

## 二〇〇七年の株式市場 — 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、二〇〇七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（二〇〇七年版は六月刊行予定）。また、当研究所のホームページでも、近日その概要を掲載する予定である（<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たものの平均株価で売ったものとして計算されている。<sup>(1)</sup> 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

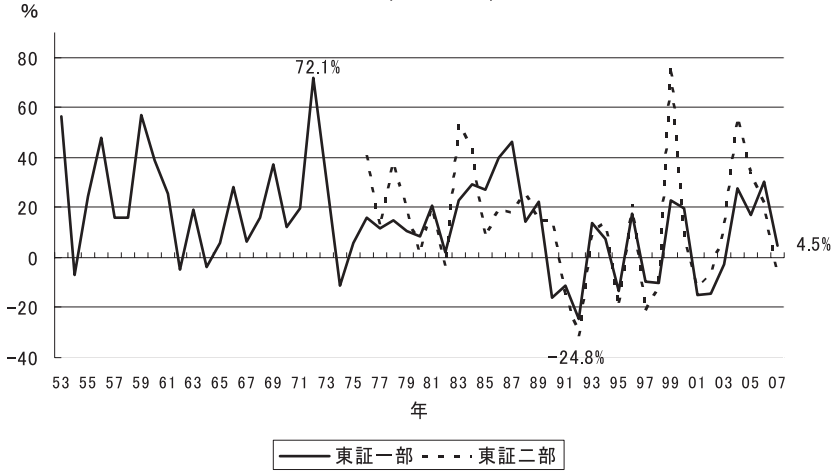
二〇〇七年の株式市場は、①アメリカが震源となったサブプライム・ローン（低所得者や信用力の低い個人向け住宅ローン）問題、②原油などの商品価格の上昇、③年後半からの急速な円高（不安定な為替相場）、④相次ぐ企業不祥事（不正会計処理や、賞味期限等の偽装問題）など、相場の下落要因となる複数の要因による影響を受けた。また、参議院選挙での自民党の惨敗（七月二九日）を端として、いまだに解消の糸口さえ見えな

い政治のねじれ現象と混迷は、わが国の株式市場のみならず、国家としての国際的な信用をも著しく下落させている。

二〇〇七年の東証第一部上場銘柄の加重平均年間収益率は四・五%であった。二〇〇六年の三〇・五%を大きく下回ったものの、二〇〇四年から四年連続でプラスの収益率を継続している（図表1）。しかしながら、単純平均で見ると東証第一部の年間収益率はマイナス五・九%であり、単純平均では二〇〇二年以来のマイナスの年間収益率となった。

東証第二部上場銘柄の加重平均年間収益率はマイナス八・二%となり、マイナスの収益率であった（図表1）（二〇〇六年は一八・一%）。加重平均と同様に東証第二部の単純平均もマイナスとなり、マイナス二二・九%を記録している。ちなみに近日に出版予定であるCD-ROMには未収録

図表1 市場収益率(加重平均)  
1953年～2007年

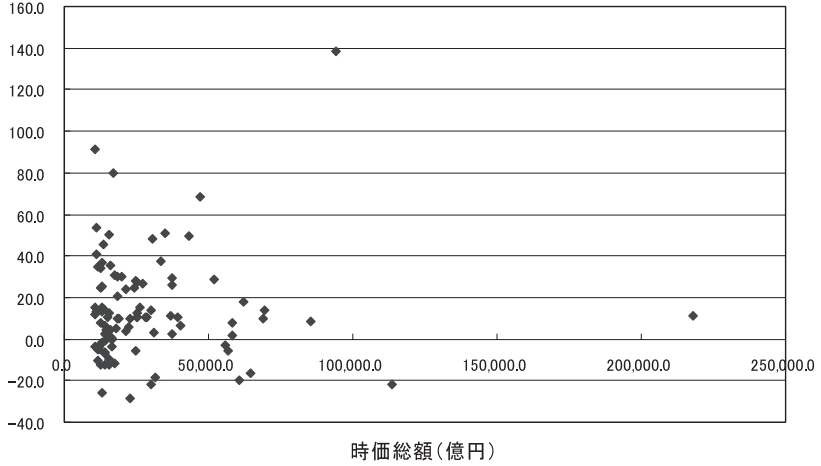


であるが、二〇〇七年のマザーズの年間収益率は、加重平均でマイナス二七・一%、単純平均でマイナス四〇・五%であり、二〇〇六年に続いてともにマイナスの年間収益率となった。

