

## 国内新興市場の展望

### 目次

- I. はじめに
- II. 新興市場の特色と動向
- III. 新興市場の展望
- IV. おわりに

受託運用部 主任調査役 国広 一清

### I. はじめに

国内新興市場（以下「新興市場」）の株価低迷が続いている。

きっかけは、2006年1月の「ライブドアショック」であったと思われる。その後、新興市場上場の一部企業で不正会計問題が表面化するなど、投資家の新興市場全体に対する不信感が高まったことが更なる株価の下落を引き起こした原因と考えている。

さらに、2007年3月期の企業決算は、東証一部企業が2桁増益であったにもかかわらず、新興市場では軒並み減益となり、投資家に業績停滞感を強く感じさせたことも、市場の低迷を長引かせている要因となっている。

下落し始めてから1年半が過ぎ、下落の要因となった「新興市場に対する不信感」や「業績の低迷」には変化の兆しは見られるのだろうか？

投資家の新興市場株の売買動向に新興市場の底打ちを感じさせる動きは出てきているのだろうか？

本稿では、新興市場の今後の展望について述べてみたいと思う。

### II. 新興市場の特色と動向

#### 1. 新興市場とは

新興市場は、「更なる成長が期待される新興企業に広く門戸を開放する」目的から、利益の額などの定量的な上場基準を緩やかにすることにより、「事業の高い成長可能性」を持つ新興企業に資金調達の手続きを提供する有価証券取引市場である。

代表的な市場であるジャスダック市場は、1963年に「店頭登録市場」として創設された。その後、1998年の証券取引法改正によって、ジャスダック市場は「店頭売買有価証券市場」

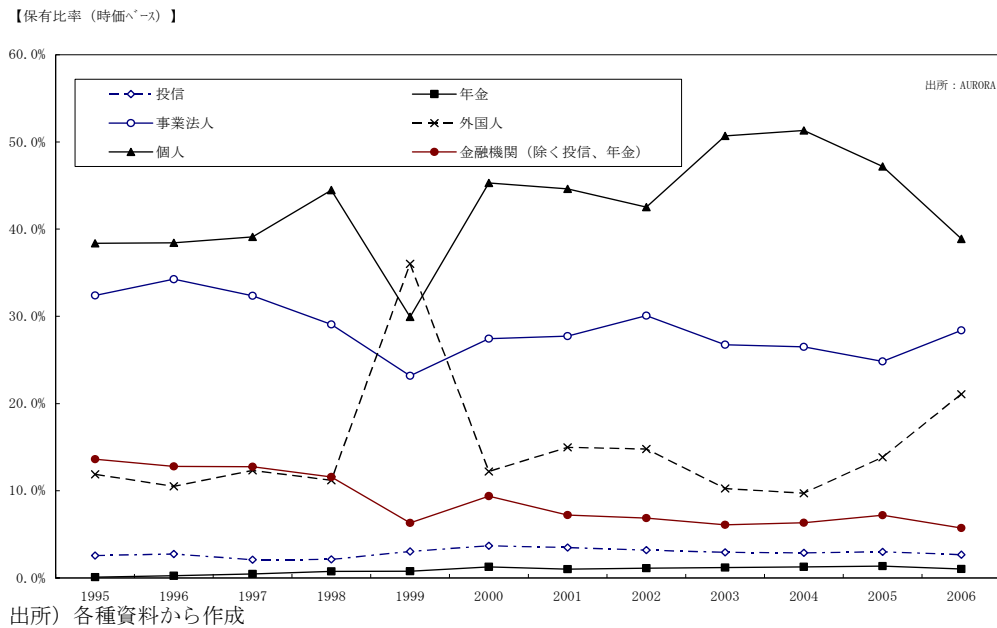
とされ、市場機能面でも取引所市場<sup>1</sup>と対等となり、中堅企業や新興企業のための市場として成長してきた。また2000年前後には、新たに東証マザーズ・大証ヘラクレス・名証セントレックス・札幌アンビシャス・福岡Q-Boardが登場するなど、新興市場は拡大を続けている。

