

韓国取引所の誕生

瀧 俊雄

要 約

1. 2005年1月26日、韓国証券取引所、韓国店頭株式市場（通称コスタック）、韓国先物取引所の三市場が合併し、韓国取引所(KRX)が誕生した。同取引所は本社を釜山に置くが、二つの株式市場はソウルの汝矣島にて、先物取引部門は釜山にて、従来通り運営される。
2. 今回の統合の背景には、釜山をアジアの金融センターとする従来からの政治的構想がある。また、韓国証券取引所における上場企業数の減少が続いていることや、コスタックにおいて企業不祥事が相次いでいたことも、統合を促す要因となったと見られる。しかし、統合のメリットとされる取引システムの統合などの具体的な施策は、今後の課題とされたままである。
3. 今回の統合は政治主導により行われた感がある。今後は激化する海外市場との競争を踏まえ、統合のメリットを具体的に示し、中国を中心とする外国企業の上場ニーズに加えて、韓国でプレゼンスが高まりつつある外国人投資家のニーズを捉えていくことが課題となるであろう。

I. 取引所の発足

1. 発足の目的

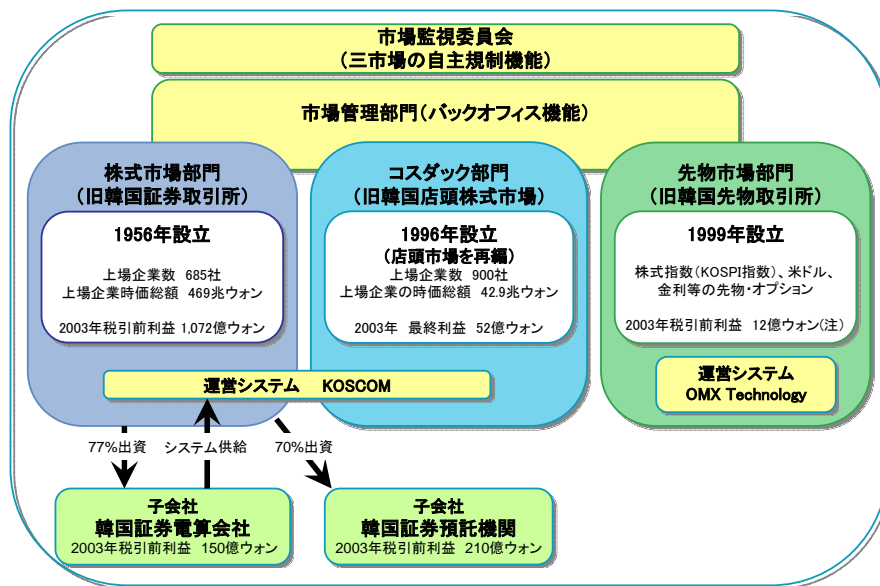
2005年1月26日、韓国証券取引所、韓国店頭株式市場（通称コスタック）、韓国先物取引所の三市場が合併し、新たに韓国取引所（Korea Exchange: KRX）が発足した。同取引所は本社機能及び旧先物取引所部門を釜山に置くが、株式取引部門である旧証券取引所、旧店頭株式市場については従来通りソウル市内の汝矣島（ヨイド）に置くことになる。また、従来は別々であった自主規制部門は一元化され、新たに市場監視委員会が設置された（図表1）。

韓国取引所の李永鐸 CEO によるコメントでは、今回の統合の目的として次の効果を挙げている。

- ①取引ルールの充実、システムの効率化を通じて、インフラとサービスを向上させること。
- ②投資家主導による取引ルールの改善を志向し、市場の流動性を高めること。上場審査期間の短縮により、企業の資金調達の間としての機能を向上させること。
- ③海外企業の上場を促進し、コーポレート・ガバナンスを向上させるため、会計基準、監査基準の制度を見直すこと。

韓国取引所はこれらの改善策を通じて「東アジアで最高の資本市場の形成」を目指している。また、2006年初めには自市場に株式を上場し、経営の透明性とさらなる資金調達手段を確保すると発表している。

図表 1 韓国取引所の組織図



(注 1) 上場会社数、時価総額は 3 月 2 日現在のもの。

(注 2) 2004 年 1 月に、旧韓国証券取引所から旧韓国先物取引所へ株式指数先物・オプション取引が移管された。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2. 金融行政における位置付け

