

韓国における資本市場改革の進展と新政権の課題

関 雄太

■ 要 約 ■

1. 韓国の資本市場改革は、IMF 支援プログラムが終了した 2001 年頃から本格化した。米国や日本を意識した構想を基に、総合取引所である韓国取引所の誕生、世界トップクラスとなった上場デリバティブ市場の振興、タテ割り行政からの脱却や包括主義による金融投資商品の定義などを目指した資本市場改革法の制定などを進め、直接金融の拡大傾向や個人投資家層の増加、外国人投資家の参入など一定の成果を挙げてきた。
2. 一方で、個人金融資産の蓄積や機関投資家のプレゼンスという点ではまだ未成熟な面もある。また、取引所の競争がなく、資産規模や売買高が財閥グループ企業に集中するなど、資本市場のダイナミズムが欠けているとの評価もある。
3. 朴槿恵新政権は、財閥偏重からの脱却を掲げて始動したが、財閥への依存を抑制すると韓国経済の競争力が削られる可能性もあり、難しい経済政策運営を迫られている。
4. また最近では、急速に進展する高齢化を背景にウォン高、不動産価格の下落、銀行・企業の体力低下などの問題が重なって低成長が長期化する「韓国経済の『日本化』」が懸念されており、金融機関も大きな課題に直面する可能性がある。朴政権が、どのように経済の構造改革と市場の活性化について取り組んでいくのか、今後が注目されよう。

韓国の資本市場改革：最近 10 年の取り組み

1. 新政権の始動

2013 年 2 月 25 日、韓国で朴槿恵（パク・クネ）政権が誕生した。「経済民主化（財閥偏重からの脱却）」、「雇用の拡大」、「福祉の向上」を公約に当選した朴大統領だが、前政権が進めた大企業・財閥のグローバル化を推進力とした成長モデルが格差拡大につながったとの批判が高まる中、ウォン高を背景とした直近の経済不振からの脱出を目指すのは容易ではないと見られ、経済・産業政策面では早くも多くの課題に直面している。また、金融分野における新政権の政策方針は、まだ明らかにはなっていない。

以下では、近年の韓国の資本市場改革の成果と今後の課題について整理してみたい。

2. 金融ハブ構想と資本市場統合法の意義

韓国の資本市場改革は、アジア金融危機の際に導入された IMF 支援プログラムが終了した 2001 年以降、本格化したといえる（図表 1）。ただし、IMF 支援の下で、韓国政府が強制的な公的資金注入を含めた大胆な不良債権処理と銀行再編、外資の導入、財閥のリストラを断行していたことが、資本市場の整備を図る土台を築いたことには留意しなければならない。

盧武鉉大統領（2003～2008 年）、李明博大統領（2008～2013 年）の政権はともに、韓国を「金融ハブ」化する構想を掲げた。金融ハブ構想の意図は、金融産業の競争力強化とグローバル化を進めることによって、金融市場拡大はもちろん、韓国経済全体の成長推進力を創りたかったということではないかと考えられる。すなわち、単に他の産業の資本調達をサポートする資本市場ということにとどまらず、資本市場に関連する金融業それ自体の高付加価値化を目指していたことが特徴といえよう。

こうした背景の下、盧武鉉政権期に韓国で実施された改革で特筆すべきもののひとつは、総合取引所としての韓国取引所（KRX）の誕生（2005 年）である¹。この統合では、「東アジアで最高の資本市場の形成」を目指し、韓国証券取引所（KSE）、韓国店頭株式市場（KOSDAQ）、韓国先物取引所（KOFEX）の三市場が合併、本社を釜山に設置し、二つ

