

二〇〇六年の株式市場

— 株式投資収益率計測報告 —

若園智明

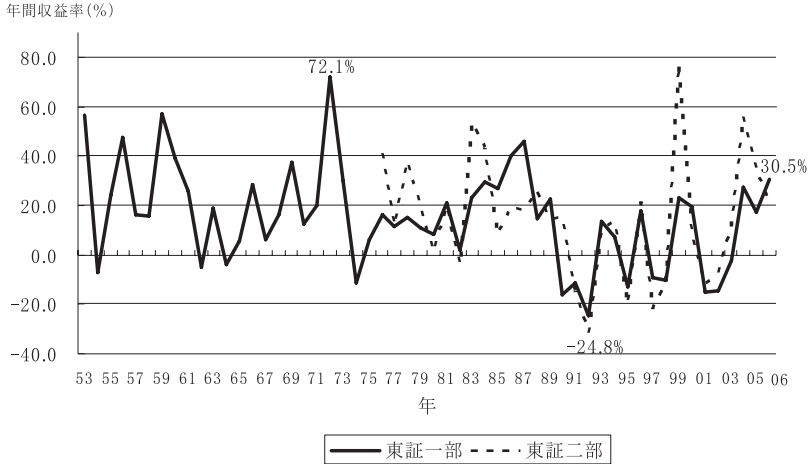
一、はじめに

当研究所では、資本市場振興を目的として、株式投資収益率の計測を毎年行っている。このほど、二〇〇六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、個別銘柄別などに分類して、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。また、当研究所のホームページ(<http://www.jsri.or.jp/web/pub-listh/returns/index.html>)でも、その概要を掲載している。

当研究所で計測する株式投資収益率とは、株式投資から得られる収益の投資額に対する比率である。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などが含まれている。株主優待などの利益は含まれていない。また、税金、手数料などのコストは考慮され

図表1 市場収益率
1953年～2006年



ていない。年間収益率は、前年の平均株価で買
い、当年の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

二〇〇六年の東証第一部上場銘柄の加重平均年
間収益率は三〇・五％であり、二〇〇五年の一
七・一％から上昇した。二〇〇四年（二七・四
％）以降、高い収益率を継続している（図表1）。
東証第一部の単純平均年間収益率は、加重平均と
は逆に二〇〇五年の二六・〇％から一八・一％へ
と低下している。東証第二部上場銘柄の加重平均
年間収益率は、二〇〇五年の三四・三％より低下
し二一・三％となった。単純平均も前年の三七・
三％から一一・六％へと低下している。ちなみ

に、CD-ROMには未収録であるが、二〇〇六年のマザーズの年間収益率は、加重平均でマイナス二・二％、単純平均でマイナス二八・三％であった。

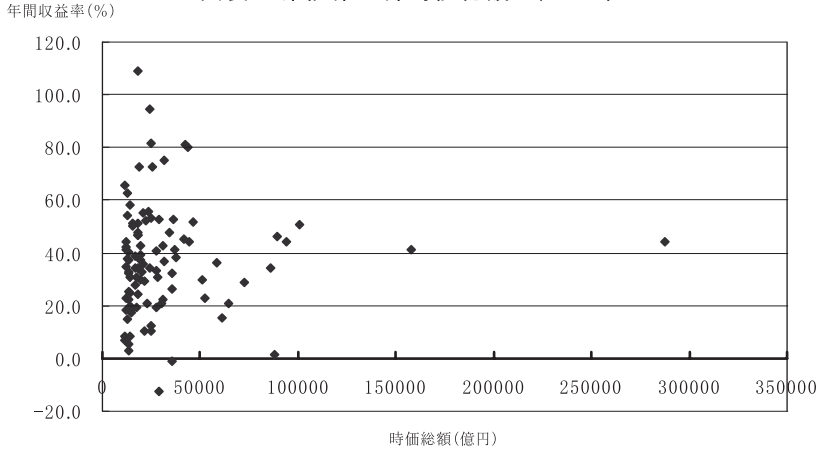
これら三市場ではともに、加重平均が単純平均を上回っているが、特に東証第一部の年間収益率において加重平均と単純平均との乖離が大きい。比較的時価総額の大きな銘柄ほど収益率が高くなる傾向があったと推測される。この点を確認するために、東証第一部銘柄から二月末時点での時価総額の上位一〇〇銘柄と下位一〇〇銘柄を抽出し、時価総額と年間収益率との関係プロットしてみた(図表2と図表3)。これらの図表からも、時価総額の大きな銘柄の年間収益率が高い傾向が読み取れるのではないか。二〇〇六年の株式相場全体は、時価総額や流動性、事業の安定性などを基準にした格差が大きく、二極化された相場で