新興市場の投資部門別保有比率をジャスダック市場を例にとってみると、以下のようになっている（図表1）。

- ・個人 最近は縮小気味ではあるものの、概ね40%程度
- ・事業法人 比率は安定しており、概ね30%程度
- ・外国人 個人の減少分を相殺する方向で最近増加方向であり、20%程度

このように、個人・事業法人・外国人の3主体でほぼ90%を占めているが、なかでも、最大の投資主体は個人であり、新興市場の相場動向を考えるにあたっては、個人投資家の動向が重要なポイントとなる。

図表1： ジャスダック市場投資部門別保有比率推移（時価ベース）



<sup>1</sup> 代表的な取引所市場は「東京証券取引所第1部（以下「東証1部」）」。

次に、新興市場と東証1部で構成銘柄を業種別に比較してみると、

- ・新興市場は東証1部に比べ業種別の構成銘柄に偏りが大きい。
- ・ジャスダック・東証マザーズとも新興市場には、情報・通信、小売、サービスといった内需依存の企業が圧倒的に多い。

といった特徴があることがわかる（図表2）。即ち、新興市場は東証1部に比べ内需関連銘柄の業績に影響され易い市場であるといえ、業績面からは、こうした業種に着目することが相場動向を占うポイントになる。

図表2：東証1部・ジャスダック・東証マザーズ市場の業種別構成比

東証1部		ジャスダック		東証マザーズ	
セクター	ウェイト	セクター	ウェイト	セクター	ウェイト
電気機器	14%	情報・通信	31%	サービス	41%
銀行	11%	小売	11%	情報・通信	23%
輸送用機器	10%	サービス	11%	不動産	14%
化学	5%	機械	8%	小売	5%
情報・通信	5%	卸売	8%	医薬品	4%
卸売	5%	電気機器	6%	化学	3%
上位業種計	50%	上位業種計	75%	上位業種計	90%

## 2. 新興市場の動向

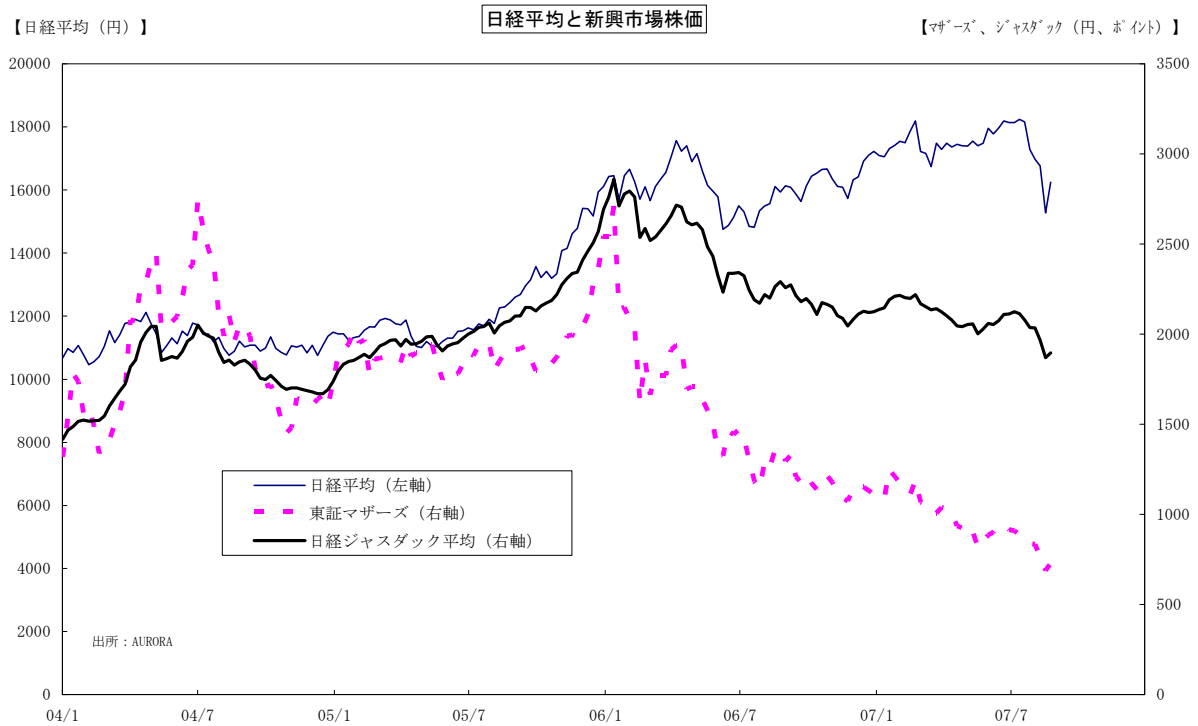
冒頭でも述べた通り、新興市場の株価は2006年以降大幅な下落が続いている。日経ジャスダック平均は、2006年1月16日の「ライブドアショック」を基点に30%を越える下落となっており、東証マザーズ指数についても、同基点から70%を超える下落率となっている。一方日経平均株価<sup>2</sup>は、2006年1月16日終値の16268円と同水準を維持しており、新興市場の株価の下落が際立った形となっている。さらに、下落開始時からの直近の安値は、日経ジャスダック平均は8月22日に付けた1867.33ポイント、東証マザーズ指数は8月17日に付けた688.46ポイントと両指数とも8月末の指数と大差はなく、足元においても低迷が続いている（図表3）。