二〇〇六年と同様に、二〇〇七年も第一部、第二部、マザーズともに加重平均が単純平均を上回っており、時価総額によって個別銘柄の年間収益率が異なる傾向があることが読み取れる。昨年の報告(若園「二〇〇七」を参照)と同様に、二〇〇七年末時点での東証第一部銘柄の時価総額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をプロットしてみた(図表2と図表3)。時価総額の大きな銘柄の年間収益率が平均的に高く、小さな銘柄の年間収益率が平均的に低い傾向は、二〇〇六年よりも明確となっていると言えよう。東証第一部および第二部の時価総額上位一〇社は図表4を参照とされた

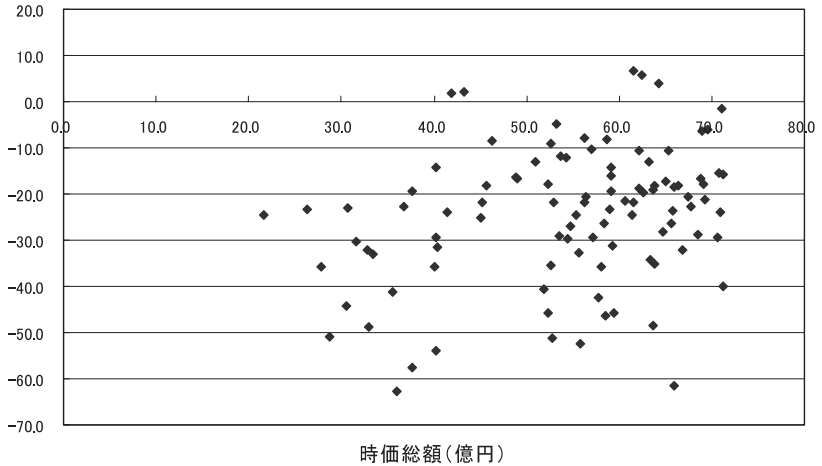
図表2 東証第一部時価総額上位100社

年間投資収益率(%)



図表3 東証第一部時価総額下位100社

年間投資収益率(%)



図表4 個別銘柄時価総額ランキング(2007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	218,043.8	11.4
2	三菱UFJフィナンシャル・グループ	113,721.4	-22.1
3	任天堂	94,209.9	138.5
4	NTTドコモ	85,336.8	8.2
5	キヤノン	69,349.1	13.6
6	本田技研工業	68,806.1	9.6
7	三井住友フィナンシャルグループ	64,730.7	-16.7
8	ソニー	62,270.0	17.7
9	みずほフィナンシャルグループ	60,856.0	-19.5
10	武田薬品工業	58,425.2	7.9
東証第二部			
1	帝国ホテル	1,574.1	-0.8
2	日本精機	1,492.1	8.4
3	SUMCO TECHXIV	1,189.9	58.8
4	立飛企業	1,015.3	22.9
5	オリエントコーポレーション	964.6	-62.4
6	スルガコーポレーション	737.1	-8.6
7	理研ピタミン	733.2	6.9
8	日立システムアンドサービス	615.0	-4.3
9	歌舞伎座	587.8	-1.0
10	セコムテクノサービス	533.8	-9.1

い。

二〇〇七年の東証第一部の収益率を月ごとに見てみると、プラスとマイナスの月がそれぞれ六つあり、上昇と下降を繰り返しながら、年後半にかけて相場が崩れていったことが解る。第一部で最も月間収益率が高かったのは五月(二・八%)、最も低かったのは八月(マイナス五・五%)であった(一一月もマイナス五・四%を記録している)。対して東証第二部では、月間収益率がプラスとなったのは僅か三つの月(一月・二月・六月)しかなかった。第二部で最も月間収益率が高かったのは六月(三・七%)、最も低かったのは八月(マイナス九・三%)であった。ちなみに、マザーズでは四つの月でプラスの月間収益率となった(一月・六月・九月・一〇月)。

