

## 韓国取引所（KRX）のグローバル戦略のゆくえ — 今後の展望と課題 —

林 宏美

### ■ 要 約 ■

1. 各国の証券取引所間の再編が急速に進展した欧米とは対照的に、アジアでは、M&A よりも、既存の市場間連携を推し進めることで、取引可能な商品ラインアップを拡充し、連携に参加する取引所市場の厚みを増やすことに重点が置かれている。
2. こうした中で、韓国取引所（KRX）も、アジアを中心とした海外への各種 IT システムの輸出や、取引所が存在しない国々（ラオス、カンボジア）における取引所設立・運営支援、外国企業の誘致、東京証券取引所グループ（TSE）との市場間連携の推進など、グローバル戦略を着々と進めている。
3. しかしながら、これまでのところ、KRX のグローバル戦略の収益面での効果は見えにくい。例えば、「KRX の証券市場関連のノウハウの提供（IT システムの輸出および取引所設立・運営に関する支援）」は、営業収益の「その他」に含まれるが、同項目が総収益に占める割合は、過去 7 年間の最大値を見ても 2.9% であり、大部分は 1% にもみたくない。また、2011 年末の上場海外企業数は 17 社にとどまり、全上場企業に占める割合は 0.9% にすぎない。
4. KRX は、韓国金融委員会（FSC）の方針に基づき、KOSDAQ 市場が対象とする企業よりも創業年数が浅く、規模が小さい新興企業や中小企業を対象とした「韓国新取引所（KONEX、仮称）」と呼ばれる市場を 2012 年年内にも新設する見込みである。実現すれば、KRX は、創業年数が浅い時期から内外の企業を囲い込むことが可能になる。
5. 韓国では KRX 以外の証券取引所や代替取引システム（ATS）の設立が容認されてこなかったが、2012 年にも ATS などの設立が可能になることが想定されている。アジアでも、アセアン・トレーディング・リンクや BRICS 証券取引所間連携など、市場間連携が今後本格稼動するなかで、KRX が今後グローバル戦略の行く末をどのように探り、構想を具現化していくのか、注目するところである。

## 証券取引所のグローバル戦略

### 1. はじめに

最近アジア主要国の証券取引所が連携し、代表的な商品を相互上場させることによって、潜在的な投資家層を一段と呼び込み、互いの市場の厚みを増やそうとする動きが目立つ。2012年3月30日には、BRICS各国の証券取引所による市場間連携の第一段階<sup>1</sup>として、BRICS各国のベンチマーク株価指数に連動する先物の相互上場が開始されたのに続き、アセアン各国の証券取引所を電子ネットワークで結び、注文回送を行う「アセアン・トレーディング・リンク」も、2012年9月にシンガポールとマレーシアで稼働し、同10月にはタイも接続を開始した<sup>2</sup>。

欧米では、2000年代後半を中心に、各国の証券取引所間の再編が急速に進展した結果、今日では欧米をまたぐグローバルな証券取引所がその主流をなしている。米国の二大証券取引所であるNYSEとナスダックが、それぞれNYSEユーロネクスト、ナスダックOMXに発展しているのはその代表的な事例である。

翻ってアジアでは、欧米に見られるような証券取引所間のM&Aは、これまでのところ起きていない。2010年には、シンガポール証券取引所によるオーストラリア証券取引所の買収構想が浮上したものの、2011年4月、オーストラリア政府の反対に直面し、頓挫をきたした。冒頭で示したように、今日のアジアでは、M&Aよりもむしろ、既存の市場間連携を推し進めることによって、取引可能な商品ラインアップを拡充し、連携に参加する取引所市場の厚みを増やすことに力点が置かれている。

こうした流れの中で、韓国取引所（Korea Exchange、KRX）も、アジアを中心とした海外への取引システムの輸出や、取引所が存在しない国における取引所設立・運営支援、東京証券取引所グループ（TSE）との市場間連携の推進など、グローバル戦略を着々と進めている。

本稿では、KRXのグローバル戦略の実情や位置づけ、これまでの効果を見た上で、2012年に想定されている環境変化も踏まえながら、今後の課題と展望を探ることとしたい。

### 2. 証券取引所のグローバル戦略とは

発行体、投資家の両者ともグローバルな視点に基づく行動が増えている今日、証券取引所のグローバル戦略の重要性は一段と高まっている。

証券取引所がグローバル化する方法としては、主に以下の5点を挙げることができる。

<sup>1</sup> BRICS証券取引所間連携に参加しているのは、香港証券取引所（中国）、ボンベイ証券取引所（インド）、MICEX-RTS（ロシア）、B&FBOVESPA（ブラジル）、ヨハネスブルグ証券取引所（南アフリカ）である。なお、市場間連携の第二段階では、参加する5証券取引所が相互上場させる新商品を共同で開発すること、第三段階では、共同開発商品の商品設計や新サービス開発に関するさらなる連携をすることが想定されている。

