

■連載（全20回＋総括編）——■

アジア／G20株式市場のいま



広島経済大学 教授
前国際通貨研究所 主任研究員

糠谷 英輝

hideki.nukaya@hue.ac.jp

第13回 サウジアラビア

No. **310**
(2011年6月号)

第18回 メキシコ

No. **321**
(2012年5月号)

第14回 トルコ

No. **312**
(2011年8月号)

第19回 ブラジル

No. **323**
(2012年7月号)

第15回 ロシア

No. **315**
(2011年11月号)

第20回 カンボジア、ラオ
ス、ブルネイ

No. **325**
(2012年9月号)

第16回 南アフリカ

No. **317**
(2012年1月号)

総括編

No. **326**
(2012年10月号)

第17回 アルゼンチン

No. **319**
(2012年3月号)

*2012年4月1日付けで広島経済大学教授に就任
各論文の所属・肩書は執筆当時のもの

公益財団法人 資本市場研究会
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア / G20株式市場のいま

—第19回 ブラジルの株式市場



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

ブラジル株式市場では、資源産業の存在感が大きく、株価指数の変化は資源価格と強い連動性を持つ（注1）。ブラジルは資源大国ではあるが、経済成長は内需が主導しており、純輸出（輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は2010年以降、マイナスが続いている。しかし一方では、生産や設備投資は資源関連を中心に輸出との相関も高い。したがってブラジル経済は資源価格等の動向に影響を受けるものの、世界経済の一体化（グローバリゼーション）が進む中で、欧州債務問題や米国景気動向といった国際経済金融情勢にも左右される。しかも新興国を代表する一国として内需を中心としたブラジル経済の成長への期待は高く、外国からの投資資本の流入も多い。ブラジル株式市場はこうした複雑に絡み合った情勢の下に置かれている。

〈目次〉

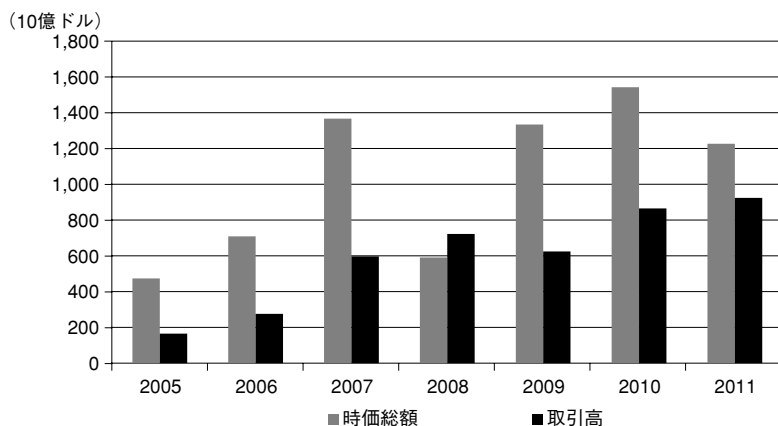
1. サンパウロ証券取引所の概要
2. ブラジル株式市場の特徴
3. 外国人投資家と投資規制

■ 1. サンパウロ証券取引所の概要

ブラジル株式市場は新興国の株式市場の中でも特に拡大が著しい。2012年3月末のサンパウロ証券取引所（BM&FBOVESPA：São Paulo Stock Exchange（注2））の時価総額は世界第9位、2012年1～3月の取引高では世界第13位の株式市場に成長している。なお、BM&FBOVESPAの時価総額と取引高の推移は（図表1）の通りである（注3）。