図表 1 韓国の資本市場改革：近年の主要なイベント

1997年	IMFの救済(2001年に脱却)	<ul style="list-style-type: none"> 金大中政権の下、公的資金注入と銀行再編を推進 大宇グループ経営危機など 財閥再編・改革も実行
2003年	盧武鉉政権の下での北東アジア金融ハブ構想	<ul style="list-style-type: none"> 韓国投資公社(KIC)の設立、為替取引の完全自由化など
2005年	韓国取引所(KRX)誕生	<ul style="list-style-type: none"> 韓国証券(KSE)、韓国先物取引所(KOFEX)、店頭市場(KOSDAQ)の合併
2007年	商法(会社編)改正・立法予告(2009年に2回に分けて改正)	<ul style="list-style-type: none"> 社外取締役、監査委員会の定義など
2008年	李明博大統領の下での金融ハブ構想	<ul style="list-style-type: none"> 金融ハブ創設・発展法に基づきソウルと釜山を金融ハブに指定
	金融委員会発足	<ul style="list-style-type: none"> 金融監督委員会に財政経済部の金融政策部門を統合
2009年	資本市場統合法(FSCMA)施行	<ul style="list-style-type: none"> 業態別規制から機能別規制に転換(金融投資関連業を包括的に規制) 包括主義で金融投資商品を定義
2010年	ソウルG20サミット	<ul style="list-style-type: none"> IMF改革や「大きすぎて潰せない」問題への対処に向けた金融規制改革などを議論
2011年	資本市場統合法の改正案を審議	<ul style="list-style-type: none"> 一定条件を満たす証券会社を投資銀行と定義・業界再編を促す 資産運用業の規制緩和・資産運用業務の独立性や創造性の改善など デリバティブ中央清算機関(CCP)の設立 代替取引システム(ATS)の設立を認める
	商法改正(2012年施行)	<ul style="list-style-type: none"> 執行役員制度、種類株、三角合併など

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ 瀧俊雄「韓国取引所の誕生」『野村資本市場クォーターリー』2005年春号など参照。

の株式市場はソウルの汝矣島で、先物取引部門は釜山で運営されることとなった。釜山の金融センターとしての位置づけを高めたいという狙いを背景に、もともと KSE に上場し人気を集めつつあった KOSPI200 の先物・オプション取引を KOFEX に移管し、システム統合がなされたことは、その後の KOSPI 上場デリバティブ取引の隆盛を支えることになったと考えられる²。

その後の改革の中では、2007 年に公布、2009 年に施行された「金融投資サービスおよび資本市場に関する法律（資本市場統合法、FSCMA）」が注目される。資本市場統合法は、証券取引法、先物取引法など業態ごとにタテ割りに作られていた資本市場関連法を、金融投資業の認可および登録・健全性規制、営業行為規制、集団投資スキームなど機能別に統合・再編したものである。2003 年頃から制定が議論されはじめ、同じ時期に制定された日本の金融商品取引法の動向も参考にされたといわれているが、金融投資商品の範囲を限定列挙主義から包括主義に転換するなど、金融商品取引法以上に野心的な内容も含まれている。

なお、資本市場統合法施行の一年ほど前にあたる 2008 年 2 月には李明博政権が発足したが、政権始動と同時に、旧・金融監督委員会の監督政策機能と旧・財政経済部の金融政策機能が統合する形で金融委員会が設置され、非政府組織で監督・検査・制裁措置等を担当する金融監督院（1999 年設立）とともに、行政・監督サイドの再編も進められた。さらには、証券・投資サービスに携わる金融機関の団体の統合も行われており、2009 年 2 月には、韓国証券業協会（Korea Securities Dealers Association）、韓国先物協会（Korea Futures Association）、韓国資産運用協会（Asset Management Association of Korea）が統合する形で韓国金融投資協会（KOFIA: Korea Financial Investment Association）が発足している。

このように、近年の韓国の資本市場改革は、政府のリーダーシップが強いこと、日本を意識しながらも日本以上にグローバルな潮流をとらえた改革を目指したことなどが特徴的である。また、金融ハブ構想については、どちらかという国内産業の資金調達・金融機関の機能が集約された金融センターの発展が目指され、シンガポールや香港のような海外企業の資金調達や国際的な投資家の活動拠点としての国際金融センター整備とはやや異なる志向であったといえる。李明博政権は、政権後期に進むにつれて、国内投資銀行や企業統治のグローバル化を後押ししようと、資本市場統合法や商法の改正などを目指したが、リーマン・ショック後の世界的な経済・財政の混乱あるいは世界的な金融規制強化の流れや国内世論の影響などもあり、改革構想の多くが道半ばに終わっている³。

² 林宏美「韓国デリバティブ市場の発展と資本市場改革」『月刊資本市場』2012 年 2 月号、林宏美「急速な発展を遂げた韓国のデリバティブ市場」『野村資本市場クォーターリー』2012 年春号参照。

³ 林宏美「韓国資本市場統合法改正と収益多様化を目指す証券会社」『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号など参照。