韓国では 1997 年のアジア金融危機後、1998 年 4 月に金融監督委員会が設置され、同年 6 月から公的資金の投入と銀行業の大胆な再編が行われた。一方、証券市場においては IMF 管理下での経済改革の進行に伴い、従来からの対外自由化を中心とする規制緩和と改革が急速に進められた。1998 年 5 月には一部銘柄を除き外国人投資家の投資上限枠が撤廃され、1999 年には会社型投信が上場され、2002 年 1 月には個別株オプション取引、同年 10 月には ETF の取引が開始されるなど、矢継ぎ早に制度面での整備が行われてきた。今回の統合はこれらの整備を踏まえ、取引の場としての競争力を強化するための新たな一歩と見ることができる。

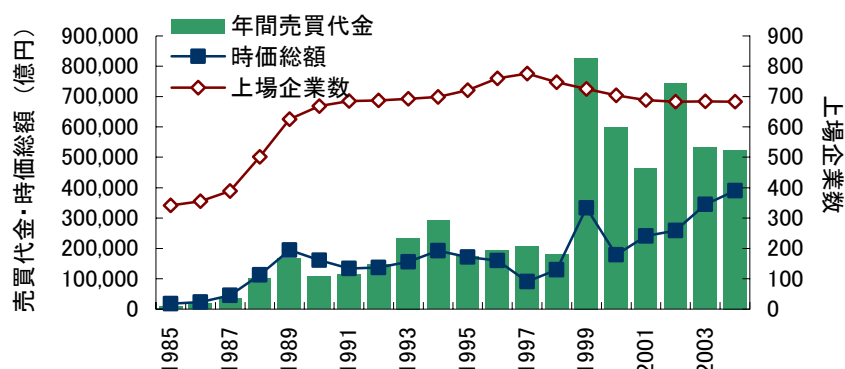
II. 各市場の概要と経緯

1. 韓国証券取引所

統合前の韓国証券取引所は、成長するアジア経済にありながら市場の成長が伸び悩んでいた。同取引所の時価総額は緩やかな増加を見せていたものの、売買代金と上場企業数については近年減少傾向にあった(図表 2)。また、上位十社が市場の時価総額に占める割合も約 44%と大きく¹、サムソン電子一社のみで約 17%を占めるなど、市場構造が特定の企業群に偏っていたともいえる。

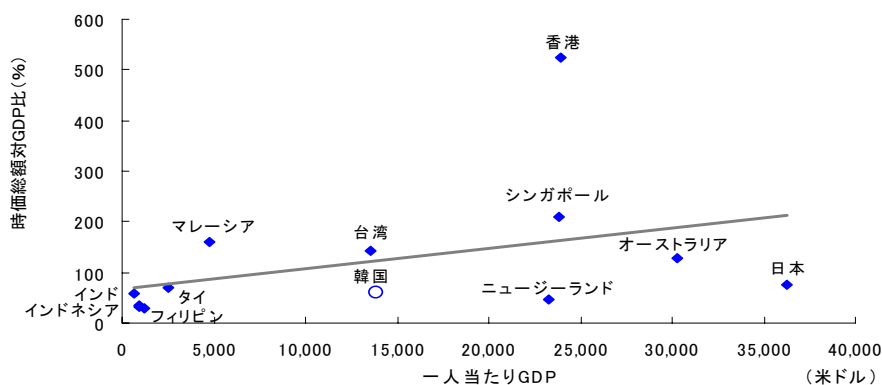
同取引所の規模も、GDP に対する比率においては、台湾証券取引所、香港証券取引所、シンガポール取引所などに比較すると高いものとはいえなかった(図表 3)。市場全体の時価総額においても、ムンバイ証券取引所や上海証券取引所などの新興市場による追い上げに遭っている(図表 4)。また、2000 年に外

図表 2 韓国証券取引所における各指標の推移



(出所) 韓国取引所公表資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 アジア太平洋地域における株式時価総額と GDP の比率



(注) 数値は 2004 年中、もしくは 2004 年 12 月末のもの。

(出所) 米国国勢調査局、IMF、世界取引所連盟資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 アジアの各取引所における時価総額の推移

(単位 10 億ドル)

