

急速な発展を遂げた韓国のデリバティブ市場

—今後の展望と課題—

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 韓国のデリバティブ市場は、1996年5月、200の国内ブルーチップ銘柄で構成される KOSPI200 先物が韓国証券取引所（KSE（当時）、現在の韓国取引所（KRX））に上場した時点で端を発しており、その歴史は約15年程度と長くない。にもかかわらず、KRXは世界のデリバティブ取引所ランキングで世界1位を確保している。
2. 韓国のデリバティブ市場の特徴としては、第一に KOSPI200 先物および KOSPI200 オプションを中心とした株式・株価指数関連商品の取引所取引が中心である点、第二に個人投資家が株式・株価指数関連商品を中心に、大きな取引シェアを占めている点が挙げられる。株価連係証券（ELS）や株式ワラント証券（ELW）など、主に個人投資家をターゲットとして、近年相次いで導入された小口の仕組み商品を見ても、発行額が急伸した商品が少なくない。
3. 韓国のデリバティブ市場が急拡大を遂げてきた背景としては、従来は KSE と韓国先物取引所（KOFEX）に分かれていたデリバティブ市場を統合し、取引システムも現物株市場を含めて一本化した点がまず挙げられる。第二に、先進的な IT を活用したオンライン証券システムが普及しており、容易にデリバティブ取引に参加できる環境を指摘できる。第三に外国人による投資規制が98年5月に完全に撤廃された点もある。
4. 韓国のデリバティブ市場は、2009年2月に施行された「金融投資サービスおよび資本市場法（FSCMA）」を中心とした、同国の資本市場をグローバル・スタンダードの制度に近づける動きが最も奏功している分野の一つと捉えられる。個人投資家をターゲットとした規制強化の影響が出てくるなかで、韓国のデリバティブ市場がさらなる発展、多様化を進めていくためには、ヘッジファンドをはじめとした機関投資家の増加によって、韓国デリバティブ市場の厚みが増すことが期待される。

韓国のデリバティブ市場の位置づけ

韓国のデリバティブ市場は、1996年5月、200の国内ブルーチップ銘柄で構成されるKOSPI200¹先物が韓国証券取引所（Korea Stock Exchange、KSE（当時））に上場した時点で端を発しており、その歴史は約15年程度と長くない。それにも関わらず、韓国取引所（Korea Exchange Inc、KRX）におけるデリバティブ取引は、近年世界最大規模の取引高を計上するまでに急速に発展しており、2011年の世界のデリバティブ取引所ランキングでは、KRXが世界第1位の座を維持している。（図表1）。

とりわけ、KOSPI200先物、KOSPI200オプションというKRXにおける2大主力商品の取引高は、株価指数先物・オプションにおける商品別ランキングでも、それぞれ世界15位、世界1位に位置づけられた（図表2）。また、3年物国債先物が金利先物・オプション商品において20位、米ドル先物が通貨先物・オプション分野で8位に位置づけられるなど、株式関連にとどまらず、金利関連、通貨関連を含むデリバティブ商品においても、韓国が早いスピードでプレゼンスを高めている。2011年における伸び率で見ると、3年物国債先物の売買高が前年比26.8%を計上するなど、最も高い増加率であった。