また新興市場という括りのなかでは、今回の市場不信のきっかけとなったライブドアが所属する東証マザーズ市場の下落率が、日経ジャスダック平均の下落率よりはるかに大きくなっており、「市場への不信感」が株価の下落に大きな影響を与えていることを窺わせ

<sup>2</sup> 東証1部上場銘柄の株価水準を示す指標

る。加えて、東証1部市場との売買代金の比率が低下し続けていることは、新興市場への注目度が薄れ売買が盛り上がらない状態を示唆している（図表4）。

図表3：日経ジャスダック平均・東証マザーズ指数・日経平均株価の推移



	2006年1月16日	2007年8月31日	騰落率(%)
日経平均株価	16,268.03 円	16,569.09 円	+1.9%
東証マザーズ指数	2,799.06 ポイント	729.66 ポイント	▲73.9%
日経ジャスダック平均	2,904.38 ポイント	1,907.96 ポイント	▲34.3%

図表4： 新興市場（ジャスダック・マザーズ・ヘラクレス）+東証2部の売買代金合計と  
対東証1部売買代金比率



### 3. 新興市場企業の業績動向

このように、新興市場の株価低迷は、「市場への不信感」が一つの大きな要因になっていると考えられるが、これに加え、所属企業の業績の悪化が、低迷をより長期化させている。

図表5にもあるように、新興市場に上場する企業の2006年度決算は、ジャスダックが当期利益段階で大幅減益となった他、東証マザーズについては株価下落に伴う固定資産の減損処理等で特別損失額が膨らみ、当期利益段階では赤字に転落している。一方で、東証1部企業の2006年度決算は2桁増益で両者の差は大きく、株価推移に大きな乖離の表れた要因の一つと考えられる。

図表5： 市場別の企業業績動向（前年比伸び率（%））

前年比	売上高		経常利益		当期利益	
	2005年度	2006年度	2005年度	2006年度	2005年度	2006年度
東証1部	7.8%	7.1%	11.4%	9.7%	42.1%	12.6%
ジャスダック	9.0%	1.0%	11.4%	2.0%	-5.1%	-13.5%
東証マザーズ	72.2%	51.2%	105.9%	-12.9%	101.0%	赤字転落

