

普通株の投資収益率の実績について

木村 増三

目次

- 一 はじめに
 - 二 対象期間と対象銘柄数
 - 三 各年次における東証第一部全体の投資収益率
 - 四 各年次における東証第一部の銘柄別投資収益率の分布
 - 五 全年次対象銘柄の投資収益率
 - 六 若干の銘柄の特性線
- 一 はじめに

本稿の目的は、日本証券経済研究所『株式投資収益率——一九五二—一九七二年・東証第一部全銘柄』（昭和四八年七月発行）に示された東京証券取引所の市場第一部銘柄の普通株に関する投資収益率の計算結果を材料にして、若干の普通株の投資収益率の実績について

の概観的考察を試みることにある。以下においては、便宜上、右の書物を「証研資料」と呼ぶことにする。

証研資料に示されている投資収益率は、配当と値上り益（または値下り損）との双方を考慮に入れた収益率であつて、わが国でしばしば総合利回りと呼ばれているものに相当し、かつ税金と売買手数料をいっさい度外視した投資収益率である。その計算方法に関する詳細な説明は同資料に讀むことにするが、要点は以下のとおりである。

そこで計算されている投資収益率は、四種類に分けることができる。第一の種類は、各銘柄の年次投資収益率とでも名付けるのが適當なものである。これは、一銘柄をある暦年のある日に購入した場合に一年後の時点で実現される投資収益率はそれぞれの購入日によって異なりうるのであるが、それらの平均値を求める意図のもとに、ある暦年 t における修正株価の年間平均値（具体的には一～二月の各月末修正株価の平均値） V_t と次の暦年における修正株価の年間平均値 V_{t+1} とから、次式により算出されるものである。ここで年次投資収益率を r_t で表わすことにすれば、

$$r_t = V_{t+1}/V_t - 1$$

各銘柄の修正株価は、一時点の株価に同時点の修正倍率を乗じて求められる。この修正倍率は、はじめ一株を購入することから出発して、現金配当があればその銘柄に再投資し、株式配当や新株無償交付があればそれにより受領した株式を継続し、新株の有償割当があれば新株引受権を売却して旧株式の買い増しをする、という方針で運用しているとするれば、各時点で何株を持っていることになるかという、その持ち株数に等しい。もちろん、一株の額面金額の変更や会社の合併などの場合にも、修正倍率に所要の調整が加えられる。

第二の種類は、各銘柄の通算投資収益率とでも名付けるのが適當なものである。これは、一銘柄をある暦年のある

日に購入した場合に二年後（または三年後、四年後、等々）の時点で実現される投資収益率の年率換算値（ただし複利により計算したもの）を求める意図のもとに、次式により算出されるものである。一銘柄のある暦年 t における修正株価の年間平均値を V_t 、その n 年後（ $n=2, 3, 4, \dots$ ）に当る暦年のそれを V_{t+n} 、 t 年を起点とする n 年間通算投資収益率を $r_{i,n}$ で表わせば、

$$r_{i,n} = \sqrt[n]{V_{t+n}/V_t} - 1$$

各銘柄の通算投資収益率はまた、当該銘柄の年次投資収益率の数値を利用して次式により計算することもできる。

$$r_{i,n} = \sqrt[n]{(1+r_{i1})(1+r_{i2})\dots(1+r_{in})} - 1$$

つまり、各銘柄の通算投資収益率は、当該銘柄の年次投資収益率の一種の平均値に相当するわけである。

第三の種類は、東京証券取引所の市場第一部銘柄の普通株全体の（簡略に言えば東証第一部全体の）年次投資収益率であって、各銘柄の年次投資収益率の加重平均値として算出される。いま、 t 年から翌年にかけての東証第一部全体の年次投資収益率を R_t 、同時期における第 i 番目の銘柄の年次投資収益率を r_{it} 、それに付されるウェイトを w_{it} で表わすことにすれば、

$$R_t = \sum_i w_{it} r_{it}$$

である。各銘柄のウェイト w_{it} としては、 t 年の年末における各銘柄の時価総額（株価と上場株式数の積）の合計に対する当該銘柄の時価総額の割合が採用されている。

第四の種類は、東証第一部全体の通算投資収益率であって、 t 年を起点とする n 年間（ $n=2, 3, 4, \dots$ ）のそれを

普通株の投資収益率の実績について

$\bar{R}_{t,n}$ で表わせば、

$$\bar{R}_{t,n} = \sum_{i=1}^m w_{it} \bar{r}_{it,n}$$

により計算される。ここに、 $\bar{r}_{it,n}$ は第 i 番目の銘柄の t 年を起点とする n 年間通算投資収益率であり、 m は t 年の年末における第一部上場銘柄数である。つまり、ここでは t 年末の第一部上場各銘柄の通算収益率が、 t 年末のウェイト w_{it} により加重平均されるのであり、翌年 ($t+1$) 以降に上場されることになった銘柄を追加的に計算に組み入れることはしないのである。他方、翌年以降に上場廃止になった銘柄については、上場廃止の年の年始にこれを売却して、その代金で他の各銘柄を t 年末のウェイトに応じて買い増すという仮定にもとづいて処理している。

二 対象期間と対象銘柄数

証研資料における計算対象期間は、昭和二七年一月から昭和四七年八月までである。そこには、収益率計算の最小単位期間として、時の順に「昭和二七—二八年」・「昭和二八—二九年」・「昭和二九—三〇年」・(中略)・「昭和四五—四六年」という一九の年次が含まれ、ほかに「昭和四六年—昭和四七年八月」という一つの、いつてみれば不完全な年次が含まれている。後者については、昭和四七年一—八月の各月末修正株価の平均値を用いて収益率を計算するほかはないわけで、証研資料ではそうしている。本稿では、このような不完全な年次を除外して、考察の対象期間を昭和四六年末までに限定することにした。

証研資料において投資収益率が計算されている対象銘柄数は、九八一である。これは、昭和二七年一月から昭和四

七年八月までの間に東証第一部上場銘柄となった経歴を持つ全銘柄のうちから、その間における上場期間が一年未満のもの（ただし、発行会社が他の第一部上場会社に合併されたものを除く）ならびに清算中の会社の株式を除外した、残りの全部である。

本稿では、この九八一銘柄のうちから、昭和四六年―四七年八月の収益率のみが計算されている四〇銘柄と、昭和七年中に発行会社が他の第一部上場会社に合併された二銘柄と、昭和三六年の途中に新たに第一部上場銘柄となつたのち同年中に発行会社が他の第一部上場会社に合併された一銘柄との、計四三銘柄を除外した、残りの九三八銘柄だけを考察の対象とする。この九三八銘柄は、次の四つのグループに分けることができる。

① 昭和二七―二八年から昭和四五―四六年までのすべての年次について収益率が計算されている四〇五銘柄。このうち三九九銘柄は全期間にわたり連続して第一部上場銘柄だったものである。残りの六銘柄は、昭和四六年一〇月に発行会社が他の第一部上場会社に合併されたもの二銘柄、昭和四六年の四月および一二月に上場不適格事由で上場廃止となったもの二銘柄、昭和二九年九月に発行会社が非上場会社に合併されるため上場廃止となったが、その非上場会社の株式が同年一二月に第一部に上場されたもの一銘柄、昭和三九年五月に第二部に指定替えとなり、翌四〇年八月に第一部に復帰したものの一銘柄である。

② 昭和二七―二八年から昭和四五―四六年までの間において、中間の数年次を除いた各年次について収益率が計算された三銘柄。うち二銘柄は、中間において、しばらく市場第二部銘柄となつたのち第一部銘柄に復帰したものの、他の一銘柄は、中間において、上場不適格事由により上場廃止となつてから数年後に第一部に再上場されたもので

ある。

③ 昭和二七—二八年から昭和四五—四六年までの間において、最後の年次についてのみ収益率が計算され、または中間のある年次から始まって引き続き最後の年次に至る各年次について収益率が計算されている三二七銘柄と、昭和二八—二九年から始まって、中間二年次を除き最後の年次に至る各年次について収益率が計算されている一銘柄との、合計三二八銘柄。後者の一銘柄における二年次分の中断は、値幅制限の強化のための売買取引停止によるものである。前者の三二七銘柄のうち、昭和四六年末において第一部銘柄の地位を保持していたものは三二五銘柄であった。残りの二銘柄は、昭和四六年の途中に発行会社が他の第一部上場会社に合併されたもの一銘柄と、昭和四六年の途中に上場不適格事由により上場廃止となったもの一銘柄である。

④ 昭和二七—二八年から昭和四五—四六年までの間において、最初の年次についてのみ収益率が計算され、または最初の年次から始まって引続き中間のある年次に至るまでの各年次についてだけ収益率が計算されている一六五銘柄と、中間の一つ以上の年次についてだけ収益率が計算されている三七銘柄との、合計二〇二銘柄。これは、さらに以下の三群に細分される。(i)昭和四五年末以前のある時期に発行会社が他の第一部上場会社に合併されたもの六銘柄(営業譲渡の形をとったもの一銘柄を含む)と、発行会社が昭和二八年三月に非上場会社に合併されるため上場廃止となったが、その非上場会社の株式が同年五月に第一部に上場されたもの二銘柄との、合計六八銘柄。(ii)昭和四五年末以前のある時期に市場第二部銘柄に指定替えとなり、昭和四六年末までに第一部銘柄に復帰しなかったもの八二銘柄と、昭和四六年二月に第一部銘柄に復帰した一銘柄との、合計八三銘柄。前者の八二銘柄について、第

二部銘柄になった以後、昭和四六年末までの経過をみると、昭和四五年に第一部上場会社に合併されたもの三銘柄、昭和四六年末まで市場第二部銘柄の地位を持続したものの七二銘柄、昭和四一年に他の第二部上場会社に合併されたもの一銘柄、昭和四五年末以前のある時期に上場不適格事由等（非上場会社への被合併、および証研資料に事由が記載されていない場合を含む）により上場廃止となったもの六銘柄である。(ハ)昭和四五年末以前のある時期に上場不適格事由等により上場廃止となり、以後昭和四六年末までの間に東証市場と全くかわりを持たなかった五一銘柄。

以上を概括すれば、対象銘柄九三八のうち、証研資料における銘柄別の収益率計算上、一九の年次のすべてに登場した銘柄が四〇五、最初の年次から登場したが、一時中断し、その後は最後の年次まで登場し続けた銘柄が三、二番目の年次以降のどれかの年次に新登場し、最後の年次に登場した銘柄が三二八（うち中断期を持つものは一つだけ）であり、残る二〇二銘柄は、最初の年次から登場または中間の年次から新登場したが、最後の年次にはすでに姿を消してしまっていた、ということになる。もっとも、姿を消してしまつた二〇二銘柄のうち、一銘柄は昭和四六年に第一部銘柄に復帰したもの（昭和四五―四六年についての収益率は計算不能）であり、七一銘柄は、会社合併のために上場廃止となったが、実質上は合併後に別の第一部上場銘柄に姿を変えて第一部市場に再登場したものと考えることができるであろう。この七一銘柄の場合にはいづれも、再登場後の銘柄が昭和四六年末まで第一部上場銘柄の地位を持続している。なお、当初の昭和二七―二八年について収益率が計算されている銘柄数は、①の四〇五と、②の三と、④のうちの二一六五との、合計五七三銘柄であり、他方、最後の昭和四五―四六年について収益率が計算されている銘柄数は、①の四〇五と、②の三と、③の三二八との、合計七三六銘柄である。

さて、以上のような九三八銘柄について証研資料に掲げられている昭和二七—二八年から昭和四五—四六年に至る各年次についての収益率の数値が本稿での考察対象になるわけであるが、これらの数値の大部分は先に定義したとあの年次投資収益率であるけれども、一部分はそうでない。証研資料では、ある暦年の途中に東証第一部銘柄から除かれたり、ある暦年の途中に売買取引停止またはその解除があったり、ある暦年の途中に新規に第一部銘柄になったり、またはある暦年の途中に第一部銘柄に復帰した場合には、次のように処理している。(イ)発行会社が他の第一部上場会社に合併されるため上場廃止になり、同年中に別の第一部銘柄に姿を変えて再登場した場合と、発行会社が非上場会社に合併されるため上場廃止になり、合併後のその非上場会社の株式が同年中に東証第一部に上場されたケースのうち、実質的に同一銘柄の再登場とみなしうる場合とについては、当該暦年における上場廃止前の各月末修正株価と、それをいわば延長したものととして計算された合併後の銘柄の各月末修正株価（具体的にいえば、前者の場合には存続会社の合併新株およびそれが旧株と併合された以後の当該銘柄の各月末修正株価、後者の場合には合併後に上場された銘柄の各月末修正株価）とを平均した数値を、同一銘柄の修正株価年間平均値とみなすことによって、当該暦年を含む年次についての収益率を算出している。(ロ)その他の場合については、計算可能な限りでの当該暦年中の各月末修正株価の平均値を年間平均値とみなすことによって、当該暦年を含む年次についての収益率を算出している。

これらの場合において算出された、いってみれば「みなし」年次収益率の数値の中には、修正株価の「みなし」年間平均値が、一二月の月末修正株価の平均値である場合（一月の第二取引日以降、一月の最終取引日までに、新規に第一部銘柄になったり、第一部銘柄に復帰したり、売買取引停止が解除されたりしたような場合）もあれば、一二月分の平均値