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
1	東京証券取引所	4,463	3,157	2,265	2,069	2,953	3,558
2	大阪証券取引所	2,915	2,320	1,614	1,504	1,951	2,287
3	香港取引所	609	623	506	463	715	861
4	オーストラリア取引所	428	373	376	380	585	776
5	台湾証券取引所	377	248	293	261	379	443
6	(旧)韓国証券取引所	306	148	194	216	298	399
7	ムンバイ証券取引所	185	148	111	130	279	383
8	インド証券取引所	196	163	115	140	256	363
9	上海証券取引所	176	325	333	306	360	314
10	シンガポール取引所	198	155	117	102	149	217
11	マレーシア証券取引所	140	113	119	123	161	182
12	深セン証券取引所	147	260	197	161	159	141

(注 1) ムンバイ証券取引所、インド証券取引所、上海証券取引所、深セン証券取引所については、各取引所のデータを用いた。

(注 2) 主要な外国企業の割合については、ブルームバーグ分類を元に、2月25日時点で集計した。

(出所) 世界取引所連盟、各取引所、ブルームバーグ資料より野村資本市場研究所作成

国企業の直接上場が可能となったにも拘らず、上場実績が一社も無かったことも、国際競争力の低さの表れとして指摘されていた。

加えて、後述するように 2004 年 1 月、世界最大の取引代金を誇る KOSPI200 の先物・オプション取引が先物取引所へと移され、韓国証券取引所は大幅に手数料収入を失ったことにより、旧韓国取引所は単体の市場として旺盛なシステム投資や商品開発を行う余地が狭まっていたと考えられる。

2. コスダック市場

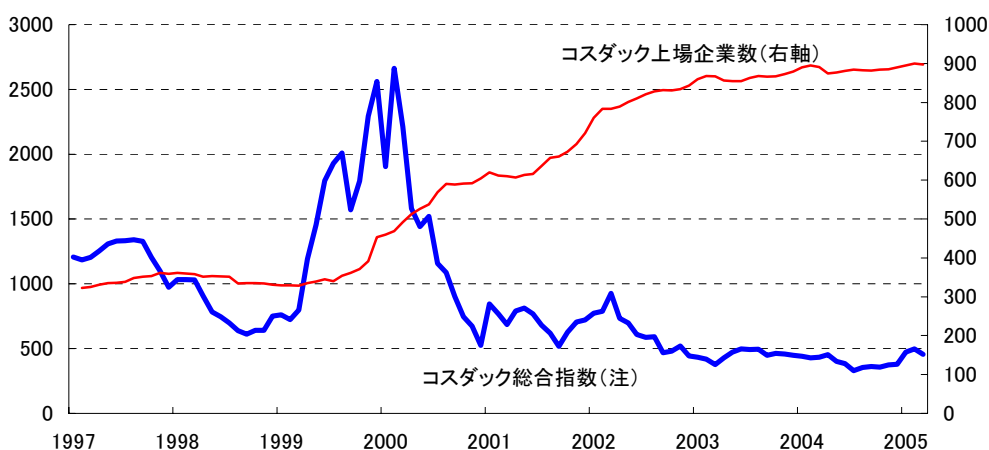
コスダック市場の前身である株式店頭市場は 1987 年 4 月、韓国証券業協会により設立され、1996 年にコスダック市場として株式会社化された。ベンチャー企業の資金調達場として機能してきた同市場では急速に上場企業数が伸び、上場企業数は 1997 年末の 359 社から 2004 年末の 890 社にまで増加している。しかし、IT バブルの余波を受けて

株価は乱高下し、コスダック総合指数は一時はピーク時の六分の一にまで下落した(図表 5)。

乱高下した相場の背景には、相場操縦、不正会計の蔓延に加えて、投機的な個人投資家による相場形成があったとされる²。2002 年 8 月には相場操縦の疑いにより、コスダックの上場企業 4 社の CEO が逮捕された。それ以降も情報開示の不足、過度に緩んだ上場基準、相次ぐ会計スキャンダルの発覚により、同市場への投資家の信頼は急激に低下した。現在でも上場している企業の多くが利益を上げられない中、コスダックは上場基準を強化してきたとコメントしているが、投資家の不信は払拭されていないと指摘されている³。

今回の統合の主要な目的として、コスダック市場の信頼性を高めることがあるのではないかとする見方もある⁴。コスダック市場は三市場の統合を契機として、透明性の高さをアピールし、投資家の信頼を回復すること