<sup>2</sup> アセアン・トレーディング・リンクについて詳細は、門前太作「東南アジア資本市場統合への第一歩となるアセアン・トレーディング・リンクの始動」野村資本市場研究所『金融情報アップデート』No.12-02参照。

すなわち、欧米で見られるように、海外の証券取引所との間で M&A を実施することによって、営業国・営業地域を拡大する方法、既存の証券取引所間をリンクさせることによって、相互上場商品のラインアップを拡大し、より多くの潜在的な投資家層を呼び込むことで市場の厚みを増す方法、各証券取引所が、自市場で用いている IT システムを海外の証券取引所に輸出する方法、海外企業の自市場への誘致を行い、自市場における海外上場企業数を増やす方法、証券取引所が存在しない国において、証券取引所の設立および運営のノウハウを提供し、当該国での新たな取引所設立・運営に寄与する方法である。

こうしたグローバル戦略の推進は、内外の上場企業数の増加、取引参加者および取引金額の増加などを通じて、証券取引所の収益基盤の強化、収益の多様化につなげることが期待される。

実際、NYSE ユーロネクストの場合、2011 年末における米国 (NYSE) の上場外国企業数は 520 社となり、NYSE ユーロネクスト発足年である 2007 年の 421 件から 4 年間で 100 社弱増加した一方、欧州でも 132 社の外国企業が上場した。その結果、NYSE ユーロネクストの上場関連収益は、2007 年の 3.85 億ドルから増加基調を辿り、2011 年には 4.46 億ドルを計上した。

## 韓国取引所 (KRX) のグローバル戦略

KRX によるグローバル戦略は、韓国証券取引所 (KSE)、韓国先物取引所 (KOFEX)、KOSDAQ の 3 市場が統合して誕生した 2005 年時点まで遡る。KRX は、2005 年からの 3 ヶ年経営計画の中で、「グローバルな KRX：北東アジアにおけるプレミア資本市場 (‘GLOBAL KRX; a premier capital market in Northeast Asia’)」をスローガンに掲げて以来、今日に至るまでグローバル戦略を重視している。なお、現在は、「2015 年までにグローバルな資本市場を主導するプレミア取引所になる」ビジョンを掲げるなど、グローバルな業務展開を一段と推進するスタンスが伺われる。

ちなみに韓国では、2008 年 4 月に発出された金融センター・イニシアティブなど、アジアの金融ハブとしての地位を確立しようとする政府の動きが KRX のグローバル戦略を後押ししている側面もある。2009 年 2 月には、「韓国金融投資サービスおよび資本市場法 (The Financial Investment Services and Capital Markets Act, FSCMA)」が成立したことによって、韓国の資本市場をグローバル・スタンダードに近づけようとする動きは加速している。

KRX の主要なグローバル戦略としては、主に IT システムの開発・輸出事業、東南アジアにおける証券取引所の設立・運営に関する支援業務、KRX への外国企業誘致、他国の証券取引所との市場間連携、といった 4 点を挙げることができる。

このうち および は、KRX が有する証券市場関連 ( は IT システム、 は市場設立・運営) のノウハウを諸外国に提供することによって、韓国方式をデファクト・スタンダードとして、アジアを中心とした諸外国に浸透させる狙いがある、と見られる (図表 1)。発行体や投資家をはじめとした海外の市場参加者は、当該国の証券取引所において