あったと言えよう。

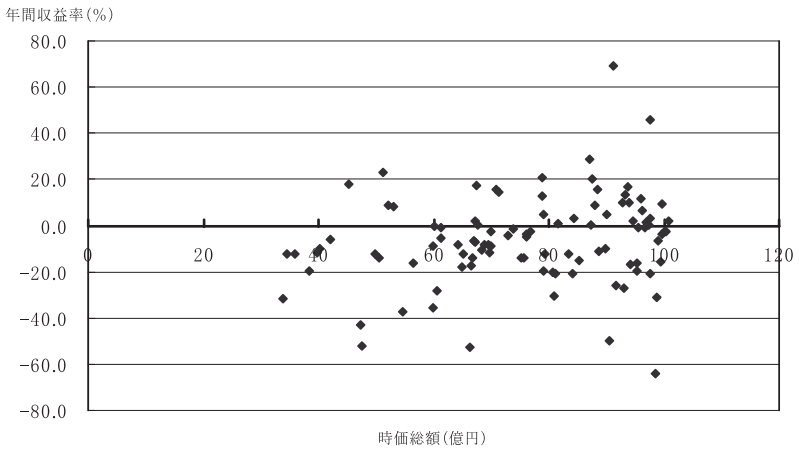
二〇〇六年の東証第一部の収益率を月ごとに見てみると、主に一月・三月・八月・十二月で上昇したが、二月と五月では下落するなど、方向感はずいぶん乏しいながらも比較的堅調であった。対して東証第二部では、五月のマイナス九・九％を筆頭に八つの月で月間収益率がマイナスを記録している。ちなみに、マザーズは九つの月で月間収益率がマイナスであった。

二〇〇六年の株式相場を振り返ってみると、二〇〇五年から引き続いて、日本経済の堅調な回復を背景とする企業業績の拡大やデフレ脱却への期待が好材料であったが、ライブドア社を初めとする相次ぐ証券不祥事の発生や、東京証券取引所のシステム問題などが相場の足枷となった。一月一六日のライブドア本社等への強制捜査を契機とした株価急落は、同月一八日の東証取引システムの

図表2 東証第一部時価総額上位100社



図表3 東証第一部時価総額下位100社



全面停止をも引き起こした。翌一九日からは後場の現物株の取引時間が三〇分短縮されるなど（四月二四日に解除）、ライブドア・ショックは東証システムの容量不足問題を社会化させるきつかけともなった。ライブドア・ショックによる株価下落は特に新興市場で大きく、主に個人投資家の株式売買を低迷させる原因ともなった。一月初めから東証システム問題が解消した四月までの四カ月間の収益率を見ると、東証第一部が約一％の下落に留まったのに対し、東証第二部では約三％の下落となっている（マザーズでは約三三％の下落）。

株式相場に大きな影響を与える金融政策は、七月に転換点を迎えた。七月の月例経済報告から約五年ぶりに「デフレ」の表現が削除され、また同月一日時点で、三大都市圏の基準地価が一六年ぶりに上昇するなど、デフレ脱却への道筋が鮮明と

なったことを背景に、日本銀行は同月一四日の金融政策決定会合で五年四カ月に亘ったゼロ金利政策を解除し、短期金利（無担保コール翌日物）を〇・二五％へと誘導した。

二〇〇六年の株式相場の材料としては、活発なM&A等による業界再編成も挙げられよう。代表的なのは、八月の王子製紙による北越製紙への敵対的TOBを契機とした製紙業界の再編である。

一〇月に米ステイル・パートナーズが明星食品に対して行った敵対的TOBも食品業界の再編へと繋がった²⁾。敵対的ではないが、五月に阪急ホールディングスが阪神電気鉄道に対して行ったTOBや、一月にキリンビールがメルシャンに対して行ったTOBも業界再編をもたらすTOBと言える。

図表4 東証第一部産業別収益率ランキング(%)

