

## 二〇〇九年の株式市場

### — 株式投資収益率計測報告 —

若園 智明

#### 一、はじめに

公益財団法人である当研究所では、資本市場振興への貢献を目的として、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、二〇〇九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が、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/publicsh/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当年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。

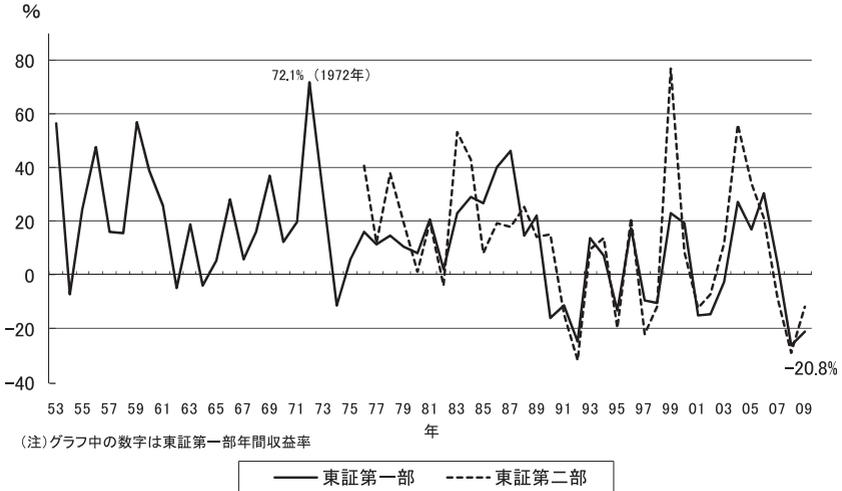
## 二、東証第一部と第二部の概要

二〇〇九年の年間株式投資収益率は、第一部・第二部ともに〇八年に続いてマイナスを記録した。単純に日経平均株価 (Nikkei 225) の大発会の終値 (一月五日、九、〇四三・一二円) と大納会の終値 (一二月三〇日、一〇、五四六・四四円) を比較すれば、二〇〇九年は約一六・六%の上昇となっている。しかしながら、当研究所が株式投資収益率算出の前提とする、十分にリスク分散されたポートフォリオへの継続的な投資の考えに基

づいて、〇八年の平均株価と二〇〇九年の平均株価を比較した場合、時価総額による加重平均と単純平均はともにマイナスの年間収益率であった。

二〇〇九年の株式市場は前年の流れを受けて、一月から二月にかけては世界的な金融危機による企業業績低迷への懸念により下落したものの、年央にかけて次第に回復の様相をみせ、八月二六日には日経平均株価で一〇、六三九・七一円 (終値) の高値をつけている。年央に株価が回復した要因として、①円高傾向が緩和したこと (四月にはドル・円レートで一〇〇円台を回復)、②先進国に先駆けて中国に代表される新興国の景気回復が顕著となったこと、③米国市場の上昇、などが挙げられよう。しかしながら、一二月には月間で八・二%の上昇を記録したものの、①八月半ばから、為替相場が再度円高に振れたこと (一月二七日にはドル・円レートで一時八四円台を記録)、②