から二カ月分の平均値までのどれかである場合もあり、ただ一カ月の月末修正株価そのものである場合も含まれている。これらの「みなし」年次収益率の数値のすべてを定義どおりの年次収益率の数値といっしょにして考察することには、疑問の余地が残るであろう。しかし、「みなし」年次収益率が計算されている件数は五九六であり、定義どおりの年次収益率が計算されている件数は一一、五一七であって、前者は総件数一二、一一三のうちの四・九％にすぎない。そこで本稿では、前者と後者とを差別せずに考察の対象とすることにしたい。

三 各年次における東証第一部全体の投資収益率

証研資料に示されている、各年次についての東証第一部全体の投資収益率の数値は、表1（論文末尾参照）の第一列に掲げたとおりである。ただし、第一列の下部四行は、証研資料の年次数値をもとに筆者が次式により計算した全年次の平均値（例：27—46年）、最初の九年次分の平均値（I. 27—36年）、中間の四年次分の平均値（II. 36—40年）および最後の六年次分の平均値（III. 40—46年）である。

$$\sqrt[n]{(1+R_1)(1+R_2)\cdots(1+R_n)} - 1$$

ただし、 n は対象となる年次の数、 R_1 はそのうちの最初の年次の数値、 R_2 は二番目の年次の数値、 R_n は最後の年次の数値である。

表1の第一列を見ると、各年次についての収益率が波を描いてかなりはげしい変動をしていることがわかる。最高は最初の二七—二八年の五八％、最低は次の二八—二九年のマイナス七％で、全年次平均値は一七・二％である。収

益率がマイナスになった年次が三つ、プラスでも一〇%に満たなかった年次が三つある。

全期間を通観すると、これを様相の異なる二、三の期間に区分できそうなので、試みに、七月中に株価がピークを打って株価動向の大転換が起こった昭和三六年と、それ以降の株価不振に七月中に終止符を打った昭和四〇年とを区切りの年として、全期間を最初の九年次と中間の四年次と最後の六年次との三つ（以下、それぞれ第Ⅰ期・第Ⅱ期・第Ⅲ期と呼ぶ）に分けて観察すると、第Ⅰ期は変動範囲が五八%～マイナス七%で、平均が二六・五%であり、第Ⅱ期は変動範囲が一八・七%～マイナス五・七%で、平均が四・二%であり、第Ⅲ期は変動範囲が二一・六%～五・三%と最も狭く、平均が一三・一%と中間で、第Ⅰ期の約半分である。

このような年次ごとの投資収益率のかなりはげしい変動は、主として株価変動にもとづくものである。この点を傍証するために、表Ⅰの第二列に、東証の作成にかかる第一部全体を対象とする株価指数の各暦年中の年間平均値（具体的には二個の月中平均値の平均値、ただし昭和二四年については五月から二月までの月中平均値の平均値）をもとに筆者が計算した各年次ごとの株価指数変化率を掲げてある。この株価指数は、時価総額指数の方式（この方式では、各銘柄の株価は上場株数に比例したウェイトを付与されて計算に組み込まれる）によるものであって、日々数値として計算され、その日その日現在の第一部銘柄の全体が当日のウェイトをもって計算の対象となるため、暦年の途中でしばしば対象銘柄の加除とウェイトの変更が行なわれ、また、ある暦年と次の暦年との間では、そのどちらかの年のみ対象となる銘柄が相当数ありうるし、共通の銘柄でもウェイトの相違がありうることになる。ところが、証研資料における年次ごとの収益率の計算では、既述のように、前の暦年の年末現在の第一部銘柄が当該年末現在のウェイトをもって計

算の対象とされるのであるから、その数値は上記の株価指数変化率の数値と完全に照応する関係にはない。しかし、株価指数変化率の数値（ X で表わす）に対する証研資料の収益率数値（ Y で表わす）の直線回帰式を計算してみると、

$$Y = 6.48 + 0.95X$$

であって、決定係数は 0.938 と相当高い。これに対し、表1の第三列に〔参考〕として掲げた、東証旧ダウ平均——東証第一部銘柄中の二二五銘柄（ときどき銘柄の加除が行なわれる）を対象とするダウ式修正株価平均で、昭和二四年五月一六日（東証の取引開始日）を起点とするもの——の各暦年における年間平均値（具体的には一二個の月中平均値の平均値、ただし昭和二四年については五月から二月までの月中平均値の平均値）をもとに筆者が計算した各年次ごとの東証旧ダウ平均の変化率の数値を Z で表わすことにすれば、この Z に対する証研資料の収益率数値（ Y ）の直線回帰式は、

$$Y = 6.99 + 0.80Z$$

であり、決定係数は 0.833 であって、上述の株価指数変化率 X に対する Y の回帰分析の場合の決定係数よりもいくぶん低い。東証旧ダウ平均は二二五銘柄だけを対象としており、その各銘柄の株価に付与されるウェイトが均等であることを考えると、証研資料の収益率数値との間の照応関係が、前述の株価指数変化率の場合より弱いことは当然だと考えられる。

表1の第三列目には、証研資料の年次ごとの投資収益率と前述の株価指数変化率との差〔 $A-B$ 〕を掲げてある。この差は、双方の照応関係がもし完全であったとしても生じたであろう差（配当金およびその再投資による購入株式の購

入以後年末までの価格変動損益にもとづく差——簡単にいえば、配当金に起因する差)と、照応関係の不完全さに起因する差との、両者の総合的結果であると考えてよいであろう。前者の差(配当金に起因する差)は、対象銘柄中に有配銘柄が含まれる限りプラスとなるはずだから、表1第三列における二つのマイナス数値は、後者の差がマイナスであって、前者の配当金に起因する差(プラス)より絶対値が大であった場合だと考えられる。第三列のプラスの数値については、配当金に起因する差との関係について一般的なことは言えない。しかし、表1別表(論文末尾参照)の数字を検討してみると、配当金に起因する差の変動範囲はほぼ一三%前後から四%までの範囲内におさまりそうに思われる。

表1別表では、まず表1の第三列「A—B」の数値、すなわち、各年次ごとの証研資料の投資収益率と東証第一部株価指数の変化率との差を再掲し、次に東証の計算にかかる第一部全体の月別の加重平均利回り(昭和四一年までは各月の第一週末現在、昭和四二年以降は各月末現在について計算されている)の各暦年における年間平均値を掲げた。この加重平均利回りは、当該時点における第一部全体の時価総額を分母とし、各社ごとに最も近い過去に確定された一株当り配当(半年決算の場合には年額に換算し、新株の配当は旧株と同額とみなす)に上場株数を乗じて算出された配当総額の合計額を分子として、計算されている。これは、いわゆる前期配当利回りに属するが、ここで使用するのに最も適した当期配当利回りの加重平均値が得られないために、それに近い数値としてこれを利用することにしたのである。しかし、この加重平均利回りの数値も昭和三五年以降についてしか計算されていないので、さらに次の列に、東証の計算にかかる第一部全体の月別の単純平均利回りの各暦年における年間平均値を掲げた。これも、いわゆる前期配当利回りに属し、各社ごとの最新確定決算における一株当り配当(半年決算の場合は年額に換算、一株の額面が五〇円でない場

合には額面五〇円当りに換算)の合計を会社数で除して算出した全社平均の一株当り配当を分子とし、全社の単純平均株価を分母として、計算されている。前に述べた配当金に起因する差というのは、配当金とその再投資による購入株式の購入以後年末までの価格変動損益にもとづく差であるから、その年の株価変動により影響されるわけで、その点の考慮から表1別表では、さらに表1の第二列の株価指数変化率の数值を再掲した。

表1別表の加重平均利回りと単純平均利回りとを昭和三五年以降について比較してみると、前者のほうが常にいくらか高い(最大の差は一・六二%、最小の差は〇・六%)が、前者の変動範囲は六・〇%と四・一九%(幅は一・八二%)、後者の変動範囲は五・一三%と三・三%(幅は一・八三%)であって、ほぼ似たような小幅波動をしている。この点から考えて、昭和二七年から三四年にかけての加重平均利回りの数值は、一〇%前後から始まって、小幅波動を伴いながら傾向的に低下し、昭和三四年には五%前後の水準になったものと推測して大過ないように思われる。また、多数銘柄の加重平均利回りの場合には、いわゆる前期利回りと当期利回りとの間的重要な差は生じそうもないから、概算のためには前者を後者に代用することも許されるであろう。他方、配当金の再投資による購入株式の購入以後年末までの価格変動損益率(当該配当金総額に対する比率)は、平均的に見れば完全な照応関係にある株価指数の年次変化率のほぼ五割であると考えられるが、ここでは不完全な照応関係にある株価指数の変化率を使用するので、その年次変化率の最大限七割から最小限三割までの幅で考えることにしよう。そうすると、配当金に起因する差は、昭和二七—二八年には一一・四%前後から一三・二%前後までのどこかに位置し、以後、小幅波動を伴いながら傾向的に低下し、昭和三六—三七年には四・一%前後と四・三%前後のどこかに位置し、その後上昇傾向をたどって昭和四〇—四

一年には六・三％前後、六・八％前後のどの辺かになり、それからまた低下傾向をたどって昭和四四―四五年には四・三％前後、四・四％前後、昭和四五―四六年には四・四％前後、四・六％前後になった、と推測して大過ないように思われる。

配当に起因する差についての以上の推測を容認することにすれば、その変動性は表1の「A-B」の変動性よりもいくぶん小さい、という結論が導かれる。前に述べた、東証の株価指数の変化率に対する証研資料の投資収益率の帰分析の結果とも考え合わせて、この投資収益率のかなりはげしい変動は、主として株価変動にもとづくものである、と考えてよいであろう。

ところで、L・フィッシャーとJ・H・ローリーの両氏は、一九二六―一九六五年の各年におけるニューヨーク証券取引所上場普通株全体について、異なる想定にもとづく一二種類の投資収益率（それぞれの種類ごとに年次収益率および通算収益率の双方を含む）と、異なる想定にもとづく六種類の時価変化率（配当を無視したもので、それぞれの種類ごとに年次変化率と通算変化率との双方を含む）とを計算している。（Lawrence Fisher and James H. Lorie, "Rates of Return on Investments in Common Stock: The Year-by-Year Record, 1926-65," *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3 (July 1968), pp. 291-316）

そのうち、前述の東証についての数値と比較するのに最も適した種類の投資収益率および時価変化率における年次数値を拾い出して、表2（論文末尾参照）に掲げた。その種類というのは、投資収益率の場合には、始めの時点で購入し（売買手数料を負担する）、受け取った配当金（配当課税なし）は当該銘柄に再投資し、終りの時点でポートフォリオ

を売却しない（キャピタル・ゲイン課税なし、売却の手数料負担なし）という想定にもとづくものであり、時価変化率（配当無視）の場合には、始めの時点で購入し（売買手数料を負担する）、終りの時点でポートフォリオを売却しない（キャピタル・ゲイン課税なし、売却の手数料負担なし）という想定にもとづくものである。以下、表2の年次投資収益率の数値をFLの年次投資収益率、同じく時価変化率をFLの年次時価変化率と呼ぶことにする。

前述の証研資料の年次投資収益率とFLの年次投資収益率との重要な相違点は、第一に、前者がある暦年中の各取引日に始まる一年間の投資収益率の平均値を求めようとして計算されたものであるのに対して、後者はある暦年の年末から翌年の年末までの一年間の投資収益率を計算したものであること、第二に、前者における各銘柄のウェイトは全銘柄の時価総額の合計における各銘柄の時価総額の割合であるのに対して、後者における各銘柄のウェイトは均等である（始めの時点において各会社の普通株の購入に等しい金額が投下されると想定している）ことである。したがって、証研資料の年次投資収益率とFLの年次投資収益率との間には完全な照応関係はない。他方、FLの年次時価変化率はFLの年次投資収益率と完全に照応するように計算されており、両者の差は上述の想定と計算方法のもとにおける配当金に起因する差（配当金とその再投資による購入株式の購入以後年末までの価格変動損益ともとづく差）にはかならない。表2には、この差の数値も掲げてある。

表2は、FLの年次投資収益率が四〇年間に波を描きつつ相当にはげしい変動をしていること、その変動は主として株価変動にもとづくものであることを示している。第三列〔A—D〕に掲げた投資収益率と時価変化率の差は、最も大きいときで八・六％、最も小さいときで二・四％であり、また時期別にみれば、一九二六年から一九四〇年まで

は二%台から四%台まで、以後一九五八年までは、一九四六年(三・七%)と一九五〇年(八・六%)を別にすれば、四%台から七%台まで、以後の七年間は、一九六二年(二・九%)を除いて三%台となっている。投資収益率の変動に対するその影響力は、時価変化率の影響力に比べて著しく小さいといつてよい。

この四〇年間を機械的に一〇年ごとに四つの期間に区切って、それぞれの一〇年間における投資収益率と時価変化率の平均値(表1の場合と同様の算式による)を計算し、さらに全期間におけるそれらの平均値を計算した結果を示すと、表2別表(論文末尾参照)のとおりである。この別表には、そのほかに各一〇年間における投資収益率および時価変化率の変動範囲も掲げた。この表の数字によれば、大恐慌を含む最初の一〇年間は、他の三期間と著しく異なった様相を示している。

四 各年次における東証第一部の銘柄別投資収益率の分布

表3(論文末尾参照)は、証研資料で各年次について投資収益率が計算されている銘柄数、そのうち投資収益率がプラスであった件数、それがプラス五〇%以上、同一〇〇%以上、同二〇〇%以上、および三〇〇%以上であった件数、また投資収益率がマイナスであった件数、それがマイナス三三・三%以下、マイナス五〇%以下、マイナス六六・七%以下、およびマイナス七五%以下であった件数、ならびに対象銘柄のうち投資収益率マイナスの件数が占めている割合を掲げ、さらに下部四行において、それらの全期間および第I期・第II期・第III期における合計件数と、それによるマイナス件数の割合を掲げたものである。なお参考のため、表1の第一部全体の収益率の数値を再掲してあ