韓国の資本市場の現状と課題

1. 直接金融の比重拡大

韓国の資本市場改革の成果として、まず挙げられるのは、直接金融の重要性が高まったことであろう。伝統的には韓国の金融システムは銀行中心とされてきたが、近年の韓国企業部門の資金調達構造を見ると、直接金融チャネルを通じた調達が比較的安定して推移しており、特にリーマン・ショック直後の2009年には社債発行額が70兆ウォン近くに達し、銀行の信用創造機能が停滞する中で企業金融を支えていたことがわかる（図表2）。

また、個人金融資産の配分においても、伝統的に現金・預金を中心ではあるものの、日本と比べ有価証券投資の比率は高い。実際の構成推移を見ても、IMF支援プログラムを脱却して間もない2003年には現金・預金53%に対して株式・投信その他の有価証券24%であったが、2012年9月末は、現金・預金46%に対し有価証券28%と、リーマン・ショック前の水準（2007年：有価証券34%）には回復していないにせよ、有価証券投資のシェアは着実に上がってきている（図表3）。

一方、韓国の個人金融資産は、ストック面ではまだ蓄積の途上といえる。2012年9月末の個人金融資産残高2,450兆ウォン（約210兆円）は、日本の個人金融資産残高（約1,510兆円、2012年9月末）の約7分の1の水準にとどまっている。しかし、この10年間に個人金融資産残高が倍以上になり、リーマン・ショック前後を通じて順調に成長していることは注目されよう。

図表2 韓国企業部門の資金調達構造

	(単位:兆ウォン)									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
資金調達合計	89.2	67.8	109.1	184.2	184.3	230.4	152.3	117.1	145.1	
間接金融	34.4	2.9	23.8	68.1	98.6	115.0	19.4	23.4	47.0	
預金銀行	41.2	14.9	20.4	60.4	92.4	106.9	11.1	4.8	33.5	
非銀行金融機関	-6.8	-12.0	3.4	7.7	6.2	8.1	8.3	18.6	13.5	
直接金融	28.9	29.2	52.9	80.5	54.1	66.9	95.4	61.5	63.9	
株式	27.5	22.2	19.2	38.9	33.6	28.4	33.1	29.6	25.2	
CP	-2.6	-1.9	4.1	14.5	24.5	12.9	-8.5	2.7	8.0	
社債	-1.1	1.8	12.5	26.3	-4.8	24.6	69.6	28.4	30.0	
海外借入	4.7	8.7	5.7	5.9	6.4	8.4	6.1	4.3	14.9	
その他	21.2	26.9	26.7	29.6	25.2	40.0	31.4	27.9	19.3	
	(単位:%)									
(構成比)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
間接金融	38.6%	4.3%	21.8%	37.0%	53.5%	49.9%	12.7%	20.0%	32.4%	
預金銀行	46.2%	22.0%	18.7%	32.8%	50.1%	46.4%	7.3%	4.1%	23.1%	
非銀行金融機関	-7.6%	-17.7%	3.1%	4.2%	3.4%	3.5%	5.4%	15.9%	9.3%	
直接金融	32.4%	43.1%	48.5%	43.7%	29.4%	29.0%	62.6%	52.5%	44.0%	
株式	30.9%	32.8%	17.6%	21.1%	18.2%	12.3%	21.7%	25.3%	17.4%	
CP	-2.9%	-2.8%	3.8%	7.9%	13.3%	5.6%	-5.6%	2.3%	5.5%	
社債	-1.2%	2.6%	11.5%	14.3%	-2.6%	10.7%	45.7%	24.3%	20.7%	
海外借入	5.3%	12.8%	5.2%	3.2%	3.5%	3.6%	4.0%	3.7%	10.3%	
その他	23.8%	39.7%	24.5%	16.1%	13.7%	17.4%	20.6%	23.8%	13.3%	

(出所) 韓国銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表3 韓国：家計セクターの金融資産（兆ウォン、構成比）