	2006年	2005年	2004年
1 不動産業	67.0	33.1	62.8
2 鉄鋼	54.2	44.7	47.2
3 非鉄金属	52.5	29.8	31.9
4 鉱業	52.5	40.7	9.5
5 機械	44.9	33.7	28.1
6 輸送用機器	36.8	15.2	26.8
7 繊維製品	36.7	28.1	31.9
8 精密機器	34.4	19.4	19.8
9 ガラス・土石製品	33.6	26.4	39.6
10 その他製品	33.3	9.7	24.3
11 金融・保険業	32.4	24.4	56.0
12 電気機器	29.5	6.1	16.5
13 化学工業	28.5	17.1	20.0
14 陸運業	27.8	7.9	12.3
15 倉庫・運輸関連業	26.7	30.9	32.7
16 商業	26.2	21.5	33.0
17 金属製品	25.3	8.2	31.1
18 食料品	25.3	22.0	21.3
19 電気・ガス業	22.6	17.7	8.7
20 建設業	21.0	23.1	32.6
21 海運業	16.5	32.2	57.9
22 サービス業	16.0	14.2	25.5
23 水産・農林業	15.4	30.3	15.6
24 パルプ・紙	14.7	-4.2	17.3
25 石油・石炭製品	13.3	38.6	35.7
26 ゴム製品	13.3	23.2	30.8
27 情報・通信業	8.7	-2.5	5.0
28 空運業	3.8	3.4	28.5

注(3)を参照

三、産業別、個別銘柄別に見た平均投資収益率

二〇〇六年の産業別平均投資収益率をみると、東証第一部は二八業種すべてでプラスとなった(図表4)⁽³⁾。「不動産業」が六七・〇%と最も高く、「鉄鋼」(五四・二%)、「非鉄金属」(五二・五%)、「鉱業」(五二・五%)と並んで五〇%を超える年間収益率となった。一方で、最も低い年間収益率となったのは「空運業」の三・八%であった。東証第一部の産業を市場収益率と相対的に比較してみると、二八業種のうち一業種で東証第一部の市場収益率である三〇・五%(上記参照)を上回った。市場収益率を下回った一七業種のうちで、特に、「空運業」と「情報・通信業」では市場収益率を二〇%以上下回っている。相対比較

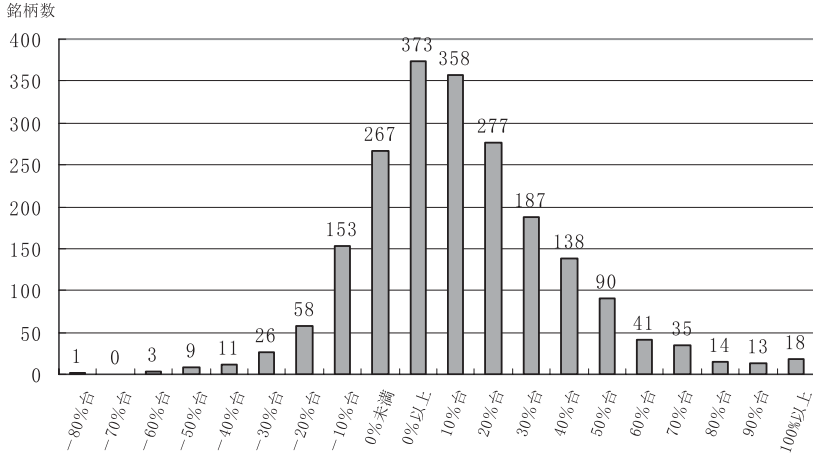
を二〇〇四年から二〇〇六年までに伸ばすと、三年間を通して「不動産業」、「鉄鋼」、「非鉄金属」、「機械」、「繊維製品」、「ガラス・土石製品」、「金融・保険業」の七業種が市場平均を常に上回っていた。逆に、「情報・通信業」など五業種の収益率は、過去三年間にわたり一度も市場収益率を上回っていない。産業間でも明確な格差があると言えよう。

東証第二部は一九業種でプラスの年間収益率となった。⁽⁴⁾二〇〇五年に引き続いて「非鉄金属」が最も高く、九九・三％を記録した。八業種で年間収益率が二〇％を超えている。一方で、「倉庫・運輸関連業」のマイナス一七・七％を筆頭に、八業種でマイナスの年間収益率となった。東証第二部の産業を市場収益率と相対的に比較してみると、二〇〇六年の市場収益率である二一・三％を上回ったのは「非鉄金属」を初めとして七業種

