

株式市場の活性化を目指す韓国

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 近年不振が続く株式市場を活性化すべく、韓国金融委員会（FSC）は、2014年11月26日、投資商品の拡充や取引環境の整備をはじめとした「韓国株式市場の包括的再生計画」を公表した。その後2015年4月23日には、KONEX市場やデリバティブ市場の活性化を目指した「資本市場改革の政策方針」を、さらに同年7月2日には韓国取引所（KRX）の持株会社への移行やIPOも視野に入れた、グローバルな競争力の強化計画をそれぞれ公表し、KRXの改革を包括的に推し進めようとする気運が高まっている。
2. 「韓国株式市場の包括的再生計画」のなかで、現時点で実現しているのは、ミニKOSPI200先物やミニKOSPIオプションといった、個人が投資しやすい小口のデリバティブ商品や韓国経済を代表する30銘柄で構成する新指数のKTOP30の導入などにとどまっており、「機関投資家の市場への参加促進」「投資家の信頼向上」といった、市場の厚みをつくるうえで重要な項目に含まれる施策で実現しているものはない。
3. また、FSCは、KRXの持株会社への移行とIPOも視野に入れながら、海外の証券取引所とのM&Aやジョイントベンチャーなどの活用によって、KRXのグローバル戦略を推し進めていこうとするスタンスを明確に示した。
4. 翻って、KOSPI、KOSDAQ、KONEX市場の各市場が活性化するためには、やはり現物株式市場での保有割合が総じて低い国内機関投資家の育成が不可欠であると考えられる。今回の一連の改革でも、市場の発展を個人投資家に依存している部分が少なくなないように見受けられる。一方で、スチュワードシップ・コードの導入が盛り込まれている点は、機関投資家によるモニタリング機能を活かし、投資先企業のガバナンス向上を目指すのに一役買うと期待される。個人投資家のみならず、機関投資家のプレゼンス向上が、韓国の証券市場の安定的な発展に不可欠であろう。

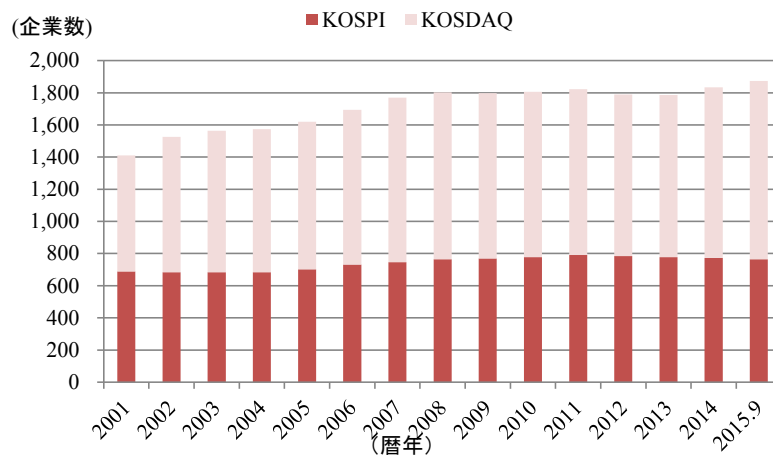
I. はじめに

韓国を代表する株価指数である KOSPI 株価指数は、2007 年に初めて 2,000 の大台に乗せたものの、その後停滞が続き、2015 年 11 月 24 日現在 2,010 程度の水準にとどまっている。また、KOSPI 市場の上場企業数も、2015 年 9 月末時点で 765 社と前年末より減少したほか、時価総額も 2012 年以降 1,200 兆ウォン前後の水準から伸びていない（図表 1～2）。一方、日平均売買代金では、KOSPI 市場が 2013 年、2014 年ともに 4 兆ウォンを下回るなど低迷が続き、KOSDAQ も含めた全体の数字が伸び悩んでいたものの、2015 年 9 月には KOSDAQ の取引増加が寄与し、ようやく 2010 年の水準まで戻りつつある（図表 3）。

韓国では、こうした状況を打開しようとする動きが喧しくなっている。韓国金融委員会（Financial Services Commission、FSC）は、2014 年 11 月 26 日、投資商品の拡充や取引環境の整備をはじめとした、韓国株式市場の再生を目指す包括的な計画¹を公表し、その一部については、既に実行に移している。その後 FSC は、2015 年 4 月 23 日、創業年数の浅い中小企業を対象とした KONEX 市場やデリバティブ市場の活性化等を目指した「資本市場改革の政策方針」を発表した²。さらに 2015 年 7 月 2 日には、KRX がイノベティブな業務への資金投入を円滑に進めるため、持株会社への移行および IPO の実施も視野に入れた、グローバルな競争力の強化計画の概要を公表した³。最近 KRX の梃子入れ策を包括的に推し進めようとする気運が高まっている。