図表5 東証第一部産業別収益率ランキング(%)

	2007年	2006年	2005年
1 海運業	71.3	16.5	32.2
2 その他製品	53.8	33.3	9.7
3 鉄鋼	41.9	54.2	44.7
4 不動産業	15.8	67.0	33.1
5 ガラス・土石製品	13.3	33.6	26.4
6 精密機器	13.2	34.4	19.4
7 機械	12.4	44.9	33.7
8 食料品	10.4	25.3	22.0
9 鉱業	9.9	52.5	40.7
10 電気・ガス業	9.3	22.6	17.7
11 輸送用機器	8.8	36.8	15.2
12 石油・石炭製品	8.7	13.3	38.6
13 金属製品	6.0	25.3	8.2
14 化学工業	5.6	28.5	17.1
15 電気機器	4.9	29.5	6.1
16 ゴム製品	4.0	13.3	23.2
17 非鉄金属	3.5	52.5	29.8
18 倉庫・運輸関連業	3.5	26.7	30.9
19 陸運業	3.1	27.8	7.9
20 情報・通信業	2.6	8.7	-2.5
21 商業	2.0	26.2	21.5
22 水産・農林業	1.1	15.4	30.3
23 空運業	0.1	3.8	3.4
24 繊維製品	-7.0	36.7	28.1
25 サービス業	-8.8	16.0	14.2
26 建設業	-9.0	21.0	23.1
27 パルプ・紙	-10.0	14.7	-4.2
28 金融・保険業	-14.9	32.4	24.4

注(2)を参照

### 三、産業別、個別銘柄別に見た 平均投資収益率

二〇〇七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のうち二三業種でプラスとなった(図表5)<sup>(2)</sup>。「海運業」が七一・三%と最も高く、「その他製品」(五三・八%)、「鉄鋼」(四一・九%)と並んで四〇%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「金融・保険業」のマイナス一四・九%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、二八業種のうち一五業種で東証第一部の市場収益率である四・五%(上記参照)を上回った。市場収益率を下回った一三業種のうちで、特に、「金融・保険業」、「パルプ・紙」、「建設業」、「サービス業」、「繊維製品」では市場収益

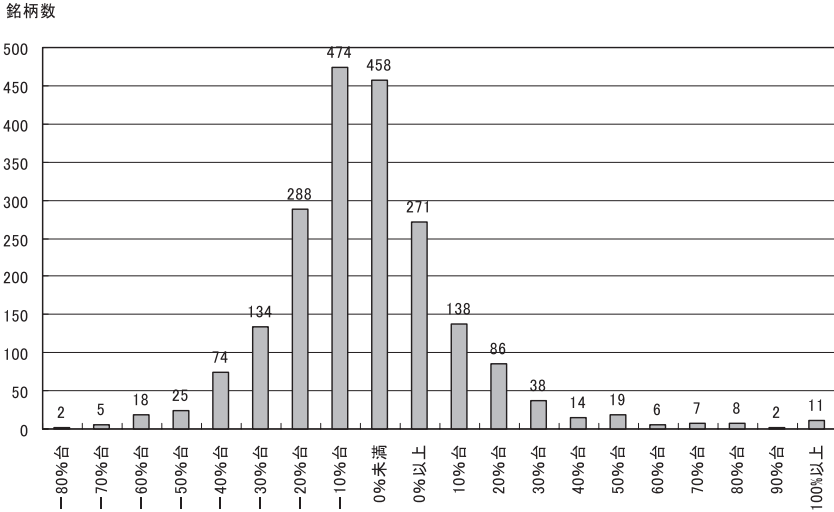
率を一〇%以上下回っている。相对比较を二〇〇五年から二〇〇七年までに伸ばすと、三年間を通して「鉄鋼」、「不動産業」、「ガラス・土石製品」、「精密機器」、「機械」、「鋳業」の六業種が当該年の市場年間収益率を常に上回っていた。逆に、「パルプ・紙」など五業種の収益率は、過去三年間にわたり一度も市場年間収益率を上回っていない。産業間での格差は継続していると言えよう（産業別の長期投資の効果に関する分析は第四節を参照されたい）。