あった。逆に、市場収益率を下回った二〇業種のうち、「倉庫・運輸関連業」と「その他製品」は三〇％以上下回っている。二〇〇四年から二〇〇六年の三年間では、「非鉄金属」、「機械」、「建設」の三業種のみが常に市場収益率を上回っており、一度も市場収益率を上回らなかったのは二二業種であった。

個別銘柄別にみると、東証第一部と第二部を合わせた一、〇七二銘柄（上場廃止、上場一年未満を除く）のうち、五二八銘柄の年間収益率がマイナスであった（図表5）。逆に年間収益率が一〇％以上となったのは一八銘柄で、二〇〇五年の六五銘柄から減少した。二〇〇六年の収益率の階層で最も該当する銘柄が多かったのは〇％以上一〇％未満であり、東証第一部と東証第二部を合計して三七三銘柄が該当した。二〇〇五年の計測結果では、最も該当銘柄が多かったのは二〇％以上

図表5 年間収益率分布(東証第一部・第二部合計)



三〇%未満(三六四銘柄)であり、二〇〇六年の最多階層は昨年よりも下方へ移動した。二〇〇六年で東証第一部と第二部を合わせて、最も収益率が高かったのは東証第二部の「コマツ電子金属」(金属製品)の二三七・四⁽⁵⁾、最も低かったのは東証第二部の「ユニオンホールディングス」(精密機器)のマイナス八〇・五%であった。

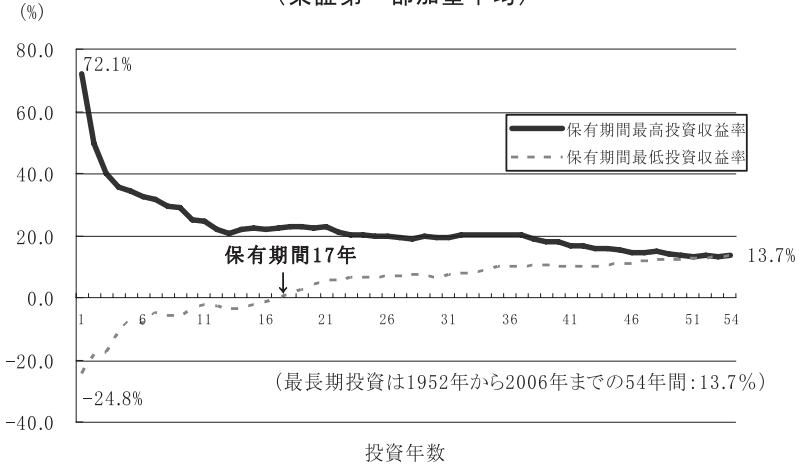
四、長期投資の効果

家計に対して証券投資を促す場合、その前提となるのは、十分にリスク分散されたポートフォリオへの長期投資である。日経二二五やTOPIXに連動したETFなどへの継続的な投資が代表的となる。以下で、東証第一部と第二部へ継続的に長期投資を行う効果をみてみよう。

東証第一部においては、バブル経済が崩壊した

2006年の株式市場

図表6 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)



九〇年代以降、九二年のマイナス二四・八%など、九つの年で単年の投資収益率がマイナスとなっている。しかしながら、二〇〇四年以降の好調な株式市場を反映して、二〇〇六年まで保有した場合、五年からのどの時点で東証第一部ポートフォリオへ投資を開始しても平均年間収益率はプラスとなっている。また、五年から二〇〇六年までの如何なる期間でも、一七年以上の投資期間とした場合、平均投資収益率はプラスとなる(図表6)。バブル経済のピークである八九年に購入し二〇〇六年に売却した場合でも、年間収益率は平均で〇・九%を確保した。より長期の投資がもたらす効果を見ると、八六年から二〇〇六年まで二〇年間投資した場合の年間収益率は平均で四・四%であるが、この間の消費者物価の上昇率が平均で約〇・六%であることを考慮すると、実質的な平均年次収益率は約三・八%となる。投資

者によりリスク許容度は異なるものの、バブル経済の崩壊による所謂「失われた10年」を含めてもなお、毎年平均で約三・八%の収益率の達成は評価出来るのではないか。更に三〇年間（七六年から二〇〇六年まで）まで投資期間を伸ばせば、年間収益率は平均で八・九%まで上昇し、実質的平均年次収益率は約七・〇%となる。十分に分散された株式ポートフォリオを長期に亘り保有する魅力は、近年増していると言えよう。