図表 5 コスダック市場における株式指数、上場企業数の推移



(注) 1996 年 7 月 1 日を 100 として基準化

(出所) 韓国取引所公表資料より野村資本市場研究所作成

が急務であるといえよう。

3. 韓国先物取引所

韓国における証券先物取引の歴史は浅く、1996年5月に韓国証券取引所に上場された株価指数 KOSPI200 先物が最初であった。同指数のオプション取引は1997年7月に開始された。

アジア通貨危機後、金利と通貨の乱高下が続く中、ヘッジ手段を効率的に提供することを目的として、1999年4月に韓国先物取引所が創設された。創設当初、同市場は株式指数以外の先物及びオプション（米国ドル、CD 金利、金、KTB（韓国国債））取引のみを扱っていたため、2004年1月に KOSPI200 の先物・オプションの取引が移管されるまでは、比較的小規模の市場であった（図表 6）。

III. 統合までの経緯

1. KOSPI200 先物・オプション取引の移管と頻出した反対意見

今回の統合に関する議論は、1997年に金大中元大統領が大統領選に出馬した際の公約に端を発する。公約では彼の出身地である全羅南道に近く、盧武鉉現大統領の出身地でもある釜山においてアジアの金融センターを育成する構想が掲げられていた。そして、既に創設が決定していた先物取引所を釜山へ誘致すると共に、世界で最大の売買代金（図表 7）を誇る株式指数 KOSPI200 の先物・オプション取引を、韓国証券取引所から移管することが重要な政策テーマとされた。

しかし、韓国先物取引所の設立では、1999年4月の開設の一年前の時点においても、その設立地がソウルと釜山の間で決定しなかった。最終的に釜山への誘致が決定した後も、株式指数 KOSPI200 の先物・オプション取引の移管については、手数料収入の低下を危惧した韓国証券取引所の強い反発を受け

ていた経緯がある。2000年11月には同取引の移管に関する政府決定がなされたが、2002年12月30日に大半の職員が取引時間内にストライキを決行するなど⁵、この決定に対しては相当な抵抗があった。今回の統合にあたっては株式市場の運営がソウルで行われるものの、釜山に本社が置かれた背景には以上のような事情があった。

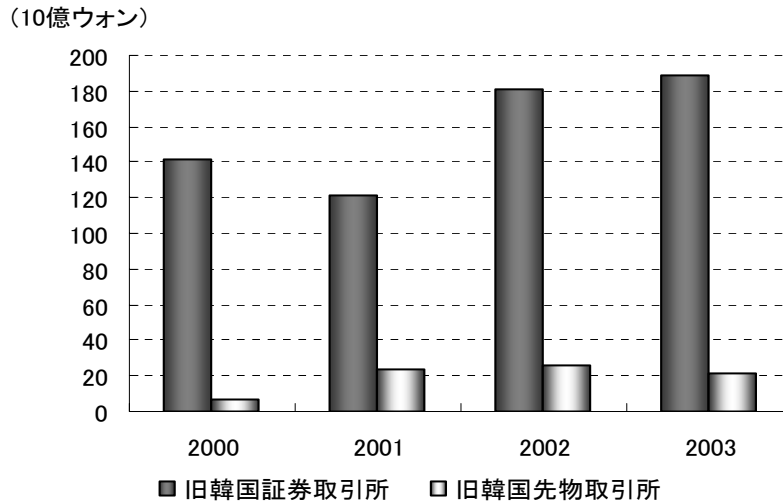
2. 三市場統合案への反応

三市場を統合する具体的な構想は、KOSPI200 の先物・オプション取引の移管決定がなされた2000年後半に始まったとされる。従来より、韓国証券取引所はシンガポール市場、香港市場と互角の国際競争力を有す市場作りを志向していた。しかし、前述の先物・オプション取引の移管により大幅に手数料収入を失った上、運営における非効率性や投資家にとっての取引コストの高さが指摘され始めた事を受けて、競争力向上策の一つとして統合案が浮上した。