本稿では、まず FSC が打ち出した韓国株式市場の再生計画に触れたうえで、KRX 競争力強化計画などを概観し、今後の韓国株式市場の課題と展望をさぐることにしたい。

図表 1 KOSPI、KOSDAQ の上場企業数の推移



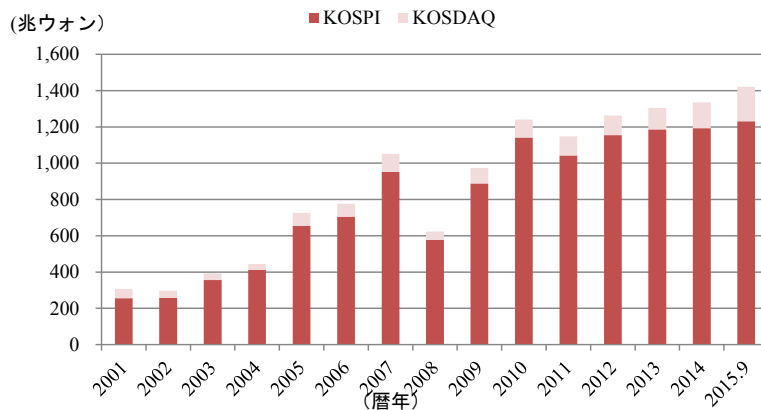
（出所）KRX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹ Financial Services Commission, “Plan to Revitalize Korea’s Stock Market”, November 26, 2014

² Financial Services Commission, “Policy Direction for Capital Market Reform”, April 23, 2015

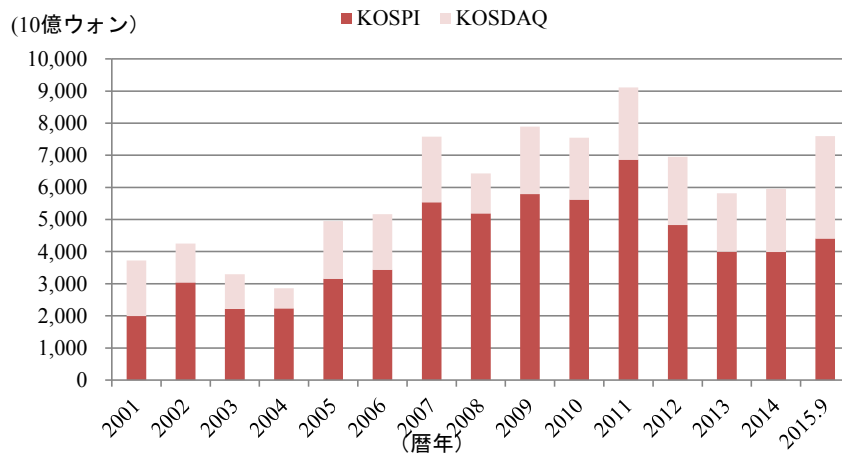
³ Financial Services Commission, “Plan to strengthen Competitiveness of Korea’s Exchange Markets”, July 2, 2015

図表2 KOSPI、KOSDAQの時価総額の推移



(出所) KRX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表3 KOSPI、KOSDAQの日平均売買代金の推移



(出所) KRX ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 韓国株式市場の包括的再生計画

FSCは、第一にブルーチップ上場銘柄を増やし、新たなデリバティブ商品の導入を容認すること、機関投資家による株式市場への参加を一段と促すことによって、株式市場の取引を活発化させることを目指している。FSCは、第二に市場インフラおよび取引システムの効率性の向上、第三に開示規則改正を通じた、投資家保護および市場に対する信頼度の強化を狙っている。