	現金・預金	保険・年金 準備金	株式・出資 金	投資信託 受益証券	その他有 価証券	その他	合計
2003 (兆ウォン)	617.7	252.9	190.9	42.7	49.8	15.9	1170.0
(構成比)	53%	22%	16%	4%	4%	1%	100%
2004 (兆ウォン)	624.1	281.6	204.3	64.1	57.8	13.9	1245.8
(構成比)	50%	23%	16%	5%	5%	1%	100%
2005 (兆ウォン)	672.3	306.8	286.8	81.4	51.3	15.4	1413.9
(構成比)	48%	22%	20%	6%	4%	1%	100%
2006 (兆ウォン)	717.3	345.8	290.8	110.0	57.4	13.0	1534.2
(構成比)	47%	23%	19%	7%	4%	1%	100%
2007 (兆ウォン)	732.8	391.8	368.6	167.6	51.7	11.5	1724.0
(構成比)	43%	23%	21%	10%	3%	1%	100%
2008 (兆ウォン)	790.9	424.2	273.9	122.9	69.5	15.8	1697.2
(構成比)	47%	25%	16%	7%	4%	1%	100%
2009 (兆ウォン)	883.6	476.6	367.4	130.6	89.5	15.4	1963.1
(構成比)	45%	24%	19%	7%	5%	1%	100%
2010 (兆ウォン)	986.8	534.7	438.7	98.9	113.6	15.2	2187.9
(構成比)	45%	24%	20%	5%	5%	1%	100%
2011 (兆ウォン)	1069.4	590.1	418.5	84.6	124.0	16.7	2303.4
(構成比)	46%	26%	18%	4%	5%	1%	100%
2012Q3 (兆ウォン)	1115.3	653.5	437.4	86.7	139.6	17.4	2449.9
(構成比)	46%	27%	18%	4%	6%	1%	100%

(出所) 韓国銀行資料より野村資本市場研究所作成

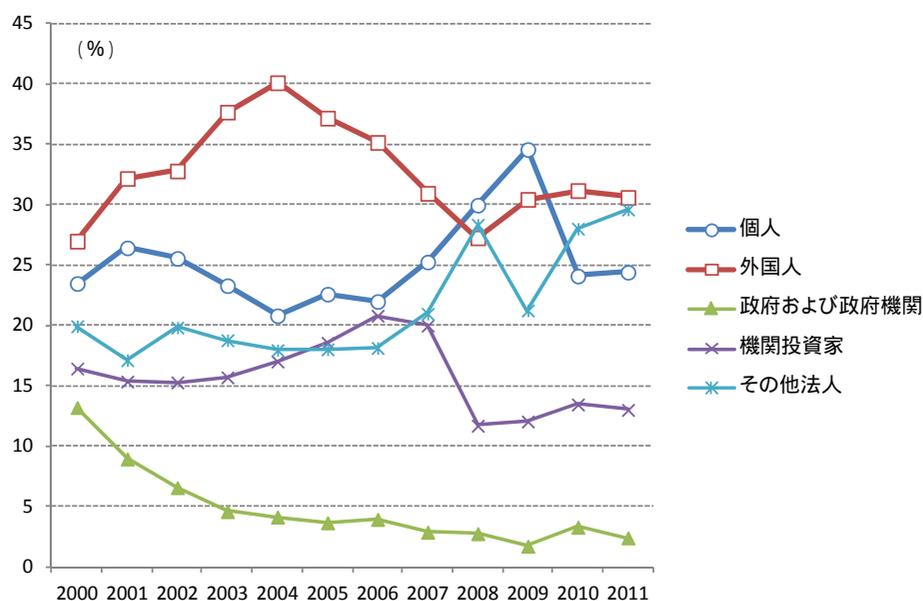
2. 株式市場

韓国の資本市場改革の成果として頻繁に指摘されるのが、世界トップレベルの規模となった上場デリバティブ市場である。その要因には、韓国取引所の総合取引所化や個人投資家の積極的な参加、主要プロダクトである KOSPI200 指数先物について米国 CME グループ、KOSPI200 指数オプションについてユーレックスと提携して、欧米の時間帯での取引を可能としたことなどが指摘されている。ただし、最近では、株式リンクのデリバティブ（ワラントなど）の高頻度取引を巡って不正行為の問題が指摘されたり、コントラクト・サイズ（1 コントラクト当たり取引金額）の引上げなど個人投資家保護強化のための規制改革が進められていることから、上場デリバティブの取引高はやや減少傾向にある。