東証第二部でプラスの年間収益率となったのは僅か四業種にすぎない。<sup>(3)</sup>「金属製品」（二七・六%）、「海運業」（一八・一%）、「建設業」（一六・五%）などが高い収益率を達成した。一方で、「金融・保険業」のマイナス四一・二%を筆頭に、二三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年間収益率と相対的に比較し

てみると、二〇〇七年の市場年間収益率であるマイナス八・二%を上回ったのは「金属製品」を筆頭に一二業種あった。逆に、市場年間収益率を下回った一五業種のうち、「金融・保険業」、「空運業」、「非鉄金属」は一〇%以上下回っている。<sup>(3)</sup>二〇〇五年から二〇〇七年の三年間では、「建設業」、「機械」、「輸送用機器」の三業種のみが連続して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一一業種あった。

個別銘柄別にみると、東証第一部と第二部を合わせた二、〇七八銘柄（上場廃止銘柄、上場一年未満銘柄を除く）のうち、一、四七八銘柄の年間収益率がマイナスであった（図表6）。逆に年間収益率が一〇〇%以上となったのは一一銘柄で、二〇〇六年の一八銘柄から減少した。二〇〇七年の収益率の階層で最も該当する銘柄が多かったのはマイナス一〇%台であり、東証第一部と東証第

図表6 年間収益率分布(東証第一部・第二部合計)



二部を合計して四七四銘柄が該当した。二〇〇六年の計測結果では、最も該当銘柄が多かったのは〇%以上一〇%未満(三七三銘柄)であり、二〇〇七年の最多階層は昨年よりも下方へ移動した。

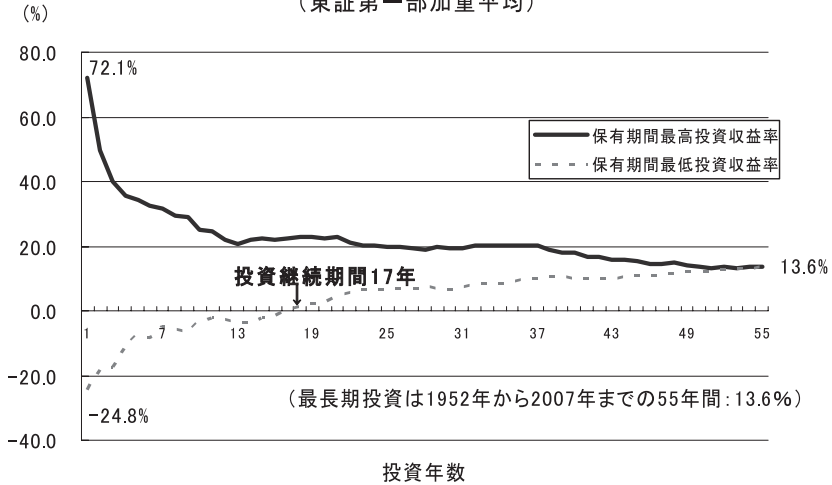
#### 四、長期投資の効果

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。例えば、日経225やTOPIXに連動したETFなどへの継続的な投資が代表的となろう。以下で、東証第一部と第二部銘柄に対して加重平均に従い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



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)



なっている。しかしながら、二〇〇四年以降の株式市場の回復を反映して、二〇〇七年末まで分散投資を継続した場合、五二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、五二年から二〇〇七年までの如何なる期間でも、一七年以上にわたって継続的に分散投資をおこなった場合、平均年間投資収益率はプラスとなる（図表7）<sup>(4)</sup>。バブル経済のピークである八九年に購入し二〇〇七年に売却した場合でも、年間収益率は平均で一・一%を確保した。より長期の投資がもたらす効果を見ると、七六年から二〇〇七年まで三〇年間投資した場合の年間収益率は平均で八・六%まで上昇する。この間の消費者物価の上昇率が平均で年間約一・九%であることを考慮すると、実質的な平均年間収益率は約六・七%となる。十分に分散された株式ポートフォリオに対して、長

