資し続けられ、年平均一三・一％の収益が得られたということになる。その五一年間の年ごとの収益率は最高七二・一％から

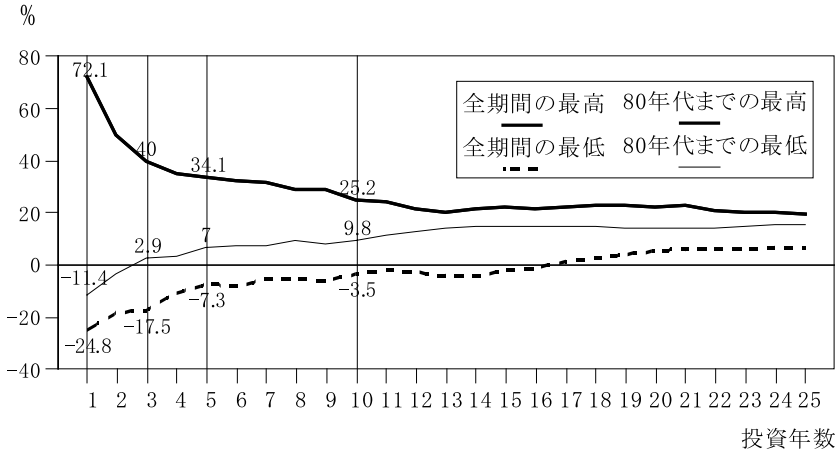
最低マイナス二四・八％まで変動しているから、投資期間が一年だと九六・九ポイントもの差がある。これは東証第一部に上場されている全銘柄で構成されている高度に分散化されたポートフォリオについての結果であり、後述するように、銘柄別にみればもっと大きな差がある。株式投資は、平均的には大きな収益が得られるとしても、タイミングを失うと大きな損失を被るリスクがあることを数字が示している。売買のタイミングを予め知ることができない以上、このリスクから逃れることはできない。売買のタイミングの影響を小さくするために、投資期間を長くしたらリスクはどの程度小さくなるだろう。投資期間を三年とすると最高は四〇・〇％（五八年に投資を開始して六一年まで投資し続けた場合）、最低はマイナス一七・五％（八九年から九二年まで）でその差は五七・五ポイント、投資期間五年だと最高は三四

・一%（五五年開始六〇年まで）、最低はマイナス七・三%（八九年開始九四年まで）でその差は四一・四ポイント、投資期間一〇年では最高は二五・二%（五二年開始六二年まで）、最低はマイナス三・五%（八八年開始九八年までおよび八九年開始九九年まで）でその差は二八・七ポイントと、投資期間が長くなるにつれて最高と最低の差は小さくなっていき、タイミングの影響が小さくなることが示される。（図一）これは投資期間が長くなるにつれて投資期間中の年平均収益率が安定化していくという点で、長期投資の有効性を示しているといえるだろう。しかし、投資開始年ごとに見ていくと、八〇年代前半までと後半以降で長期投資の結果が変化していることが分かる。八〇年代前半までは投資年数を一〇年まで延ばしていくと年平均収益率はほぼ二〇%前後になったが、八〇年代後半からは投資年数を延ばしても一

〇年程度だと一〇%前後にしかならない（二〇年後でもマイナスの場合が多い）。ちなみに、八九年までの投資年数別の収益率をみると、投資期間一年と二年ではマイナスになることがあったが、三年以上投資し続ければ最低でも必ずプラスになり、一年以上ではつねに一〇%以上の収益が得られていた。（図一）これは、八九年までは収益率がマイナス二桁台だった年は一年だけであり、また、マイナスの年が続くことがなかったためである。九〇年以降も含めると、八七年開始して昨年まで（マイナス一・一%）のように投資期間一六年でもマイナスだったケースがあり、タイミングに関わりなくつねにプラスの収益が得られたのは一七年以上、一〇%以上の収益率が得られたのは三五年以上もの長期投資をした場合となった。八〇年代までの右肩上がりの相場ではきわめて有効だった長期投資は、九〇年代以降の株式相