る。

一九の年次のうち、収益率マイナスの件数の割合が最も小さかったのは昭和三〇―三一年であり、対象銘柄中の九六・八%がプラスの収益率を示した。これに次ぐものは昭和三三―三四年であって、対象銘柄中の九四・五%がプラスの収益率を示した。他方、収益率マイナスの件数の割合が最も大きかったのは昭和三八―三九年であって、対象銘柄中の二三%がプラスの収益率をあげるにとどまった。これに次ぐものは昭和二八―二九年であり、プラスの収益率をあげた銘柄は二六・五%にすぎなかった。投資収益率マイナスの件数が五割以上を占めたのは、この両年次を含めて四年次であった。第一部全体の収益率が高い年次ほど収益率マイナスの件数の割合が小さいという傾向は見られるものの、昭和三七―三八年のように、第一部全体の収益率がプラス一八・七%であるのに、収益率マイナスの件数が約四五%を占めた場合もある。また、昭和三九―四〇年のように、第一部全体の収益率がプラス七・二%であるのに、収益率マイナスの件数が約五五%を占めた例もある。

収益率プラスの件数のうち、特に高い数値を示した件数を見るために、五〇%以上・一〇〇%以上・二〇〇%以上および三〇〇%以上の件数を調べて、表3に掲げた。「五〇%以上」の件数の中には「一〇〇%以上」の件数も含まれており、「一〇〇%以上」等の件数についても同様である。したがって、たとえば昭和二七―二八年における五〇%以上一〇〇%未満の件数は一九三であり、一〇〇%以上二〇〇%未満の件数は八六である。

対象銘柄のうち収益率五〇%以上を示したものの割合が最も大きかったのは昭和三五―三六年(五一・二%)であり、これに次ぐのが昭和二七―二八年(四九・四%)である。また収益率一〇〇%以上を示した件数の割合について

も、昭和三五—三六年（二〇・七％）が最大であり、昭和二七—二八年（一五・七％）がこれに次いでいる。ところが、第一部全体の収益率は昭和二七—二八年が五八％であるのに対して、昭和三五—三六年のそれは二一・九％と格段に低い。推測するに、その主たる原因は、五〇％以上および一〇〇％以上の収益率を示した銘柄のウェイトの合計が、昭和三五—三六年には昭和二七—二八年に比べて著しく低かったことにあるのではなからうか。

表3ではまた、収益率マイナスの件数のうち、特に低い数値（特に大きい絶対値）を示した件数を見るために、マイナス三三・三％以下（絶対値三三・三％以上）・マイナス五〇％以下・マイナス六六・七％以下およびマイナス七五％以下の件数を計算したものを掲げてある。この区切りは、プラスの収益率の五〇％以上・一〇〇％以上・二〇〇％以上・三〇〇％以上という区切りにちよūd対応するものである。その対応関係は、たとえば、ある年次にプラス五〇％の収益率をあげて投資財産が一・五倍になったのち、翌年次の収益率がマイナス三三・三％だったとすれば、財産はもとどおり（通算収益率がゼロ）という結果になり、ある年次にプラス三〇〇％の収益率をあげて財産が四倍になったのち、翌年次の収益率がマイナス七五％だったとすれば、財産はもとどおり（通算収益率がゼロ）という結果になる、等々の対応関係である。

対象銘柄のうち収益率マイナス三三・三％以下を示したものの割合が最も大きかったのは昭和三六—三七年（二四・九％）であり、これに次ぐのが昭和二八—二九年（二二・九％）である。また収益率、マイナス五〇％以下を示した件数の割合が最も大きかったのは昭和二八—二九年（六・八％）であり、これに次ぐのが昭和三六—三七年（四・五％）である。この両年次はいずれも、第一部全体の収益率がマイナスとなった年次である。

年次ごとの状況は表3の上部一九行に示され、また以上に補足説明を加えたとおりであるが、全期間およびそれを三つに区分した各期間の合計件数について見ると、表3の下部四行に示したとおりであって、収益率マイナスの件数が占める割合は全期間でほぼ三分の一であり、期間別では第Ⅰ期と第Ⅲ期が四分の一内外であるのに第Ⅱ期は六割近い数値となっている。収益率がプラス五〇%以上である件数の割合は、全期間が一八・五%、第Ⅰ期が最高の二九%、第Ⅱ期が最低の五・五%、第Ⅲ期が一三・四%（第Ⅰ期の半分弱）となっている。そして、収益率が五〇%以上を示した件数の全期間合計のうち七割近くが第Ⅰ期に集中している。収益率一〇〇%以上の件数が占める割合については、全期間が五%、第Ⅰ期が最高の八・八%、第Ⅱ期が最低の〇・六%、第Ⅲ期が二・九%（第Ⅰ期の約三分の一程度）となつてゐる。そして、収益率が一〇〇%以上を示した件数の全期間合計のうち八割近くが第Ⅰ期に集中している。

他方、収益率マイナス三三・三%以下の件数が占める割合は、全期間が四・八%、第Ⅰ期が三・四%、第Ⅱ期が最高の一二・五%、第Ⅲ期が最低の一・五%となっている。そして、収益率がマイナス三三・三%以下を示した件数の全期間合計のうち六割近くが第Ⅱ期に集中している。収益率マイナス五〇%以下の件数が占める割合については、全期間が〇・七五%、第Ⅰ期が〇・七七%、第Ⅱ期が最高の一・六七%、第Ⅲ期が最低の〇・一二%となっている。そして、収益率がマイナス五〇%以下を示した件数の全期間合計のうち五割弱を第Ⅱ期が、四割五分を第Ⅰ期が占めてゐる。

なお、表3には示さなかつたが、プラス三〇〇%以上の収益率を示した一一件のうち、最高の収益率は四〇八・一%であり、第二位から第五位までが、三八九・八%、三四九・五%、三四四・四%、および三三五・六%であった。

他方、マイナス七五%以下の収益率を示した三件は、マイナス八四・九%（これはプラス五六二・三%に対応する）、マイナス八〇・五%（プラス四二二・八%に対応する）、および七九・二%（プラス三八〇・八%に対応する）であった。

ところで、ある投資者がある銘柄についてプラスの投資収益率をあげた場合でも、その年当り収益率がある数値を下回るならば、満足しないであろう。どのくらいの数値をもって最低の満足水準とするかは、人により、また時期によって異なりうることはいうまでもないが、ここではその点の検討に立ち入ることは避けて、本稿の目的である概観的考察にとっていくぶんでも有用であればよいという観点から、大まかに、年当り投資収益率一〇%という数値が対象期間中のすべての時期とすべての投資者を通ずる平均的な最低満足水準であるという一応の仮定のもとに、銘柄別投資収益率の分布についてさらに考察を加えてみることにしたい。表4（論文末尾参照）は、表3における対象銘柄数と投資収益率マイナスの件数、ならびに〔参考〕の第一部全体の収益率の数字を再掲したうえに、投資収益率プラスの件数を、プラスで五%未満の件数と、プラス五%以上一〇%未満の件数と、プラス一〇%以上の件数とに分割した結果を掲げ、さらに、収益率マイナスの件数とプラスで一〇%未満の件数との合計（前述の仮定によれば不満足とされる収益率を示した件数）およびそれが占める割合を示したものである。各年次について見ると、対象銘柄のうち前述の仮定によれば不満足とされる収益率を示したものの割合は、昭和三八―三九年の九〇・五%が最大で、昭和二八―二九年の八五・八%がこれに次ぎ、さらに昭和三九―四〇年と昭和三六―三七年が七割台である。これに対し、右の割合が最小であったのは昭和三〇―三一年（九・五%）であり、次いで昭和三三―三四年と昭和三五―三六年が一割台、昭和二七―二八年が約二割、昭和四〇―四一年と昭和三四―三五年が二割五分強となっている。全期間の合計件数に

ついでみると、この割合は四六・五%であつて、かなり高い。期間別では、この割合は第Ⅱ期が最高であつて、七三%の多きにのぼり、最低の第Ⅰ期でも三分の一強であり、第Ⅲ期には全期間の場合に近い四四・五%となっている。なお、収益率がプラス一〇%以上であつた件数の全期間合計のうち、収益率五〇%以上であつた場合が占める割合は、表3の数字を使って、三四・六%と計算される。

五 全年次対象銘柄の投資収益率

証研資料において昭和二七—二八年から昭和四五—四六年に至る一九の年次のすべてについて収益率が計算されている銘柄は、既述のように四〇五銘柄であり、これらを以下「全年次対象銘柄」と呼ぶことにする。全年次対象銘柄について年次収益率が計算されている件数は七、六九五であり、これは総件数一二、一一三に対し六三・五%に当たる。

表5（論文末尾参照）は、全年次対象銘柄について証研資料が掲げている全一九年次通算の投資収益率（以下「全期間収益率」と呼ぶ）の収益率階層別分布を示したものである。この全期間収益率は、一で述べたような算式による一九個の年次収益率の一種の平均値に相当するものである。

表5における全期間収益率の階層区分によると、全期間収益率一五%以上二〇%未満の階層に属する銘柄数が最も多く、これに次ぐのが一〇%以上一五%未満の階層であり、この両階層に属する銘柄数が全体の五割五分強を占める。三番目に銘柄数の多い全期間収益率二〇%—二五%未満の階層までも加えた三階層の銘柄数は、全体の四分の三近く

に達する。前述の仮定によれば不満足とされる全期間収益率にとどまった銘柄数は、全体の一六%弱である。表5の〔備考〕にも書いたように、四〇五銘柄の全期間収益率の単純算術平均は一六・六%である。これは、表1に示した東証第一部全体の各年次の投資収益率の全期間平均値一七・二%をわずかに下回る数値である。

表5が示すように、全年次対象銘柄のうち、全期間収益率がマイナスである階層およびプラスで五%未満である階層に属する銘柄の数は、合わせて二二である。以下、これを「全期間収益率低位銘柄」と総称する。他方、最高の階層——全期間収益率が三〇%以上である階層——に属する銘柄の数は一三であり、これに次ぐ階層——全期間収益率が二五%〜三〇%未満である階層——に属する銘柄の数は二九であつて、両者を合わせて四二銘柄である。この四二銘柄のうち、全期間収益率が二八%以上であるものがちょうど二二銘柄あるので、これを「全期間収益率高位銘柄」と総称することにする。

表6（論文末尾参照）は、全期間収益率高位銘柄のうち、最高位のものから順に第一一位までの銘柄と、年次収益率の推移において他の諸銘柄とはやや異なる特徴を示した一銘柄（第一九位の銘柄）とを拾い出して、各年次ごとの収益率、全期間収益率および第I期・第II期・第III期それぞれの通算収益率（全期間収益率の場合と同様の意味における）の平均値に相当する）を掲げたものである。

また表7（論文末尾参照）は、全期間収益率低位銘柄のうち、最低位のものから順に低さで二一番目までの銘柄と、年次収益率の推移において他の諸銘柄とはやや異なる特徴を示した三銘柄中の一例（低さで一九番目の銘柄）とを拾い出して、表6の場合と同種の該当数値を掲げたものである。

既述のように全年次対象四〇五銘柄の全期間収益率の単純算術平均は一六・六％であるが、全期間収益率高位二二銘柄のそれを計算してみると三二・六％であり、他方、全期間収益率低位二二銘柄のそれを計算してみると一・九％である。また、表8（論文末尾参照）に示したように、全年次対象四〇五銘柄について、年次収益率がマイナスとなった回数別による分布を計算した結果（表8の第二列）を見ると、ゼロ回から一三回までにわたって分布し、五回〜七回の階層に約五四％が集中しており、一銘柄当りの平均回数は五・六回となっているが、そのうちの全期間収益率高位銘柄だけについてみると（表8の第三列）、二回から七回までの範囲内に分布し、一銘柄当り平均回数が四・一回となつてゐるのに対し、全期間収益率低位銘柄の場合には（表8の第四列）、六回から一三回までの範囲内に分布し、一回〜一三回の階層を独占しており、一銘柄当り平均回数は一〇回に近い数値を示している。

全期間収益率高位二二銘柄のうち、最高位銘柄は五一％という驚くべき高さの全期間収益率——この年率で投資財産が継続的に増殖されると、一〇年後には六一・六倍になる——を示しており、第二二位の銘柄でさえ全期間収益率は二八％——この年率で投資財産が継続的に増殖されると、一〇年後には一一・八倍になる——である。既述のように、この二二銘柄の全期間収益率の単純算術平均は三二・六％であるが、この年率で投資財産が継続的に増殖されると、一〇年後には一六・八倍になる。

ところで、この二二銘柄の年次収益率の推移を見ると、表6および表8から明らかのように、どの銘柄の場合にもはげしく変動しており、それぞれ少なくとも二回はマイナスの収益率を示し、少なくとも三回は一〇％未満ないしマイナスの収益率（既述の仮定によれば不満足な収益率）をもたらず一方、少なくとも五回はプラス五〇％以上の収益率を、