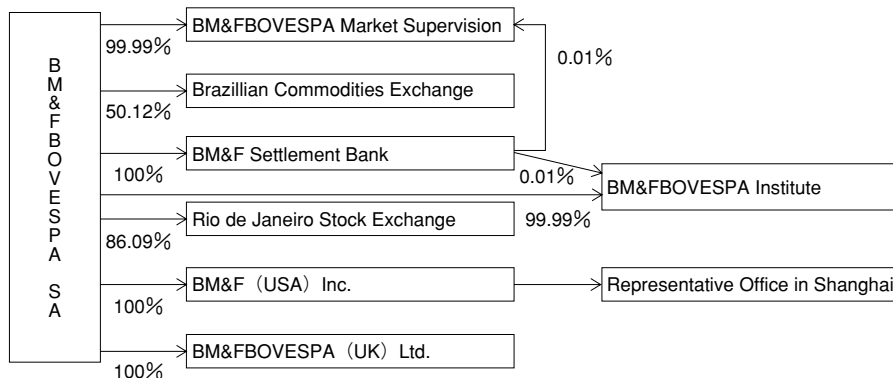


(図表 1) サンパウロ証券取引所の時価総額と取引高の推移



(出所) WFE

(図表 2) BM&FBOVESPAのグループ概要



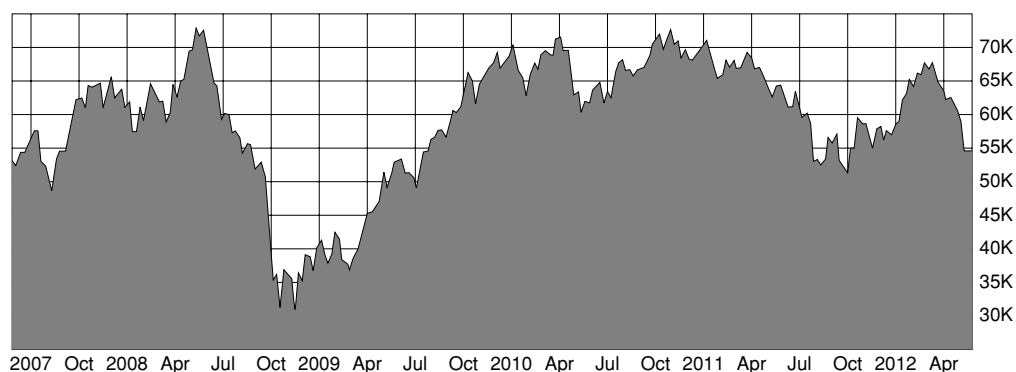
(出所) BM&FBOVESPA

サンパウロ証券取引所はブラジルで唯一の株式取引所である。2000年1月にリオデジャネイロ証券取引所と合併し、株式取引は全てサンパウロ証券取引所で行われるようになる一方、リオデジャネイロ証券取引所では国債取引や民営化のオークションが行われている。BM&FBOVESPAのグループ概要は(図表2)の通りである。BM&FBOVESPAは株式、債

券、外国為替、各種デリバティブ、商品等の売買市場を提供する他、清算、決済サービス機能など証券取引全般を担う証券取引所となっている。

サンパウロ証券取引所での株式取引は電子取引であり、コロケーション・サービスやDMA (Direct Market Access) が導入されている。機関投資家向けにはMEGABOLSA、個人投資家向けにはHome Brokerと呼ばれる

(図表3) ボベスパ指数の推移



(出所) YAHOO! FINANCE

取引システムが提供されている。株式現物取引（電子取引）の取引時間帯は月曜日～金曜日の10時～17時であり、これに加えて9時45分～10時のPre-opening、17時45分～19時のAfter-market Trading Sessionが設けられている（17時30分～17時45分はAfter-market Trading SessionのPre-opening）。なお、After-market Trading Sessionでは取引可能銘柄が指数構成銘柄などに限られている。

またブラジル法上で要求される水準以上の高度のコーポレート・ガバナンス基準を満たす企業に関しては、NOVO MERCADOと呼ばれる特別市場で取引が行われる。

サンパウロ証券取引所での全ての株式取引に対しては中央証券保管機関であるCBLCがCCP機能を提供しており、決済はT+3ベースのDVPとなっている。

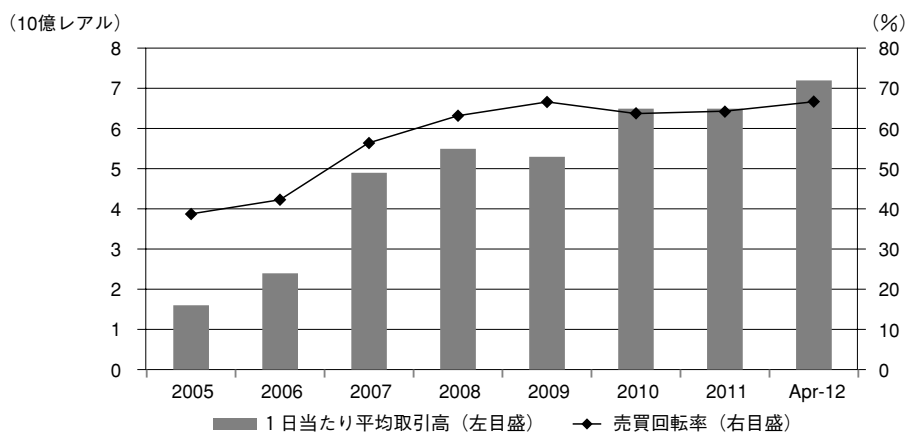
BM&FBOVESPAは他市場との戦略的提携も積極的に進めている。シカゴ・マーカント取引所グループ（CME Group, Inc.）