本稿では、短期間で急速に発展してきた韓国のデリバティブ市場の特徴を概観し、その発展の背景や顕在化した問題などを踏まえ、今後の展望と課題を探ることとしたい。

図表1 世界のデリバティブ取引所ランキング（2011年）
（先物・オプションの取引高ベース）

順位	取引所名	コントラクト数			変化率%
		2009年	2010年	2011年	
1	韓国取引所(KRX)	3,102,891,777	3,748,861,401	3,927,956,666	4.8%
2	CMEグループ(CBOTおよびNymexを含む)	2,589,555,745	3,080,497,016	3,386,986,678	9.9%
3	ユーロネクスト(ISEを含む)	2,647,406,849	2,642,092,726	2,821,502,018	6.8%
4	NYSEユーロネクスト	1,729,965,293	2,154,742,282	2,283,472,810	6.0%
5	インド・ナショナル証券取引所	918,507,122	1,615,790,692	2,200,366,650	36.2%
6	サンパウロ証券取引所	920,375,712	1,413,753,671	1,500,444,043	6.1%
7	ナスダックOMX	815,545,867	1,099,437,223	1,295,641,151	17.8%
8	CBOEグループ(CFEおよびC2を含む)	1,135,920,178	1,123,505,008	1,216,922,067	8.3%
9	インド・マルチ商品取引所(MCX-SXを含む)	385,447,281	1,081,813,643	1,196,322,051	10.6%
10	ロシア取引システム証券取引所	474,440,043	623,992,363	1,082,559,225	73.5%
11	鄭州商品取引所	227,112,521	495,904,984	406,390,664	-18.1%
12	インターコンチネンタル取引所(米英、カナダ含む)	263,582,881	328,946,083	381,097,787	15.9%
13	インド・ユナイテッド証券取引所	NA	125,360,892	352,318,350	181.0%
14	上海先物取引所	434,864,068	621,898,215	308,239,140	-50.4%
15	大連商品取引所	416,782,261	403,167,751	289,047,000	-28.3%
16	ASXグループ(ASXおよびASX 24を含む)	82,200,578	106,385,077	225,353,623	111.8%
17	TMXグループ(BOXおよびモントリオール取引所含む)		136,051,028	201,660,687	48.2%
18	大阪証券取引所	166,085,409	196,350,279	194,176,001	-1.1%
19	台湾先物取引所	135,125,695	139,792,891	182,995,171	30.9%
20	JSE南アフリカ	174,505,220	169,898,609	166,197,652	-2.2%
21	ロンドン金属取引所	111,930,828	120,258,119	146,597,545	21.9%
22	東京金融取引所	83,678,044	121,278,095	144,901,960	19.5%
23	香港証券取引所	98,538,258	116,054,377	140,493,472	21.1%
24	ボストン・オプション取引所	137,784,626	91,754,121	139,679,281	52.2%
25	テルアビブ証券取引所	70,914,245	80,440,925	96,965,159	23.0%

（出所）FIA 資料を基に野村資本市場研究所作成。

¹ 韓国の主要株価指数 KOSPI200 は、1990年1月3日の水準を100として算出している。

図表 2 商品別ランキング (2011 年)

【株価指数先物・オプション】

順位	コントラクト	取引所	契約数			変化率%
			2009年	2010年	2011年	
1	Kospi 200 Options	韓国取引所 (KRX)	2,920,990,655	3,525,898,562	3,671,662,258	4.1%
2	S&P CNX Nifty Index Options	NSE(インド)	321,265,217	528,831,609	868,684,582	64.3%
3	SPDR S&P 500 ETF Options		347,697,659	456,863,881	729,478,419	59.7%
4	E-mini S&P 500 Index Futures	CME	556,314,143	555,328,670	620,368,790	11.7%
5	Euro Stoxx 50 Futures	ユーレックス	333,407,299	372,229,766	408,860,002	9.8%
6	RTS Index Futures	ロシア取引システム (RTS)	150,019,917	224,696,733	377,845,640	68.2%
7	Euro Stoxx 50 Index Options	ユーレックス	300,208,574	284,707,318	369,241,952	29.7%
8	S&P 500 Index Options	CBOE	154,869,646	175,291,508	197,509,449	12.7%
9	iShares Russell 2000ETF Options		73,375,256	118,975,104	167,040,702	40.4%
10	Powershare QQQ ETF Options		147,839,060	121,401,264	137,923,379	13.6%
11	Taiex Options	台湾証券取引所 (Taifex)	72,082,548	95,666,916	125,767,624	31.5%
12	S&P CNX Nifty Index Futures	NSE(インド)	195,759,414	128,392,858	123,144,880	-4.1%
13	Nikkei 225 Mini Futures	大阪証券取引所 (OSE)	104,738,309	125,113,769	117,905,210	-5.8%
14	Volatility Index Options	CBOE		62,452,232	97,988,951	56.9%
15	Kospi200 Futures	韓国取引所 (KRX)	83,117,030	86,214,025	87,274,461	1.2%

順位	コントラクト	取引所	契約数			変化率%
			2009年	2010年	2011年	
【金利先物・オプション】						
20	3年物国債先物	韓国取引所 (KRX)	20,050,788	26,922,414	34,140,210	26.8%
【通貨先物・オプション】						
8	米ドル先物	韓国取引所 (KRX)	41,161,819	64,256,678	70,212,467	9.3%