現物株式市場では、主体別株式保有構成において外国人と個人の比率が高いことが特徴である（図表 4）。外国人株主比率の増大は、財閥オーナーやグループ企業の持合いなどの株主構成が変化しオープンになったことや市場改革によるところが大きいと見られる。また、個人投資家については、ブロードバンドなど IT インフラの発達を背景に、オンライン取引のシェアが高いことが特徴といわれている。一方で、国内機関投資家の規模が十分に育っていないことは課題である。また、時価総額、売買高ともに、上位の銘柄は財閥系の大企業に占められている状況で、今後は、中型株・小型株の振興あるいは新興企業の育成や IPO の活性化が課題となっている。

さらに、証券取引のインフラという観点では、韓国取引所の独占状態となっており、代替取引システム（ATS）を通じてどのように市場間競争を促進するかが、現時点で未成立になっている資本市場統合法改正案の大きなテーマのひとつとなっている。

図表 4 韓国株式市場：主体別保有比率の推移



(出所) 韓国取引所資料より野村資本市場研究所作成

3. 債券市場

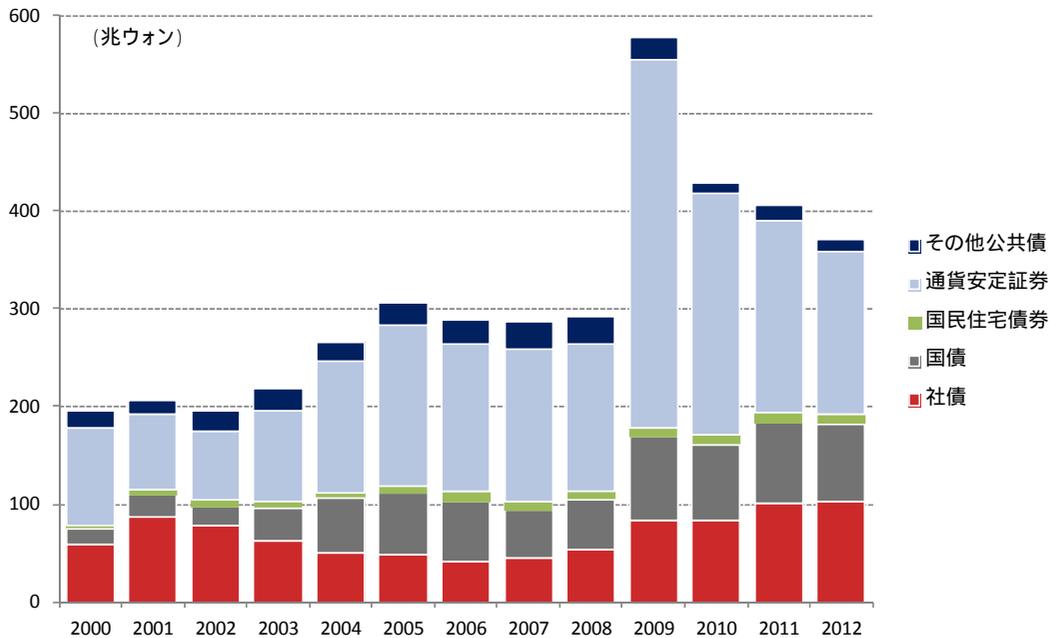
アジア金融危機以前の韓国の債券市場は、政府が財政均衡政策を採っていたこともあり、国債ではなく社債を中心に拡大した。当時は、ベンチマーク債の役割を果たしていたのも、3年物の社債であったとされる。

通貨危機を契機に、韓国では、発行手続きの透明化、プライマリー・ディーラー制度導入など、国債・公共債市場の発展を促す施策が相次いで打ち出された。その後は、国債市場が順調に拡大する中、銀行やクレジットカードの資金調達手段として社債も活発に発行され、また ABS 市場も発展しはじめている（図表 5）。

韓国の市場関係者は、債券流通市場の活性化・効率化を目指したさまざまな改革や投資家へのプロモーションに取り組んでいる。その中心的な役割を果たしているのが日本の証券業協会に相当する KOFIA で、債券店頭市場の参加者間の売買・仲介のための気配値探索とカウンターパーティの交渉を支援するための専用システム「FreeBond」の構築（2010年4月稼働）や、個人・小規模投資家の社債価格情報取得を容易にするインターネット上のシステム「BondMall」の整備（2010年2月稼働）などに取り組んでいる。また、KOFIA は債券価格インデックスの開発・公表も行い、民間の資産運用会社がそれらの指数に連動する債券 ETF を組成するといった動きも見られる⁴。