と戦略的パートナーシップ協定を締結し、クロス上場を行う他、香港、上海、深圳、チリ、コロンビアの各取引所とはMoU（了解覚書）を結んでいる。

またBM&FBOVESPAは2010年からの5年間で200社を新規上場させ、個人投資家を60万人から500万人に増加させる目標を立てている。このため投資家の裾野を広げる投資家教育に力を入れている。経済の高成長に伴い、国民の所得水準が増加し、前述の通り経済は内需中心にさらなる成長を遂げるという循環が生まれてきている。BM&FBOVESPAの目標は、個人の株式投資拡大の基盤が出来つつあることに対応したものである。

サンパウロ証券取引所の代表的株式指数はボベスパ指数（IBOVESPA Index）であり、同指数はサンパウロ証券取引所での株式取引の約80%、時価総額ベースで約70%をカバーしている。ボベスパ指数の推移は（図表3）の通りである。

(図表4) 1日当たり平均取引高と売買回転率



(出所) BM&FBOVESPA

■ 2. ブラジル株式市場の特徴

(1) ブラジル株式取引における特徴

サンパウロ証券取引所では、1日当たり平均取引高は増加傾向にあり、売買回転率も60%を超え、2012年4月には66.7%と高い水準にある(図表4)。中南米の証券取引所の中では圧倒的に売買回転率が高く、世界の主要証券取引所と比較しても遜色ない活発な株式取引が行われている。因みに2012年4月ではユーロネクストの売買回転率(68.5%)とほぼ同水準であり、ロンドン証券取引所(54.1%)を上回っている。

ブラジル株はサンパウロ証券取引所における取引に加えて、米国預託証券(ADR)での取引も活発に行われ、ブラジル株は米国市場におけるADR取引の3割程度を占めている。

ブラジル株の取引シェアを見ると、2012年

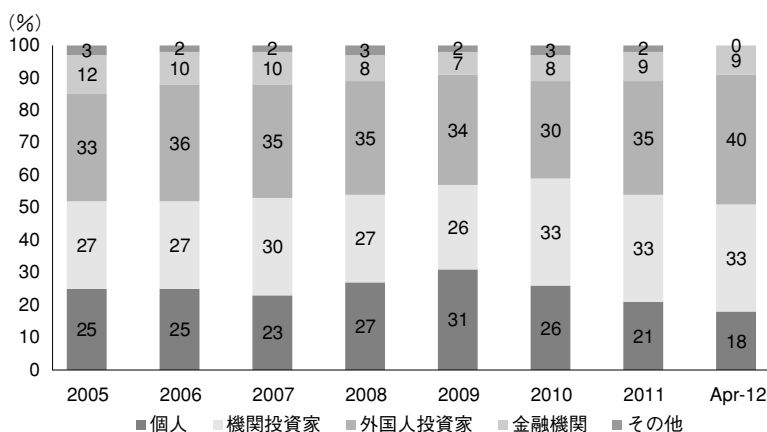
4月では、ニューヨーク証券取引所でのADRが15.6%、ニューヨーク証券取引所以外の米国市場でのADRが23.2%、サンパウロ証券取引所でのADR発行企業株式取引が25.6%、サンパウロ証券取引所でのそれ以外のブラジル株取引が35.6%となっている。すなわち約4割のブラジル株がADRとして米国市場で取引されている。1998年以降、2008年にかけて米国市場でのADRの取引シェアはほぼ一貫して上昇しているが、2009年以降はブラジル市場での取引シェアが上昇に向かっている。