(出所) FIA 資料を基に野村資本市場研究所作成。

韓国のデリバティブ市場の実情

本章では、急速に発展してきた韓国のデリバティブ市場の実情を概観する。

1. KOSPI200 派生商品を中心とした取引所取引が中心

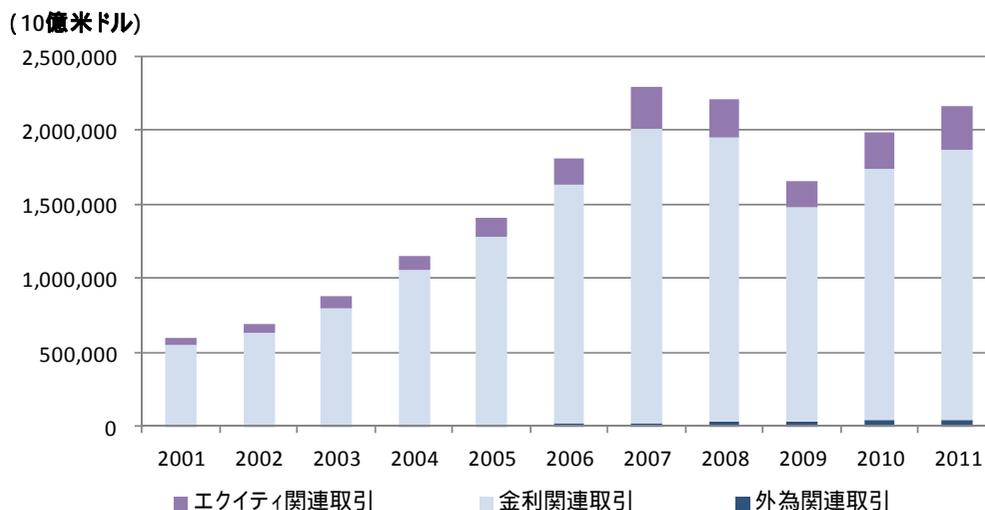
韓国のデリバティブ市場の第一の特徴としては、1996年、97年にそれぞれ KSE に上場した KOSPI200 先物および KOSPI200 オプションを中心とした株式および株価指数関連商品の取引所取引が中心である点を指摘できる。2011年における世界の取引所取引では、84.5%が金利関連派生商品で占められている状況と比べると、取引の中心が株式および株価指数関連商品である状況は、韓国の特色といえる(図表3)。金利関連商品である3年物国債先物も、1999年に開設された韓国先物取引所(KOFEX)に上場したが、97年末の韓国政府債務残高(対名目GDP比)が10.3%にとどまるなど、国債の発行残高が少なかったこともあり、株価指数関連派生商品のような取引増には至らなかった。

実際、韓国の金融機関(銀行、証券会社、保険会社、資産運用会社、先物会社およびクレジットカード会社)が2010年上半期に取り扱ったデリバティブ取引の81.7%に相当する3京645兆ウォン(約2,145兆円、1ウォン=0.07円で計算、以下同じ)が取引所取引であり、OTC取引を含む売買代金全体の74.6%が株式および株価指数を原資産とする派生商品であった(図表4)。

また、KRXに上場する派生商品の商品ごとに、2011年の1日平均取引高および取引代金を見ると、取引代金ベースではKOSPI200先物が最も活発に取引されており、KTB先物(3年物)、米ドル先物、KOSPI200オプションが続いている(図表5)。

KRXにおける株価指数関連デリバティブ市場拡大の速さは、現物株市場であるKOSPI

図表 3 世界の取引所取引におけるデリバティブ売買代金の推移



(出所) BIS “Quarterly Review”を基に野村資本市場研究所作成。

図表 4 韓国デリバティブ市場における売買高 (各年上半期ベース)

		(単位:10億ウォン, %)									
		2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
原資産	株式・株式指数	20,692	27,808	19,894	16,218	27,974	85.9%	84.5%	71.0%	65.0%	74.6%
	金利	1,433	2,245	3,349	3,149	4,120	5.9%	6.8%	11.9%	12.6%	11.0%
	通貨	1,963	2,867	4,770	5,580	5,381	8.1%	8.7%	17.0%	22.4%	14.4%
	商品	1	4	20	6	13	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
	クレジット	-	2	3	4	1	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
取引形態	取引所取引	21,742	29,325	21,979	18,746	30,645	90.3%	89.1%	78.4%	75.1%	81.7%
	OTC取引	2,347	3,601	6,057	6,211	6,854	9.7%	10.9%	21.6%	24.9%	18.3%
合計		24,089	32,926	28,036	24,957	37,489	100%	100%	100%	100%	100%