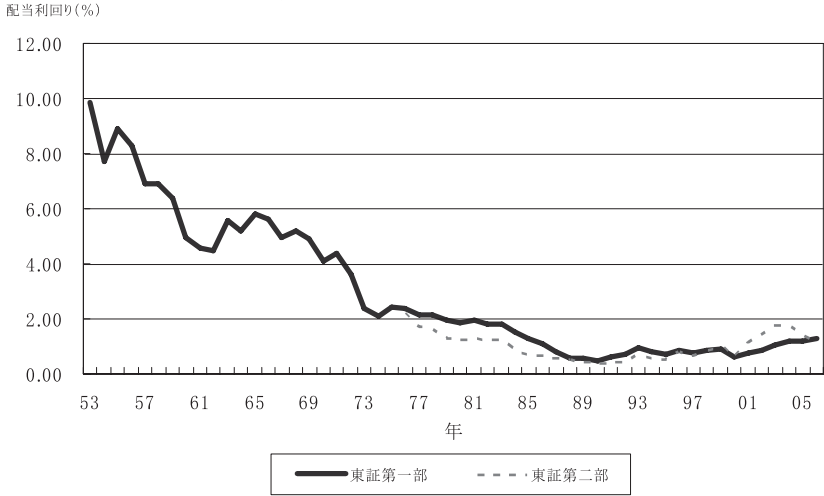
東証第二部においては、八六年から二〇〇六年までの二〇年間で平均年次収益率は七・六%（実質約七・〇%）、七六年から二〇〇六年までの三〇年間で一一・六%（実質約九・七%）となり、東証第一部よりも大きなターンが記録されている。

既上記の第三節で、過去三年間の産業別収益率の推移を述べた。ここでは、東証第一部銘柄を

産業別に分類して長期投資の効果を見てみよう。

八六年から二〇〇六年までの二〇年間の投資期間において、平均年間収益率がマイナスであったのは「空運業」（マイナス三・四%）と「情報・通信業」（マイナス二・二%）の二業種のみであった。同期間における東証第一部の平均年間収益率である四・四%を上回っていたのは、「輸送用機器」の九・一%を筆頭に八業種あった。投資期間を三〇年間（七六年から二〇〇六年）とした場合、最も平均年間収益率が高くなったのは「精密機器」の一〇・七%であり、「化学工業」（一〇・一%）、「金属製品」（一〇・〇%）、「輸送用機器」（一〇・〇%）と四業種で平均年間収益率が一〇%を超えた。東証第一部の平均年間収益率である八・九%を超えたのは、「電気・ガス業」（九・四%）を加えた五業種であった。逆に、最も平均年間収益率が低かったのは、「鉱業」の四・二%で

図表7 平均配当利回りの推移



あり、「空運業」(四・三%)と合わせて二業種で五%未満となった。東証第一部・第二部ともに、長期的に見ても産業による投資収益率の差は大きいことが解る。

五、平均配当利回り

最後に配当利回りを見てみよう(図表7)。東証第一部上場銘柄の平均配当利回りは一・二八%となり、九〇年以降の上昇傾向を維持した。企業の復配傾向も継続しており、無配は二〇〇五年の一三三銘柄から一一〇銘柄に減少した。東証第二部上場銘柄の平均配当利回りは二〇〇五年の一・三七%から一・一九%へ減少したが、無配は二〇〇五年の七三銘柄から六二銘柄へと減少している。ちなみに二〇〇六年の預金金利(日銀金融市場)は、一年物で〇・〇三二%から〇・二九二

％、三年物で〇・〇六八％から〇・四四三％（共に一千万円以上）、国債指標銘柄利回りは、一・五二二％から一・九八八％の間で推移している（年末時点では一・六六〇％）。

産業別に配当利回りを見ると、東証第一部では「海運業」(二・四八五％)、「鉄鋼」(二・四五九％)、「電気・ガス業」(二・二四％)、「石油・石炭製品」(二・一六六％)の四業種で二％を上回っていた。逆に配当利回りが一％を下回ったのは「鉱業」(〇・四％)、「空運業」(〇・七一％)など五業種あった。東証第二部では、「金融・保険業」(三・一三七％)、「パルプ・紙」(二・四％)、「石油・石炭製品」(二・一〇九％)の三業種が二％を上回っており、「非鉄金属」(〇・五八九％)、「電気機器」(〇・七九六％)など六業種で一％を下回る配当利回りであった。