(2) 投資家から見た特徴

サンパウロ証券取引所の投資家の構成は(図表5)の通りである。外国人投資家と機関投資家を合わせて約7割、個人投資家が約2割を占めている。

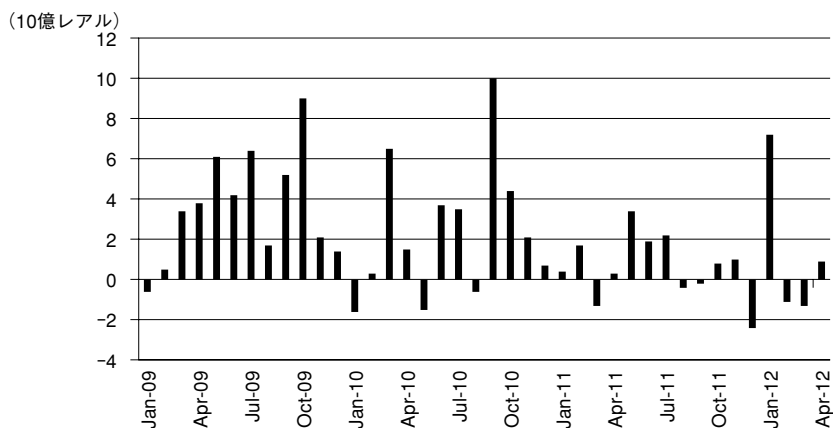
近年のブラジル株式市場における投資家の

(図表5) サンパウロ証券取引所株式市場の投資家構成



(出所) BM&FBOVESPA

(図表6) 外国投資資金のネット流出入額



(出所) BM&FBOVESPA

特徴としては、外国人投資家による投機的取引を含めた投資の増加と国内機関投資家による投資の拡大という2つの側面が指摘できる。

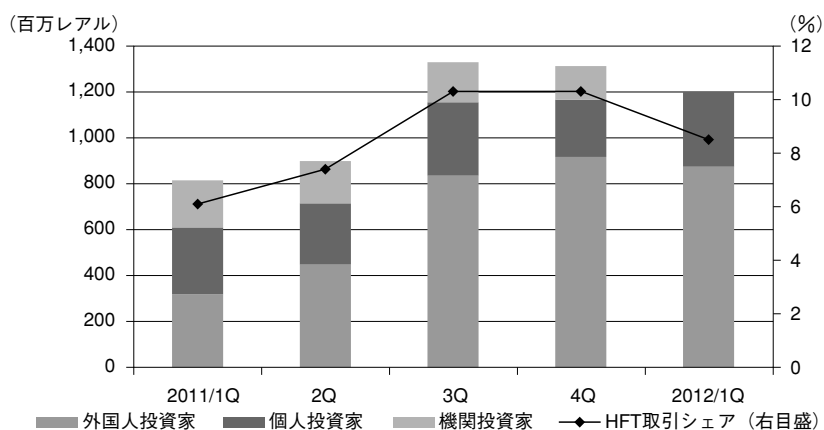
また外国からの投資資本の流入は、先進諸国等の経済悪化からブラジル経済への成長期待という、必ずしもブラジル経済の現状を反映したものではないことも多い。このため外

国資本の流入は株式市場に大きな影響を与えるとともに、ブラジル株式市場の株価変動を複雑なものとしている。

① 外国人投資家

近年の外国投資資金のネット流出入額の推移は(図表6)の通りである。2009年、2010

(図表7) HFTの1日当たり平均取引高と取引シェア



(出所) BM&FBOVESPA

年は高水準の流入額を記録している。2011年後半からはネット流入額が減少しているが、欧州債務危機、米国経済成長の先行き不透明感などによって国際的に投資資金が先進国の債券などの安全資産に向かっていることによる。こうした中でも2012年1月にはネットで72億レアルの流入額を記録している。

外国人投資家によるブラジル株投資の増加(買い越し)が株価上昇の要因として指摘されている。また外国人投資家による投資では投機的取引も多く、これは株価の変動を高める結果ともなっている。

外国人投資家は高頻度売買(HFT)を活発に行っており、最近の1日当たりHFT平均取引高を見ると、外国人投資家による取引が7割程度を占めている(注4)(図表7)。HFTの全取引に占めるシェアは上昇傾向にあり、現在では約1割がHFTとなっている。またHFTのうち約6割がコロケーション