図表1 市場収益率(加重平均)  
1953年～2009年

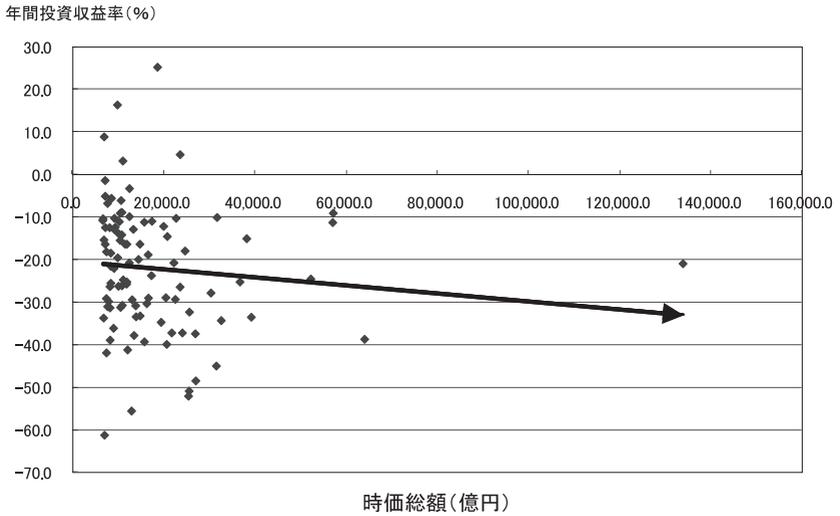


米国の失業率の上昇、③ドバイ首長国の資金繰り不安、④鳩山新政権の経済政策に対する不透明性、などを背景に、九月から十一月にかけて株価の下落が続いた。

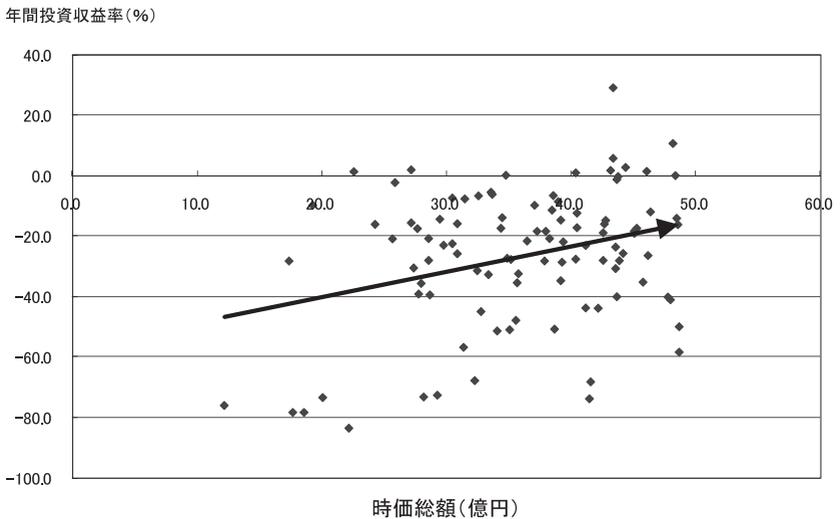
二〇〇九年の東証第一部上場銘柄の年間収益率(加重平均)はマイナス二〇・八%となった。〇八年に引き続き、二年連続で二〇%を超えるマイナスの収益率を記録した(図表1)。単純平均ではマイナス一五・七%となり、〇七年から三年連続でマイナスの年間収益率となった。

東証第二部上場銘柄の加重平均年間収益率はマイナス一・七%となり、〇七年から三年続いてマイナスの収益率であった(〇八年はマイナス二八・九%) (図表1)。加重平均と同様に第二部の単純平均もマイナスとなり、マイナス一五・九%を記録している。ちなみに、二〇〇九年のマザーズ市場の年間収益率も、加重平均でマイナス七・

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



七%、単純平均でマイナス二〇・七%であり、共に四年連続して下落している（マザーズ市場に関する計測結果は、出版されたCD-ROMには収録されていない）。

〇七年と〇八年の収益率結果報告では、時価総額と年間収益率との関係を図示し、銘柄の時価総額と年間収益率の関係に言及している。同様に二〇〇九年末時点での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）。二〇〇九年の第一年間収益率では、単純平均が加重平均を上回っていたことと合わせてご覧頂きたい。〇七年および〇八年では、時価総額上位の銘柄の年間収益率は、下位と比較して相対的に高くなる傾向がみられた。しかしながら二〇〇九年では、提示したプロット図を見る限り大きな違いは確認出来ない。むしろ図中の平均線