以下では、FSCが公表した一連の株式市場の包括的再生計画の中で既にも実施されている主要な項目について触れることとする（図表4）。

図表4 韓国株式市場の包括的再生計画と実施状況

項目	概要	根拠法、根拠規制	予定時期
投資商品の拡充	【上場規則の改正】 ● 分離できるワラント付き債券の発行容認や配当支払いの手続き簡素化など、ブルーチップ銘柄によるIPOを後押しすることを旨とした上場規制に改正する。	資本市場法改正	2015年上半期
	【新しいデリバティブ商品の上場】 ● ミニ先物や人民元先物といった新しいデリバティブ商品の上場を容認する。 →ミニKOSPI200先物・オプションの上場（2015年7月） →KOSDAQ個別株先物の上場（2015年8月） ● ボラティリティ指数オプション、或いはETF先物などの上場も視野に入れる。 →ボラティリティ・インデックス先物（原資産はV-KOSPI200）の上場（2014年11月）	KRX規則の改正	2015年～2016年
機関投資家の市場への参加促進	【小規模な年金基金向けの共通投資プールの導入】 ● 韓国証券金融（Korea Finance Corp）および複数の資産運用会社が共同で、小規模な大学の基金や企業年金の資産を運用する共通投資プールを設置する。	—	2015年上半期
	【韓国郵便及び銀行による株式投資の拡大】 ● 韓国郵便による株式投資上限規制を現行の10%から20%に引き上げる。 ● 韓国の銀行による株式投資上限規制を現行の（自己資本の）60%から（同）100%に引き上げる。	関連規制の改正	2015年上半期
	【公的基金の10%規則の改正】 ● 公的基金が保有資産の10%超を同一発行体の証券に投資することを禁止する、いわゆる10%規制を改正し、同じ発行体の証券に資産の半分の25%まで投資することを容認する。残りの半分の資産については、同じ発行体の証券への投資は5%に制限される。	資本市場法の改正	2015年下半期
	【スチュワードシップ・コードの確立】 ● スチュワードシップ・コードを確立し、機関投資家が株主として議決権行使をする際のガイドラインを設定する。	—	2015年上半期
取引システムおよび市場インフラの改善	【新たな株価指数KTOP30の導入】 ● 新たな株価指数「KTOP30」を導入する。新指数の構成銘柄は、KOSPIおよびKOSDAQに上場する銘柄の中で最もパフォーマンスが良い30銘柄とする。KTOP30は、韓国の経済や産業構造をより良く反映する指数となる見通しである。	—	2015年上半期（2015年7月13日～）
	【電子証券の導入】 ● 証券取引のコスト削減および透明性向上のため、電子証券の発行・取引を導入する。	電子証券法案	2015年下期
	【一日の値幅制限の緩和】 ● KOSDAQおよびKOSPI市場における株価の現行の値幅制限（前日の終値から上下15%以内）を緩和し、前日の終値から上下30%以内とする。	KRX規則の改正	2015年上半期（2015年6月15日～）

	【株価安定化措置の強化】 ● 個別銘柄の株価が前営業日終値から 10%を超えて上昇（或いは下落）する場合、10 分間の取引は、単一価格のオークション方式が採用される。	KRX 規則の改正	2015 年上半期（2016 年 6 月施行予定）
	【株式買戻しの気配システム改善】 ● 株式買戻しの気配値の幅をリアルタイムの取引価格を反映するものに変更する。	KRX 規則の改正	2015 年上半期
	【株主の議決権行使の手続き改善】 ● 通常の株主総会への出席が、代理議決権行使の勧誘や電子議決権行使システムの活用によって増えることが想定される。韓国預託決済院（KSD）が必要なシステムの開発および稼働を可能にする。	資本市場法の執行令の改正	2015 年上半期
信託投資家の 信頼向上	【開示規則の強化】 ● 資産運用会社による情報開示規則を強化し、投資家が運用会社のパフォーマンスについて透明性のある客観的な情報を取得できるようにする。	資本市場法の改正	2015 年下半期
	【空売りに関する開示規則の導入】 ● 空売りポジションに関する開示規則を導入する。値幅制限の緩和に伴い、投機的な空売りを回避し、市場の透明性を向上させることが必要になることに伴った規則の導入である。	資本市場法の改正	2015 年上半期

(注) 実施状況は 2015 年 10 月 31 日現在。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

1. 新しいデリバティブ商品の上場

KRX は、これまでにデリバティブ商品のラインアップを拡充してきており、既に様々な商品を上場しているが、2015 年 7 月には、ミニ KOSPI200 先物やミニ KOSPI200 オプションも上場させた。両者の取引単位は、既に上場している KOSPI200 先物・オプションの取引単位のそれぞれ 5 分の 1 とされており（ミニ KOSPI200 先物が 1 単位あたり 2,600 万ウォン、ミニ KOSPI200 オプションが同 600 万ウォン）、個人投資家の投資ニーズに対応するものである。KRX は、2014 年 11 月に、ボラティリティ・インデックス先物（原資産は V-KOSPI200）を上場させたほか、2015 年 8 月には KOSDAQ 上場銘柄に対するリスクヘッジ・ツールとして、KOSDAQ 個別株先物を上場させるなど、デリバティブ商品のラインアップを一段と拡充する動きを進めている。2015 年 9 月には、中国人民元先物も KRX の商品ラインアップに加わる見通しである⁴。

韓国のデリバティブ市場では、一時は個人投資家を中心とした投機的な取引が問題視されていたが、その後 FSC が個人投資家の最低預入金を引き上げる対策を講じるなどした結果、市場の安定性が回復してくるなかで、KRX は、再びデリバティブ関連の取扱商品拡充に向けた路線に舵を切っている。