図表 1 KRX によるグローバル展開事例

国名	パートナー	分類	概要
タイ	タイ証券取引所 (The Stock Exchange of Thailand, SET)	ITシステム等	情報交換、IT構造の改善、投資および事業機会における提携促進について協力関係を構築することを目的とした覚書 (MOU) を更新 (2012年6月)
マレーシア	マレーシア証券取引所 (Bursa Malaysia, BM)	ITシステム	債券取引システム (第一段階: 2008年3月、第二段階: 2009年1月にそれぞれ設置完了) マーケット・メーカー・モニタリング・システム (2009年4月設置完了) イスラム・コモディティ取引 (BCH) システムの開発を実施 (2009年8月完了)
マレーシア	マレーシア証券取引所 (Bursa Malaysia, BM)	ITシステム	デリバティブの証券決済システムをBMおよびCMEグループと協同で実施し、導入 (2012年2月)。同システムでは、リアル・タイムのリスク・マネジメント、市場参加者のエクスポージャーのリアル・タイムのモニタリングを可能としている。
フィリピン	フィリピン証券取引所 (PSE)	ITシステム	株式取引システム、市場モニタリング・システムの導入計画あり (2011年現在) PSE傘下の自主規制機関CMIC (Capital Markets Integrity Corp) が2012年5月に導入した市場監視システムTMS (Total Market Surveillance) を開発した。
ベトナム	ホーチミン証券取引所 (HOSE) ハノイ証券取引所	ITシステム	次世代取引システムの開発に関する国際入札で優先交渉権を確保 (2009年10月)。 当該開発システムの範囲は、13の株式関連システムの開発および一連のシステムの2証券取引所への設置と広範囲であり、トレーディング、市場調査、情報開示、情報共有、清算・決済関連などが含まれている。
カンボジア	カンボジア経済財務省	取引所設立・運営	カンボジア証券取引所を合弁会社形態で設立、運営。
ラオス	ラオス中央銀行	取引所設立・運営	ラオス証券取引所を合弁会社形態で設立、運営。
ウズベキスタン	ウズベキスタン証券取引所	ITシステム	システムのアップグレードを実施した。
モンゴリア	モンゴリア証券取引所、財務省	ITシステム	証券取引所のシステム・プロジェクトを支援し、システムのアップグレードを実施した。

(出所) 各種報道資料を基に野村資本市場研究所作成

KRX モデルに馴染むことが可能であることから、当該国の外国企業が KRX への上場を検討しやすくなる効果もあり、にもプラスに作用することとなる。さらには、将来的にの市場間連携を検討する際にも、共通のシステムを利用しているため、そうでない場合に比べて実現しやすい。

## 1. KRX の証券市場関連ノウハウを提供する動き

### 1) IT システムの開発・輸出事業

KRX は、グローバル戦略の一環として、傘下に有する子会社 KOSCOM が開発した KRX の各種 IT システムをベースにして、当該国の実情に合致するようにカスタマイズした IT システムを、諸外国に輸出している。KRX は、東南アジア地域への輸出をその中心に据えながらも、近年では IT システムの輸出対象地域を、ウズベキスタンやモンゴリア、カザフスタンといった中央アジア、中東、東欧の国々にも拡大している。

### 2) 東南アジアにおける証券取引所の設立・運営に関する支援業務

KRX は、従来証券取引所が存在しなかった東南アジアの新興国において、KRX が蓄積してきた証券取引所の設立・運営に関するノウハウを提供し、全面的な支援を行っている。2010年10月に設立し、2011年1月に取引を開始したラオス証券取引所<sup>3</sup> (The Laos Securities Exchange, LSX)、2011年7月に創設し、2012年4月に取引を開始したカンボジア証券取引所 (Cambodia Securities Exchange, CSX) はその代表的な事例である。いずれの場合も、KRX は、当該国の金融当局 (ラオス: ラオス銀行

<sup>3</sup> ラオス証券取引所の設立については、林宏美「アジア各国との連携を強化する韓国取引所 ラオス証券取引所設立にも関与」野村資本市場研究所『金融情報アップデート』No.11-02 参照。

(ラオス中央銀行)、カンボジア：経済財務省 (Ministry of Economy and Finance、MEF) との間で、合弁会社形態の証券取引所を設立しており、KRX の持分はそれぞれ 49%、45%となっている。また、ラオス、カンボジアの両証券取引所ともに、KRX の役員を取締役に派遣することで、KRX が取締役会の意思決定に大きな影響力を与えている。

こうした新興国における、証券取引所の設立・運営支援ビジネスは、NYSE ユーロネクストなどとは一線を画す、KRX 独自の海外戦略ということが言える。

#### (1) ラオス証券取引所

2011 年 1 月 11 日に取引を開始したラオス証券取引所 (LSX) には、国営電力公社 エレクトリサテ・ドウ・ラオ (Electricite du Laos) が運営する EDL - ジェネレーション、ラオス最大の商業銀行である国営のラオス外資銀行 (BCEL) の 2 銘柄が上場したが、これまでのところ上場企業数は増えていない。

もっとも、LSX への上場準備を進める企業も少しずつ出てきている。ラオス最大のセメント会社、ラオ・セメント工業 (Lao Cement Industry) の相談役である Somphent Mounthaly 氏は、2012 年 6 月 13 日、8 ヶ月の準備期間を経て、2012 年末に上場する案を提出したことを認めていた<sup>4</sup>。また、LSX の CEO 兼会長を務める Dethphouvang Moularat 氏は、「近い将来、ラオス電気通信公社 (Enterprise of Telecommunications Laos、ETL) やラオ・インドシナ・グループ (the Lao Indochina Group) といった企業が新たに上場するであろう」、との見通しを示していた<sup>5</sup>。