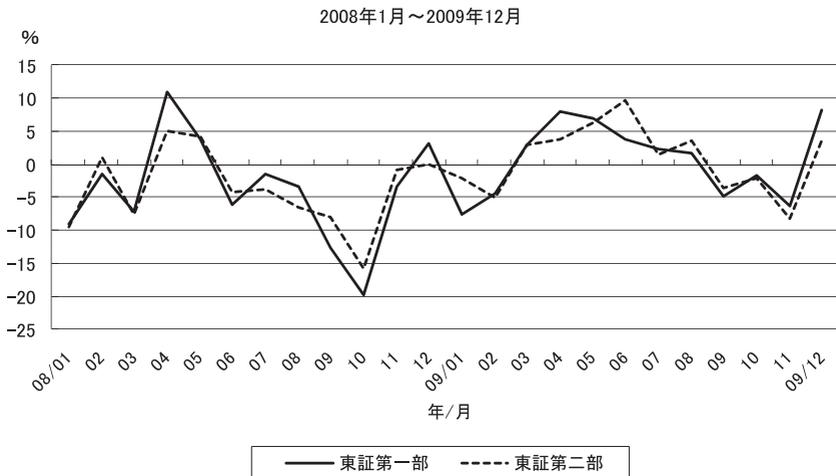
が示すように、時価総額上位銘柄では、時価総額が増すにつれて年間収益率が低下する傾向も見られる。一方で、東証第一部上場銘柄より上場銘柄の時価総額が小さい第二部およびマザーズ市場では、引き続き時価総額が大きな銘柄ほど相対的に年間収益率が高い傾向が維持されていることから、特に第一部において、過去二年間と比べた投資家の銘柄選別に変化が起きたと言える。この背景には、第一部銘柄に対して、近年見られた時価総額選好の揺り戻し（ポートフォリオ戦略の変更）や、インデックスでの売り（例えば、ヘッジファンドなどのデレバレッジ）が強かった可能性が考えられよう。東証第一部および第二部の時価総額上位一〇社および年間収益率は図表4を参照されたい。

最後に、市場ごとの月間収益率を報告したい（図表5）。二〇〇九年の東証第一部の収益率を月

図表4 個別銘柄時価総額ランキング（時価総額は2009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	133,782.3	-20.9
2	三菱UFJ フィナンシャル・グループ	63,950.8	-38.7
3	本田技研工業	57,063.2	-9.0
4	NTT ドコモ	56,959.2	-11.2
5	キヤノン	52,150.2	-24.5
6	三菱商事	39,100.4	-33.5
7	日本電信電話	38,095.8	-15.0
8	日産自動車	36,617.8	-25.2
9	パナソニック	32,503.0	-34.3
10	東京電力	31,589.5	-10.0
東証第二部			
1	立飛企業	707.2	-20.2
2	日本精機	646.2	-28.7
3	理研ビタミン	525.1	-16.7
4	新立川航空機	496.3	15.3
5	帝国ホテル	482.0	-42.3
6	歌舞伎座	439.3	-16.3
7	アクセル	412.3	5.6
8	オリエントコーポレーション	406.9	-38.0
9	ノエビア	397.7	3.8
10	アトム	374.0	-23.8

図表5 市場収益率(月率)



ごとに見てみると、一月と二月、九月から一月にかけて下落していることが解る。第一部で最も月間収益率が高かったのは二月（八・二％）、最も低かったのは一月（マイナス七・五％）であった。同様に東証第二部を月ごとに見ると、東証第一部と同様に一月と二月、九月から一月にかけて下落している。第二部で最も月間収益率が高かったのは六月（九・七％）、最も低かったのは一月（マイナス八・一％）であった。ちなみに、マザーズ市場で最も月間収益率が高かったのは四月（一一・七％）、最も低かったのは二月（マイナス一一・五％）であった。

### 三、産業別・個別銘柄別に見た 平均投資収益率

二〇〇九年の産業別平均投資収益率は、〇八年

と同様に東証第一部の二八業種すべてがマイナスであった<sup>(2)</sup>（図表6）。もともとマイナス幅が小さかったのは「金属製品」のマイナス八・九％であり、「パルプ・紙」のマイナス一〇・四％が続いた。最も低い年間収益率となったのは「海運業」のマイナス五一・五％である。

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、二八業種のうち一八業種で東証第一部の市場収益率であるマイナス二〇・八％（上記参照）は上回った。逆に、市場収益率を下回った一〇業種のうちで、「海運業」を初めとして計四業種が市場収益率を一〇％以上下回っている。

相対比較を〇七年から二〇〇九年の三年間とすると、「電機・ガス業」、「化学工業」、「食料品」の三業種が当該年の市場収益率を常に上回っていた。一方で、「金融・保険業」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。

図表6 東証第一部産業別収益率ランキング (%)