注) 金融を除く3月決算企業  
出所) 会社資料から集計

### Ⅲ. 新興市場の展望

これまで述べてきたように、新興市場は、市場に対する不信感の高まりを契機に、その後の業績不振も相俟って低迷が続いている。以下では、まず過去の下落局面と今回の下落局面の比較を行ったうえで、今回低迷した要因の更なる分析を行い、新興市場の今後の展望について考えてみたい。

#### 1. 過去の株式市場の下落局面との比較

過去に市場が大幅に下落した、1929年世界大恐慌、1989年バブル崩壊、2000年ITバブル崩壊などの局面と今回の下落局面を比較してみた。今回の下落は国内要因であり、ファンダメンタル等を比較することは困難であるが、新興市場は業績よりも需給動向に相場が左右される傾向が強いため、過去の下落局面の下落率や下落期間を比較し分析してみたい。

図表6をみると、過去の下落局面については、平均すると60%超の下落率で概ね3年近くの調整期間を経て回復の方向に向かっていることがわかる。今回の下落については、日経ジャスダック指数で34.3%の下落率で下落期間は20ヶ月、東証マザーズ指数で73.9%の下落率で下落期間は20ヶ月となっており、下落率は両市場を平均すると50%超と、調整幅としては、過去の大幅下落局面と比較しても十分と考えられる。しかし下落期間については、過去の局面では30ヶ月以上の日柄を必要としているのに対し、今回の下落期間は20ヶ月程度であることから、過去の経験からいえば、株価の底打ちにはあと1年程度の日柄調整が必要と考えられる。

さらに、今回の日経ジャスダック平均の下落と東証マザーズ指数の下落のチャートをNASDAQ総合指数の2000年からの下落局面のチャートと重ねてみると、両指数とも、下落幅については概ね大底の水準に近づいており、ここからの株価の下落は限定的と考えられる(図表7)。しかし、下落期間については、グラフの形状から見る限り、底値近辺での値固めに日柄を要することを示唆しており、相場の本格回復には今しばらくの時間が必要となろう。