⁴ Korea Financial Investment Association “2012 Capital Market in Korea”など参照。

図表 5 韓国：債券発行額の推移



(注) 社債にはABSが含まれる。通貨安定証券とは韓国銀行が通貨量調節、公開市場操作実施のために発行する債券。

(出所) 韓国銀行資料より野村資本市場研究所作成

4 . 投資信託市場

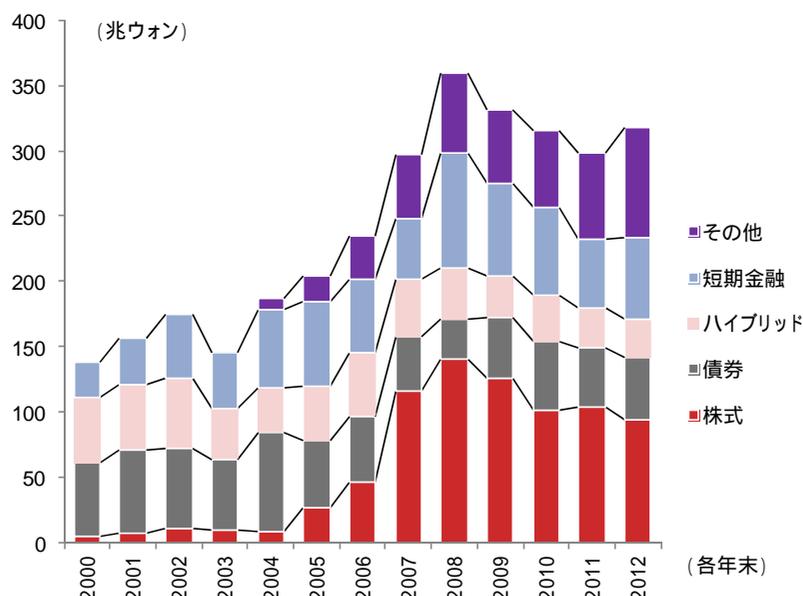
韓国の投資信託は、間接投資資産運用業法（2003年公布、その後複数回の改正）や資本市場統合法（2007年公布）など、度重なる規制改革を経て、運用・販売における專業制から分業体制への移行（專業投資信託会社が証券会社へ転換する一方、証券会社・銀行が投資信託の販売を担う規制体系へ）、投資資産の多様化（証券投資信託から有価証券以外の多様な資産に投資できる「ファンド＝集合投資スキーム」としての規制体系へ）を実現してきた。

2012年末時点で韓国の投資ファンドの運用資産総合計は約317兆ウォンとなっている。規制改革の成果として、投資ファンド資産は2000年代前半に順調に拡大し、個人金融資産に占める比率も上昇していたが、リーマン・ショック等の影響で最近数年は300兆ウォン（約25兆円）前後で足踏みしている（図表6）。なお、ファンド商品の販売チャネルとしては、リーマン・ショック前は銀行の窓口販売が拡大していたが、金融危機後は銀行の販売が停滞、証券会社の重要性が再び上昇、新規販売額の60%前後のシェアを占める状況となっている⁵。

なお、最近では、資産運用業界の高度化・効率化や投信投資者保護の改善が叫ばれ、その一環として2011年からは資産残高50億ウォン（約3.5億円）未満の小規模投信を整理する