同取引所はボストン・コンサルティング・グループに統合による効果の試算を依頼し、2002年には具体的な数値を含めた報告書が発表された。報告書では、①運営費用の15%が削減可能であること⁶、②2010年末までには市場の時価総額が当時の5倍の1,600兆ウォンにまで至ること、③機関投資家の株式持分が947兆ウォン、外国人投資家による持分が335兆ウォンと、それぞれ2002年時点の3.6倍、12倍となること、④上場企業数が2,750社となること、等の試算が述べられていたとされる⁷。そして、アジアにおける金融ハブを本格的に目指すためには、三市場を一元化することが不可欠であると述べられていた。その後、統合の争点となったのは一元化を行う上での組織形態であった。2003年3月の時点では、統合案として、①一つの株式会社としての統合、②システムのみでの統合、③持株会社方式による三市場の統合、の

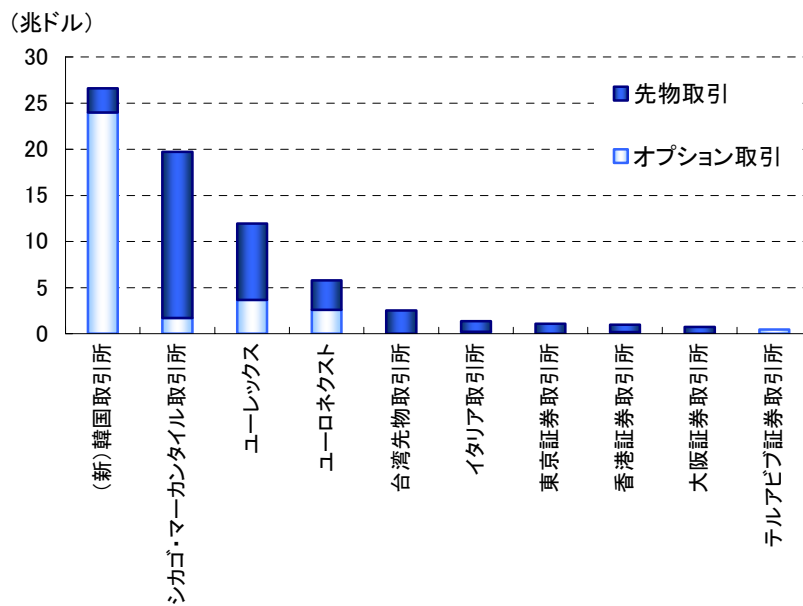
三形態が検討されていたとされる⁸。

図表 6 手数料収入の推移



(出所) 各取引所アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

図表 7 2004年の株式指数先物・オプション売買代金



(出所) 世界取引所連盟資料より野村資本市場研究所作成

しかし、一社として統合し、ソウルに市場を一元化することに対しては先物取引所関係者による強い抵抗があった。その主な主張としては、当時 110 人程度の従業員で運営されていた先物取引所は単独でも効率的かつ円滑な運営がなされており、組織を敢えて改編することは望ましくない、とするものであった⁹。また、システムのみを統合したとしても、旧韓国証券取引所の収益構造は改善されにくく、持株会社の形態では、各々の市場が独立していることが、一つの取引所としての柔軟性を損ねてしまうとの批判があった。

これらの意見が考慮された結果、統合は最終的に、釜山での先物市場を存続させつつ、一社としての統合を行う折衷案へと収まった。この形態により、本社機能を釜山におくことで従来からの政治的な要請に応えつつ、旧韓国証券取引所が先物・オプション取引による収入をコスト負担にも用いることが可能となったといえる。

また、統合によるシナジー効果についても多くの議論が提起されていた。多くは統合の効果を肯定的に捉えるものであり、重複していた IT 投資、及び投資家が負担していた取引費用を一元化することによる効率化がその主なメリットとして挙げられていた。また、三市場の間で一貫性の無かった規制体系や、新商品の導入に関する意見対立が起きていたことも市場の発展を阻害している要因として指摘されてきたため、その解消が求められていた。

その後、統合によるメリットを分析し、統合に決定的な影響を与えたのは 2004 年のコンサルティング会社による報告書であった。その中では 10~20% の人件費の削減とシステムの統合などのアイデアが示されていたとされる。

しかし一方で、市場の競争力強化は戦略上、

他国の取引所との提携によって生まれるものである、とする批判もあった¹⁰。また、三市場を包括的に監視する委員会が設置されるにあたって、既に存在する金融監督委員会に加えて新たな規制機関が生まれることで、過剰に規制が導入されることへの懸念も示されていた¹¹。

三市場の統合を主な内容とする市場再編計画は 2003 年 8 月に完成した。これを受けて、2004 年 1 月に韓国証券先物取引法が国会で成立した¹²。同法により一年以内に統合された取引所を設立することが規定され、現在に至っている。