株式投資収益率の52年

図1 投資年数別収益率の最高と最低
東証第一部平均



全期間とは1953年～2003年。
80年代までとは1953年～1989年。
全期間の最高と80年代までの最高は一致している。

場の長期低迷によってリスク低減効果が小さく
なっていることが分かる。

三、小さくなった収益率の変動

二〇〇三年の収益率を月ごとに見ると、八か月がプラスであり、最高だったのはりそなグループへの公的資金注入で金融システム不安が後退し、売買高が一日一〇億株を超えるようになった六月で七・九%、最低はあしぎんフィナンシャルグループが経営破綻した二月のマイナス四・二%だった（以下、月率）。二〇〇〇年代になってからプラス一〇%以上あるいはマイナス一〇%以下という大きい収益率になった月はなく、収益率の変動が小さくなっている。年代別に月間収益率をみると、五〇年代と九〇年代の変動性が大きく、二〇〇〇年代になってからの四年間は六〇〜八〇

年代並みの変動性であることが分かる。(表1)

近年持ち合い解消が進み、ディートレーダーや外国人投資家の存在感が増していることが株価の乱高下に繋がると指摘されているが、月ベースの収益率には現れていない。

ちなみに、月間収益率の過去最高は五三年一月の二一・九%、最低は九〇年九月のマイナス一・八%である。

四、構造不況業種が健闘

二〇〇三年は海運業(三五・六%)と鉄鋼(二六・四%)が産業別収益率のランキングの一、二位を占めた。ともに主に中国など海外要因やコスト削減などの合理化効果により過去最高の利益をあげた企業が多かった業種である。海運業の二社の収益率はすべてプラスであり、そのうちの二

社は一〇〇%を超えた。

海運業と鉄鋼の二〇〇二年までの五〇年間の平均収益率はそれぞれ五・六%と九・一%であるから、二〇〇三年は過去の平均を大幅に上回った。とくに海運業は合従連衡に揺れ動いた長い歴史があり、一四二%(七二年)という高い収益率の時もあつたがマイナス二桁台の年が多く、二〇〇三年を含めても過去五一年間の平均収益率が六・二%と、全二八業種のなかでは鉱業(六・一%)に次いで低く、年収益率の変動幅(最高と最低の差)が大きい業種である。ちなみに、過去五一年間の平均収益率もつとも大きい業種は建設業であり(一五・九%)、変動幅がもつとも小さい業種は化学工業である。化学工業は市場平均より変動幅が小さい唯一の業種である。

五、変動が大きい東証第二部の収益率

東証第二部上場銘柄の二〇〇三年の平均収益率は一一・八％と、三年ぶりにプラスになった。東証第二部は六一年一〇月に開設されているが、当研究所の収益率は七六年から計算を開始した。第二部市場の過去二八年の年ごとの収益率は七七・一％（九九年）からマイナス三一・七％（九二年）まで変動しており、平均収益率は一二・五％である。同じ期間の第一部の収益率は最高四六・二％（八七年）から最低マイナス二四・八％（九二年）で平均が九・〇％であるので、第二部市場は一部よりハイリスク・ハイリターンである。ただし、一〇年ごとに区切って八〇年代、九〇年代、二〇〇〇年代を比較してみると、八〇年代は

第一部のほうに平均収益率が大きくなっている。それは月間市場収益率でみても同様である。（表1）バブルの膨張度は第一部のほうにより鮮明であることを示している。

六、長期投資に適した銘柄、投資リスクが小さい銘柄

二〇〇三年の収益率を銘柄別にみると、第一部と第二部合わせて一九二九社（上場廃止を除く）のうちマイナスだったのは七三六社だった。プラス一〇〇％以上は四三社で自動車関連企業が目立った。最高は第二部の自動車部品工業（輸送用機器）の三三四・九％、最低は第一部のキャッツ（サービス業、本年三月二四日再生手続き開始のため上場廃止）のマイナス七九・六％だった。全体の八割（一〇九五銘柄）がマイナスだった前年