#### (2) カンボジア証券取引所

2012 年 4 月 18 日に取引を開始したカンボジア証券取引所 (CSX) における上場企業は、現在までのところ、カンボジア政府が 85% の持分を保有しているプノンペン水道公社 (Phnom Penh Water Supply Authority、PPWSA) 1 社である。この他にも、同じく政府保有会社であるテレコム・カンボジアおよび Sihanoukville Autonomous Port (PAS) の 2 社が、2012 年内での CSX 上場を見据えた準備を進めている一方、民間企業による上場準備はこれまでのところ進められていない模様である。

## 2 . KRX への外国企業誘致

KRX はかねてから中国企業を中心とした外国企業の誘致を実施してきた。2007 年 8 月に最初の外国企業である 3 NOD デジタル・グループが KOSDAQ 市場に上場したのを皮切りに、2011 年末現在 17 社の外国企業が上場している (図表 2)。同時期における KRX への国内上場企業数 1,822 社と比べると、全上場企業に占める外国企業のシェアは 0.9% で

<sup>4</sup> “Lao Cement Industry eyes stock market listing”, Lao Voices, June 15, 2012

<sup>5</sup> “Laos Stock Exchange Outlook 2012”, Lao Securities eXchange

図表 2 KRX に上場している外国企業リスト (2011 年末時点)

	企業名	国名	上場時期	市場	業界	種類
1	3NOD Digital Group	中国	2007年8月	KOSDAQ	マルチメディア・スピーカー	普通株
2	Huafeng Group Holdings	中国	2007年11月	KOSPI	繊維/衣類	預託証券
3	Cowell e-Holdings	中国	2008年1月	KOSDAQ	デジタル・カメラ・モジュール	普通株
4	United Technology Holdings Company	中国	2008年12月	KOSPI	繊維/衣類	普通株
5	China Food Packaging	中国	2009年3月	KOSDAQ	食品容器	普通株
6	China Ocean Resources	中国	2009年5月	KOSPI	深海漁業	普通株
7	China Great Star International	中国	2009年5月	KOSDAQ	スポーツ・シューズ	普通株
8	China Engine Group	中国	2009年12月	KOSDAQ	機械	普通株
9	Global SM Tech	中国	2009年12月	KOSDAQ	機械	普通株
10	China Hao Ran Recycling	中国	2010年2月	KOSDAQ	製紙	普通株
11	China King-Highway Holdings	中国	2010年3月	KOSDAQ	健康食品	普通株
12	New Pride Corporation	米国	2010年4月	KOSDAQ	ロジスティクス・タイヤ	普通株
13	East Asia Sports International	中国	2010年4月	KOSDAQ	スポーツ衣料	普通株
14	Wayport	中国	2010年7月	KOSDAQ	機械	普通株
15	Shenglong PV-Tech Investment	中国	2010年9月	KOSDAQ	太陽光システム	普通株
16	Kolao Holdings	ラオス	2010年11月	KOSPI	自動車販売	普通株
17	China Gaoxian Fiber	中国	2011年1月	KOSPI	ポリエステル繊維	預託証券

(注) 日系企業のネプロアイティ (オンライン・サービス) が 2009 年 4 月に KOSDAQ 市場に預託証券を上場したが、2011 年 11 月 5 日付けで上場廃止となった。ネプロアイティは、携帯電話販売会社のネプロジャパンの持分法適用関連会社であったが、既に全株式を譲渡済みである。

(出所) 各種資料を基に野村資本市場研究所作成

あるなど、海外企業の誘致は難航している。なお、KRX は、2011 年に中国企業に重点を置いていた外国企業誘致の方針を改め、グローバル企業の上場誘致を行うこととした。

### 3 . 東京証券取引所との市場間連携の動き

KRX は、2011 年 12 月、東京証券取引所 (TSE) グループとの間で、両取引所間のさらなる協力関係の強化に向けた覚書 (MOU) を締結した。この MOU に基づき、第一弾として、既に KRX、TSE グループのホームページに、相手方の上場銘柄の株価情報が掲載されている。今後は、両市場参加者が互いの市場へのアクセスを容易にする目的のもとで、ETF の相互上場の促進、共通の派生商品の開発・上場、IT システムの共同研究が進められる、とされている。

#### グローバル戦略の効果

KRX が推進するグローバル戦略は、どの程度収益面での効果を上げているのか。KRX が設立された 2005 年から 2011 年までの収益状況から、KRX のグローバル戦略に伴う収益押し上げ効果或いは収益分散効果を推し量ることは容易ではない (図表 3)。例えば、KRX がグローバル戦略の大きな柱としている「KRX の証券市場関連ノウハウの提供 (IT システムの輸出および取引所設立・運営に関する支援)」は、営業収益の「その他」に含まれるが、この「その他」の項目が総収益に占める割合は、2008 年、2009 年の両年を除き 1%にもみまない。過去 7 年間における最も高いシェアを記録した 2008 年でも、全体の 2.9%に留まっていた。