3. 統合後の制度的変化

今回、統合における最大のメリットとして挙げられていたシステム統合は、設立と同時に進められなかった。具体的なシステムの統合や取引制度の改善は今後 2~3 年間のうちに行われる見込みであり、それまでは従来通り、旧韓国証券取引所、旧コスダックについては韓国証券電算会社の KOSCOM が、先物市場部門については OMX のシステム会社である OMX テクノロジーのシステムが用いられる。

商品面において現在具体化しているのは、以前より検討されていたカバード・ワラントの取引開始のみである。また、今後大企業とベンチャー企業をあわせた新たな指数の開発を行う計画を発表しているが、市場統合による利点を活かした、現物、先物取引の代金決済口座の統合といった施策は、今後の課題として残されている。

IV. 今後の取引所の競争力

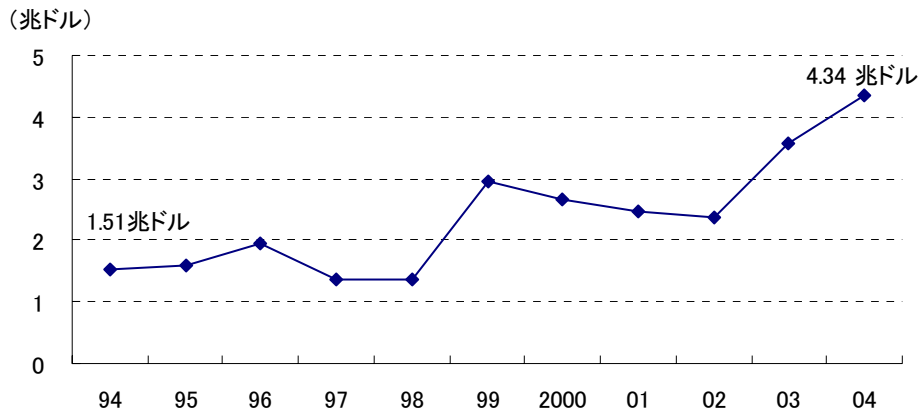
1. アジア太平洋地域でのプレゼンス

近年、アジア経済全体が成長する中、東京証券取引所を除く市場の時価総額の合計は 10 年間で 3 倍近く増加しており、韓国取引

所は他市場による厳しい追い上げに遭っている（図表 8）。

きる。同取引所は 2000 年 5 月に証券取引所と先物取引所を統合して以降、同年 6 月に自

図表 8 アジア・太平洋地区における取引所の合計時価総額



(注) 東京証券取引所を除く 15 市場（香港、豪州、台湾、韓国、ムンバイ、インド、上海、シンガポール、マレーシア、深セン、タイ、ジャカルタ、ニュージーランド、フィリピン、コロンボ）の合計

(出所) 世界取引所連盟資料より野村資本市場研究所作成

このような中、今回の韓国取引所誕生のモデルとなったとされるのがシンガポール取引所である。同市場は、1999 年 12 月に旧シンガポール取引所と旧シンガポール国際金融取引所（SIMEX）の統合により誕生し、上場規制の緩和や審査の短期化を実践した結果、アジアでのプレゼンスを着実に増大させてきた。

1999 年末から 2004 年末の間、同取引所においては外国企業の上場数が 45 社から 96 社まで増加している。上場した外国企業の多くは中国企業であり、その背景として近年の中国の海外上場ニーズを着実に汲み取ってきたことが挙げられる（図表 9）。最近になって中国政府の所有する親会社を持つ企業によるスキャンダルも発生しているが¹³、限られた国土に限定されず、アジアの金融センターとしてプレゼンスを増大させた事例とみることができるだろう。