表2 投資年数別銘柄別収益率分布 (2003年売却の場合)
東証第一部と二部の合計、銘柄数 括弧内は一部

	1年	3年	5年	10年
100%以上	43(27)	1(0)		
90%台	9(8)			
80%台	21(17)			
70%台	28(19)	1(1)		
60%台	29(21)		1(1)	
50%台	39(34)	2(2)	1(1)	
40%台	75(60)	6(4)	4(3)	
30%台	107(89)	20(14)	2(2)	
20%台	161(123)	64(57)	20(16)	1(1)
10%台	287(208)	184(157)	118(103)	25(24)
0%以上	394(296)	460(362)	458(392)	158(144)
0%未満	353(260)	441(349)	687(539)	768(646)
-10%台	199(157)	267(203)	230(162)	393(281)
-20%台	95(76)	139(109)	33(20)	35(21)
-30%台	53(42)	68(55)	4(3)	2(1)
-40%台	20(14)	14(9)	2(1)	
-50%台	11(6)	9(6)		
-60%台	3(2)	1(0)		
-70%台	2(2)			
合計	1929(1461)	1677(1328)	1560(1243)	1382(1118)
マイナス	736(559)	939(731)	956(725)	1198(949)
最高	334.9(326.0)%	125.6(71.5)%	66.3(66.3)%	20.0(20.0)%
最低	-79.6(-79.6)%	-61.3(-58.3)%	-46.5(-46.5)%	-31.6(-30.2)%

(注) 期間中の収益率が計算されている銘柄だけを対象とする。

と比べると、収益率が高い企業が急増しており、分布の最頻値への集中度が低くなっている。(表2)

銘柄ごとに二〇〇三年までの三年、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、マイナスの銘柄が増加し、一〇年では八割以上がマイナスとなった。

一〇年間平均年二〇%の収益をあげてきた銘柄もある一方で、三〇%台の損失を出し続けることになった銘柄もあったことは、長期低迷期においては安定的に高い収益をあげるためには長期投資は必ずしも有効ではないことを示しているといえよう。ちなみに、一九九三年までの結果では、一〇年投資していれば全体の約九五%の銘柄の収益率がプラスになり、最低でもマイナス八・九%だった。

投資期間が長期化するにつれて、例年、ランキ

ングの上位に国際優良銘柄など知名度の高い銘柄が登場してくる。このことは、それらの銘柄が、平均すればつねに相対的に高い投資収益をあげていることを示すものである。五二年一月から昨年一二月まで継続して東証第一部に上場している銘柄は二九八社ある。それら成熟企業の五一年間の年平均収益率をみると、三七銘柄が市場平均の一三・一％を上回っていた。そのうちの二五銘柄は直近の一〇年の年平均収益率も市場平均（マイナス〇・七％）を上回っており、直近の一〇年間の収益率の上位五〇位以内に入っていたのも九銘柄あった。少なくとも、これらの銘柄は長期投資に適しているといえるだろう。上記二九八銘柄について五一年間の収益率の変動性をみると、変動幅が市場平均より小さい銘柄はなかったが、変動率（標準偏差）でみると、東北電力だけが市場平均より小さかった。東北電力は最高だったのが七八

・九％（八六年）、最低がマイナス二六・二％（九〇年）、五一年間の平均が一三・八％と、多少ズレはあるがきわめて市場平均に近い動きをしており、もつとも投資リスクが小さい銘柄といえよう。そのほかの投資リスクが小さい銘柄は電気・ガス業と食料品に多かった。