期にわたって継続的に投資を行うメリットが確認されたと言えよう。

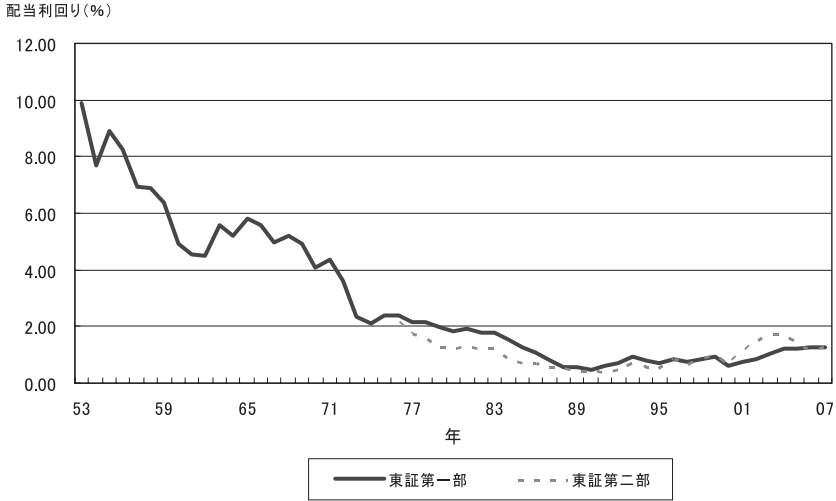
東証第二部においては、八九年から二〇〇七年までの投資期間（一八年間）で年間収益率は平均で四・八％、七七年から二〇〇七年までの三〇年間で一〇・八％（実質約八・九％）となり、ともに東証第一部よりも大きなリターンが記録されている。<sup>(5)</sup>

すでに上記の第三節で、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。八九年から二〇〇七年までの投資期間において、二八業種中一五業種でプラスの平均年間収益率を記録した。同期間の東証第一部の平均年間収益率（一・一％）を上回っているのは、「精密機器」の七・一％を筆頭に一一業種あった。最も収益率が低かったのは「空運業」のマイナス七・四

％である。投資期間を三〇年間（七七年から二〇〇七年）とした場合、全ての業種でプラスの収益率となった。最も平均年間収益率が高くなったのは「精密機器」の一〇・五％であり、「非鉄金属」とともに一〇％を超えている。また七業種が、同期間での東証第一部平均年間収益率である八・六％を超えている。同期間で最も平均年間収益率が低かったのは、「空運業」の一・八％であった。

東証第二部では、八九年から二〇〇七年までの投資期間において、「非鉄金属」の一・二・四％を筆頭に二三業種でプラスの平均年間収益率を記録した。<sup>(3)</sup>三〇年間の投資期間では、東証第一部と同様に二六業種全てでプラスの収益率となっている。<sup>(6)</sup>特に、「非鉄金属」の一七・九％が最も高く、以下「商業」（一〇・七％）や「その他製品」（一〇・四％）で一〇％を超える平均年間収益率となった。東証第一部・第二部ともに、長期的に見

図表8 平均配当利回りの推移



ても産業による投資収益率の差は大きいことが解る。

### 五、自社株消却と平均配当利回り (株主への還元)

二〇〇七年中に自社株の償却を行った銘柄は、第一部と第二部を合わせ六七銘柄あった(端株のみの消却三件を除く)。このうち六五銘柄は東証第一部の所属である。ちなみに、二〇〇六年は総計で六一銘柄(うち東証第一部が五九銘柄)あり、比較的に高水準での自社株消却が続いていると言えよう。

株主への還元として、配当利回りを見てみよう(図表8)。東証第一部上場銘柄の平均配当利回りは二〇〇六年と同じく一・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、無配は二〇〇六年の一〇銘柄から九二銘柄に減少している。東証第二部上場銘柄の平均配当利回りは二〇〇六年の一・一九％から一・二五％へ増加した。また、無配は二〇〇六年の六二銘柄から五五銘柄へと減少している。ちなみに二〇〇七年の預金金利（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・三三一％から〇・五〇〇％、三年以上四年未満で〇・五三五％から〇・七三〇％（共に一千万円以上）、国債指標銘柄利回りは、一・四二％（一二月）から一・九四八％（七月）の間で推移している（年末時点では一・四七八％）。

産業別に配当利回りを見てみると、東証第一部で配当利回りが二％を上回ったのは「海運業」（二・五％）と「鉄鋼」（二・二％）、の二業種であった。逆に配当利回りが一％を下回ったのは、「空運業」（〇・三九％）や「鋳業」（〇・五四％）