⁴ 2015 年 10 月 9 日時点で、人民元先物の取引は開始されていない。

図表 5 KTOP30 の構成銘柄

エネルギー (1)	素材 (4)	資本財 (5)	一般消費財 (5)	生活必需品 (2)
SKイノベーション	ポスコ LG化学 現代製鉄 ロッテケミカル	現代グロービス サムスン物産 現代重工業 現代エンジニアリング サムスン重工業	現代自動車 現代モービス 起亜自動車 LGエレクトロニクス ハンコックタイヤ	アモーレパシフィック イーマート
金融 (4)	情報技術 (7)	通信サービス (1)	ヘルスケア (1)	公益企業 (0)
サムスン生命保険 新韓フィナンシャル・グループ KBフィナンシャル・グループ サムスン火災海上保険	サムスン電子 SKハイニクス ネイバー LGディスプレイ サムスンSDI ダウムカカオ サムスン電機	SKテレコム	セルトリオン	-

(出所) KRX より野村資本市場研究所作成

図表 6 KTOP30 の推移～KOSPI との比較～



(出所) ブルムバーグより野村資本市場研究所作成

2. 新たな株価指数 KTOP30 指数の導入

KRX は、KOSPI および KOSDAQ に上場する銘柄の中で、韓国経済を代表する 30 銘柄で構成する新指数「KTOP30」を、2015 年 7 月 13 日に新たに導入した (図表 5)。KTOP30 の構成銘柄の選定は、数値基準を設けず、韓国経済や株式市場をどの程度代表する銘柄なのか、投資のしやすさ、指数への影響度、成長の持続性などを勘案して指数委員会によって行われた。

過去に遡及して公表された KTOP30 指数 (基準日は 1996 年 1 月 3 日) を KOSPI 指数と比較すると、1999 年頃以降、両者の乖離幅が次第に広がっている⁵ (図表 6)。FSC は、

⁵ KOSPI 指数との比較を容易にするため、基準日の指数の値は KOSPI と同様 889 に設定された。

KTOP30 指数を、韓国の経済や産業構造をより良く反映する指数として捉え、KTOP30 指数を韓国の代表的な指数に育て上げたい考えである⁶。なお、KTOP30 指数の指数算定方式は、米国の代表的株価指数であるダウ工業株 30 種平均と同様、株価平均方式である。

3. 一日の値幅制限の緩和

KOSPI および KOSDAQ 市場における株価の一日当たり値幅制限は、2015 年 6 月 15 日より、従来の上下 15%（前日終値ベース）から同 30%（同左）に緩和された。値幅制限の緩和によって、市場の効率性を高め、上場企業が適切に評価される市場環境を創り出しやすくなる、と FSC は捉えている。

一方で、値幅制限の緩和により、株価の動きが激しくなることも予想されるため、株価安定化対策の一つであるボラティリティを抑制するための措置 (Volatility Interruption、VI) を強化する方針である。KRX は、2014 年 9 月、突然の一時的な株価変動に対応する措置として、VI を導入した。VI は、個別銘柄の想定株価が、直近の取引価格から上下 3%（KOSPI200 指数の構成銘柄の場合）或いは上下 6%（KOSPI200 以外の KOSPI 銘柄および KOSDAQ 市場の場合）を上回った場合に発動され、その後 2 分間について、単一価格のオークション方式が採用されることになっている。

値幅制限の緩和を受けて、今後は、個別銘柄の株価が前営業日終値から 10%を超えて上昇（或いは下落）する場合、単一価格のオークション方式が 10 分間取引されることとなるなど、VI の発動は強化されることとなる。

ちなみに、韓国は、極端な株価変動を避けるための措置として、一日当たりの値幅制限、ボラティリティ・インタラプション、サーキット・ブレーカーという 3 つの手段を整えているが、このすべての手段を利用可能としている証券取引所は、グローバルに見ても KRX のみである、と説明している。

以上見てくると、「韓国株式市場の包括的再生計画」は、投資商品の拡充、機関投資家の市場への参加促進、市場インフラおよび取引システムの改善、投資家の信頼向上という大きな目標をカバーしており、各項目の施策が実現していけば、一定の効果が期待できよう。

しかしながら、現時点で実現しているのは、個人が投資しやすい小口のデリバティブ商品や新指数 KTOP30 の導入などにとどまっており、「機関投資家の市場への参加促進」「投資家の信頼向上」という、市場の厚みをつくるうえで重要な項目の導入はこれからである。

III. 韓国取引所（KRX）の競争力強化計画

一連の株式市場再生計画が公表された後、FSC は、2015 年 4 月 23 日および 7 月 2 日に、KRX が関連する資本市場改革に関する政策方針、KRX の組織改革も含むグローバル競争力強化計画をそれぞれ公表した。