(co-location) サービスを利用した取引である(2012年第1四半期のデータ)。なお、機関投資家はあまりHFTを行っていない。

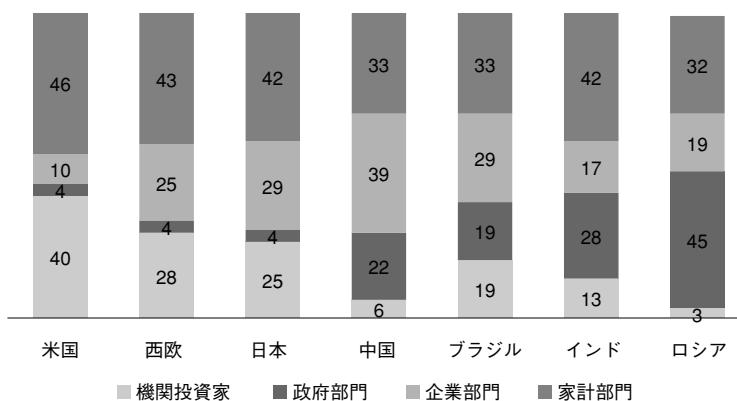
② 国内機関投資家

部門別の金融資産保有状況を見ると、ブラジルでは機関投資家が2割程度のシェアを占めている。これはBRICS諸国の中では高い水準にあるものの、先進諸国に比べれば未だ低い水準に留まる(図表8)。また政府部門の金融資産保有シェアが高いのも新興国共通に見られる特徴である。

また機関投資家の金融資産規模と増加率を見ると、年金、保険ともに高い増加率を見せているものの、経済規模に比較すれば機関投資家の金融資産規模は未だ低い水準にあり、今後の増加が期待される状況にある。特に保険で金融資産の蓄積が遅れている(図表9)。

年金基金を見ると、ポートフォリオの資産

(図表8) 先進国・BRICSの部門別金融資産保有状況
(2010年、シェア：%)



(出所) McKinsey

(図表9) 機関投資家の金融資産規模と増加率

	年金		保険	
	金融資産規模	増加率	金融資産規模	増加率
	(2010年：対GDP比%)	(2000~2010年：CAGR%)	(2010年：対GDP比%)	(2000~2010年：CAGR%)
米国	103	4	45	5
西欧	33	5	61	6
日本	61	7	64	3
中国	9	34	11	26
インド	5	22	15	20
ブラジル	20	19	6	28
メキシコ	7	15	4	17

(出所) McKinsey

額は2002年の1,680億リアルから2011年には5,740億リアルに急増している。このうち株式投資比率は2002年の27.7%から2011年には30.1%へと上昇している(注5)。

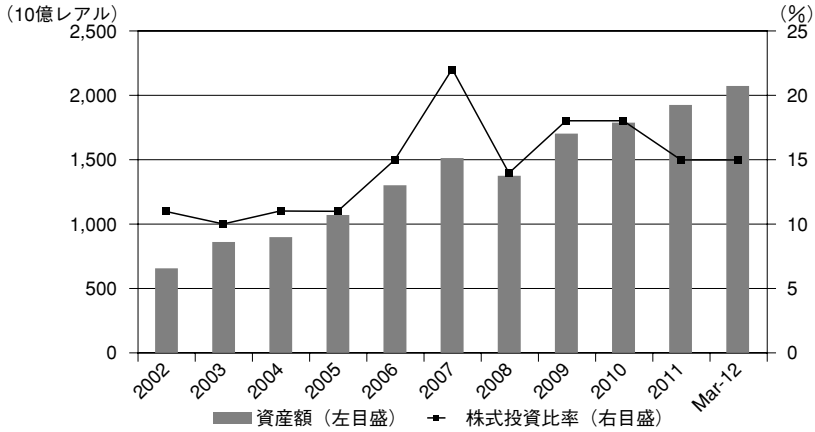
また投資ファンドによる株式投資比率を見ると、全世界平均では40%であるのに対して、ブラジルでは15%に過ぎない(図表10)。さらに家計部門の株式投資比率も15%程度であり、先進諸国に比べて低い水準に留まっている(図表11)。なお、家計部門の株式投資比