	2009年	2008年	2007年	
1	金属製品	-8.9	-34.6	6.0
2	パルプ・紙	-10.4	-17.2	-10.0
3	建設業	-11.2	-27.3	-9.0
4	電気・ガス業	-11.3	-15.9	9.3
5	石油・石炭製品	-11.6	-34.8	8.7
6	サービス業	-12.9	-18.3	-8.8
7	ゴム製品	-14.7	-30.2	4.0
8	水産・農林業	-15.2	-17.8	1.1
9	化学工業	-15.3	-24.2	5.6
10	陸運業	-15.4	-16.1	3.1
11	情報・通信業	-15.8	-18.4	2.6
12	繊維製品	-16.7	-33.7	-7.0
13	倉庫・運輸関連業	-16.8	-30.0	3.5
14	食料品	-17.9	-13.6	10.4
15	商業	-18.2	-21.4	2.0
16	輸送用機器	-19.0	-32.3	8.8
17	機械	-19.2	-30.6	12.4
18	非鉄金属	-20.2	-39.9	3.5
19	精密機器	-21.0	-26.0	13.2
20	ガラス・土石製品	-22.6	-35.9	13.3
21	電気機器	-22.6	-29.0	4.9
22	空運業	-27.0	-9.4	0.1
23	鉱業	-28.4	-10.5	9.9
24	不動産業	-31.1	-41.7	15.8
25	鉄鋼	-32.3	-34.0	41.9
26	金融・保険業	-33.1	-30.2	-14.9
27	その他製品	-33.5	-9.5	53.8
28	海運業	-51.5	-27.4	71.3

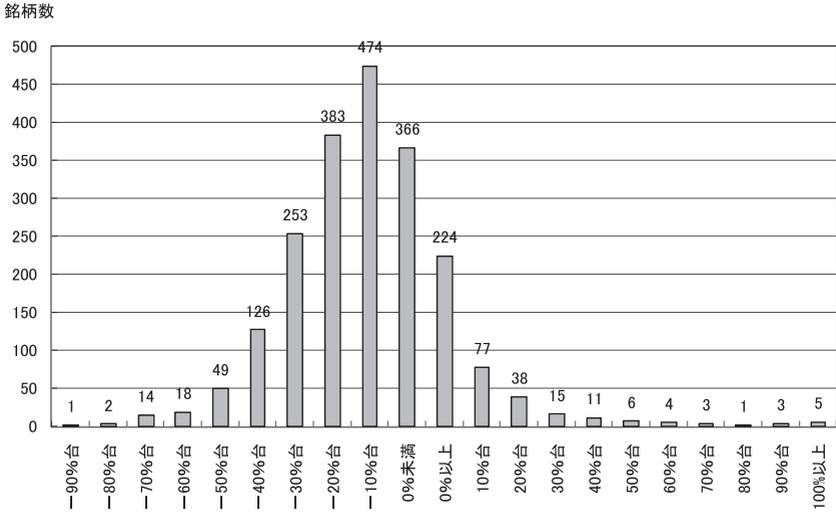
注 (2) を参照

い。

東証第二部では、「水産・農林業」（二九・四％）と「精密機器」（〇・八％）以外の業種でマインナスの年間収益率となった（鉱業は該当なし<sup>(3)</sup>）。ただし、「水産・農林業」に該当するのは「雪国まいたけ」一銘柄のみである。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、二〇〇九年の市場年間収益率であるマイナス一・七％を上回ったのは「水産・農林業」を筆頭に一三業種あった。逆に七業種が市場年間収益率を一〇％以上下回っている。

個別銘柄別にみると、東証第一部と第二部を合わせた二、〇七三銘柄（上場廃止銘柄、上場一年未満銘柄を除く）のうち、一、六八六銘柄の年間収益率がマイナスであった（図表7）。逆に年間収益率が一〇〇％以上となったのは五銘柄で、〇八年の二銘柄から増加した。二〇〇九年の収益率

図表7 年間収益率分布(東証第一部・第二部合計)