同様の傾向は香港取引所にも見ることがで

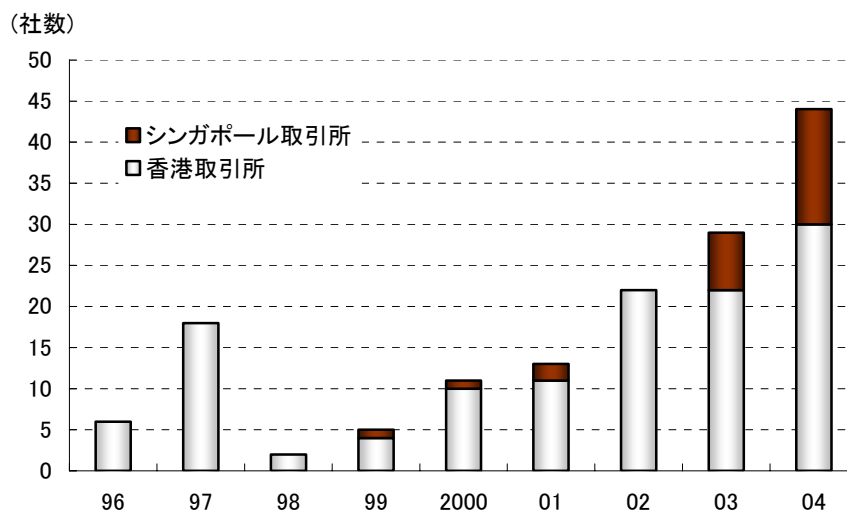
らの株式を上場し、売買システム、清算・決済システム等の効率化を図ってきた。現在、シンガポール市場にシェアを奪われつつあるものの、中国企業の上場数は増加している。旧韓国証券取引所は、2003 年に深セン証券取引所、上海証券取引所と情報交換協定（MOU）を締結し、上海にて上場促進セミナーを開くなど、中国企業の上場ニーズを窺ってきた。しかし、前述した二市場に対しては後塵を拝する形となっており、アジアでの存在感を高めていくにあたっては、海外の上場予備軍に対して、より一層の働きかけが必要となることが示唆される。

2. 外国人投資家層の存在感

今回の統合においては、外国人投資家の存在も、市場効率化への要求が高まっている背景として挙げられる。韓国市場においては 1998 年に投資上限が撤廃されて以降、外国人投資家のプレゼンスが急速に高まった。旧

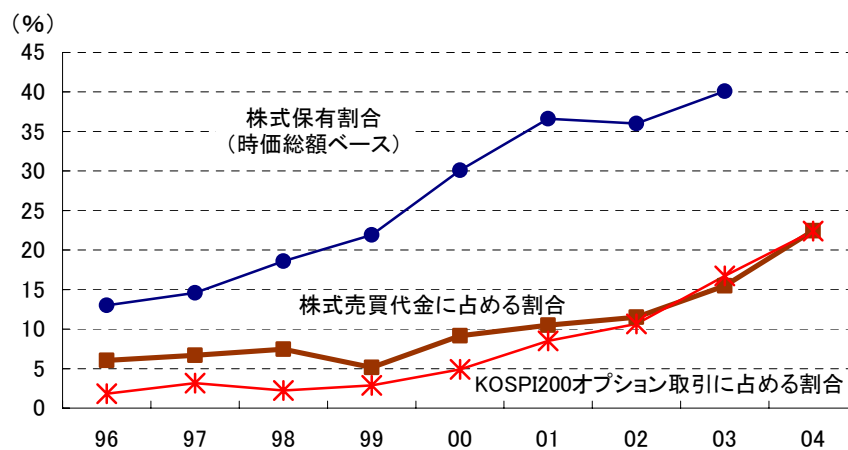
韓国証券取引所に上場していた企業における
外国人投資家の株式保有割合は 2003 年末

図表 9 アジアにおける中国企業の上場件数



(注) ブルームバーグ分類による中国企業が対象 (中国国外に本社を置く企業は含まれない)
(出所) ブルームバーグ資料より野村資本市場研究所作成

図表 10 外国人投資家のプレゼンス



(注) 2004 年の株式売買代金については 11 月まで
(出所) 韓国取引所公表資料より野村資本市場研究所作成

で 40%を超えており（時価総額ベース）、ブルーチップ銘柄 50 社に限定すれば 65%となった。株式の売買代金、KOSPI200 オプション売買に占めるシェアも、2004 年に 20%を超えて増加してきている（図表 10）。このように、存在感を増している外国人投資家のニーズに応えていくことは、アジアでのプレゼンスを増大させていくにあたっては重要であるだろう。