図表6： 新興市場と他市場の過去大幅下落局面との比較

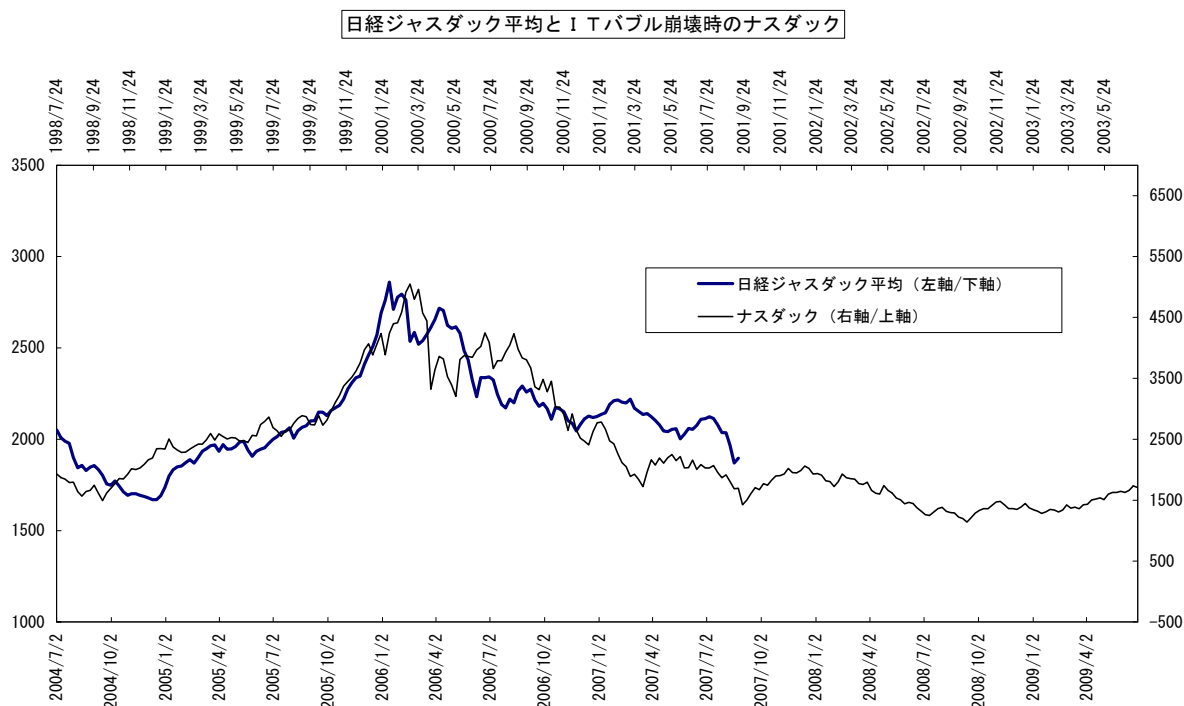
過去的大幅下落局面

時期	指数	起点となる日と水準	終点となる日と水準	下落率と期間（月数）
世界大恐慌	N Y ダウ	381.17 1929/9/3	41.22 1932/7/8	▲89.2% 35
バブル崩壊	日経平均株価	38,915.87 1989/12/29	15,993.48 1992/11/17	▲58.9% 36
	日経ジャスダック平均	4149.20 1990/7/9	1,099.32 1992/11/17	▲73.5% 29
ITバブル崩壊	N Y ダウ	11,722.98 2000/1/14	7,286.27 2002/10/9	▲37.9% 34
	日経ジャスダック平均	2,713.73 2000/2/21	943.45 2002/12/24	▲65.2% 35
	N A S D A Q 総合指数	5,048.62 2000/3/10	1,114.11 2002/10/9	▲77.9% 32
	日経平均株価	20,833.31 2000/4/12	7,607.88 2003/4/28	▲63.5% 37
上記の下落局面の平均				▲66.6% 34