⁶ KRX のウェブサイト (<http://eng.krx.co.kr/>) のトップページにおいても、一番上に KTOP30 の値が示されている。

以下では、FSC が、2005 年に韓国証券取引所（KSE）、韓国先物取引所（KOFEX）、KOSDAQ の 3 市場を統合して誕生した KRX の競争力をどのように向上させようとしているのか、①KRX 持株会社の設立と IPO 追求、②KONEX、KOSDAQ、KOSPI という 3 つの現物株市場の改革、③デリバティブ市場の強化、④ATS などとの競争促進という 4 つのカテゴリーに分けて、触れていくこととする。

1. KRX 持株会社の設立と IPO 追求

FSC は、金融投資サービス業及び資本市場法（the Financial Investment Services and Capital Markets Act、FSCMA）を改正し、KRX が持株会社を設立することが出来るようになる方針である。現在韓国政府が 100%保有する株式会社である KRX が運営する、KOSPI 市場、KOSDAQ 市場、デリバティブ市場の各市場部門はそれぞれ、KOSPI 取引所、KOSDAQ 取引所、デリバティブ取引所として、KRX 持株会社（仮称、以下同じ）の傘下で運営されることになる（図表 7）。

KRX 持株会社は、さらなる利益の追求、海外市場や新規ビジネスへの拡大に必要な資金を調達し、海外の証券取引所とのグローバルな提携関係を強化することを目指して、IPO を実施する方針である。ちなみに、KRX 持株会社が上場を果たすには、管轄官庁である FSC の承認が必要である。なお、現在 KRX の傘下にある市場監視委員会が担う市場監視機能については分離し、KRX 持株会社及び同子会社から独立して機能する非営利機関として位置づけることで、独立性が維持される見通しである。

KRX は、持株会社形態に転換し、IPO を実施することによって、海外の証券取引所とのジョイントベンチャーなどが行いやすくなる。FSC は、KRX が株式交換などの戦略的提携を通じて、グローバルな証券取引所のネットワークに参画させたい方針である。

2. KONEX、KOSDAQ、KOSPI という 3 つの現物株市場の改革

1) 様々な発展段階の企業の取り込みを目指してきた現物株市場

(1) KONEX 市場の創設

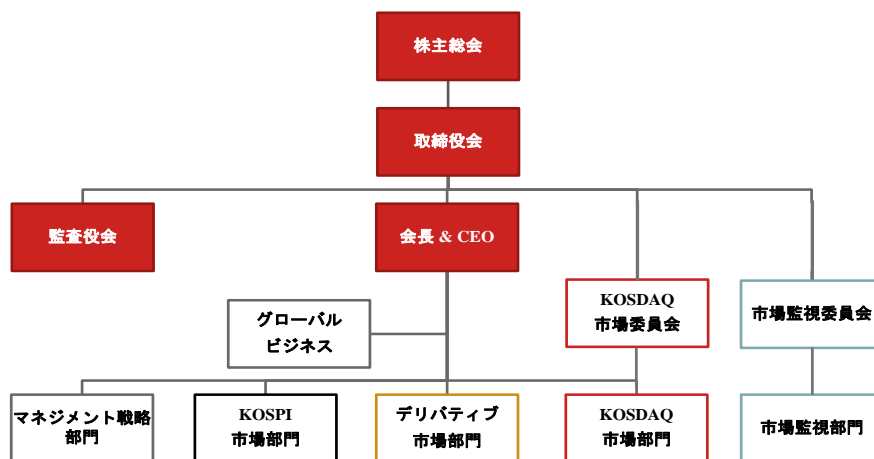
KRX は、2005 年の誕生以来、KOSPI 市場と KOSDAQ 市場の 2 市場体制としてきたが、2013 年 7 月 1 日、創業 4~9 年程度のグロース・ステージにある中小企業を対象とした KONEX 市場⁷を創設したことによって、創業年数が短い段階から成熟段階に至るまでの、様々な発展段階にある企業を KRX が取り込むことが出来る体制を整えてきた⁸。また、KONEX 上場銘柄が成長した際には、KOSDAQ 市場へスムーズに鞍替えが出来る仕組みも設けている。