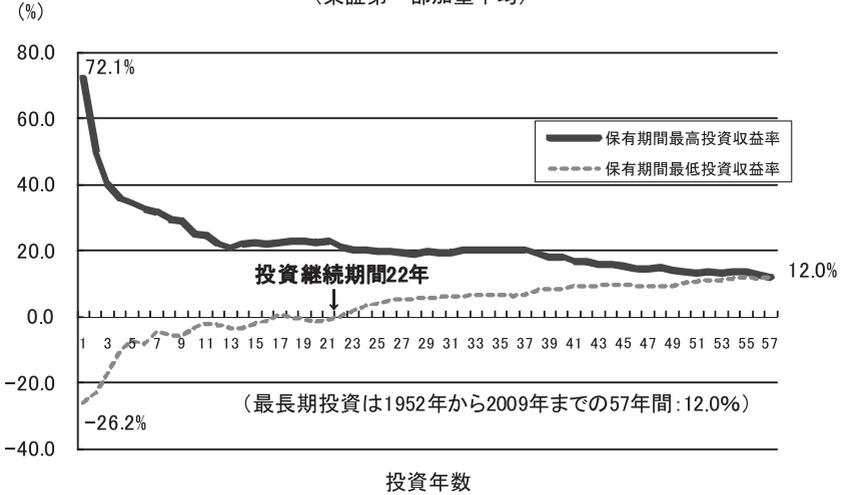


の階層で最も該当する銘柄が多かったのはマイナス一〇％台であり、東証第一部と東証第二部を合計して四七四銘柄が該当した。

#### 四、長期継続投資は有効か？

これまで、一般的な家計に代表されるような、銘柄選別に関する専門技能が低い投資家に株式投資を促す場合、十分にリスク分散されたポートフォリオへの継続的な長期投資を前提としてきた。当研究所の株式投資収益率結果報告でもこのような投資の優位性を検証してきた。しかしながら九〇年代のバブル経済の崩壊にともなう長期の経済低迷と、近年の米サブプライム・ローン問題に端を発した世界的な経済の混乱を経験して、長期投資の優位性を実感することが困難になりつつあることは事実であろう。ここで再度、長期投資

図表8 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)



の収益率を確認してみよう。

東証第一部上場銘柄をもちいて加重平均に従ったポートフォリオを作成し、バブル経済のピークであった八九年に当該ポートフォリオへの投資を開始して二〇〇九年まで(二〇年間)投資を続けた場合、年間収益率は平均でマイナス一・七%に過ぎない(図表8)<sup>(4)</sup>。確かに、この投資期間には、経済低迷期や〇八年(マイナス二六・二%)や二〇〇九年の大幅な株価下落が含まれていることは考慮すべきであるが、マイナスの投資収益率をもって長期継続投資の優位性を語ることの適切性には疑問が残る。それでは、より長期の投資期間を想定してみよう。例えば七九年から二〇〇九年までの三〇年間の投資期間とすれば、年間収益率は平均で五・八%となる。この三〇年間の投資期間は、若年勤労世代による退職後生活への備えなどに該当しよう。少なくとも現時点で過去を

振り返るにあたり、かなり長期にわたって継続的に投資を行う場合においてのみ、長期継続投資の優位性は見出せると言える。問題は、将来の長期継続投資の効果である。この効果を見いだす基礎的な条件が、わが国経済の安定的な成長であることは言うまでもない。近年において、日本国内に限定した株式への長期継続投資の優位性は低下傾向にある。

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、バブル経済のピークである八九年から二〇〇九年までの投資期間（二〇年間）とした場合、年間収益率は平均で二・〇％とプラスを維持している。<sup>(5)</sup> 投資期間を七九年から二〇〇九年までの三〇年間とした場合、平均で七・三％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。<sup>(6)</sup>

すでに第三節で、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の効果について報告する。東証第一部に関しては、八九年から二〇〇九年までの投資期間において、二八業種中五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・七％）を上回っているのは、「精密機器」の三・六％を筆頭に一〇業種あった。最も収益率が低かったのは「空運業」のマイナス八・六％である。更に、投資期間を三〇年間（七九年から二〇〇九年）まで延ばした場合、全ての業種でプラスの収益率となっている。同期間で最も平均年間収益率が高くなったのは「精密機器」の七・四％であり、「その他製品」（七・二％）が続いた。逆に平均年間収益率が一％に満たなかったのは「鉱業」（〇・一％）と「空運業」（〇・五％）の二業種である。第一部市場全体の平均年間収益率（五・八％）を