九九年一〇月の商法改正で株式交換・移転制度が導入されてから、同制度を利用した企業再編が盛んに行われるようになった。上場企業同士の合併も九八年からその件数を増している。デフレの長期化で経営破綻する企業も多く、上場廃止企業は九〇年代後半から急増している。一方で、新規上場企業も年々増加しており、上場銘柄の新陳代謝が活発になっている。企業再編による経営體質の強化や成長性のある新規上場企業の増加は資本市場の質を高め、投資家の資金流入を促す原動力になりそうだと、日本経済新聞（一〇月一五日

付)は報じている。

七、配当利回りは上昇し続けるか

一九九〇年を底に上昇傾向となっていた東証第一部銘柄の平均配当利回りは、二〇〇三年に一年ぶりに一%を超え、一・〇四%となった。

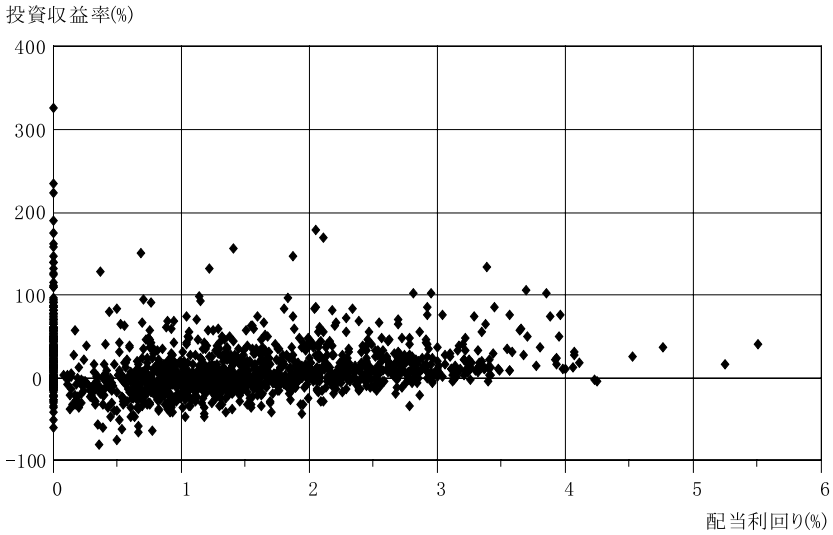
配当利回りは六〇年代以降株価の持続的上昇と株式持ち合いを背景とした安定配当とで低下し続け、七〇年代には郵便局の通常貯金の利率を下回る水準となっていた。しかし、バブルが崩壊した九〇年をボトム(〇・四八%)に上昇傾向となり、さらに、超低金利時代となった九〇年代半ばより定額貯金の利率をも上回り、昨年は年末の国内長期金利(新発一〇年国債利回り)の一・三六%とほぼ同水準になった。これまでは配当利回り

が上昇傾向となったのはもっぱら株価の低迷によるものであったが、近年持ち合い解消の進展と株主重視の風潮から安定配当を見直して増配に転じた企業が増加してきており、業績回復を反映して復配や増配する企業も増えていることから、今後は配当の増加が利回りの押し上げ要因になるであろう。ただし、配当利回りの上昇が株式への投資魅力を高め、株価の上昇に繋がれば、これから配当利回りは低下する場合もある。

二〇〇三年はゴム製品を除くすべての業種の配当利回りが前年より大きくなった。例年、電気・ガス業と石油・石炭製品の配当利回りが相対的に大きく、ともに九八年以降一%台となっている。近年業績絶好調の海運業も増配した企業が多く、急速に配当利回りを高め、二〇〇三年は二%台となった。一方、配当利回りが小さい業種は、新しい企業や株価水準が高い企業が多い空運業や情報

株式投資収益率の52年

図2 2003年投資収益率と配当利回り



・通信業であり、ともに二〇〇三年でも〇・五％程度であった。

銘柄別では、二〇〇三年の東証第一部上場一五〇銘柄の最高は五・五〇％であり、約四割（六二三銘柄）が一・五％以上となり長期金利を上回った。無配（配当利回りゼロ）は二一八銘柄であった。今のところ配当利回りと投資収益率の間には明白な相関関係は窺えないが（図2）、持ち合い解消が進んでから、TOBへの対抗策として、また、個人投資家の誘致戦略として、配当政策が重視されるようになってきており、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も予想される。