個別銘柄の平均配当利回りを見ると、東証第一

部では「丸三証券」(九・一四九％)が最も高く、「いちよし証券」(五・八四九％)、「東海東京証券」(五・三五五％)とともに五％を超える配当利回りとなった。東証第二部では、「ソトー」(六・五二七％)が最も高く、以下「TTK」(三・八〇二％)、「高木証券」(三・三三二％)と続いた。

配当利回りが高い銘柄は、年間収益率も高い傾向があるのだろうか。二〇〇六年の東証第一部銘柄に関して、年間収益率から配当利回りを差し引いた数値（年間収益率には配当利回りが含まれているため）と配当利回りとの関係を統計的に推計してみた。極めて単純な推計であり厳密さに欠けるが、推計結果は、配当利回りの増加が配当利回りを差し引いた年間収益率を上昇させる傾向を示唆していた。高配当銘柄のみを組み込んだ投資信託の販売も好調であるため、今後もこのような傾

向は継続するのではないか。

六、もはやバブル崩壊後ではない

株式ポートフォリオへの長期投資にとって、二〇〇六年は記念すべき年となった。

家計部門に証券投資を奨励する場合、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に亘り投資を行うメリットを提示することは不可欠である。しかしながら、二〇〇五年までの計測結果を用いる限り、バブル経済の崩壊による株価急落の影響が強く、長期投資の効果は必ずしも家計を納得させるものとはならなかった。特に、日経平均株価が史上最高値である三八、九一五円（TOPIXでは二八八四・八〇）を記録した八九年に投資を開始した場合、二〇〇五年まで投資を行っても、東証第一部の平均年間収益率はマイナ

ス（マイナス〇・七％）に過ぎない。

新たに二〇〇六年を過去のデータに加味した場合、例えば八九年に投資を開始した場合でも、二〇〇六年までの一七年間の東証第一部年間収益率（加重平均）は〇・九％へとプラスに転じる。

確かに、この数値は株式投資によって負担するリスクとしては満足出来る水準ではない。しかしながら二〇〇六年までの保有を前提とすれば、本計測が対象とする五二年以降、どの時点から投資を行ってもプラスの投資収益を達成できたことの意味は極めて大きい。株式ポートフォリオへの長期投資にとって、バブル経済崩壊の影響は終焉したと言えよう。もはやバブル崩壊後ではない。

二〇〇六年二末時点で、家計部門が保有する金融資産は約一、五四一兆円（日本銀行「資金循環勘定」）。そのうち、株式・出資金、投資信託、債券が占める比率は合計で一九％となる。本稿で

この数値の高低は問わないが、気になるのは家計による株式売却の動きである。日本証券業協会「投資部門別売買状況における個人の状況」によれば、二〇〇四年以降の「投資部門別売買状況差引額」は、二〇〇六年四月～六月を除いて売り越しとなっている。「公募・売出し」、「新規公開」を買いと見なした場合でも、二〇〇四年から二〇〇六年までに合計で三兆六、一三三億円を売り越している。一方で、投資信託の株式売買を家計の売買に含めた場合、二〇〇四年（マイナス四、六五八億円）と二〇〇五年（マイナス一兆七四〇億円）は売り越しであったが、直近の二〇〇六年は八、四二八億円の買い越しへと転じている。このような現象は、家計が資産運用のプロフェッショナルを活用し、保有ポートフォリオの最適化をはかっていると言えるのだろうか。しばし観察を続ける必要がある。

二〇〇七年は団塊の世代の退職が始まる年として注目されている。証券業が家計のライフプラン構築に貢献出来る余地は更に大きくなるであろう。しかしながら、証券業全体として探求すべき課題は多い。家計に対して、どのような商品やサービスが魅力的であるのか。家計から真に信頼されるために、証券会社、証券業界は何をすべきなのか。個人的には「名声 (Reputation) の確保」と「倫理 (Ethics) の確立」をキー・ワードとして挙げたい。

(参考文献)

若園智明 「二〇〇六」『証券レビュー』第四六巻、第五号、一〇一―一三頁。

(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) この他、二〇〇六年に国内で行われた敵対的TOBとしては、一月にドン・キホーテがオリジン東秀に対して行った案件がある。
- (3) 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。
- (4) 東証第二部の鉱業は二〇〇五年一月より該当無し。
- (5) コマツ電子金属は二〇〇七年一月よりSUMCOTECH X I Vへと商号を変更している。

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)