上回ったのは八業種あった。このように産業別で見えた場合、長期投資で相当の差が生じていることが解る。

東証第二部では、八九年から二〇〇九年までの投資期間において、「非鉄金属」の五・三％を筆頭に六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>(7)</sup>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解る。

## 五、平均配当利回りと自社株の

### 消却（株主への還元）

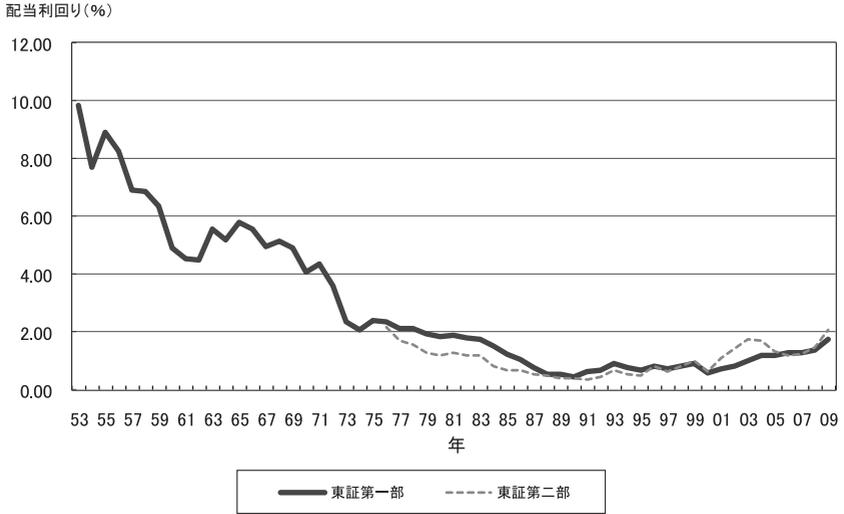
株主への還元として配当利回りを見てみよう。

東証第一部上場銘柄の平均配当利回りは一・七五％となり（〇八年は一・三九％）、九〇年以降の

上昇傾向を維持した（図表9）。しかしながら、配当利回りの算出が可能な一、六七一銘柄中で一〇三銘柄が無配であるなど、〇八年に引き続き企業業績の悪化を反映して無配や減配となる銘柄が目立つ。二〇〇九年の配当利回りは、株価下落による相対的な増加と言えよう。

東証第二部上場銘柄の平均配当利回りは〇八年の一・四七％から二・〇八％へと増加した。無配銘柄は全四四二銘柄中に五七銘柄あった。ちなみに、二〇〇九年の預金金利（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・二一九％から〇・四〇八％、五年以上六年未満で〇・六二％から一・〇四九％、一〇年物で〇・九三三％から一・三九九％（共に一千万円以上）、国債指標銘柄利回りは一・一九四％（二月）から一・五二八％（六月）の間で推移している。

図表9 平均配当利回りの推移



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」の三・〇六〇%を筆頭に計六産業で配当利回りが二%を上回った。逆に、「空運業」(〇・四〇三%)と「鉱業」(〇・七三四%)の配当利回りが一%未満であった。同様に東証第二部では、「繊維製品」の三・三三二%を筆頭に、計一四業種で配当利回りが二%を上回っており、「空運業」(〇・七四四%)と「金融・保険業」(〇・八八三%)の二業種で一%を下回った。<sup>(3)</sup>

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10、図表11)。第一部では「アイ・ティ・シーネットワーク」(五・七四二%)が最も高く、一四銘柄で配当利回りが五%を超えた。第二部では「グランディハウス」(八・四二一%)が最も高く、以下「東海リース」(六・二二〇%)、「北越メタル」(五・二五六%)と続く。