そして少なくとも一回は一〇〇%以上の収益率を記録している。中で最も著しい変動を示したのは第一一位の銘柄（リコト）であつて、三八九・八%、二五八・五%、二四一・九%というような異常に高い収益率の年次もあつた反面、マイナス五八・一%とかマイナス四四・五%とかいうような大幅のマイナス収益率の年次もあり、また三年連続のマイナスを一回と二年連続のマイナスを二回も経験し、収益率がマイナスであつた七年次と収益率がプラスで一〇%未満であつた二年次とを加えた九年次において、既述の仮定からすれば不満足な収益率をもたらしたことになる。この意味で不満足な年次収益率を九回も示した銘柄は他の二一銘柄中にはなく、八回が二銘柄、七回が六銘柄、六回が八銘柄、五回が一銘柄、四回が二銘柄、三回が二銘柄であり、二二銘柄の平均では六・一回（全一九年次中の約三分の一）である。

表6の下部三行には、全期間収益率高位二二銘柄のうち同表で取り上げた一二銘柄についての、第I期・第II期・第III期それぞれの通算収益率を掲げてある。第一九位の銘柄（ライオン歯磨）を除けば、いずれも第I期が最高、第II期が最低（マイナスが五銘柄）、第III期が中間の通算収益率を示している。この点は表6に掲げなかつた残りの一〇銘柄においても同様であつて、ただライオン歯磨だけが、第II期に最高、第I期に中間、第III期に最低の通算収益率を示すという特異なパターンになっている。これが第一九位の銘柄を特に表6に掲げることにした理由である。この銘柄を別にして、他の一一銘柄の第I期通算収益率は異常に高いものであつて、四五・四%が最低、五〇%台が七銘柄、六〇%台が一銘柄、七〇%台が二銘柄である。これに対し第II期には、マイナスが五銘柄（最低は、変動の最もはげしかった第二一位の銘柄のマイナス三一・二%）、プラスが六銘柄、最高が一三・六%という、全く不振の状況になつた。

第Ⅲ期には大幅に持ち直し、最低が一八・二%で、二〇%台と三〇%台と四〇%台がそれぞれ三銘柄、最高が五一・七%となっている。なお、二二銘柄の第Ⅰ期通算収益率の単純算術平均は五三・五%（分布範囲は七一・二%と二八・二%）、第Ⅱ期のそれは二・六%（分布範囲は三四・三%とマイナス三一・二%）、第Ⅲ期のそれは二七・六%（分布範囲は五一・七%と八・七%）である。

次に、全期間収益率低位二二銘柄について見ると、最低位銘柄の全期間収益率はマイナス五・八%——この年率で投資財産が継続的に減少すると、一〇年後には〇・五五倍（つまり当初財産額の四割五分の消失）となる——であり、低さで二二番目および二一番目の両銘柄の全期間収益率はプラス四・九%である。既述のように、この二二銘柄の全期間収益率の単純算術平均は一・九%である。

この二二銘柄それぞれの年次収益率の推移を見ると、前述の高位銘柄の場合と水準は異なるものの、ここでもやはり、はげしい変動の様相を見せている。各銘柄は、表8から明らかのように、六回ないし一三回のマイナスの年次収益率と、一三回ないし六回のプラスの年次収益率を示しており、平均してみればプラスとマイナスがほぼ半々となっている。二二銘柄はいずれも、少なくとも一回はマイナス二八%以下の収益率を示し、そのうち一六銘柄は、少なくとも一回はマイナス三三・三%以下の収益率をもたらしている。この一六銘柄のうち、マイナス三三・三%以下の収益率を示した回数が一回だけのものは七銘柄、二回のが五銘柄、三回のが二銘柄、四回および五回のがそれぞれ一銘柄である。他方において、二二銘柄のどれもが、少なくとも一回はプラス五〇%以上の年次収益率をあげている。それが一回だけのものは三銘柄、二回のが九銘柄、三回のが六銘柄、四回のが四銘柄である。

最後の四銘柄中の一銘柄（最低位銘柄である日本炭礦）は、プラス五〇%以上の年次収益率を四回もあげている一方、マイナス三三・三%以下の収益率を五回も示している。プラス一〇〇%以上の年次収益率をあげた銘柄を数えてみると、八銘柄（一回が七銘柄、二回が一銘柄）ある。なお、各銘柄がマイナスの年次収益率を示した回数とプラスで一〇%未満の年次収益率を示した回数との合計を調べてみると、九回が一銘柄、一〇回が二銘柄、一一回が六銘柄、一二回が八銘柄、一三回が四銘柄、一四回が一銘柄という分布になっており、一銘柄当りの平均回数（単純算術平均）は一・七回である。つまり、前述の仮定によれば不満足とされる収益率にとどまった年次が、全一九年次中の六割強を占めていることになる。これは、全期間収益率低位銘柄として、当然のことであろう。

表7の下部三行には、全期間収益率低位二銘柄のうち同表で取り上げた一二銘柄についての、第Ⅰ期・第Ⅱ期・第Ⅲ期それぞれの通算収益率を掲げてある。低さで一九番目の全期間収益率を示した銘柄（太平洋海運）を除いた一銘柄は、いずれも第Ⅱ期の通算収益率がマイナスになっている。全二銘柄についていえば、第Ⅱ期の通算収益率がマイナスだった銘柄が一九、プラスだったのが三銘柄であり、後者の一例として太平洋海運を表7に掲げたのである。後者の三銘柄は、いずれも第Ⅰ期に最低、第Ⅱ期に中間、第Ⅲ期に最高の通算収益率を記録し、一銘柄の第Ⅰ期だけがマイナスで、他はすべてプラスを示している。前者の一九銘柄のうち、一二銘柄は第Ⅰ期最高―第Ⅱ期最低―第Ⅲ期中間というパターンであったが、六銘柄は第Ⅰ期中間―第Ⅱ期最低―第Ⅲ期最高というパターンを示し、一銘柄だけが第Ⅰ期最高―第Ⅱ期中間―第Ⅲ期最低というパターンを示した。したがって、全二銘柄中、最低値が第Ⅰ期にあったのは三銘柄、それが第Ⅲ期にあったのは一銘柄で、他の一八銘柄は第Ⅱ期に最低値を示したわけであり、

他方、最高値の分布は、第Ⅰ期に一三銘柄、第Ⅲ期に九銘柄、第Ⅱ期には皆無だったわけである。そして、マイナス数値の期別分布は、第Ⅰ期に四銘柄、第Ⅱ期に一九銘柄、第Ⅲ期に九銘柄であった。なお、二二銘柄の第Ⅰ期通算収益率の単純算術平均は九・八%（分布範囲は二四・八%とマイナス三・九%）、第Ⅱ期のそれはマイナス一四・五%（分布範囲は七・三%とマイナス三九・九%）、第Ⅲ期のそれは三・七%（一九・五%とマイナス一〇・三%）である。

以上、全年次対象銘柄中の全期間収益率高位二二銘柄および低位二二銘柄について見てきたのであるが、そのほかに、全期間収益率が五%以上二八%未満の範囲内のどこかに位置している銘柄が三六一ある。そのうち、ここでは表9（論文末尾参照）に掲げる二五銘柄について詳細に見ることにしたい。これらは、いろいろの業種にわたること、それらの全期間収益率の平均値が四〇五銘柄全体の平均値になるべく近くなること、銘柄数を二四と二五程度におさえること、ならびに、それぞれの業種において代表性を持つと思われる銘柄の中から選ぶことをねらいとしながら、筆者が適宜に拾い出したものである。結局、東証の特定銘柄のうち全年次対象銘柄でない一銘柄を除いた七銘柄と、それ以外の一八銘柄とが選ばれ、それらの全期間収益率の単純算術平均は一六・五%（分布範囲は二五%と六・八%）となった。既述のように、全年次対象四〇五銘柄の全期間収益率の平均値は一六・六%であり、全期間収益率高位銘柄のそれは三二・六%、同じく低位銘柄のそれは一・九%である。

表9の二五銘柄と、全期間収益率高位二二銘柄および低位二二銘柄との特徴の違いを明らかにするために、諸種の数値の比較を試みたのが、表10（論文末尾参照）である。この表には多数の既述の数値が再掲されており、また表自体から容易に読み取ることのできる点も多いので、ここでは表9の二五銘柄の特徴について少々の説明を加えるだけに

したい。

表9の二五銘柄は概して高位二銘柄と低位二銘柄との中間の特徴を示しているが、マイナスの年次収益率を示した回数については高位銘柄にきわめて近く、その平均回数は全年次対象四〇五銘柄の平均回数よりかなり少なくなっている。(この四〇五銘柄の平均は、九三八銘柄の換算平均値をいくぶん下回った数値である。)また、マイナス三三・三%以下の年次収益率を示した回数についても、さらに、第Ⅰ期・第Ⅱ期・第Ⅲ期のそれぞれにおいてマイナスの通算収益率を示した銘柄数についても、高位銘柄とほぼ同様の特徴を示している。その反面において、五〇%以上の年次収益率を示した回数および一〇〇%以上の年次収益率を示した回数については、低位二銘柄に近い特徴を示し、それらの回数の二五銘柄平均は、九三八銘柄の換算平均値を下回る状況になっている。また、第Ⅱ期通算収益率の平均については、低位銘柄を上回るだけでなく、高位銘柄をも上回っている。さらに、年次収益率の変動幅が一〇〇%未満である銘柄数が、高位銘柄中には皆無、低位銘柄中には一銘柄しかないのに対し、表9の二五銘柄中には九銘柄が数えられている。以上を総合して考えれば、表9の二五銘柄は、全期間収益率が五%〜二八%未満の範囲内にある三六一銘柄の中でも、マイナスの年次収益率を示す回数が比較的少なく、そして年次収益率の変動幅が比較的狭い銘柄をかなり含んでいると見てよさそうである。しかし、二五銘柄中、表1に掲げた東証第一部全体の年次収益率の変動幅(六五%)より狭い変動幅を記録したのは一銘柄(六四・四%)だけで、ほかに一〇〇%未満だったのは六〇%台が二銘柄(六五・六%と六九・六%)、七〇%台が二銘柄、八〇%台が三銘柄、九〇%台が一銘柄であり、他の一六銘柄の年次収益率変動幅はいずれも一〇〇%以上であった。(高位二銘柄のそれはすべて一〇〇%以上であり、低位二銘柄のそれ

は、七〇%台の一銘柄を除いたほかは一〇〇%以上であった。

ここで、マイナスの年次収益率を示した回数がゼロないし三回である七一銘柄(表8を参照)について、すこしく検討を加えてみることにしたい。その中には、高位二銘柄中の八銘柄と、表9の二五銘柄中の七銘柄とが含まれている。この七一銘柄のグループの特徴を見るために作成したのが表11および表12である。

表11(論文末尾参照)は、七一銘柄全体およびマイナスの年次収益率を示した回数別による細分グループごとの各種数値を掲げたものである。

全期間収益率の平均(単純算術平均)については、七一銘柄の平均は表9の二五銘柄の平均より五%ほど上、高位二銘柄の平均より一%ほど下になっている。四つの細分グループの間の比較では、平均値については、一回・二回・三回の三グループの間の差は小さいが、ゼロ回グループはすこし低い数値を示し(ただし、大した差ではない)、分布範囲については、大体においてマイナス年次収益率の回数が多いほど分布範囲が広くなる傾向を示している。

マイナスの年次収益率を示した回数についての七一銘柄平均は一・九回であって、表9の二五銘柄の平均四・四回および高位二銘柄の平均四・一回の半分にも満たない。しかし、一〇%未満の年次収益率(前述の仮定によれば不満とされる収益率)を示した回数については、七一銘柄平均は六・八回であって、高位二銘柄の平均より〇・七回だけ多く、表9の二五銘柄の平均より一・六回だけ少ないという位置にある。この点は、全期間収益率の平均における大小の順位に照応しているが、相対的位置はすこし異なっている。一〇%未満の年次収益率を示した回数についての細分グループ間の比較では、平均回数については、大体においてマイナス年次収益率の回数が多いほどこの平均回数

も多くなる傾向を示し(ただし、大した差ではない)、分布範囲については、ゼロ回・一回・二回の三グループの間に大差はないが、三回グループの分布範囲は特に広くなっている。

年次収益率の変動幅については、表11に変動幅の階層別による銘柄数分布を掲げてあるが、東証第一部全体の年次収益率の変動幅(六五%)を下回る銘柄は、ゼロ回グループに六銘柄、一回グループに五銘柄、二回グループに二銘柄、計一三銘柄あるだけで、それ以外の変動幅一〇〇%未満の銘柄が二二、変動幅一〇〇%以上の銘柄が三六という構成になっている。細分グループごとの最大の変動幅は、三回グループで二四五・四%、二回グループで二四五・三%、一回グループで一七六・九%である。この分布に関する限り、大体においてマイナス年次収益率の回数が多いほど変動幅が広くなる傾向があると考えてよいであろう。

第一期・第二期および第三期の通算収益率については、七一銘柄の平均値は、高位二二銘柄や表9の二五銘柄の平均値の場合と同様に第一期最高・第二期最低のパターンを示しているが、その水準は表9の二五銘柄平均より数%だけ高く、また高位二二銘柄の平均に比べると第一期については格段に低い、第三期については六%余り低いだけであり、第二期については逆に八%余り上回っている。細分グループ別では、第一期にはマイナス年次収益率の回数が多いほど通算収益率の平均値が高く、第二期にはその逆であり、第三期には一回グループが最高、次いでゼロ回―二回―三回の順になっている。また、細分グループ別の各期の通算収益率分布範囲は、概してマイナス年次収益率の回数が多いほど広がっていく傾向を示している。