⁷ ロンドン証券取引所の AIM 市場をモデルとしている。

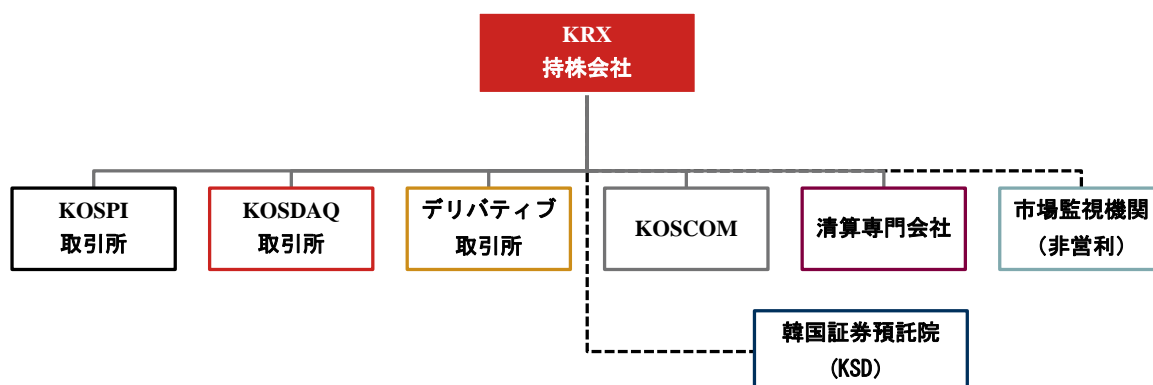
⁸ KONEX について詳しくは、林宏美「韓国取引所（KRX）のグローバル戦略のゆくえー今後の展望と課題ー」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

KONEX の上場企業数は、2013 年 7 月の創設時の 21 社から、2015 年 6 月 29 日には 81 社まで約 3.9 倍に増加した一方、時価総額は 2013 年 7 月の 5,000 億ウォンから、2015 年 6 月 29 日には 3.5 兆ウォンまで約 7 倍に拡大した。しかしながら、KONEX 市場における日平均売買高は、2013 年（7 月～12 月）の 6.1 万株から翌 2014 年（同）には 3.7 万株まで減少していたほか、KONEX から KOSDAQ 上場への鞍替えについても、上場基準が厳しい KOSDAQ への鞍替えを行った企業は 8 社にとどまるなど⁹、当初 KRX が想定していたようには KONEX の活用が進んでいない。

図表 7 KRX の基本的な組織改正案
 <2015 年 9 月末時点の組織概略図>



<将来の組織概略図>



(注) 2013 年 7 月に誕生した KONEX 市場は、KOSDAQ 市場部門の一部として位置づけられている。

(出所) KRX 年次報告書、FSC 資料より野村資本市場研究所作成

⁹ KRX の 2014 年 年次報告書 P.11 に基づく。

(2) KONEX 市場の改革

①リテール投資家層への拡大

高リスク・高リターンの市場である点に鑑み、KONEX 市場参加者は、プロ投資家、ベンチャー・キャピタルなどに限定されており、KONEX 市場で投資を行う事が容認されているリテール投資家は、3 億ウォンの預金を保有している必要があった。今回の改革では、リテール投資家層による KONEX 市場での投資を促すため、2015 年 6 月 29 日より、預金に関する要件を 3 億ウォン以上から 1 億ウォン以上に引き下げた。

また、2015 年 7 月 27 日より、預金額に関係なく、年当たり最高 3,000 万ウォンまでの投資が可能である小口投資口座 (small investment account) を通じて、KONEX への投資が可能になった。なお、リテール投資家が小口投資口座を開設する際には、KONEX 市場の特徴や関連する投資リスクについて口座を開設する証券会社が十分な説明を行う義務を負うこととされている。

②上場基準の緩和

今回の改革によって、KONEX 上場基準の数値基準が廃止されることになる。また、FSC は、KONEX 上場に不可欠な指定アドバイザーの数を現行の 16 社から 51 社に増やす方針である。

また、テクノロジー関連の成長企業が迅速に資本市場を活用できるよう、KONEX にスピーディーに上場できる仕組みも加える。すなわち、アーリー・ステージのスタートアップ企業が、指定アドバイザーを付けずに KONEX に上場することを容認する特別免除上場 (Special Exemption Listing) 制度が導入される見通しである。当該上場制度を利用する場合、以下の基準を満たす必要がある。

- ① 証券取引所が指定した機関投資家が当該企業の株式等の少なくとも 20%は保有していなければならない。
- ② テクノロジー信用局 (Technology Credit Bureau、TCB) が、(上場しようとしている企業のテクノロジー格付けについて) ある一定レベル以上の格付けを発行する必要がある。
- ③ 証券取引所が指定した機関投資家が、特別免除上場制度を利用した上場に賛同しなければならない。

なお、特別上場制度を利用して上場する銘柄への投資に関しては、指定アドバイザーが付いている銘柄に比べて充実した投資家保護策が導入されることになっている。

2) KOSDAQ の競争力強化

KOSDAQ は、主に IT やバイオ・テクノロジー (BT)、カルチャー・テクノロジー (CT) 関連に従事しているベンチャー企業が資金調達を行う場として、1996 年 7 月に設立された、ハイテク企業向けの市場である。2015 年 4 月時点における KOSDAQ 上場企業の業種を見