など七業種あった。東証第二部では、「石油・石炭製品」（二・四六％）、「パルプ・紙」（二・三％）、「水産・農林業」（二・〇％）の三業種が二％を上回っており、「輸送用機器」（〇・九四％）や「空運業」（〇・九四％）など四業種で一％を下回る配当利回りであった。<sup>(3)</sup>

個別銘柄の平均配当利回りに関して、上位銘柄を図表にまとめた（図表9、図表10）。東証第一部では「丸三証券」（五・八％）が最も高く、「第一中央汽船」（四・二％）、「いちよし証券」（四・一％）とともに四％を超える配当利回りとなった。東証第二部では、「ソトー」（五・六％）が最も高く、以下「TTK」（三・八％）、「藤久」（三・六％）と続いた。

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	丸三証券	5.8	-11.6
2	第一中央汽船	4.2	171.4
3	いちよし証券	4.1	-12.1
4	アイ・ティー・シーネットワーク	3.9	-9.8
5	東海東京証券	3.6	-4.7
6	武富士	3.6	-37.0
7	スズデン	3.5	16.7
8	共立印刷	3.5	-9.4
9	大平洋金属	3.5	104.3
10	田中商事	3.5	5.8
11	電気興業	3.4	-14.9
12	オークネット	3.4	9.0
13	エスエス製薬	3.3	-18.5
14	新和海運	3.3	146.4
15	東燃ゼネラル石油	3.3	7.2
16	イー・アクセス	3.2	-2.1
17	ニプロ	3.2	17.7
18	乾汽船	3.2	276.7
19	東陽テクニカ	3.0	-0.7
20	日本オラクル	3.0	0.6

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	ソトー	5.6	2.4
2	T T K	3.8	-10.8
3	藤久	3.6	-13.0
4	ミロク情報サービス	3.2	-11.5
5	東海リース	3.1	-16.8
6	自重堂	2.9	5.5
7	フジマック	2.8	-14.7
8	旭情報サービス	2.8	-12.2
9	安川情報システム	2.8	-3.0
10	高木証券	2.8	-27.6
11	日信電子サービス	2.7	-18.5
12	アルメディア	2.7	-22.0
13	ヤマダコーポレーション	2.7	-20.2
13	くろがねや	2.7	-7.3
15	東亜石油	2.6	-9.7
16	スペース	2.6	-2.4
17	バイテック	2.6	-11.1
18	エムオーテック	2.6	-16.7
19	丸藤シートパイル	2.5	-6.4
20	理経	2.5	-26.0

## 六、まとめにかえて…家計に とって魅力ある市場の構築

アメリカのサブプライム・ローン問題は、①アメリカを中心とした不動産バブルの崩壊、②住宅ローン斡旋に関する一部ブローカーや金融機関の反倫理的および不法行為の横行と監督・規制体制の不備、③複雑な証券化スキームの導入によって困難となったリスク管理、④流動性の極めて低い証券化商品に対する時価評価、⑤アメリカの投資銀行等で露呈した低い自己資本など、これまでの好調な相場の影に隠れていた多くの問題を白日の下に晒した。資本市場規制のあり方を中心として、わが国でも他山の石とすべきであろう。

視点をわが国株式市場に移すと、むしろ欧米よりも深刻な状況であることが解る。東京証券取引

所「投資部門別売買状況(売買代金ベース)」を見ると、わが国の代表的な市場である東証第一部に関して、主要な買い越し主体は「外国人」部門のみと言って良い状況であり(二〇〇七年は「事業法人」と「その他法人」も年間で買い越している)、その「外国人」部門も二〇〇五年以降買い越し幅を縮小させている。気になるのは、「貯蓄から投資(への転換)」の対象である家計の行動である。当該データによると、「個人」部門は近年売り越しが続いている。

家計の金融行動に関して、さらに日本証券業協会が公表するデータによって「募集売」と「新規公開」(いずれも「個人」は買い越し)を含めてみても、二〇〇四年から二〇〇七年までの四年間、「個人」部門は国内株式を売り越している。