図表3 KRXの収益状況の推移

(実額、単位:億ウォン)

項目名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
営業収益	2,985	3,012	4,129	2,964	3,669	3,959	4,212
取引手数料	2,655	2,691	3,776	2,372	3,067	3,256	3,422
市場データサービス	133	123	144	165	190	231	263
賃料収入	99	87	77	125	148	152	152
上場関係収入・取引参加料金	75	89	123	146	194	286	320
その他	23	22	9	156	70	34	55
営業外収益	627	1,456	1,697	2,362	1,235	2,153	2,268
金利収入	127	129	80	127	75	124	206
有価証券売却益および配当収入	141	492	822	377	70	753	1,036
持分法による投資利益	166	613	772	694	1,053	1,179	980
その他	193	222	23	53	37	97	46
総収益	3,612	4,468	5,826	5,326	4,904	6,112	6,480

(シェア、%)

項目名	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
営業収益	82.6%	67.4%	70.9%	55.7%	74.8%	64.8%	65.0%
取引手数料	73.5%	60.2%	64.8%	44.5%	62.5%	53.3%	52.8%
市場データサービス	3.7%	2.8%	2.5%	3.1%	3.9%	3.8%	4.1%
賃料収入	2.7%	1.9%	1.3%	2.3%	3.0%	2.5%	2.3%
上場関係収入・取引参加料金	2.1%	2.0%	2.1%	2.7%	4.0%	4.7%	4.9%
その他	0.6%	0.5%	0.2%	2.9%	1.4%	0.6%	0.8%
営業外収益	17.4%	32.6%	29.1%	44.3%	25.2%	35.2%	35.0%
金利収入	3.5%	2.9%	1.4%	2.4%	1.5%	2.0%	3.2%
有価証券売却益および配当収入	3.9%	11.0%	14.1%	7.1%	1.4%	12.3%	16.0%
持分法による投資利益	4.6%	13.7%	13.3%	13.0%	21.5%	19.3%	15.1%
その他	5.3%	5.0%	0.4%	1.0%	0.8%	1.6%	0.7%
総収益	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) KRX 年次報告書を基に野村資本市場研究所作成

ちなみに、KRXの総収益は、2005年の3,612億ウォンから2011年には6,480億ウォンになるなど、6年間で約1.8倍に増加しているものの、その増加に大きく寄与しているのは「有価証券売却益および配当収入」や「持分法による投資利益」の2項目を中心とした「営業外収益」である。

また、KRXへの外国企業誘致や市場間連携による収益面への直接的効果は、主に「上場関係収入・取引参加料金」や「取引手数料」といった項目に反映される。しかしながら、KRXへの外国企業誘致は、既述したように奏功している状況からは程遠いうえ、KRXの市場間連携の中核となり得る東証との連携の具体的な動きは、これから段階的に進められていく見通しであるため、収益への反映はこれからである。

### 創業年数が短い中小企業を対象とした新取引所 (KONEX) の設立

KRXは、後述するような韓国金融委員会 (FSC) の方針に基づき、KOSDAQ市場が対象とする企業よりも創業年数が浅く、規模が小さい新興企業や中小企業を対象とした「韓国新取引所 (Korea New Exchange、KONEX、仮称)」と呼ばれる市場を2012年年内にも新たに設立する見込みである。