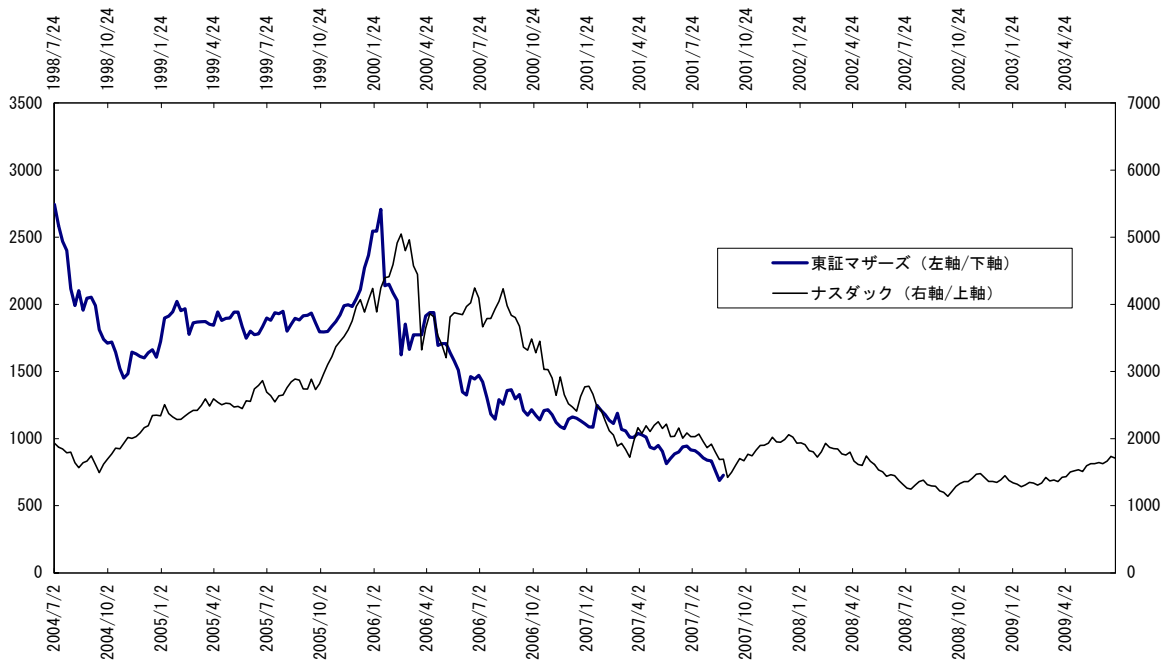
今回の下落（8月末現在）

ライブドア ショック	日経ジャスダック平均	2,904.38 2006/1/16	1,907.96 2007/8/31	▲34.3% 20
	東証マザーズ指数	2,799.06 2006/1/16	729.66 2007/8/31	▲73.9% 20

図表7： 新興市場とNASDAQ総合指数の過去大幅下落局面との比較



東証マザーズとITバブル崩壊時のナスダック



## 2. 市場に対する不信感の高まり

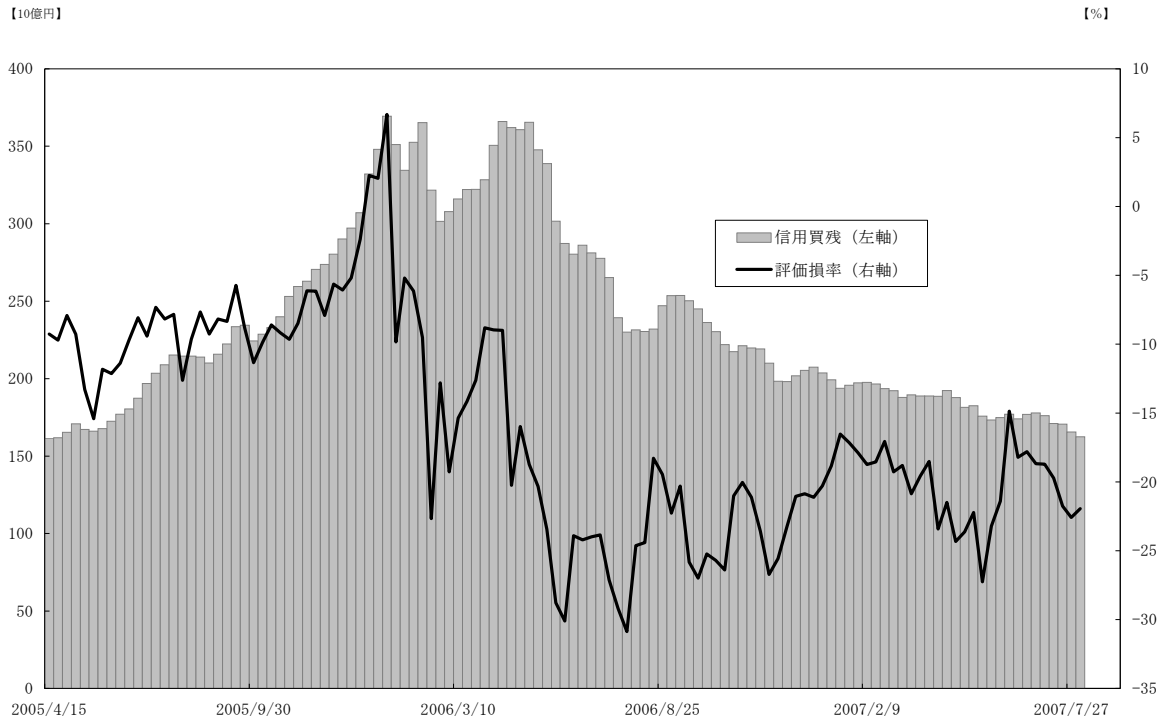
次に、今回の株価低迷の契機となった市場への不信感の高まりについて考えてみたい。

今回の下落局面においては、株価の下落と歩調を合わせる形で個人の保有比率の低下が起こっており（前出図表 1）、市場に対する不信感の高まりが、新興市場の最大の投資主体である個人を中心に生じたものであると考えられる。即ち、今後の株価の回復に向けては、個人投資家のセンチメントの回復が一つの重要なファクターとなる。そこで、個人投資家の動向を探るため、主として個人投資家がプレーヤーとなっている信用取引における、信用買残と評価損益率の推移を分析してみた。