東証第二部の平均配当利回りは九九年から第一部を上回り、二〇〇三年は一・七五％となった。二部では七・五九％を最高に全五一銘柄の半数以上（二八八銘柄）が一・五％以上であったが、

無配も多く、一一四銘柄あった。

八、東証マザーズの投資収益率

東証マザーズは一九九九年二月に二銘柄でスタートした。二〇〇二年五月に上場要件のひとつであった「事業の新規性」が排除されたこともあって、上場企業が急増し、昨年末で七十二社になっている。

二〇〇三年の市場平均収益率は六・六％と初めてプラスになった（二〇〇一年はマイナス三三・六％、二〇〇二年はマイナス二一・七％）。平均配当利回りはマザーズでも上昇傾向にあるが、有配会社が少ないため、二〇〇三年でも〇・〇九％と小さい。二〇〇〇年代の月間収益率の動きをみると、プラス一〇％以上やマイナス一〇％以下が二二か月あり、二八・八％（二〇〇三年一〇月）

からマイナス四九・七％（二〇〇〇年四月）まで変動が大きい。上場銘柄は情報・通信業とサービス業が大半を占め、二〇〇三年の年間収益率が計算されている三一社の収益率は、最高が三九八・五％、最低はマイナス六一・四％であった。有配会社六社の配当利回りは〇・一四～〇・九八％である。

本年になつてすでに七月までで三〇社が新規上場しており、一〇月に初めて外国企業が上場することが話題を呼んでいる。市場の時価総額はまだ東証第二部に及ばないものの売買代金では第二部を上回る日も多い。新興企業の上場意欲の強さと投資家の人気の大きさを示している。

九、終わりに

昨年、総務省の「日本標準産業分類」が改訂さ

れたため、証券コード協議会がそれに準拠して業種別分類項目を変更した。もっとも大きい変更部分は、これまでサービス業に分類されていたデジタルコンテンツ産業などの情報サービス業が情報・通信業（通信業が名称変更）に分類されることになったことである。そのほかにも出版関係がその他製品から情報・通信業へ、旅行代理店が倉庫・運輸関連業からサービス業へ分類変更された。その結果、東証上場銘柄では第一部、二部、マザーズあわせて一〇八社が所属業種を変更した。当研究所でも新しい産業分類にあわせて産業別収益率の再計算を行った。

年金基金など機関投資家の資金運用でパッシブ化が進んだことやETFやインデックスファンドなどの投資信託の投資対象として株式指数への注目度が高まり、市場の実態を正確に表す指標としての指数がこれまで以上に求められるようになって

ている。TOPIXは来年から段階的に浮動株調整が施されることになった。発行済み株数に比べて浮動株数が少ない銘柄の株価の動きがTOPIXに実態以上に大きく反映されてしまうことを是正するためである。日経平均株価は四年前から、産業構造の変化に対応して定期的に構成銘柄の入れ替えを行うようになっていた。また、MSCIジャパン指数には昨年から不動産投資信託（REIT）二銘柄が構成銘柄になった。これらの歴史ある株式指数の改変は指数の指標性を高めるためである。市場実態を正確に表さない株式指数は歪んだ株価形成の原因ともなるため、市場の効率性を高めるためにも株式指数の指標性を追求することは重要であろう。しかし、株式指数には連続性というもうひとつの重要な要因がある。過去から現在への株式市場の趨勢変動を示すという役割もあるからである。四年前の日経平均株価の構成銘

柄の入れ替えの時の混乱に見られるように、連続性の維持と指標性の追求は時に二律背反に陥ることにもなる。現方式のT O P I Xは浮動株調整後も併行して算出されるということであり、当研究所の株式投資収益率も一九五二年からの長期連続性を大切にしたいものである。

(うちだ ふじこ・前当研究所主任研究員)