## 1. ロンドン AIM を模した KONEX の概要

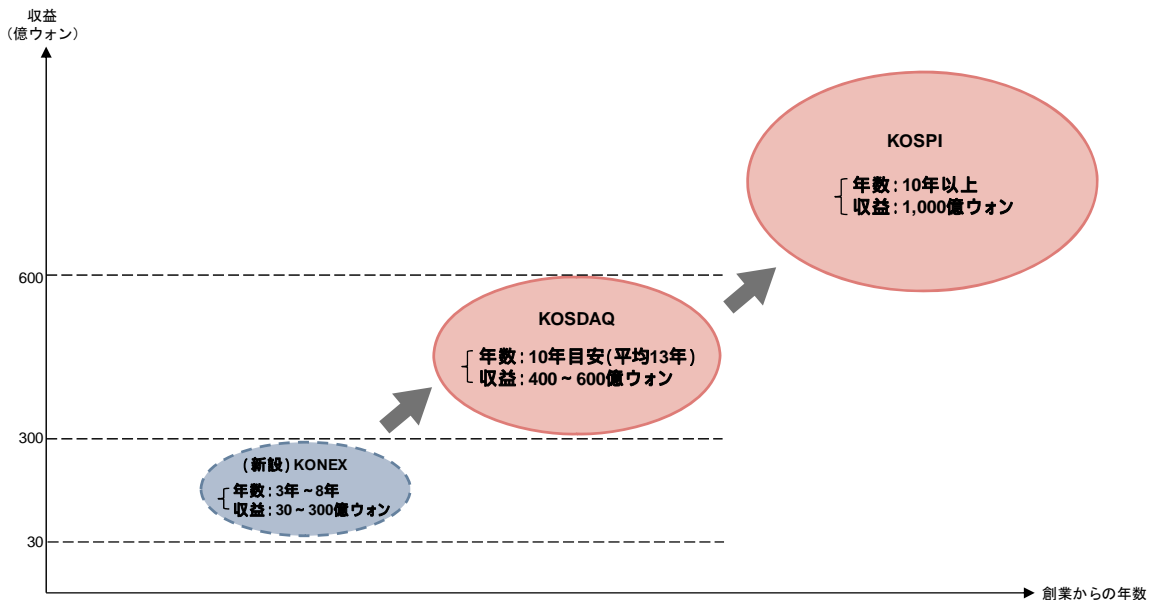
FSC は、2012 年 4 月、創業年数の短い新興企業および中小企業が資本市場において円滑な資金調達を行えることを目的として、2012 年年内に KONEX を設立する計画を公表した。KONEX が設立されれば、KRX の株式市場はメイン・マーケットの KOSPI 市場、既存の新興企業向け市場である KOSDAQ 市場、KONEX の 3 市場体制となる。

KONEX は、KOSDAQ 上場企業よりも創業年数が浅い企業を対象にするとされており、企業が発展段階に応じて KONEX から KOSDAQ 市場、KOSPI 市場にスムーズに鞍替えできる枠組みが想定されている（図表 4）。したがって、FSC は、KOSDAQ に上場可能な企業が KONEX に上場することは容認しない仕組みとする見通しである。企業が発展段階に応じて、証券取引所グループ内の市場をシフトする点は、冒頭で掲げた NYSE ユーロネクスト（欧州）が、発展段階に応じて順に、自由市場、NYSE Alternext、NYSE Euronext という鞍替えを想定している点と類似しており、創業年数が浅い時期から囲い込むことが可能となる。

FSC が現時点で想定している KONEX の主な特徴は、以下の 3 点である<sup>6</sup>。

第一に、KONEX 上場企業の株式を直接売買できる投資家を、「韓国金融投資サービスおよび資本市場法（The Financial Investment Services and Capital Markets Act、FSCMA）」上の「プロの投資家」、FSCMA 上は「プロの投資家」として扱われていないものの、中小企業への投資ノウハウを有する専門家の 2 者に限定している点である<sup>7</sup>。前者には、金融

図表 4 KRX の株式市場の位置づけ



(出所) FIN POL 資料に一部加筆して野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> "Establishment of Korea New Exchange" press release, Financial Services Commission, April 16, 2012

<sup>7</sup> 個人投資家については、原則として投資信託経由の間接投資のみが容認される。



投資業者（証券会社）や投資信託、政府系金融機関（例：韓国産業銀行）、銀行、保険会社、年金基金（NPS）が、後者には、ベンチャー・キャピタル<sup>8</sup>や 5 億ウォン超のヘッジファンド運用が認められている個人投資家がそれぞれ該当する。

第二に、KONEX 上場企業向けの支援を行う指定アドバイザーの任命が必須となる点がある。上場の事前審査については KRX も一定の役割を果たすと見られるが、正式な上場に当たっては、証券会社を中心とした指定アドバイザーがその役割を担うとされている。指定アドバイザーの具体的な役割は、潜在的な上場企業の発掘、上場適格性審査の実施、KONEX に上場予定の企業株式のプロ投資家向け販売アレンジ、既に上場した企業による業務報告書の提出や投資家向け広報イベントの開催支援などである。なお、KONEX が任命する指定アドバイザーは、金融規制当局および KONEX の両者が、その適格性について定期的に審査することとされている。指定アドバイザー制度は、英国の中小・新興企業向け市場である AIM の特徴として広く認知されており、KONEX 構想が AIM をモデルとしていることは明白である。

第三に、KOSDAQ や KOSPI に比べて緩い情報開示規制が適用される点である。KONEX では、上場維持コスト削減のため、発行時の証券登録が免除されるほか、半期開示および四半期開示も免除される<sup>9</sup>。ちなみに、FSC は現在、KONEX の上場および上場廃止基準、情報開示基準などの詳細規則を策定している。

なお、FSC は、KONEX 上場企業に対する税制優遇措置の付与、KONEX 上場企業による KOSDAQ への鞍変えを促す規制緩和の是非について、他の政府機関との間で協議中である、と述べている<sup>10</sup>。