右のような、マイナス年次収益率の回数別による細分グループ間の差異は、主として業種による差異にもとづくも

のである。この点を明らかにするために作成したのが表12である。

表12 (論文末尾参照) の最上段が示しているように、七一銘柄中の三九銘柄(約五割五分)は、銀行(信託銀行を含む)と電力・ガスおよび私鉄の四業種によって占められている。そして、ゼロ回グループ八銘柄は銀行株と電力株だけから成り、一回グループ一九銘柄中の一七銘柄は銀行・電力・ガスの三業種によって占められている。(全年次対象銘柄である銀行株と電力株はすべてが表12の中に含まれ、ガス株は全年次対象銘柄が四銘柄あるうち三銘柄が表12に登場し、私鉄株は全年次対象銘柄が一四銘柄あるうち一一銘柄が表12に登場している。)

七一銘柄の全期間収益率の業種別平均を見ると、「その他」が最高で、銀行がこれに次ぎ、その次がガス・私鉄の順(ただし、ガスと私鉄は僅少差)で、電力が最低となっている。第Ⅰ期通算収益率の業種別平均では、「その他」が最高、次に私鉄・ガス・電力の順で、銀行が最低となっている。第Ⅱ期通算収益率の業種別平均では、ガス・電力・銀行・「その他」・私鉄の順であり、第Ⅲ期通算収益率の業種別平均では、銀行・「その他」・私鉄・電力・ガスの順である。このように順位が変わるのは、業種によって期別通算収益率推移のパターンが異なる点によるところが大きい。銀行株の平均は、第Ⅰ期最低・第Ⅲ期最高というパターンを示している。(銘柄別では、このパターンが一二銘柄)第Ⅱ期最低・第Ⅲ期最高のパターンが六銘柄、第Ⅰ期と第Ⅱ期が同値で第Ⅲ期が最高というパターンが一銘柄——結局、一九銘柄全部が第Ⅲ期に最高率を示している。電力株の平均は、第Ⅱ期最高・第Ⅲ期最低というパターンである。(銘柄別では、このパターンが五銘柄、第Ⅰ期最低・第Ⅱ期最高のパターンが一銘柄——結局、六銘柄全部が第Ⅱ期に最高率を示している。)ガス株の平均は、第Ⅰ期最高・第Ⅲ期最低のパターンである。(銘柄別では、このパターンが一銘柄、第Ⅱ期最高・第Ⅲ期最低のパター

ンが二銘柄となっている。)これに対して、私鉄の平均と「その他」の平均は、第Ⅰ期最高・第Ⅱ期最低のバターンを示している。(銘柄別では、このバターンが私鉄株一銘柄全部と「その他」の二四銘柄、第Ⅰ期最高・第Ⅲ期最低のバターンが「その他」の三銘柄、第Ⅱ期最高・第Ⅲ期最低のバターンが「その他」の一銘柄、第Ⅰ期最低・第Ⅱ期最高・第Ⅲ期最高のバターンが「その他」の一銘柄、第Ⅰ期最低・第Ⅲ期最高のバターンが「その他」の二銘柄、第Ⅱ期最低・第Ⅲ期最高のバターンが一銘柄——結局、私鉄株全部が第Ⅰ期に最高、「その他」の中では、二七銘柄が第Ⅰ期に最高、二銘柄が第Ⅱ期に最高、三銘柄が第Ⅲ期に最高を示している。)

また、全期間収益率および期別の通算収益率についての各業種内部の分布幅は、大体において、ガスの場合に最も狭く、次いで電力・銀行・私鉄の順であり、「その他」の分布幅は飛び抜けて広い。年次収益率の変動幅についても、一〇%未満の年次収益率を示した回数についても、多かれ少なかれ業種別の差異が見られる。

右のような業種別の特徴を表11の細分グループの特徴の背後に存在しているのであって、マイナス年次収益率がゼロ回のグループの特徴は、銀行株五銘柄と電力株三銘柄の数値が総合された結果であり、一回グループの特徴は、銀行株一四銘柄を主にして、ガス二銘柄と電力・私鉄・「その他」各一銘柄の数値が参加した結果であり、二回グループの特徴は、「その他」九銘柄を主にして、私鉄三銘柄・電力二銘柄およびガス一銘柄が参加した結果であり、三回グループの特徴は、「その他」二銘柄を主にして、私鉄七銘柄が参加した結果なのである。

この項を終るに当り、参考までに、J・R・ヘムステッド氏の論文“*One-year Returns and the Degree of Risk,*”

Journal of the Institute of Actuaries, Vol. 95, 1969. (B. Taylor (ed.), *Investment Analysis and Portfolio Management*,

1970, Elek Books, London に再録)に掲げられているイギリスの普通株三〇銘柄についての一九五八一—一九六七年の各暦年における年次収益率の数値を、表13(論文末尾参照)に示した。この年次収益率は、一年間に受け取った配当金その他の分配額と当該年中の値上り額または値下り額との代数和を年初の株価で除して求められたものである。銘柄については表13に示したような記番号で表示されているだけで、会社の名はあげられていない。三つのグループごと一〇銘柄ずつ、計三〇銘柄の一流普通株の年次収益率の記録を示したものと、同氏は述べている。

表13を見ると、各銘柄の年次収益率は、上述した日本の場合と同様の変動性を示している。三〇銘柄の年次収益率総平均の変動性も、東証第一部全体の年次収益率(表1を参照)のそれに近いとすることができる。三〇銘柄の全期間収益率(これは筆者が計算した数字である)の総平均は一五・六%であって、これまた東証第一部の全年次対象四〇五銘柄のそれ(一六・六%)に近い。全期間収益率の分布範囲は二六・二%~五・九%であり、一〇%未満が五銘柄である。これは三〇銘柄中の六分の一であり、表5に示した東証第一部の全年次対象四〇五銘柄の場合(ほぼ六・三分の一)に近い。全期間収益率が一〇%~二五%のところは二三銘柄(全数の七割六分)が集中している点も、東証の四〇五銘柄の場合(全数の七割四分)に近くなっている。時期により、業種により、また銘柄によって、多かれ少なかれ様相が異なっていることは、表13から容易に読み取ることができる。

六 若干の銘柄の特性線

表14および表15(論文末尾参照)は、適宜に選んだ三九銘柄について特性線(characteristic line)を計算した結果を

普通株の投資収益率の実績について

掲げたものである。この特性線は、東証第一部全体の年次収益率に対するその銘柄の年次収益率の回帰直線であり、当該銘柄の年次収益率を r_i （%単位）、東証第一部全体の年次収益率を R_t （%単位）で表わせば、最小二乗法によって、

$$r_i = a + bR_t$$

の a と b の値を求めるわけである。 a の値は、この直線と縦軸との交点の高さ（%単位）を示し、もし b が一定ならば、 a が大きいほど r_i の水準が高いことになる。 b の値は、ときにベータ係数とも呼ばれ、通常プラスであり、この直線の傾斜の大小、つまり、市場全体（いまの場合には東証第一部銘柄の全体）の年次収益率の変化につれて当該銘柄の年次収益率が相対的にどの程度の変化をきたす傾向があるかを示すものである。すなわち、この b が一であれば、その銘柄の年次収益率は市場全体と同程度の変化をきたす傾向があることを意味し、 b が一より大であればあるほど、市場全体よりそれだけはげしく変動する傾向があることを意味し、 b が一より小であればあるほど、市場全体よりそれだけおだやかに変動する傾向があることを意味する。一口にいえば、それは市場全体に比べての各銘柄の年次収益率の相対的変動性の尺度であるといふことができる。

選ばれた三九銘柄は、表9の二五銘柄のすべてと、全期間収益率高位二二銘柄中の三銘柄（松下電器産業・カルピス食品工業・トヨタ自動車工業）と、同低位二二銘柄中の二銘柄（飯野海運・大阪商船三井船舶）と、それ以外の全年次対象銘柄中の八銘柄（トーマン・松阪屋・小野田セメント・キッコーマン醤油・十條製紙・日本毛織・日本鋼管・第一勧業銀行）と、東証の特定銘柄である三菱地所（これは全年次対象銘柄ではないが、新設合併により生まれた会社であって、昭和二八―二九年から昭和四五―四六年まで連続して年次収益率が計算されており、合併した主力二社（陽和不動産と開東不動産）の昭和二七―

二八年の年次収益率の平均値とリンクして所要の数字を整えた)とから構成されている。これらは、いろいろの業種にわたること、さまざまなの数値を見いだすことをねらいとして、同業種から二以上の銘柄を取り上げることとを特に避けることなしに、適宜に選り出したものである。三九銘柄のうち、 b が一以上である一九銘柄を表14に、 b が一未満である二〇銘柄を表15に、 b の値の大きい順に並べてある。そして各銘柄ごとに、 a と b の数値、決定係数(各銘柄の年次収益率の分散のうち、特性線によって説明される部分の割合)、ならびに全期間収益率を掲げてある。

b の最大値は松下電氣産業の約二・三であり、最小値は大坂商船三井船舶の約〇・二六である。前者は、東証第一部全体の年次収益率が一〇%上昇するとき、二三%の上昇を示す傾向があることを意味し、後者は、そのときに二・六%しか上昇しない傾向があることを意味する。東証第一部全体とはほぼ同程度の年次収益率変動を示す傾向があったのは日本毛織である。

決定係数の最大値は松下電器産業の〇・七七九であり、最小値は大坂商船三井船舶の〇・〇一六である。大まかにみて、 b の値が小なるほど決定係数も小になる傾向があるように思われるが、 b の大きさの順位と決定係数の大きさの順位とはかなり食い違っている。決定係数の大きさが二番目のトーメンと三番目の松坂屋は、 b の大きさでいうと、それぞれ九番目と一二番目である。決定係数が〇・五以上の銘柄を数えてみると、表14中に一一銘柄、表15中に一銘柄ある。同業種でも、たとえば松坂屋と三越、飯野海運と日本郵船(および大坂商船三井船舶)との間に見られるように、 a と b の数値および決定係数に大きな開きが存在する場合もある。なお、決定係数の大小と全期間収益率の高低との間には、ほとんど相関は存在しないようである。

証研資料を用いてなしうる分析は、もちろん以上に尽きるわけではない。しかし、そのほかの分析はいづれ機会を改めて試みることにしたい。

(昭和四八年十月二日 受理)

表1 各年次についての東証第一部全体の投資収益率と株価指数変化率

年次	A. 投資収益率 (%)	B. 株価指数の変化率 (%)	A-B (%)	〔参考〕東証旧ダウ平均の変化率(%)
24-25年	*	△31.7		△32.2
25-26年	*	26.8		33.8
26-27年	*	63.2		80.5
27-28年	58.0	45.6	12.4	59.1
28-29年	△7.0	△15.5	8.5	△12.8
29-30年	23.1	12.5	10.6	9.7
30-31年	44.8	36.0	8.8	29.8
31-32年	14.8	9.7	5.1	10.4
32-33年	13.7	5.1	8.6	6.8
33-34年	49.5	46.0	3.5	43.6
34-35年	33.2	29.0	4.2	35.9
35-36年	21.9	15.2	6.7	38.7
36-37年	△5.7	△12.1	6.4	△8.4
37-38年	18.7	9.7	9.0	1.5
38-39年	△1.7	△11.7	10.0	△12.3
39-40年	7.2	△4.1	11.3	△4.7
40-41年	18.8	19.9	△1.1	22.9
41-42年	5.3	.5	4.8	△4.5
42-43年	10.4	7.6	2.8	9.4
43-44年	21.6	27.0	△5.4	26.6
44-45年	9.4	8.2	1.2	12.1
45-46年	14.0	9.9	4.1	8.9
46-47年	*	57.2		57.3
全、27-46年	17.2	11.2		12.7
I. 27-36年	26.5	18.8		22.7
II. 36-40年	4.2	△4.9		△6.1
III. 40-46年	13.1	11.9		12.1

(注) △印はマイナスを示し、*印は算出されていないことを示す。

表1 別表

(東証第一部全体)

表1の(A-B)		東証第一部平均利回り			表1のB 株価指数の 変化率(%)
年次	(A-B) の数值(%)	年	加重平均 利回り(%)	単純平均 利回り(%)	
27-28年	12.4	27年	*	8.47	45.6
28-29年	8.5	28年	*	6.71	△15.5
29-30年	10.6	29年	*	8.10	12.5
30-31年	8.8	30年	*	7.14	36.0
31-32年	5.1	31年	*	6.05	9.7
32-33年	8.6	32年	*	6.82	5.1
33-34年	3.5	33年	*	6.15	46.0
34-35年	4.2	34年	*	4.13	29.0
35-36年	6.7	35年	4.27	3.67	15.2
36-37年	6.4	36年	4.47	3.34	△12.1
37-38年	9.0	37年	5.82	4.20	9.7
38-39年	10.0	38年	5.08	4.09	△11.7
39-40年	11.3	39年	6.01	4.93	△4.1
40-41年	△1.1	40年	6.01	5.13	19.9
41-42年	4.8	41年	4.76	3.97	.5
42-43年	2.8	42年	4.96	4.32	7.6
43-44年	△5.4	43年	5.00	4.26	27.0
44-45年	1.2	44年	4.19	3.30	8.2
45-46年	4.1	45年	4.30	3.37	9.9