⁵ 脚注4資料など参照。

図表 6 韓国の投資信託市場：運用資産（AUM）の推移（各年末）



(注) 「その他」にはデリバティブ・ファンド、不動産ファンド、リアル・ファンド、間接ファンド、スペシャル・アセット・ファンドが含まれる。

(出所) KOFIA 資料より野村資本市場研究所作成

という活動を政府・KOFIA 主導で推進し、おおむね目標を達成したことが注目されている⁶。

「日本化」に直面する韓国経済と資本市場改革

1. 再び拡大した韓国財閥のプレゼンス

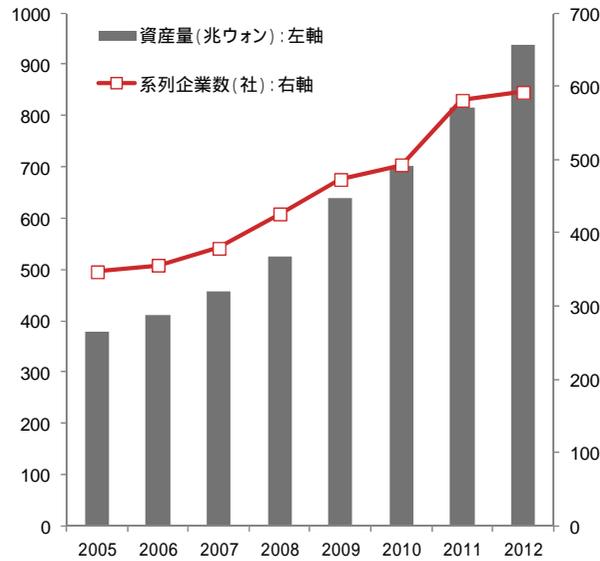
朴新政権が直面する経済政策面の課題で最も注目されているもののひとつが、財閥改革である。韓国 10 大財閥の資産合計は李政権の期間中に一貫して増大し、2012 年半ばには 900 兆ウォンを超えた（図表 7）。一方で、オーナーによるグループ会社の直接株式保有は減少しているものの、関係会社間で複雑に株式を持ち合う「循環出資」により、財閥の株式の内部所有比率はむしろ最近になって上昇している（図表 8）。

こうした財閥の規模拡大が、格差問題を生み経済の活力を削いでいるとの世論が強まる一方で、韓国経済の成長を財閥系企業が牽引してきた、あるいはグローバルな競争力を持つ一部の財閥系企業が韓国株式市場に外国人投資家を惹きつけてきたという面もあり、財閥経営に対して過度に政治・規制上のプレッシャーを与えることは、金融市場の停滞あるいは競争力低下につながりかねない⁷。また、財閥の企業統治改善の必要性も良く指摘されているが、実は近年の韓国におけるコーポレートガバナンス関連改革（社外取締役・監査委員会の制度化など）は財閥系、大企業でより積極的に導入されており、むしろ中堅・

⁶ 野村亜紀子「韓国の小規模投資信託整理の動き」『野村資本市場クォーターリー』2012 年春号。

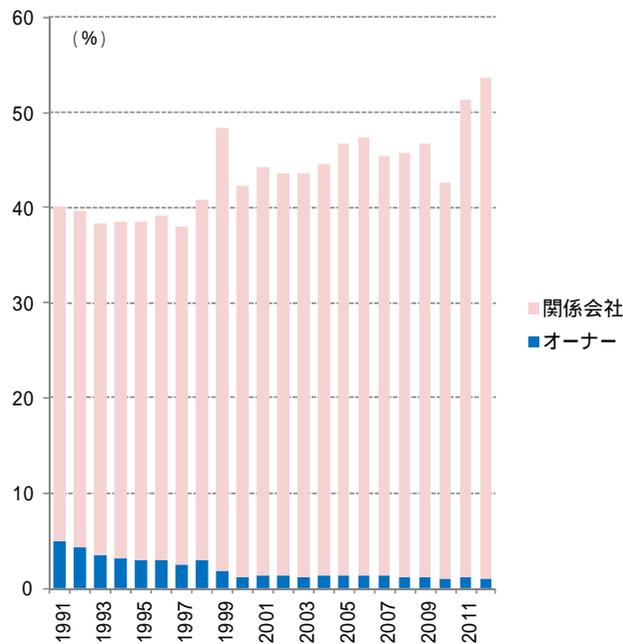
⁷ “Peeling back the power of Korea’s chaebols”, *Asiamoney*, March 2013

図表 7 韓国 10 大財閥の資産及び系列企業数推移



(出所) 韓国公正取引委員会資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 韓国 10 大財閥の内部所有比率推移