## 2 . KONEX 設立の背景

FSC が KONEX 設立に向けてイニシアティブを取っている背景には、KOSDAQ 市場に上場するまでの平均 13 年間にわたって、韓国の中小企業が、資本市場へのアクセスが困難である結果、銀行貸付による資金調達に依存せざるを得ない点に対して、FSC が強い問題意識を抱いている点がある。中小企業が潤沢な資金を調達しにくい状況であるならば、結果として潜在的な成長力を十分に伸ばしにくい。実際、2011 年における中小企業の資金調達に占める銀行貸付の割合は 83.3% であった。

FSC が 2012 年 1 月 6 日に決定した 2012 年度の政策アジェンダにおいても、「リスクに焦点を当てた、将来に備えるアプローチ（Risk-focused, Forward-looking Approach）」と「低所得家計向けのマイクロファイナンス（Microfinance for Low-Income Households）」に並んで、「中小企業の資金調達のしやすさ（Financial Accessibility for SMEs）」が含まれるなど、FSC が中小企業の成長に向けた施策に重点を置いている状況が伺われる。KONEX 設立のイニシアティブもこうした流れの中から浮上したと捉えられる。

<sup>8</sup> 「中小企業設立支援法（the Support for Small and Medium Enterprise Establishment Act）」における定義に基づく。

<sup>9</sup> 年次報告書については、簡略化した形式での報告書提出が認められる見通しである。

<sup>10</sup> “SME stock market to launch this year: FSC”, *Korea Herald*, 2012 年 4 月 5 日

### 3 . KONEX が直面することが想定される課題

それでは、KONEX は創業期に属する新興企業・中小企業の資金調達の間として機能するのか。この問題提起に対しては、1) で既述した KONEX の主要な特徴 3 点を、KOSDAQ 市場などの実情に照らし合わせると、一筋縄にはいかない状況が伺われる。

第一点目の「プロの投資家などに限定する」点については、KOSDAQ 市場が KOSPI 市場に比べて個人への依存度が大きい状況に鑑みるに、KOSDAQ よりもさらに創業年数が浅い企業が上場する KONEX では、プロの投資家が市場参加を希望しない可能性が高い (図表 5)。2011 年における KOSDAQ 市場での投資家別売買内訳を見ると、個人が全体の 92.1% の売買を行っていた一方、機関投資家はわずか 3.6% であった。また、2011 年末における投資家別保有内訳でも、個人が 61.3% を占めるのに対し、機関投資家は 6.6% であった。ちなみに、KOSDAQ 市場関連では、KOSDAQ スター指数先物の、2012 年 1 月～5 月までにおける売買代金はゼロとなるなど、機関投資家のヘッジ手段が活用できる状況ではない。

第二点目の指定アドバイザー制度については、同制度を導入した AIM をモデルとした市場が、必ずしも上手く機能していない点に留意する必要があるだろう。上場企業が当該市場にふさわしい質を維持しているのか、適切な情報開示が出来ているのかをはじめ、指定アドバイザーの責務が重すぎることから、アドバイザーが積極的な関与を避けたいと考える点も、上場企業数が増加しない大きな要因と見られる。我が国の事例で言えば、東京証券取引所 (TSE) がロンドン証券取引所 (LSE) と合併で設立した TOKYO AIM は当初から

図表 5 KOSDAQ 市場と KOSPI 市場の概要比較

項目名	KOSDAQ	KOSPI
上場企業数(数、2011年末)	1031社	791社
うち外国企業数(同上)	12社	5社
時価総額(2011年末)	106兆ウォン	1,042兆ウォン
日平均売買高(万株、2011年)	54,341	35,376
日平均売買代金(億ウォン、2011年)	22,500	68,631
投資家売買内訳(売買代金ベース、2011年)		
個人	92.1%	55.5%
外国人	3.3%	18.5%
機関投資家	3.6%	21.3%
うち証券会社	0.5%	4.3%
うち保険会社	0.5%	2.8%
うち資産運用会社	0.6%	8.3%
うちプライベート・エクイティ・ファンド	0.3%	1.3%
うち銀行	0.2%	1.2%
うち年金基金	0.6%	3.3%
政府	0.2%	3.1%
投資家保有内訳(時価総額ベース、2011年末)		
個人	61.3%	20.7%
外国人	7.9%	32.9%
政府および公的機関	0.1%	2.6%
機関投資家	6.6%	13.6%
一般法人	24.2%	30.2%