図表10 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	アイ・ティー・シーネットワーク	5.742	0.5
2	ダイドーリミテッド	5.661	-39.7
3	テー・オー・ダブリュー	5.613	3.9
4	フジ住宅	5.537	8.8
5	ダイコク電機	5.404	40.8
6	朝日ネット	5.378	9.7
7	平 和	5.256	5.6
8	ユニダックス	5.242	-6.0
9	京都きもの友禅	5.196	3.3
10	三 共 生 興	5.175	-8.3
11	太陽インキ製造	5.146	0.9
12	兼松エレクトロニクス	5.130	5.9
13	ハードオフコーポレーション	5.028	16.7
14	エックスネット	5.003	25.7
15	ティーガイア	4.961	27.9
16	ビー・ピーカストロール	4.926	9.7
17	インターニックス	4.898	-13.9
18	ナ ッ ク	4.722	9.2
19	日本駐車場開発	4.709	5.8
20	ア ド ヴ ァ ン	4.708	-12.1

図表11 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	グランディハウス	8.421	52.1
2	東 海 リ ー ス	6.220	-8.3
3	北 越 メ タ ル	5.256	8.5
4	蔵 王 産 業	5.247	-13.5
5	E・Jホールディングス	5.081	-28.4
6	内外トランスライン	5.042	46.6
7	日本上下水道設計	5.004	12.8
8	堀 田 丸 正	4.995	-5.9
9	IHI 運搬機械	4.928	-6.9
10	コ ン テ ッ ク	4.922	-23.4
11	ミロク情報サービス	4.826	-12.8
12	アグロ カネシヨウ	4.816	15.8
13	ビケンテクノ	4.723	-3.0
14	アイ・エス・ビー	4.513	-0.8
15	コンドーテック	4.433	3.3
16	日本食品化工	4.428	102.7
17	旭情報サービス	4.423	-8.6
18	A S T I	4.346	-21.2
19	ヒ ラ キ	4.311	-10.2
20	ソ ト ー	4.303	0.4

た。

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。本稿では、自社株の償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。二〇〇九年中に自社株の消却（端数株の消却は除く）を行った銘柄は、東証第一部が七三銘柄、第二部が六銘柄、合わせて七九銘柄あった。自社株の消却の推移を見ると、〇六年が合計で六一銘柄（うち第一部は五九銘柄）、〇七年は合計で六七銘柄（うち第一部は六五銘柄）、〇八年は合計で一三七銘柄（うち第一部は一二七銘柄）であった。〇八年の活発な自己株式の消却件数より減少したものの、二〇〇九年も引き続き、発行体の自社株消却は高い水準で推移していると言えよう。

## 六、まとめにかえて

世界的な金融の混乱がもたらした実態経済の後退は、〇八年末を底にして、二〇〇九年春頃より弱いながらも回復の途に見えたように見えた。しかしながら、本稿執筆時である二〇一〇年六月においても、ギリシャやスペインに代表されるEU加盟国の財政赤字が改めて問題視されるなど、世界経済が本格的な回復軌道に乗るかについては予断を許さない。一九二九年一〇月のウォール街株価暴落に端を発した金融の混乱が、一時の小康期間を経て、一九三二年五月のクレジット・アンシユタルト銀行（オーストリア）の破綻をきっかけに世界恐慌へと繋がったことを忘れてはならない。

その一方で、拙速な規制強化によって金融危機

の再発防止をはかることは避けるべきである。今回の混乱をもってしても、市場を活用する資本主義は決して否定されるものではない。市場が持つ資源分配の機能を尊重しながら、すべての市場参加者から信頼される市場とは何かについて、慎重かつ思慮深い議論が求められているのではない。欧米の一部に見られるような、あまりに政治臭が漂うような規制案や短絡な市場行為の禁止には警戒すべきであろう。自由取引を殺してはならない。

(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、新定義で週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) 単純平均に従って投資を行った場合、八九年から二〇〇九年までの投資は毎年マイナス四・二％である。

(5) 東証第二部に関しても、八九年から二〇〇九年までの単純平均での投資は、年間投資収益率は平均でマイナス三・四％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、二〇〇九年までの投資は二〇〇〇年以降のどの年に開始しても年間投資収益率はマイナスとなっている。最長の投資期間は二〇〇〇年から二〇〇九年までの九年間であるが、この投資期間の平均年間収益率は加重平均でマイナス六・五％、単純平均でマイナス一四・五％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。

（わかぞの ちあき・当研究所主任研究員）