率が低い状況はBRICS諸国等、新興国で共通に見られる特徴でもある。

(3) 上場企業と資金調達

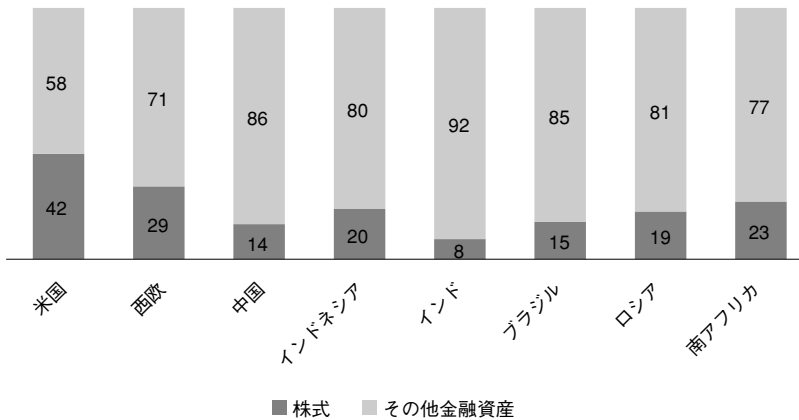
ブラジル企業は株式市場で積極的な資金調達を行っている。新規事業に必要な資金調達を行うために株式公開や増資を選択するケースが多い。これは株式による資金調達が相対的に高金利の銀行融資に比べて安い資金調達手段となっていることによる。

(図表10) 投資ファンドの資産額と株式投資比率



(出所) BM&FBOVESPA

(図表11) 主要国・家計部門の株式投資比率 (シェア%)



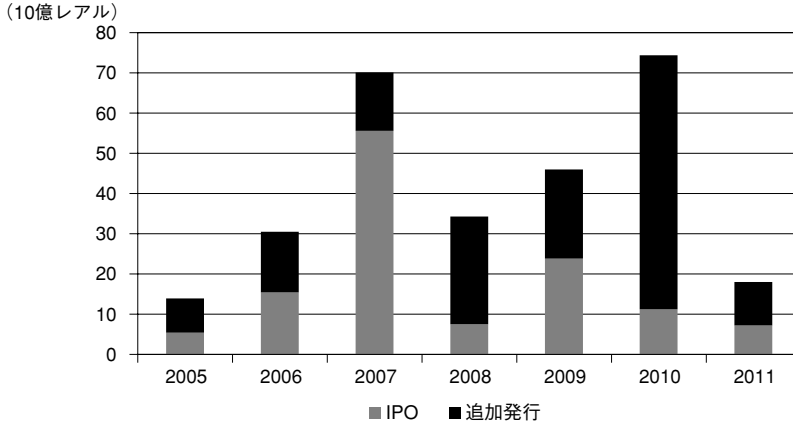
(出所) McKinsey

近年のIPO並びに追加発行の資金調達額は(図表12)の通りである。2011年こそ資金調達額が少なかったが、2008年のリーマンショック以降、株式市場からの資金調達額は順調に増加しており、2010年には追加発行額の急増により、2007年を上回る調達額を記録した。なお、2010年の株式市場からの資金調達額で

はサンパウロ証券取引所はニューヨーク、香港に次ぐ世界第3位を記録した。

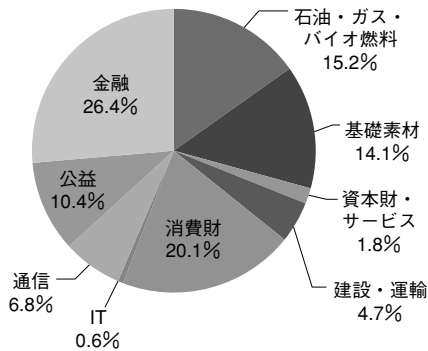
一方、サンパウロ証券取引所上場企業の業種別シェアは(図表13)の通りである。これを2005年12月末と比較すると、基礎素材(21.6%から14.1%)と通信(11.1%から6.8%)のシェアが減少する一方、消費財(11.2%か

(図表12) IPOと追加発行の資金調達額



(出所) BM&FBOVESPA

(図表13) 上場企業の業種別シェア
(時価総額ベース：2011年12月)



(出所) BM&FBOVESPA

ら20.1%)と金融(22.4%から26.4%)が上昇している。経済の成長に合わせて消費財企業のシェアは上昇しているが、時価総額で見て全体の30%程度は石油・ガス・バイオ燃料・基礎素材などのエネルギー産業が占め、これに金融と公益企業を合わせると65%超のシェアを占める構造にある。特に資本財産業やサービス産業の育成が遅れていると言えよう。

またサンパウロ証券取引所では新規上場企業が多い一方で、上場廃止企業数も多い(図表14)。この結果、上場企業数は2007年に404社を記録した後、漸減傾向となっており、2011年末の上場企業数は373社に留まっている。