(出所) KRX 資料を基に野村資本市場研究所作成。

不振続きであったことを踏まえ、2012年7月にTSEが吸収合併することが決定している。

第三点目については、メイン・マーケットに比べて緩い規制が適用される新興市場では、上場企業による不正行為やこれに伴う上場廃止などが相次ぐことによって、市場に対する投資家の信頼が損なわれかねないリスクを孕んでいる。実際、KOSDAQ市場でも、不正行為が原因で上場廃止に追い込まれた企業数は、2008年の23件から2010年には74件に増加していた。

KONEXが創業年数の浅い新興企業の資金調達の間として発展するには、以上見てきたような想定される課題を克服することが求められる。

## ATS や KRX 以外の証券取引所出現に伴う競争環境の変化

2012年に想定されている環境変化の中でも、KRXのグローバル戦略に最も大きな影響を与えるのは、代替取引システム(ATS)やKRX以外の証券取引所の誕生に伴う競争激化の可能性である。

### 1. 韓国における代替取引システム(ATS)の実情

韓国では、現在KRX以外の証券取引所の設立・運営が認められておらず、KRXが国内唯一の証券取引所である。KRX以外の韓国株式取引の場としては、2009年に設立された独立系証券クロッシング・ネットワークで、インスティネットが運営するKoreaCrossが存在するにとどまっている。KoreaCrossは、顧客からの注文を受付けるが、取引価格については、KRXの価格を用いることから、KRX以外の取引所設立を禁止する現行法には抵触しない、とされている。KoreaCrossでは、VWAP取引(出来高加重平均取引)も可能であるなど、大口取引によって生じ得るマーケット・インパクトを最小化する工夫が施されているため、主に外国人機関投資家によって幅広く活用されている。

### 2. 想定されているFSCMA改正

KRXによる独占状態、すなわち競争制限的な状況から生じうる弊害をなくすべく、韓国にも他の主要国で浸透しているATSやKRX以外の証券取引所の新たな参入を容認するFSCMA改正法案が今第19国会で可決・成立することが想定されている<sup>11</sup>。

同改正法案の下で、金融規制当局による承認を受ける必要がある金融投資業代理店

<sup>11</sup> FSCMA改正法案については、2011年にも国会に上程されたが、会期満了に伴い廃案となった。2012年に再度上程される見通しであるFSCMA改正法案は、2011年に上程された法案とほぼ同じである(相違点は施行時期である。つまり昨年上程された法案では、国会可決後6ヶ月後の施行とされていたのに対し、今年上程される見通しである法案では、国会可決後3ヶ月後の施行、とされている)。なお、FSCMA改正法案について、詳しくは、林宏美「韓国金融投資サービスおよび資本市場法改正法案と収益基盤の多様化を目指す韓国の証券会社」野村資本市場研究所『金融情報アップデート』No.11-13参照。

（Financial Investment Agent）として定義される韓国の ATS では、注文駆動システムが主になる模様である。なお、ATS の規模がある一定水準に達した際には、当該 ATS が証券取引所に転換する道も規定されている。

ただし、ATS が証券取引所への転換を容認された場合には、上場および市場監督サービスの役割も合わせて果たすことが義務付けられており、証券取引所は、清算機能や市場監督サービスを KRX に依存できる ATS とは一線を画すことになる。

## 今後の展望

以上見てきたように、KRX のグローバル戦略は、取引所 IT システムの輸出国数増加、取引所設立・運営に関与している新設のラオス、カンボジアの両証券取引所の稼働など、一定の効果が出ている、と捉えられる。しかしながら、KRX によるグローバル戦略全体を眺めると、海外企業の誘致も限定的であるほか、市場間連携が緒についていないこともあり、収益面への貢献は極めて限定的といわざるを得ない。新設した両取引所でも、上場企業数がそれぞれ 2 社、1 社に留まるなど、本格稼働からは程遠い状況にある。

折しも、アセアン・トレーディング・リンクや BRICS 証券取引所間連携など、アジアの主要国が関係する市場間連携が今後本格稼働するなかで、KRX による、アジアでの市場間連携プロジェクトを主導する、という目標実現に向けた道筋は険しいと言わざるを得ない。というのも、例えば、アセアン・トレーディング・リンクの背後には、アセアン（東南アジア諸国連合）加盟国に属しているという共通点があるだけでなく、近年では、2015 年までにアセアン共同体を構築し、アセアン資本市場統合のイニシアティブ（ASEAN Exchanges）を実現させようとする流れが強まっている状況にあるからである。KRX が取引所設立・運営に貢献しているラオスやカンボジアもアセアンの加盟国であるため、これらの国々の取引所市場が本格稼働し、KRX のグローバル化への貢献が期待できるようになった際には、アセアンの枠組みが優先する可能性も否定できない。KRX が今後グローバル戦略の行く末をどのように探り、構想を具現化していくのか、注目されるところである。