一九九八年一二月の銀行窓口販売の解禁以降、急速に資産残高を伸ばした投資信託を加味しても

二〇〇七年一〇月をピークに残高が減少傾向にあるものの<sup>(7)</sup>、家計の国内株式の売り越し傾向に変化は無い。昨年までの投資信託ブームによって家計が買い求めたのは外国株式と外国債券であり、家計のマナーはまさしく「Japan Passing」が続けている。このような家計の行動が合理的であるか否かについて意見の相違はあるが（私見では合理的な行動であると思う）、少なくともわが国の家計は、国内へのリスクマネーの供給者としての役割を（直接は）果たしていない。第一次大戦後に、イギリスが世界の金融覇者としての地位を新興国アメリカに明け渡した時を彷彿とさせる。国際的に見て、わが国の地位の相対的な下落を象徴していると言えよう。

資本市場の国際的な競争力を向上させる必要性は、諸外国でも共通に認識されている。特にアメリカは、自国の資本市場の国際的競争力向上に関

して、すでに複数の詳細な調査報告と提言書を作成している。紙幅の都合で内容の紹介は出来ないが、二〇〇八年三月に公表された「The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure」<sup>(8)</sup>、資本市場の競争力強化を念頭に、アメリカの国内資本市場規制の体系を大幅に変更するプランとなっている。二〇〇二年の通称「サーベンス・オックスリー法」(SOX法)も同様であるが、このような改革の基本にあるのは、主に家計や年金基金を対象とした投資者保護である。アメリカやイギリスなどの金融先進国において、効果的かつ効率的な投資者保護の徹底が自国市場の競争力の源泉であるとの認識は共通であると言えよう。

わが国で二〇〇七年一二月に公開された「金融・資本市場競争力強化プラン」でも、当然ながら投資者保護の必要性は明記されている。<sup>(8)</sup>しかし

ながら、直接的な投資者保護を目的とする項目を見ると、①「金融経済教育の一層の充実による金融リテラシーの向上」や、②「認定投資者保護団体制度の更なる推進」など、これまでの活動の強化を提言するに留まっている。当該プランが、「国際的な」競争力強化に重点を置いているのは明らかであるが、「国内の」主要な投資者である家計や年金に関する分析が不足している感が否めない。家計が「Japan Passing」を続ける背景には、発行体に関する問題や国内での低金利があるのは確かだが、国内市場自体の魅力が相対的に薄れていることもあるのではないか。投資者保護の施策や受託者である金融機関が果たすべき機能、資本市場における規制体系など、改めて検討を要する課題も多く見受けられる。家計の行動に関する詳細な分析を含めて、これらについて総合的に考え直す必要がある。

自国の家計に無視される市場に国際的な競争力は期待出来まい。「Japan Noting」とならなければ良いが。

(参考文献)

淵田康之「二〇〇七」「わが国金融サービス業の行方と銀証分離」『月刊資本市場』No. 268、18-32頁。

若園智明「二〇〇七」「二〇〇六年の株式市場—株式投資収益率計測報告」「証券レビュー」第四七巻、第五号、88-93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) 一九九三年七月以降、東京証券取引所は産業分類を三三三産業に変更したが、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」は二〇〇五年一月より該当無し。



また、「水産・農林業」と「空運業」は一社のみ。

(4) ただし単純平均に従って投資を行った場合、八九年から二〇〇七年末までの投資は、毎年マイナス二・〇％となりマイナスの平均収益率である。また、投資開始時期が八八年（マイナス〇・四％）、九〇年（マイナス一・八％）、九一年（マイナス〇・八％）の場合も平均年間収益率はマイナスを記録している。

(5) 東証第二部に関しても、単純平均の場合は八九年から二〇〇七年末までの年間投資収益率は平均でマイナス一・〇％のマイナスとなっている。

(6) 「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。

(7) 投資信託協会が公表する「投信株式売買状況」の国内株式（対市場分）の差引金額に、「機関別の分布状況（金額）」の「個人」比率を掛け、日本証券業協会のデータと合算して求めた。

(8) 「金融・資本市場競争力強化プラン」に関して、野村資本市場研究所執行役の淵田康之氏が非常に興味深い解説を行っている。詳しくは淵田「二〇〇七」を参照されたい。

（わかぞの ちあき・当研究所主任研究員）