しかし、外国人投資家の存在感が高まっている傾向に対して、韓国内での反応は必ずしも肯定的なものではない。2004 年 11 月 14 日には、盧武鉉大統領が外国人による投資が投機的な資金の動きであり、ポスコや KT といった代表的企業は国内の投資家に保有されるほうが望ましい、といった旨の発言を行っている。また、粉飾決算により有罪となった韓国エネルギー最大手の SK 社の CEO 更迭を試みたモナコに本籍を置くソブリン・アセット・マネジメントに対して、現地紙は過去に例を見ない敵対的買収として報道を行うなど¹⁴、外国投資家、外国企業による企業保有に対して極めて保守的な風潮がある。

2005 年 3 月 29 日には改訂された 5%ルールが施行された。改訂ルールでは、上場企業の株式を 5%超取得した株主に対し、その保有目的が純投資なのか経営参加なのかを、経営参加の場合にはその取得資金の調達源を 5 日以内に報告することを義務付けた。そして、経営参加が目的である場合には、報告後 5 日間は追加的な持分の取得、及び議決権の行使が禁じられることとなった。同改訂は国内の投資家による取得にも同様に当てはまるものの、フィナンシャル・タイムズ紙が「経済的な愛国主義は韓国の未来を脅かす」と題する記事を掲載するなど、外資への締め付けとして捉える向きもある¹⁵。

韓国では企業の M&A があまり活発でないことも指摘される中、外国人投資家、及び外国企業による制度への改善要求は今後も増加

していくと考えられる。その対応においても、韓国取引所では、国際的競争力を意識する以上は、積極的な制度的対応を行うことが望まれるであろう。

V. 終わりに

今後、韓国取引所ではシステムの統合など、統合によるメリットをより一層具体化していく作業が急務であるといえる。香港取引所、シンガポール取引所が既に海外企業の上場誘致において実績を残している中、韓国取引所がアジアの中での存在感を発揮していくためには、他市場以上に魅力ある市場の構築が必至なためである。今回の統合により同取引所では、上場による資金調達、及び先物取引による収益ベースといった、インフラ向上のための手段が確保された。今後どのような市場改善案へと向かうのか、動向が注視される。

¹ 2005 年 2 月 28 日終値より。なお、ニューヨーク証券取引所での同割合は約 19%、東証一部では約 12%である。

² “Stockmarkets: Bad Times for Korean Bourse --- Tainted by scandals, losing listings and investors, South Korea’s smaller exchange must tighten rules and supervision to survive”, *Far Eastern Economic Review*, November 28, 2002 なお、当時のコスダックの売買代金に占める個人の割合は 95%にまで至っていた。

³ Miki Tanikawa, “Small-cap, big problems Investors shun South Korea’s tech-heavy 2nd market”, *International Herald Tribune*, August 26, 2004

⁴ “Big move for Korea markets: 3 exchanges starting merged life in Busan”, Andrew Salmon, *International Herald Tribune*, January 27, 2005

⁵ “Main bourse runs normally despite stock worker’s strike”, *Korea Herald*, December 31, 2002

⁶ 韓国証券取引所のアニュアルレポートによれば、2003 年の運営費用は 1,133 億ウォン（約 110 億円）であった。

⁷ Park Sang-soo, “Single bourse prerequisite for financial hub plan -BCG.” *Korea Herald*, August 9, 2002

⁸ “S Korean Panel Proposes 3 Plans To Restructure Exchanges”, *Dow Jones International News*, March 24, 2003

⁹ “Stock Exchange Merger Faces Strong Opposition”, *Korea Times*, March 31, 2003

¹⁰ “To merge or not to merge”, *Business Korea*, June 1, 2001

¹¹ 脚注 8 に同じ。

¹² 韓国証券取引所、及び韓国先物取引所はそれぞれ、韓国証券取引法、先物取引法の適用を受ける民法上の社団法人であり、コスダックは商法上の株式会社であった。そのため、一社としての統合を行うにあたっては、それぞれの市場における規制機関を一元化する法律の作成が必要とされた。

¹³ シンガポール市場における企業スキャンダルの詳細については瀧俊雄「中国航空油料の経営破たんとシンガポール市場の試練」『資本市場クォータリー』2005年冬号参照。

¹⁴ “Korea cools to foreign investors”, Andrew Salmon, *International Herald Tribune*, November 8, 2004

¹⁵ “Shackling foreigners: Economic nationalism threatens Korea’s future”, *Financial Times*, March 31, 2005. なお、同記事に対して韓国金融監督院はウェブサイト上で反論を行っており、日本、及び米国の5%ルールとの比較において適切なものである、としている。