図表 8 にみられるように、信用買残については、指数が下落するなか減少傾向を強めており、信用買残がもたらす「将来の売り圧力」は従前よりはかなり低下していると考えられる。しかし評価損益率については、▲30%超の水準からは回復傾向にあるものの、▲20%超の水準に留まっており、依然として調整局面が続いている。これがせめて▲10%程度まで改善しないと、個人のセンチメントは改善したと言い難い状況である。



図表8： ジャスダック市場の信用買残と評価損益率

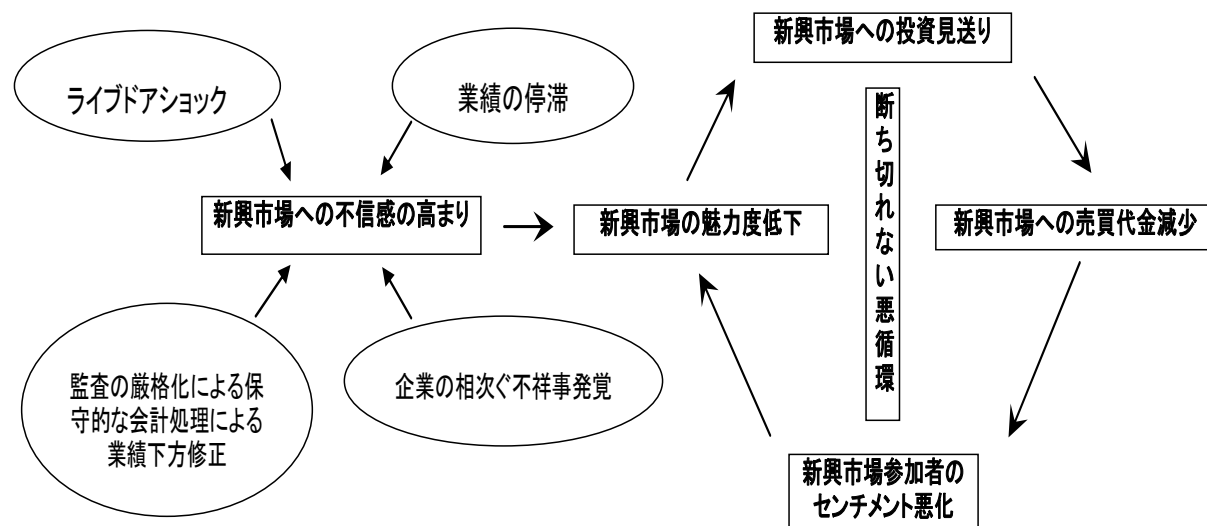


※信用買残・・・信用取引において信用買いをし、反対売買（売却）がまだ済んでいない取引金額のこと。制度信用取引の場合には6ヶ月以内に買った株を売却（反対売買）し、取引所に借りたお金を返さなければならない。つまり、信用買残とは「将来的な売り圧力」を表している。

※評価損益率・・・信用取引残高の時価との差額（評価損益）を表す指標。評価益の信用取引残高は、速やかに「利益確定の売り」がなされることが多く、評価損益率は通常マイナスの評価損の状態が一般的。評価損益率は、その高低により相場の転換点を判断することに用いる。

このように調整局面が進展していない要因としては、前出図表4にもあるように、新興市場の売買代金の水準が著しく低下していることが影響している。もともと流動性の大きくない新興市場では、現在のように売買代金の水準が低下すると、売却をしたくても売却が困難であったり、あるいは自らの売り注文により株価を下落させてしまうといった状況が生じやすい。こうした状況のもとでは、信用買残の調整に時間がかかり、信用買残と評価損益率の改善を阻害している。個人のセンチメントの悪化が、市場離れによる売買代金の水準低下を通じ信用買残や評価損益率の改善を遅らせ、その結果としてセンチメントが改善しないという悪循環に陥っている（図表9）。