ると、IT が 39.4%、BT が 17.3%、CT が 3.5%であるなど、これら 3 業種の企業が占める割合が 6 割を超えていた。

FSC は、ハイテクやイノベーションに重点を置いた KOSDAQ の特徴を一段と強化する方針であり、KOSDAQ を KOSPI と競合する市場として位置づけたい、という思惑を明確に打ち出している。また、KOSDAQ 取引所における安定した運営の支援を行うため、想定されている KRX 持株会社の IPO で調達される資金も、主に KOSDAQ への投資に用いられる見込みである。

FSC の方針の下、KOSDAQ 取引所では、大規模なブルーチップ企業、イノベティブな企業の KOSDAQ 上場を促すため、ベンチャー企業の成長パターンや市場における需要変化に柔軟に対応出来る上場基準への改正が行われる見通しである。

また、KOSDAQ 関連の新商品として、例えば KOSDAQ 指数連動型 ETF、ETNs、デリバティブといった商品の開発・上場も視野に入れている点に加え、KOSDAQ 上場企業が転換社債やワラント付き社債の発行などを行いやすくするために、KOSDAQ としても環境の整備を視野に入れている。

さらに、FSC は、KOSDAQ が急成長するアジアの証券取引所の市場との間で、戦略的提携関係を拡充する方針も打ち出している。

3. デリバティブ取引所の競争力強化

KRX は、デリバティブ市場における商品ラインアップの拡充に重点を置いてきた。その結果、KRX のデリバティブ市場は、株価指数、個別株、通貨、金利、コモディティにいたるまで、幅広い商品ラインアップを揃えている。KRX は、2014 年における世界のデリバティブ取引所ランキング（コントラクト数ベース、FIA 調査に基づく）において世界第 12 位に位置づけられ、日本取引所（同 15 位）を上回るなど¹⁰、高水準のデリバティブ取引高が注目される。とりわけ、KOSPI オプションが取引の中心的商品となっており、FIA の 2014 年調査に基づく商品種類別ランキングでも、KOSPI200 オプションが、株価指数先物・オプション商品分野で第 3 位であった。また、KRX の米ドル先物も、外為先物・オプション商品分野で世界第 9 位に位置づけられていた。

デリバティブ取引所に上場する商品が、グローバルなデリバティブ取引所とのクロス上場を増やすことによって、韓国がアジアのデリバティブ市場のハブとして発展することを目指す、としている。

¹⁰ 韓国のデリバティブ市場の発展について詳しくは、林宏美「急速な発展を遂げたデリバティブ市場～今後の展望と課題～」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2012 年春号参照。

4. ATS 及び OTC 取引システムとの競争促進

FSC は、ATS（代替取引システム）関連規制の緩和、OTC 取引プラットフォームの拡充を行うことによって、様々な市場間での競争を促し、最終的にサービスの質向上を目指す方針である。

ATS の設立は、既に 2013 年 5 月に公布された改正金融投資サービスおよび資本市場法 (FORMA) の下で解禁されたものの、これまでのところ ATS の参入は見られない¹¹。ATS の参入が進まない背景としては、ATS における 1 組織の持分の上限規制がある点¹²、オークション方式の ATS が関与できる取引のシェアに上限¹³が設けられているため、潜在的な市場規模が限られる点（採算を検討すると参入しにくい点）、ATS 運営業者が満たすべき最低自己資本の水準（200 億ウォン）が高い点などが考えられる¹⁴。現時点で ATS 関連規制の緩和や OTC 取引プラットフォームの拡充に関する具体的な内容は公表されていないものの、こうした課題を踏まえた改正案が発出されることが想定される。

IV. 今後の課題と展望

現行の KRX を持株会社に転換するには、FSCMA 改正が必要となるが、FSC がこの計画を発表した 2015 年 7 月、同法改正に向けた国会での議論が 2015 年下半年に行われる見通しであることがプレスリリースの中で示されていた。

今回公表された計画では、KRX の持株会社への移行と IPO も視野に入れながら、海外の証券取引所との M&A やジョイントベンチャーなども活用することで、KRX のグローバル戦略を推し進めていこうとするスタンスが明確に示された。そして、法規制上は解禁されているにもかかわらず、これまでのところ誰も参入していない国内 ATS と KRX との市場間競争を促そうとしている点も注目される。また、投資家に対する情報開示を充実させる一方で、値幅制限の緩和をはじめとしたマーケット・メカニズムを尊重する流れも、改めて示されており、こうした点が KRX のグローバル化にプラスに働くことが想定できよう。