(注) △印はマイナスを示し、*印は計算されていないことを示す。

普通株の投資収益率の実績について

表2 ニューヨーク証券取引所上場普通株全体の各年次の投資収益率と時価変化率

年次	A 投資収益率 (%)	B 時価変化率 (%)	A-B (%)	年次	A 投資収益率 (%)	B 時価変化率 (%)	A-B (%)
1926	△ 1.6	△ 5.7	4.1	1946	△ 9.9	△13.6	3.7
1927	30.0	25.2	4.8	1947	△ .5	△ 6.2	5.7
1928	45.5	41.7	3.8	1948	△ 2.9	△ 9.2	6.3
1929	△ 30.0	△ 32.6	2.6	1949	19.3	11.6	7.7
1930	△ 37.2	△ 40.1	2.9	1950	35.8	27.2	8.6
1931	△ 47.8	△ 50.2	2.4	1951	14.9	8.1	6.8
1932	△ 11.1	△ 14.5	3.4	1952	8.9	2.8	6.1
1933	108.4	105.1	3.3	1953	△ 3.1	△ 8.6	5.5
1934	13.8	11.2	2.6	1954	54.8	47.7	7.1
1935	50.4	47.3	3.1	1955	19.0	14.0	5.0
1936	63.9	59.7	4.2	1956	6.5	2.0	4.5
1937	△ 46.0	△ 48.8	2.8	1957	△12.9	△17.1	4.2
1938	30.7	26.7	4.0	1958	57.9	52.0	5.9
1939	△ 3.3	△ 6.9	3.6	1959	14.4	10.7	3.7
1940	△ 9.9	△ 14.2	4.3	1960	△ 1.9	△ 5.4	3.5
1941	△ 10.2	△ 16.0	5.8	1961	27.6	23.8	3.8
1942	31.1	23.3	7.8	1962	△13.3	△16.2	2.9
1943	56.7	49.7	7.0	1963	17.7	14.2	3.5
1944	38.1	32.0	6.1	1964	16.3	12.9	3.4
1945	59.8	54.4	5.4	1965	28.3	24.7	3.6

(注) △印はマイナスを示す。

表2 別表 (ニューヨーク証券取引所上場普通株全体)

期 間	投資収益率 の平均(%)	時価変化率 の平均(%)	変 動 範 囲	
			投資収益率	時価変化率
1926-35	3.1	△ .3	108.4~△47.8	105.1~△50.2
1936-45	15.2	10.1	63.9~△46.0	59.7~△48.8
1946-55	12.2	6.0	54.8~△ 9.9	47.7~△13.6
1956-65	12.3	8.4	57.9~△13.3	52.0~△17.1
全 期 間	10.6	6.0	108.4~△47.8	105.1~△50.2

(注) △印はマイナスを示す。

表5 全年次対象銘柄の全期間収益率の分布

区 分		銘柄数	百分比	銘柄数	百分比
マイナスの収益率		5	1.2	64	15.8
プラスの収益率	5%未満	17	4.2		
	5%～10%未満	42	10.4		
	10%～15%未満	108	26.7		
	15%～20%未満	116	28.6	299	73.8
	20%～25%未満	75	18.5		
	25%～30%未満	29	7.2		
	30%以上	13	3.2	42	10.4

(備考) 全405銘柄の全期間収益率の単純算術平均は16.6%である。

表8 年次収益率がマイナスとなった回数別による全年次対象銘柄の分布

回 数	銘柄数	うち全期間収益率高位銘柄	うち全期間収益率低位銘柄	その他の銘柄
0	8			8
1	19			19
2	15			13
3	29	2		23
4	40	5		35
5	70	7		63
6	75		2	73
7	73	2		71
8	37		2	35
9	22		5	17
10	10		6	4
11	2		2	
12	4		4	
13	1		1	
計	405	22	22	361
1銘柄当り平均回数	5.6回	4.1回	9.8回	5.5回

計	投資収益率マイナスの件数				マイナス 件数の 割合(%)	【参 考】 第一部全体の投 資収益率 (%)
	マイナス 33.3% 以 下	マイナス 50% 以 下	マイナス 66.7% 以 下	マイナス 75% 以 下		
91	13				15.9	58.0
429	134	40	7	2	73.5	△ 7.0
143	5				24.2	23.1
19	1	1			3.2	44.8
132	2				22.3	14.8
237	23				39.6	13.7
33	1				5.5	49.5
96	3				16.1	33.2
71	1				11.9	21.9
380	162	29			58.5	△ 5.7
315	39	2			44.8	18.7
521	83	9	1		77.0	△ 1.7
362	51	5	1	1	54.8	7.2
81	5	1	1		12.1	18.8
251	7				38.3	5.3
169	11	3	2		25.1	10.4
156	5	1			23.0	21.6
186	15				26.8	9.4
269	18				36.5	14.0
3,941	579	91	12	3	32.5	17.2
1,251	183	41	7	2	23.5	26.5
1,578	335	45	2	1	58.7	4.2
1,112	61	5	3		27.1	13.1

表3 各年次における東証第一部の銘柄別投資収益率の分布(その1)

年次	対象 銘柄数	投資収益率プラスの件数				
		計	50 % 以上	100 % 以上	200 % 以上	300 % 以上
27-28年	573	482	283	90	4	
28-29年	584	155	4			
29-30年	592	449	107	10		
30-31年	590	571	273	59	1	
31-32年	593	461	65	7		
32-33年	599	362	55	9		
33-34年	597	564	259	86	6	4
34-35年	597	501	194	83	8	
35-36年	598	527	306	124	18	4
36-37年	650	270	55	9		
37-38年	703	388	89	6		
38-39年	676	155	2			
39-40年	660	298	2	1	1	
40-41年	667	586	121	15		
41-42年	655	404	22	1	1	
42-43年	672	503	81	11	2	
43-44年	679	523	158	55	6	2
44-45年	692	506	77	13	1	
45-46年	736	467	91	22	1	1
全期間合計件数	12,113	8,172	2,244	601	49	11
I. 27-36年	5,323	4,072	1,546	468	37	8
II. 36-40年	2,689	1,111	148	16	1	
III. 40-46年	4,101	2,989	550	117	11	3

普通株の投資収益率の実績について

AとBの 合計件数	同 割 合 (%)	〔参 考〕 第一部全体の投 資収益率 (%)
116	20.2	58.0
501	85.8	△ 7.0
211	35.6	23.1
56	9.5	44.8
252	42.5	14.8
358	59.8	13.7
72	12.1	49.5
159	26.6	33.2
119	19.9	21.9
471	72.5	△ 5.7
393	55.9	18.7
612	90.5	△ 1.7
486	73.6	7.2
169	25.3	18.8
372	56.8	5.3
308	45.8	10.4
294	43.3	21.6
306	44.2	9.4
377	51.2	14.0
5,632	46.5	17.2
1,844	34.6	26.5
1,962	73.0	4.2
1,826	44.5	13.1

表4 各年次における東証第一部の銘柄別投資収益率の分布(その2)

年次	対象 銘柄数	投資収益率の区分			
		マイナス (A)	プラスで10%未満(B)		プラス 10%以上
			5%未満	5%以上	
27-28年	573	91	10	15	457
28-29年	584	429	35	37	83
29-30年	592	143	27	41	381
30-31年	590	19	13	24	534
31-32年	593	132	48	72	341
32-33年	599	237	56	65	241
33-34年	597	33	17	22	525
34-35年	597	96	27	36	438
35-36年	598	71	24	24	479
36-37年	650	380	46	45	179
37-38年	703	315	41	37	310
38-39年	676	521	44	47	64
39-40年	660	362	58	66	174
40-41年	667	81	34	54	498
41-42年	655	251	65	56	283
42-43年	672	169	64	75	364
43-44年	679	156	70	68	385
44-45年	692	186	52	68	386
45-46年	736	269	61	47	359
全期間合計件数	12,113	3,941	792	899	6,481
I. 27-36年	5,323	1,251	257	336	3,479
II. 36-40年	2,689	1,578	189	195	727
III. 40-46年	4,101	1,112	346	368	2,275

普通株の投資収益率の実績について

6 松下電器 産 業	7 富 士 通	8 大 日 本 印 刷	9 トヨタ自 動車工業	10 西武鉄道	11 リ コ ー	19 ライオン 歯 磨
138.7	114.9	112.3	120.8	197.9	133.6	97.7
△ 7.5	△13.4	△ 9.6	△ 24.8	19.6	△ 6.6	△17.4
48.9	△ 0.6	10.2	53.9	12.3	△ 2.0	12.7
88.2	32.6	53.3	110.8	2.0	44.5	△ 0.8
42.0	48.9	7.3	85.7	8.9	4.4	△16.0
38.9	74.6	92.0	76.2	5.6	6.0	7.9
125.7	123.5	135.0	94.0	28.4	389.8	95.8
60.1	165.7	88.6	81.6	111.0	241.9	46.4
△ 4.1	27.5	105.5	△ 23.3	128.4	20.5	97.3
△13.3	31.6	61.6	△ 37.9	42.5	10.5	40.0
47.3	△ 29.9	△12.8	76.0	△ 9.9	△ 34.8	76.6
△ 2.7	△ 28.5	△19.8	27.6	△24.8	△ 25.6	12.5
5.3	8.7	1.5	8.5	△ 5.8	△ 58.1	16.9
63.1	28.6	25.4	47.3	16.9	35.7	129.1
13.1	△10.8	△ 7.5	26.2	△ 7.8	20.7	9.9
47.1	83.1	41.0	13.7	81.7	258.5	△ 3.2
87.3	37.8	79.1	1.3	20.6	157.0	△ 5.4
△15.6	△ 6.6	△15.4	△ 1.4	92.3	△ 5.7	33.7
5.1	△ 2.3	24.1	29.5	38.2	△ 31.1	22.8
33.7	33.6	32.7	32.3	30.9	30.3	28.4
51.6	53.8	57.8	54.2	45.4	60.1	28.2
6.9	△ 8.0	3.5	10.9	△ 2.4	△ 31.2	34.3
28.5	38.5	20.6	18.2	35.8	46.3	24.8

表6 全期間収益率高位銘柄の例

年次	1 カルピス 食品工業	2 日本舗道	3 資生堂	4 東陶機器	5 藤沢薬品 工業
27-28年	227.4	94.0	26.4	79.1	125.5
28-29年	16.3	58.1	9.2	26.5	5.1
29-30年	101.1	75.1	28.5	36.5	88.4
30-31年	115.8	26.2	53.7	34.7	56.3
31-32年	6.6	54.6	25.5	41.6	14.0
32-33年	23.0	133.9	60.5	46.5	12.6
33-34年	60.0	129.1	125.2	74.0	27.6
34-35年	36.5	35.3	159.1	130.9	67.3
35-36年	160.7	66.2	29.1	77.6	171.0
36-37年	66.6	49.7	55.4	△12.2	72.9
37-38年	△11.3	△19.9	△15.3	△23.7	4.4
38-39年	△17.9	△44.8	△3.5	△8.0	△11.5
39-40年	37.2	11.6	27.2	17.8	2.7
40-41年	147.5	96.9	113.0	47.7	△4.1
41-42年	24.8	△26.3	12.6	1.4	11.6
42-43年	24.5	51.5	11.1	62.7	67.0
43-44年	34.2	68.6	66.7	141.8	113.5
44-45年	42.3	38.3	39.2	38.5	15.6
45-46年	66.1	53.1	4.4	16.6	△3.3
全期間	51.0	41.5	37.6	37.5	36.4
I. 27-36年	70.8	71.2	51.2	58.1	55.1
II. 36-40年	13.6	△7.3	12.8	△7.7	13.2
III. 40-46年	51.7	40.9	36.4	45.6	27.4

普通株の投資収益率の実績について

6 住友石炭 鉱業	7 日本化成	8 常盤興産	9 乾汽船	10 新和海運	11 大映	19 太平洋 海運
△ 9.4	20.1	98.0	△ 9.4	△33.2	128.4	7.9
△33.9	19.8	△42.6	△29.5	△23.2	38.6	△29.5
△ 4.6	71.0	△ 7.9	28.4	60.8	36.3	10.5
83.5	49.6	1.5	102.6	81.3	25.0	54.4
54.2	△24.5	71.5	△14.7	△20.4	△13.7	4.1
△ 7.3	△32.4	△10.2	△32.7	△33.7	△ 1.5	△24.2
△ 1.5	33.1	△ 8.2	△ 8.3	4.9	△ 6.8	8.3
△ 0.7	20.9	△27.0	△ 6.9	△12.8	△ 7.9	△ 0.9
48.4	66.9	61.6	14.4	11.6	86.0	3.3
△36.3	△48.7	△30.9	△33.0	△41.7	△26.5	△39.7
69.1	△ 5.8	△25.4	△13.2	△ 7.6	△26.0	27.0
18.0	△ 8.5	10.1	△ 8.1	11.8	△29.2	14.9
△26.7	△14.9	12.7	37.0	29.9	△12.4	28.8
△ 6.1	3.9	4.3	84.3	53.5	8.8	57.4
△24.0	△28.6	△32.6	△23.7	△ 4.5	△14.6	△ 7.7
△32.5	△ 7.5	△19.5	△ 2.0	△ 3.8	△16.3	△12.5
△31.6	5.4	3.5	9.2	11.2	△ 6.9	3.7
76.3	△ 2.5	91.5	22.2	21.6	12.1	10.5
△10.4	△ 1.1	12.6	23.1	31.0	△18.5	24.6
0.3	1.5	1.9	2.3	2.4	2.6	4.6
9.0	19.7	6.6	△ 0.8	△ 2.4	24.8	1.4
△ 1.7	△21.7	△10.6	△ 7.5	△ 6.0	△23.8	3.2
△10.3	△ 5.8	4.0	14.6	16.5	△ 6.7	10.4