図表 9 : 新興市場下落の悪循環



### 3. 新興市場企業の業績動向

では、新興市場企業の業績動向には回復の兆しは見られるのだろうか。

06年度の新興市場の企業業績動向は、前にも述べた通り、子会社の整理等によるリストラや会計監査の厳格化による一過性の損失等により大幅に悪化した。しかし、今期の新興市場の企業業績動向は、当期利益ベースで80%増と大幅な改善が見込まれている(図表10)。これは、特別損失の計上が落ち着くことに加え、雇用者所得の安定を背景にマクロベースで見た個人消費見通しが明るいことが、図表2で示したように小売、サービスなど個人消費に影響を受けるセクターが多い新興市場に対し、好影響を与えることがその理由に挙げられる。会社計画の実現性が高まる年明け以降には好材料として市場に認識され、株価低迷の悪循環を断ち切るきっかけになるのではないだろうか。

図表 10 : 市場別の企業業績動向 : 2007 年度予想 (前年比伸び率 (%))

前年比	売上高 2007年度(予想)	経常利益 2007年度(予想)	当期利益 2007年度(予想)
東証1部	4.4%	5.8%	16.6%
新興三市場	7.1%	24.3%	82.1%

注) 金融を除く3月決算企業  
出所) 会社資料・東洋経済から集計

## 4. 今後の展望

これまで述べてきた分析を整理すると、以下の通りとなる。

まず、今回の下落局面を他市場の過去の下落局面と比較すると、株価水準ではそろそろ底値に近づいているものの、調整期間としては十分な時間を経たとは言い難く、今しばらくの日柄調整が必要だと考えられる。

次に個人の売買動向をみると、信用買残の調整は進んでいるものの評価損益率の水準はセンチメントの回復に十分なものではなく、調整が完了したとはいいがたい状況となっている。加えて、信用買残や評価損益率の調整に必要な売買代金の水準は、センチメントが回復しないために回復しないという悪循環に陥っている。

一方業績については、今期は大幅な改善が見込まれ、会社計画の実現性が高まる年明け以降には好材料として市場に認識されることで、株価低迷の悪循環を断ち切るきっかけになることが期待される。

さらに、今回の下落のきっかけとなった「新興市場に対する不信感」についても、各証券取引所が上場基準・審査の厳格化を検討するなど、今後は経営基盤の脆弱な企業の新規上場に一定の歯止めをかけられると思われ、時間の経過とともに落ち着いてくると考える。

以上を踏まえると、今後の新興市場については、本格回復にはさらに1年程度の時間を要するとみられるが、調整が進んだ株価はこの水準から大きくは下がらず、当面は底値を探りつつも、回復への足がかりを模索する動きになると予想される。

## IV. おわりに

このように、新興市場全体が本格的に回復するには、今しばらくの時間が必要であると考えられるが、個別銘柄に目を向ければ、下落幅を勘案すると既に割安な銘柄が多数見受けられる。成長するニッチ市場に特化した企業、独自のビジネスモデルで今後の成長の蓋然性が高い企業のなかから、魅力的な銘柄に投資を行うタイミングが到来しつつあると考えている。

一方市場全体を見渡すと、従前の楽天やソフトバンクといったスター銘柄が減少し、スター銘柄が市場全体を盛り上げる事が出来ない状況にある。新興市場に魅力的な銘柄が途切れることなく登場し、新興市場がその本来の目的を十分に果たしていくことは、今後日本経済が世界で競争力を維持していくといった観点からも、非常に重要なことだと考えられる。以前のネット関連の成長銘柄群に続く新たな成長企業の誕生により、新興市場全

体が活況となり、ひいては、日本経済の競争力の向上に繋がっていくことを、金融業務に携わるものの一人として、大いに期待している。

(平成 19 年 9 月 18 日 記)

- ◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
- ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）