(出所) 韓国公正取引委員会資料より野村資本市場研究所作成

中小企業に問題が多いという指摘もある⁸。

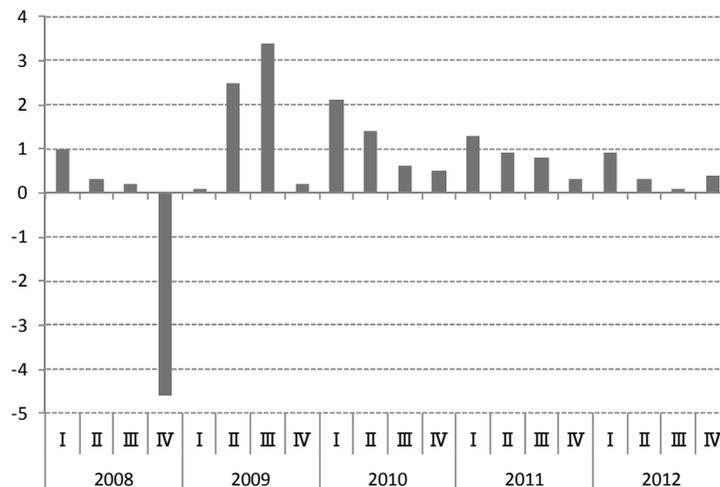
このように、やや矛盾をはらむ財閥の透明性向上に朴政権がどのように立ち向かうのか、また中堅・中小企業の活性化のためにどのような市場改革を行っていくのかが注目されよう。

⁸ Kwon Sehoon, "Issues on the Independent Directors in the Korean SMEs", *Capital Market Perspective* 2011 Vo3, No.3 (Korea Capital Market Institute)

2. 高齢化と低金利・低成長経済

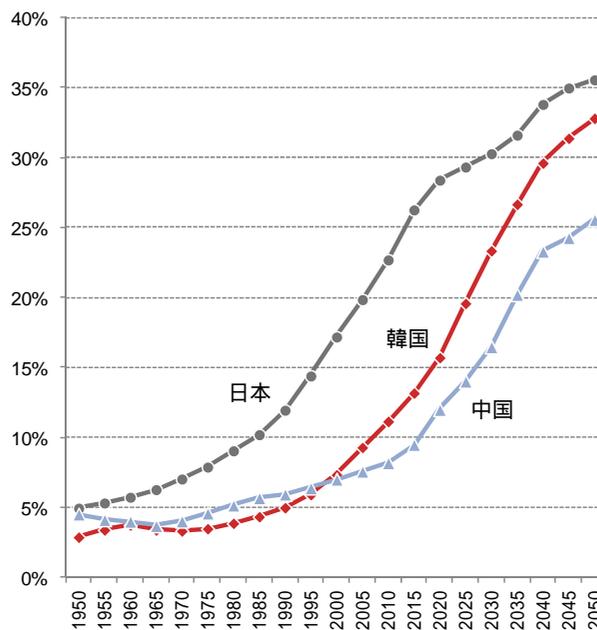
さらに韓国では最近、ウォン高と金利の低下が経済の構造的な改革を迫るのではないかと指摘が活発になっている。特に経済成長率の鈍化が顕著となった 2012 年秋以降は、メディアが、韓国経済がウォン高に低成長・低金利の長期化、不動産価格の下落、不良債権増加などの問題が重なる「日本病」に罹ったと繰り返し報じており、金融業界の不安も高まっているようである（図表 9）。

図表 9 韓国の実質 GDP 成長率（対前期比）：四半期データ



（出所）韓国銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表 10 65 歳以上人口比率の推移と予測：日本・韓国・中国



（出所）国連「World Population Prospect (2010 Revision)」より野村資本市場研究所作成

ウォン高といっても対ドル、対円ともにリーマン・ショック前の水準よりはかなり安いレートであり、また低金利といっても現在、インフレ率は 1.3～1.4%、政策金利 2.75%、長期国債利回り 3%という状況なので、日本のデフレとは相当異なる経済環境とも思えるが、上記のように財閥偏重の産業・企業構造の中で、家計部門の過剰債務問題（住宅ローンによる）や高齢化の進展など懸念も多くなっているのは事実である。特に韓国の 65 歳以上人口比率の推計を見ると、日本に 25 年ほど遅れる形で 2005～2010 年に 10%を超えた模様だが、今後は急速に高齢化が進み、2025 年に 20%、2040 年に 30%に到達する見込みである（図表 10）。

これらの課題に対して、市場重視を打ち出していない朴政権の政策の方向性は今のところ判然としないが、今後は、近年の資本市場改革の成果が改めて問われると同時に、さらなる包括的な市場改革の必要性に直面する可能性もあろう。また、証券・資産運用業界も、従来の経営モデルから脱し、発行体・投資家に対するアドバイス・提言能力を高めるなど生き残りのための構造改革を求められるのではないかと見られ、今後の動きが注目される。