メリッツ総合金融証券 (Meritz Securities) のアナリストは、主要な OECD 諸国の中で KRX が唯一の非上場証券取引所である、と述べたうえで、他国の証券取引所との提携や協調がより身近になっている点が、KRX の IPO を合法化させようとする要因、との考えを示した¹⁵。

¹¹ ATS 解禁について詳しくは、林宏美「韓国で解禁された代替取引システム(ATS)」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』ウェブ版、2014 年春号参照。

¹² 原則として、ATS における持分は、一つの組織体が議決権付発行済株式総数の 15% 超を保有することが認められていない。

¹³ オークション方式を通じて価格を決定する ATS の場合、過去 6 ヶ月間における当該 ATS の平均売買高が証券市場全体に占める割合が 5% を超えてはならない。

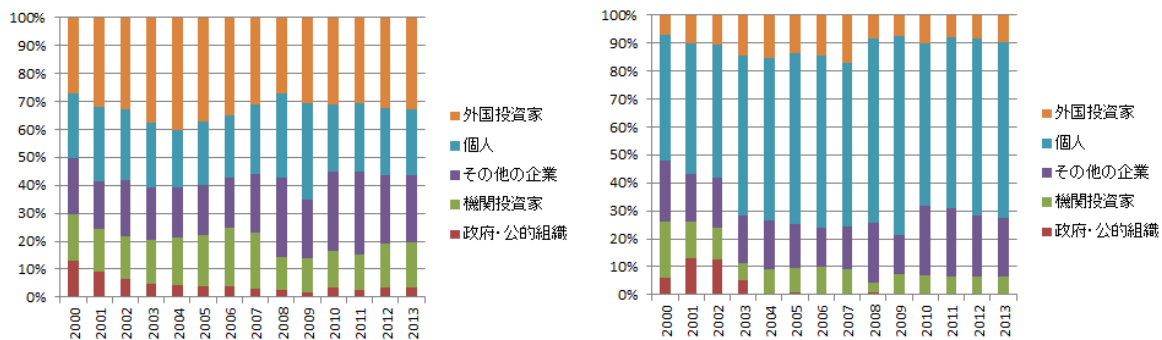
¹⁴ 脚注 2 の拙稿参照。

¹⁵ "Korea Investment & Securities, KDB Daewoo to Become Main Beneficiaries of KRX IPO", BusinessKorea, 2015 年 2 月 10 日

翻って、KOSPI、KOSDAQ、KONEX の各市場が活性化するためには、やはり国内機関投資家の育成が不可欠であると考えられる。韓国の現物市場では、機関投資家の保有割合が総じて低く、個人および外国人投資家のシェアが大きい特徴がある（図表 8）。とりわけ KOSDAQ は、個人の保有比率（時価総額ベース）が 6 割を超えているなど、個人投資家に依存した市場である。一方で、機関投資家の保有割合は、KOSDAQ で 6% 程度、全体でも約 16% にとどまっている。また、デリバティブ市場でも、保険や年金基金といった機関投資家による取引シェアはわずかである（図表 9）。

今回の一連の改革においても、KONEX への投資が容認される個人投資家層の裾野を拡大したり、デリバティブ市場で取引単位の小さく、個人投資家が投資を行いやすい新商品を導入したりするなど、市場の発展を個人投資家に依存している部分が少なくないように見受けられる。一方で、例えば機関投資家の株主権の行使に関するガイダンスを示すスチュワードシップ・コードの導入が盛り込まれている点は、機関投資家による、投資先企業のモニタリング機能を活かし、ひいては投資先企業の企業価値向上を目指すのに一役買うと期待される。個人投資家のみならず、機関投資家のプレゼンス向上が、韓国の証券市場の安定的な発展に不可欠であろう。

図表 8 投資家別内訳（時価総額ベース）（左：全体、右：KOSDAQ）



（出所）KRX より野村資本市場研究所作成

図表 9 取引所取引における投資家別内訳（売買高ベース）

商品名	金融投資業者	保険	投資信託	銀行	その他の金融会社	年金基金	その他の企業	個人	外国人	全体
KOSPI200先物	17.4	0.2	2.0	0.2	0	0.1	0.8	28.3	51.0	100
KOSPI200オプション	11.9	0	0.1	0.0	0	0.1	0.9	32.1	55.0	100
株式先物	11.4	0.7	3.5	0.0	0	0.1	4.6	54.8	24.9	100
3年物国債先物	55.4	0.5	1.5	15.1	0	0.6	0.1	2.0	24.8	100
10年物国債先物	60.3	0.7	1.7	11.5	0	0.6	0.2	2.9	22.1	100
米ドル先物	37.1	1.4	5.9	12.8	0.9	0.0	3.9	19.1	19.0	100

（出所）ブルムバーグより野村資本市場研究所作成