表7 全期間収益率低位銘柄の例

年次	1 日本炭礦	2 飯野海運	3 日東化学 工業	4 三井鉱山	5 日活
27-28年	△23.0	11.9	15.5	△16.4	69.2
28-29年	△36.0	△35.0	21.1	△48.0	△18.8
29-30年	41.7	26.7	61.5	3.9	△2.6
30-31年	75.0	88.6	68.9	65.2	△6.8
31-32年	82.6	1.5	9.4	81.5	△21.3
32-33年	31.5	△26.9	△8.6	△28.8	67.6
33-34年	10.8	△7.9	39.5	△25.6	2.1
34-35年	△25.7	△14.3	40.4	10.6	22.9
35-36年	69.1	△4.2	△4.8	82.0	71.2
36-37年	△56.6	△42.0	△53.6	△22.8	△27.4
37-38年	△25.5	△7.6	△20.6	△32.4	△21.4
38-39年	△35.5	△49.6	△25.4	9.2	△30.9
39-40年	△37.5	△7.7	△39.2	2.1	△13.3
40-41年	16.5	68.4	△36.4	44.1	9.0
41-42年	△29.1	△18.9	△7.2	△20.2	△13.4
42-43年	△38.3	△8.1	△1.6	△26.7	△11.2
43-44年	△17.4	△9.5	1.3	△15.3	△20.1
44-45年	54.1	23.2	40.0	31.0	18.0
45-46年	△6.3	20.1	△17.8	16.6	△3.5
全期間	△5.8	△4.6	△1.1	△0.5	△0.4
I. 27-36年	16.9	△0.3	24.4	4.2	15.1
II. 36-40年	△39.9	△29.3	△36.0	△12.6	△23.5
III. 40-46年	△8.0	9.0	△6.3	1.5	△4.4

普通株の投資収益率の実績について

6 味の素	7 日 製 立 作 所	8 東京電力	9 東京瓦斯	10 旭硝子	11 東武鉄道	12 東京海上 火災保険
155.1	27.4	50.1	68.1	96.9	64.4	97.6
39.9	△15.2	△ 3.1	8.9	△ 1.6	△ 2.3	△ 6.0
8.1	15.5	36.7	42.4	8.1	18.8	2.3
9.6	69.7	54.2	38.0	45.1	54.6	△ 5.6
4.9	47.8	6.0	4.8	50.9	25.8	△ 9.4
37.6	46.4	23.9	34.9	24.4	6.2	△ 2.2
34.6	97.7	24.0	1.6	30.9	32.4	20.6
102.8	66.0	△ 2.2	7.8	26.7	11.7	64.9
66.8	△11.8	5.6	12.0	△ 2.5	59.5	△ 7.8
△ 13.1	△25.8	8.6	2.6	2.5	△11.5	1.0
△ 26.7	16.2	61.3	77.7	12.2	23.5	35.7
△ 11.1	△ 1.5	7.3	1.5	14.2	△ 6.4	3.7
3.0	8.6	29.8	36.1	29.3	14.8	24.8
△ 0.6	9.1	12.5	12.7	11.3	24.6	32.9
△ 1.0	9.7	8.9	10.2	4.5	18.7	△14.6
22.5	32.6	13.0	10.6	12.4	11.0	44.7
28.4	77.8	4.3	△ 5.0	5.7	1.5	15.7
18.2	△17.1	15.0	8.3	4.1	0.8	23.3
1.3	3.4	26.1	21.4	7.4	28.3	88.4
19.6	19.5	19.1	18.9	18.3	18.1	17.9
44.7	33.3	20.0	22.6	28.0	28.1	12.6
△ 12.6	△ 2.0	25.0	25.9	14.1	4.1	15.4
10.8	15.9	13.1	9.4	7.5	13.7	28.1

表9 全期間収益率5%~28%未満の銘柄の例

年次	1 麒麟麦酒	2 富士銀行	3 キャノン	4 三越	5 東レ
27-28年	131.7	111.0	120.2	62.0	105.4
28-29年	15.3	△ 3.8	20.7	6.9	22.3
29-30年	△ 1.7	5.0	2.7	12.4	33.3
30-31年	20.4	16.5	27.3	31.7	83.8
31-32年	29.9	7.1	68.6	40.3	36.4
32-33年	49.6	5.8	61.9	6.0	35.4
33-34年	76.8	24.0	37.4	29.3	64.0
34-35年	132.0	17.2	11.4	28.3	8.2
35-36年	70.1	7.3	55.8	46.2	△ 15.2
36-37年	3.3	10.5	48.2	40.2	12.6
37-38年	△ 27.9	67.4	△ 13.1	△ 3.6	49.2
38-39年	△ 2.4	3.5	△ 24.1	6.7	△ 3.6
39-40年	10.9	6.4	△ 25.1	6.3	△ 12.9
40-41年	47.3	12.3	23.8	33.9	25.3
41-42年	△ 0.0	21.4	0.4	4.5	△ 8.8
42-43年	△ 2.4	14.0	102.5	13.9	16.7
43-44年	△ 9.0	147.4	78.0	4.2	7.8
44-45年	7.2	33.8	7.1	30.9	2.4
45-46年	42.7	44.1	△ 31.5	28.9	△ 7.5
全期間	25.0	24.7	23.4	21.4	20.2
I. 27-36年	51.8	17.9	41.4	28.0	37.1
II. 36-40年	△ 5.2	19.4	△ 7.5	11.3	9.0
III. 40-46年	12.3	39.7	21.9	18.7	5.3

〔備考〕 本表の25銘柄の全期間収益率の単純算術平均は16.5%である。

普通株の投資収益率の実績について

19 日 本 セメント	20 平 和 不 動 産	21 三 井 金 属 鉱 業	22 古 河 電 気 工 業	23 王 子 製 紙	24 日 清 紡 績	25 日 本 郵 船
89.1	71.8	33.9	59.3	50.6	41.7	△ 0.7
4.3	1.8	2.0	△16.6	△ 7.4	10.6	△10.1
9.8	12.1	42.3	△ 1.7	28.0	1.2	19.5
29.7	53.0	13.0	31.2	18.6	19.5	18.0
27.8	△ 4.4	△ 4.8	23.4	8.1	0.7	△23.6
18.4	3.4	29.2	18.4	28.2	11.4	△28.5
24.0	6.0	26.7	63.3	43.4	38.3	23.6
12.7	5.5	△13.7	26.3	△10.3	△11.8	37.5
△14.4	68.0	24.3	△ 3.7	33.0	46.9	2.3
3.1	△ 0.3	△33.6	△40.7	△19.0	△16.1	△34.0
56.2	△ 4.7	45.7	25.3	27.7	65.5	27.0
△25.4	△15.8	25.9	△ 5.4	17.0	△11.9	23.2
△ 0.4	6.9	△ 5.1	4.5	1.7	16.6	35.6
24.2	56.1	14.5	7.6	7.0	15.4	97.4
△ 7.8	△17.5	0.3	24.1	△12.9	△ 6.0	△32.6
12.9	33.5	1.3	30.1	△11.1	△ 1.1	26.4
1.7	6.2	15.3	34.8	17.3	△ 4.9	1.9
△ 8.5	2.2	36.9	△ 7.5	11.8	12.5	2.4
38.6	12.7	3.8	△ 2.8	8.5	11.2	18.8
13.0	12.9	11.6	11.3	11.0	10.7	6.8
19.8	21.0	15.6	19.5	19.6	16.0	2.0
4.6	△ 3.8	3.7	△ 7.4	5.3	9.3	8.8
8.9	13.2	11.4	13.2	2.8	4.2	13.0

表9 (つづき)

年次	13 住友 化学工業	14 三井物産	15 日清製粉	16 三菱倉庫	17 新日本 製鉄	18 三菱 重工業
27-28年	51.6	52.0	27.4	64.5	△ 7.8	90.1
28-29年	1.2	△ 34.8	15.0	△ 23.5	△ 19.6	△ 32.3
29-30年	58.2	35.5	9.4	△ 12.1	55.3	5.5
30-31年	66.3	53.4	6.6	15.1	60.6	29.6
31-32年	19.0	△ 2.9	7.9	16.3	12.4	11.4
32-33年	1.7	36.9	26.1	10.3	30.7	32.9
33-34年	108.4	133.0	36.9	21.5	92.2	119.6
34-35年	43.9	62.7	33.1	30.9	13.8	35.9
35-36年	△ 19.0	△ 17.4	125.5	84.2	△ 5.5	△ 20.5
36-37年	△ 43.1	2.6	△ 15.0	15.1	△ 17.7	△ 23.7
37-38年	61.9	△ 7.2	8.6	△ 9.3	33.3	28.5
38-39年	11.6	△ 1.2	0.1	△ 4.6	5.7	12.9
39-40年	10.8	△ 3.4	25.5	17.0	18.1	△ 6.1
40-41年	7.7	23.0	20.6	△ 1.4	6.0	8.7
41-42年	△ 0.7	△ 12.2	△ 11.0	△ 13.5	14.9	12.5
42-43年	△ 3.6	11.3	3.5	5.8	△ 1.8	△ 5.0
43-44年	15.8	8.8	△ 2.5	9.8	10.1	5.4
44-45年	1.5	34.4	1.6	19.8	13.1	14.9
45-46年	2.6	9.1	15.0	102.8	10.4	22.6
全期間	16.0	15.3	14.9	14.6	14.3	13.5
I. 27-36年	31.6	26.9	28.5	19.0	21.1	22.4
II. 36-40年	3.3	△ 2.4	3.8	3.9	8.2	1.0
III. 40-46年	3.7	11.5	4.0	15.8	8.6	9.5

普通株の投資収益率の実績について

表10 3 グループの投資収益率に関する比較

項 目	全期間収益率高位 22 銘柄	表 9 の 25 銘柄	全期間収益率低位 22 銘柄	全年次対象 405 銘柄	938 銘柄 全 体
全期間収益率の平均	32.6%	16.5%	1.9%	16.6%	
同 分布範囲	{ 51.0% 28.0%	{ 25.0% 6.8%	{ 4.9% △ 5.8%	{ 51.0% △ 5.8%	
マイナスの年次収益率を示した回数の平均	4.1回	4.4回	9.8回	5.6回	6.2回*
同 分布範囲	{ 2回 7回	{ 1回 7回	{ 6回 13回	{ 0回 13回	
△33.3%以下の年次収益率を示した回数の平均	0.2回	0.2回	1.5回		0.9回*
同 分布範囲	{ 0回 2回	{ 0回 1回	{ 0回 5回		
10%未満の年次収益率を示した回数の平均	6.1回	8.4回	11.7回		8.8回*
同 分布範囲	{ 3回 9回	{ 6回 12回	{ 9回 14回		
50%以上の年次収益率を示した回数の平均	6.4回	2.6回	2.5回		3.5回*
同 分布範囲	{ 5回 11回	{ 0回 6回	{ 1回 4回		
100 %以上の年次収益率を示した回数の平均	2.6回	0.6回	0.4回		0.9回*
同 分布範囲	{ 1回 5回	{ 0回 2回	{ 0回 2回		
年次収益率の変動幅 100%未満の銘柄数	0	9	1		
第 I 期通算収益率の平均	53.5%	25.1%	9.8%		26.5%**
同 分布範囲	{ 71.2% 28.2%	{ 51.8% 2.0%	{ 24.8% △ 3.9%		
第 II 期通算収益率の平均	2.6%	5.4%	△14.5%		4.2%**
同 分布範囲	{ 34.3% △31.2%	{ 25.9% △12.6%	{ 7.3% △39.9%		

表10 (つづき)

項 目	全期間収 益率高位 22 銘柄	表 9 の 25 銘柄	全期間収 益率低位 22 銘柄	全年次対 象 405 銘 柄	938 銘柄 全 体
第Ⅲ期通算収益率の平均	27.6%	12.6%	3.7%		13.1%**
同 分布範囲	{ 51.7% 8.7%	{ 39.7% 2.8%	{ 19.5% △10.3%		
第Ⅰ期通算収益率がマイナ スの銘柄数	0	0	4		
第Ⅱ期通算収益率がマイナ スの銘柄数	9	7	19		
第Ⅲ期通算収益率がマイナ スの銘柄数	0	0	9		
第Ⅰ期通算収益率が10%未 満の銘柄数	0	1	13		
第Ⅱ期通算収益率が10%未 満の銘柄数	15	19	22		
第Ⅲ期通算収益率が10%未 満の銘柄数	1	10	14		
期別通算収益率推移のパタ ーン：					
第Ⅰ期最高・第Ⅱ期最低	21	16	12		○
第Ⅱ期最高・第Ⅲ期最低	1	2			
第Ⅰ期最低・第Ⅲ期最高		3	3		
第Ⅰ期最高・第Ⅲ期最低		4	1		
第Ⅱ期最低・第Ⅲ期最高			6		

(注) *印は、年次ごとの収益率が計算された総件数12,113のうちに当該件数が占める割合(表3, 表4を参照)に19を乗じて、19件当りの回数に換算したものである。
 **印は、東証第一部全体の年次投資収益率の各期別平均値(表1を参照)である。
 ○印は、上記**印の数値がこのパターンになっていることを示す。

普通株の投資収益率の実績について

表11 マイナスの年次収益率が3回以下の銘柄(その1)