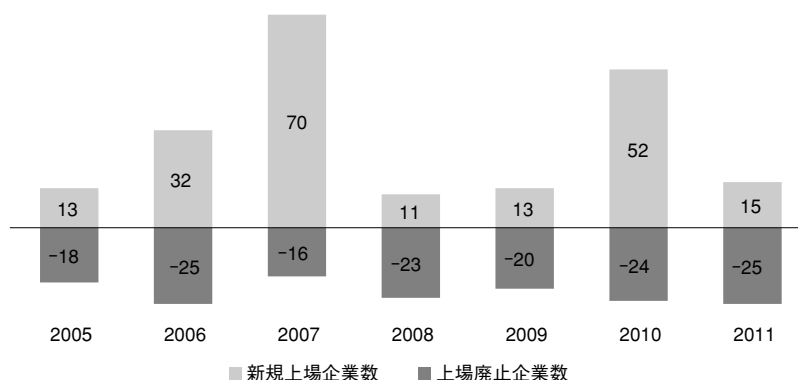
現在のところ中小企業が株式発行によって株式市場から資金調達を行える状況にはない。上場企業の裾野を広げ、幅広い企業が株式市場に上場し、資金調達を行える環境を作っていくことがブラジル株式市場の課題の1つであると言える(注6)。

3. 外国人投資家と投資規制

(1) 資本規制

ブラジル政府は海外投資家の投機的取引によるレアル高に対応して、2009年10月20日に国外の投資家に対する金融取引税を10年振りに復活させた。これにより海外投資家の債

(図表14) サンパウロ証券取引所の新規上場・上場廃止企業数(社)



(出所) WFE

券・株式購入のための為替取引に対して税率2%の課税が行われ、当該税率は債券投資に対しては2010年10月に6%に引き上げられた。株式に対する税率は2%に維持された後、世界経済減速による国内景気悪化への懸念から2011年12月に政府は減税策を発表し、その一環として株式に対する金融取引税率は0%に引き下げられた。

このようにブラジル投資では政府による資本規制の導入などが行われる可能性もあり、それだけ市場の安定性という観点からは留意が必要になっている。

(2) 外国人投資家に対する投資規制

外国人投資家がブラジル株投資を行う場合には多くの規制をクリアせねばならない。

外国人投資家はブラジルにおける法律並びに税務の代理人を定めなければならず、法律上の代理人はブラジル中央銀行監督下の金融機関でなければならない。投資に当たっては

ポートフォリオ・アプリケーション・フォーム (PAF: Portfolio Application Form) を証券委員会 (CVM: Comissão de Valores Mobiliários) に提出し、事前許可の取得が必要である。さらに代理人を通じて税金番号 (CNPJ) も取得しておかねばならない。

また上場株式の購入に当たっては、業種や企業毎に外資出資上限が定められ^(注7)、宝くじ、医療サービス、原子力・鉱物関連、電力、石油探査・精製などに関しては外国人による投資が認められていない。またメディア企業の株式を外国人投資家が証券取引所取引で直接取得することは認められていない。

(注1) ペトロプラス (国営石油会社) とヴァレ (鉱山企業) の国際的な資源会社2社の後述するボベスパ指数のポートフォリオに占めるシェアは2012年5月で17%程度である。

(注2) BM&FBOVESPAでの株式取引市場はBovespa Segmentと呼ばれている。

(注3) 統計データに関しては、BM&FBOVESPAのサイトなどから入手可能である

(<http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx?idioma=en-us>)。

(注4) HFTは2009年以降、増加を見せており、ADRとブラジル株の裁定取引を行うヘッジファンドなども存在する。

(注5) サンパウロ証券取引所は安定して低金利の金融環境が続けば、国内投資家は株式投資比率を高めるものと期待している。

(注6) ブラジルの大企業上位1,000社のうち約7割の701社が非上場企業である。また中規模企業

(従業員数250~1,000人、年間売上高2,000万~4億レアル)でも特に高収益企業が株式市場への参加を果たしていないのが他国に比べたブラジル株式市場の特徴として指摘される。サンパウロ証券取引所は短期的には高収益企業の株式市場への参加を推進し、小規模企業に関しては株式教育を進める方針である。

(注7) 航空20%、ケーブルTV49%、通信30%、ペトロプラス50%、国内貨物輸送20%等。