項 目	マイナスの年次収益率の回数				全 71 銘 柄	〔参考〕 表 9 の 25 銘 柄
	セ ロ (8 銘 柄)	1 回 (19 銘 柄)	2 回 (15 銘 柄)	3 回 (29 銘 柄)		
全期間収益率の平均	19.0%	21.4%	22.6%	22.2%	21.7%	16.5%
同 分布範囲	{ 22.9% 17.2%	{ 25.7% 15.4%	{ 51.0% 14.7%	{ 41.5% 10.9%	{ 51.0% 10.9%	{ 25.0% 6.8%
10%未満の年次収益率を示した回数の平均	6.4回	6.8回	6.7回	7.0回	6.8回	8.4回
同 分布範囲	{ 4回 8回	{ 5回 8回	{ 3回 8回	{ 3回 12回	{ 3回 12回	{ 6回 12回
年次収益率の変動幅：						
40%~50%未満の銘柄数	2	2			4	
50%~60%未満の銘柄数	3	3			6	
60%~65%未満の銘柄数	1		2		3	1
65%~70%未満の銘柄数	2	1		1	4	2
70%~80%未満の銘柄数		1	1	1	3	2
80%~90%未満の銘柄数		3	2	4	9	3
90%~100%未満の銘柄数		2	2	2	6	1
100%以上の銘柄数		7	8	21	36	16
第Ⅰ期通算収益率の平均	17.3%	19.7%	31.6%	35.0%	28.2%	25.1%
同 分布範囲	{ 20.7% 15.0%	{ 35.6% 14.4%	{ 70.8% 8.9%	{ 71.2% 6.9%	{ 71.2% 6.9%	{ 51.8% 2.0%
第Ⅱ期通算収益率の平均	18.7%	17.2%	10.9%	4.8%	11.0%	5.4%
同 分布範囲	{ 22.4% 15.3%	{ 25.9% △ 0.6%	{ 25.0% △ 9.2%	{ 26.4% △ 9.9%	{ 26.4% △ 9.9%	{ 25.9% △ 12.6%
第Ⅲ期通算収益率の平均	21.9%	27.6%	18.9%	17.7%	21.1%	12.6%
同 分布範囲	{ 33.2% 12.3%	{ 40.5% 9.4%	{ 51.7% 4.5%	{ 45.6% 4.0%	{ 51.7% 4.0%	{ 39.7% 2.8%

表12 マイナスの年次収益率が3回以下の銘柄(その2)

項目	銀行 (19銘柄)	電力 (6銘柄)	ガス (3銘柄)	私鉄 (11銘柄)	その他 (32銘柄)	全71 銘柄
マイナスの年次収益率を示した回数 がゼロの銘柄数	5	3				8
同 1回の銘柄数	14	1	2	1	1	19
同 2回の銘柄数		2	1	3	9	15
同 3回の銘柄数				7	22	29
全期間収益率の平均	21.6%	17.9%	19.3%	19.1%	23.7%	21.7%
同 分布範囲	{ 25.7% 17.5%	{ 19.4% 15.4%	{ 19.8% 18.9%	{ 23.4% 13.4%	{ 51.0% 10.9%	{ 51.0% 10.9%
10%未満の年次収益率を示した回数 の平均	6.6回	6.7回	6.7回	7.2回	6.9回	6.8回
同 分布範囲	{ 4回 8回	{ 5回 8回	{ 6回 8回	{ 5回 9回	{ 3回 12回	{ 3回 12回
年次収益率の変動幅:						
40%~50%未満の銘柄数	2	2				4
50%~60%未満の銘柄数	3	2	1			6
60%~65%未満の銘柄数	1	2				3
65%~70%未満の銘柄数	2			1	1	4
70%~80%未満の銘柄数	1			2		3
80%~90%未満の銘柄数	2		2	2	3	9
90%~100%未満の銘柄数	2			2	2	6
100%以上の銘柄数	6			4	26	36
第I期通算収益率の平均	17.5%	18.3%	24.3%	29.4%	36.3%	23.2%
同 分布範囲	{ 20.0% 13.9%	{ 21.8% 15.0%	{ 26.2% 22.6%	{ 36.6% 20.9%	{ 71.2% 6.9%	{ 71.2% 6.9%
第II期通算収益率の平均	17.7%	22.4%	22.7%	3.1%	6.5%	11.0%
同 分布範囲	{ 20.9% 15.2%	{ 25.0% 20.7%	{ 25.9% 18.0%	{ 8.9% △ 2.4%	{ 26.4% △ 9.9%	{ 26.4% △ 9.9%
第III期通算収益率の平均	30.8%	14.3%	10.2%	15.9%	19.4%	21.1%
同 分布範囲	{ 40.5% 20.7%	{ 17.9% 12.3%	{ 11.0% 9.4%	{ 21.0% 8.4%	{ 51.7% 4.0%	{ 51.7% 4.0%

普通株の投資収益率の実績について

表13 イギリスの普通株投資収益率（主要30銘柄）

A. 資本財グループ

年次	A 1	A 2	A 3	A 4	A 5	A 6	A 7	A 8	A 9	A 10	A 平均
1958	9.3	21.8	65.6	81.0	44.5	51.0	45.9	26.0	50.2	60.0	45.5
1959	△ 3.0	△ 5.0	79.6	69.5	50.0	52.5	52.6	15.6	51.0	66.7	43.0
1960	5.2	△ 3.6	△ 1.0	7.0	3.9	△ 8.9	△ 7.5	△22.3	△10.0	46.5	0.9
1961	△15.0	△13.0	18.3	13.0	7.0	5.8	△10.4	3.3	29.4	△10.4	2.8
1962	17.0	△17.4	13.8	23.0	△ 4.2	△ 0.5	△14.5	6.2	4.8	△16.5	1.2
1963	41.0	20.5	35.2	31.0	9.8	0.8	35.5	18.0	20.0	46.1	25.8
1964	2.5	26.5	△ 3.0	△ 5.4	3.5	5.6	△ 4.5	△18.3	△ 8.6	△27.5	△ 2.9
1965	26.0	20.0	△ 3.9	1.6	△ 5.8	2.4	0.4	7.9	41.0	14.3	10.4
1966	13.0	29.5	4.3	△10.4	△ 9.8	7.5	△ 7.4	30.6	△ 2.2	△23.7	3.1
1967	19.7	△ 0.9	14.1	△ 2.0	22.2	33.0	29.4	20.9	0.4	55.5	19.2
全期間	10.6	6.5	19.5	17.6	10.5	13.2	9.4	7.4	15.4	15.4	12.6

(注) 「A 平均」は、A 1～A10各銘柄の各年次および全期間収益率の単純算術平均である。

B. 消費財グループ

年次	B 1	B 2	B 3	B 4	B 5	B 6	B 7	B 8	B 9	B 10	B平均
1958	50.0	74.0	45.1	75.5	19.5	34.5	68.8	57.0	94.9	68.5	58.8
1959	128.1	59.4	35.5	43.5	48.5	35.0	97.5	38.0	91.8	49.5	62.7
1960	△ 9.0	△ 1.5	△16.8	12.8	55.0	21.5	△11.2	6.0	△11.0	5.2	5.1
1961	47.8	17.8	18.5	28.1	6.3	△10.8	△ 3.5	△ 1.0	26.0	18.0	14.7
1962	△ 8.3	7.8	2.2	△17.4	46.3	△11.5	37.0	△ 5.1	△22.6	△12.5	1.6
1963	12.5	50.3	22.5	10.2	△ 5.0	50.6	47.0	33.5	23.4	33.5	27.8
1964	0.0	7.0	△12.0	△18.4	△12.2	△27.5	14.9	17.0	△ 8.0	△13.7	△ 5.3
1965	△ 5.0	△12.0	1.3	△ 7.4	14.9	0.8	5.0	32.0	48.2	8.0	8.6
1966	2.0	△ 5.0	△10.6	△ 7.5	△14.3	△16.5	△ 8.5	4.5	6.9	△ 7.8	△ 5.7
1967	23.1	24.3	43.2	12.5	2.5	10.8	43.9	26.0	73.3	32.6	29.2
全期間	18.9	19.2	10.7	10.0	13.7	5.9	24.8	19.3	26.0	15.3	16.4

(注) 「B平均」は、B 1～B10各銘柄の各年次および全期間収益率の単純算術平均である。

表13 (つづき)

C. その他グループ

年次	C 1	C 2	C 3	C 4	C 5	C 6	C 7	C 8	C 9	C 10	C平均
1958	106.0	13.1	10.1	108.5	14.0	62.5	151.0	49.3	57.8	66.0	63.8
1959	51.0	13.4	49.6	131.0	86.0	42.5	11.5	62.0	47.0	55.0	54.9
1960	△16.5	△32.2	4.5	△29.7	1.0	△15.0	30.0	9.1	△13.6	△7.8	△7.0
1961	6.0	3.4	28.2	4.5	18.9	41.8	△11.0	△7.0	△24.9	△11.8	4.8
1962	4.0	47.6	2.0	5.2	△9.8	3.2	1.5	7.0	0.0	△44.5	1.6
1963	△1.8	112.2	98.0	28.0	29.0	40.5	△6.2	30.0	59.3	33.0	42.2
1964	29.4	24.4	△17.8	3.0	38.5	2.9	8.0	△5.5	2.8	8.0	9.4
1965	11.2	17.1	4.1	2.0	8.0	9.5	19.8	5.2	4.7	17.5	9.9
1966	3.0	△2.1	△22.7	△10.5	△10.6	0.3	14.2	△12.0	△1.5	8.5	△3.3
1967	54.7	99.3	52.4	6.4	59.2	34.8	125.3	43.2	34.2	5.1	51.5
全期間	20.5	23.1	16.2	16.9	20.2	19.9	26.2	15.6	13.1	8.4	18.0

(注) 「C平均」は、C1～C10各銘柄の各年次および全期間の収益率の単純算術平均である。

平均

年次	A平均	B平均	C平均	総平均	銘柄別の年次投資収益率が			プラス10%以上の件数	50%以上の件数	100%以上の件数
					マイナスの件数	プラスで10%未満の件数	両者の計			
1958	45.5	58.8	63.8	56.0	0	1	1	29	18	3
1959	43.0	62.7	54.9	53.5	2	0	2	28	16	2
1960	0.9	5.1	△ 7.0	△ 0.3	17	8	25	5	1	
1961	2.8	14.7	4.8	7.4	11	7	18	12		
1962	1.2	1.6	1.6	1.5	13	11	24	6		
1963	25.8	27.8	42.2	31.9	3	2	5	25	5	1
1964	△ 2.9	△ 5.3	9.4	0.4	14	10	24	6		
1965	10.4	8.6	9.9	9.6	5	14	19	11		
1966	3.1	△ 5.7	△ 3.3	△ 2.0	18	8	26	4		
1967	19.2	29.2	51.5	33.3	2	4	6	24	7	1
全期間	12.6	16.4	18.0	15.6	85	65	150	150	47	7

(注) 「総平均」は、30銘柄の各年次および全期間収益率の単純算術平均である。

表14 回帰分析による各銘柄の特性線の例(その1)

銘柄	a 縦軸との交点 の高さ	b 直線の傾斜	決定係数	〔参考〕 全期間収益率 (%)
松下電器産業	- 1.7957	2.2906	.779	33.7
カルビス食品工業	21.0004	2.1780	.368	51.0
トヨタ自動車工業	1.9743	2.0805	.597	32.3
三菱重工業	- 12.1731	1.6405	.638	13.5
麒麟麦酒	1.1560	1.6338	.420	25.0
三井物産	- 9.6457	1.6196	.561	15.3
住友化学工業	- 7.5940	1.5431	.585	16.0
味の素	1.9081	1.4759	.360	19.6
トーメン	- 7.4798	1.3915	.724	15.0
東レ	- 1.2375	1.3666	.533	20.2
日立製作所	- .6188	1.3379	.453	19.5
松坂屋	- .7238	1.2264	.664	19.3
三菱地所	2.2541	1.1576	.444	20.8
古河電気工業	- 6.8886	1.1451	.630	11.3
小野田セメント	.7523	1.1370	.600	9.7
キッコーマン醬油	2.2788	1.1289	.397	19.3
十條製紙	- 7.6905	1.1103	.528	9.9
飯野海運	- 19.2331	1.0689	.300	- 4.6
日本毛織	- 2.3830	1.0259	.390	13.8

表15 回帰分析による各銘柄の特性線の例(その2)

銘柄	a 縦軸との交点 の高さ	b 直線の傾斜	決定係数	[参考] 全期間収益率 (%)
日本セメント	- 1.8453	.9459	.400	13.0
旭硝子	2.8560	.9374	.481	18.3
東武鉄道	2.7918	.9239	.564	18.1
富士銀行	12.2058	.9114	.167	24.7
キヤノン	13.5599	.8987	.136	23.4
平和不動産	- .6554	.8827	.329	12.9
新日本製鉄	1.6160	.8386	.285	14.3
東京海上火災保険	7.0894	.7866	.180	17.9
王子製紙	- 1.2266	.7529	.461	11.0
日本鋼管	4.0151	.7069	.352	15.4
三菱倉庫	5.6893	.6874	.137	14.6
日清紡績	1.4797	.6045	.238	10.7
東京電力	9.8293	.5578	.271	19.1
日清製粉	7.9186	.5253	.097	14.9
東京瓦斯	11.5336	.5013	.149	18.9
三菱越	13.5332	.4911	.238	21.4
三井金属鉱業	5.4731	.4397	.141	11.6
日本郵船	2.7084	.4361	.062	6.8
第一勧業銀行	17.4034	.3598	.137	22.9
大阪商船三井船舶	3.0649	.2568	.016	3.2

普通株の投資収益率の実績について