(出所) KOFIA 資料を基に野村資本市場研究所作成。

市場と比較すると顕著である。株価指数関連デリバティブ商品の売買代金の約 94~97%と圧倒的なシェアを占める KOSPI200 先物、同 3~6%を占める KOSPI200 オプション、さらには 2005 年に導入された KOSTAR 先物を合わせた株価指数関連デリバティブ商品の売買代金は、2001 年時点で KOSPI 市場の 2.4 倍であったのが、2011 年には 6.8 倍まで拡大した² (図表 6)。なお、KOSPI200 先物は CME グループ³、KOSPI200 オプションはドイツ取引所とスイス取引所の傘下にあるユーレックスとの提携⁴を通じて、それぞれ欧米の取引時間帯での取引を可能にしている点も、取引高拡大に寄与している。例えば、ユーレックス KOSPI 商品の取引が可能となった 2010 年 8 月 30 日から僅か 1 年 7 ヶ月で、同商品

² 我が国の東証・大証における株価指数関連派生商品市場における売買代金の合計金額を、東証・大証の一部・二部市場をたし合わせた現物株市場の売買代金で除した比率は、2007 年~2011 年までの過去 5 年間を見ると、1.1~1.3 倍で推移している。

³ KOSPI200 先物については、2009 年 11 月 16 日以降、KRX における取引終了後の午後 6 時から翌朝 5 時までの間、KRX のグローバル取引統合システム (Unified System for Global trading, USG) に注文回送することで、CME グローベックス電子取引プラットフォームにおける取引が可能となった。

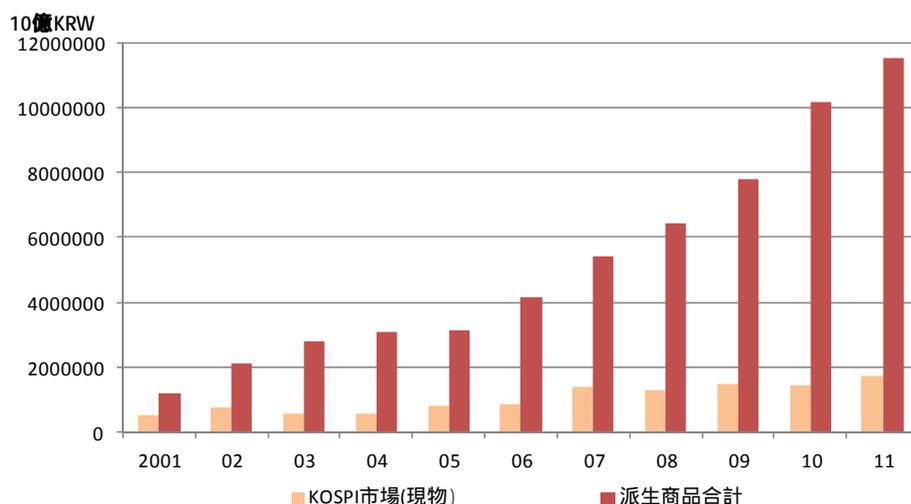
⁴ KOSPI200 オプションについては、欧米の取引時間帯に、KOSPI200 オプションに基づく日先物契約であるユーレックス・KOSPI 商品 (The Eurex KOSPI Product) をユーレックスで取引することを可能にしている。この先物契約は、各取引日の取引終了時点で満期を迎えるものとされており、その時点でユーレックスに存在するすべての建て玉は KRX に移管されることになる。

図表 5 KRX に上場する派生商品リスト

原資産	商品名	上場年月	取引高(コントラクト)	取引代金(100万ウォン)	備考
株価指数	KOSPI200先物	1996年5月	347,263	44,810,810	KOSTARに連動
	KOSPI200オプション	1997年7月	14,805,090	1,759,381	
	KOSDAQスター指数先物	2005年11月	0	2	
個別株	個別株オプション	2002年1月 (7銘柄)	92	10,274,741	33のブルーチップ銘柄が対象
		2005年9月 (23銘柄)			
		2008年5月 (3銘柄)			
通貨	個別株先物	2008年5月	241,799	142,348	25のブルーチップ銘柄(KOSPI)が対象
	米ドル先物	1999年4月	251,396	2,793,297	
	米ドルオプション	1999年4月	0	0	
	日本円先物	2006年5月	1,880	26,331	
ユーロ先物	2006年5月	289	4,449		
金利	KTB先物(3年物)	1999年9月	131,758	13,646,223	
	KTB先物(5年物)	2003年8月	0	0	
	KTB先物(10年物)	2008年2月	13,909	1,502,436	
商品	金先物	1999年4月	0	0	
	ミニ金先物	2010年9月	727	3,901	
	豚肉先物	2008年7月	25	156	

(注) 2011年間の1日平均の数字。但し、個別株オプションのみ2010年間の1日平均の数字。
(出所) KRX 資料を基に野村資本市場研究所作成。

図表 6 KOSPI 市場と株価指数関連派生商品市場における売買代金の推移



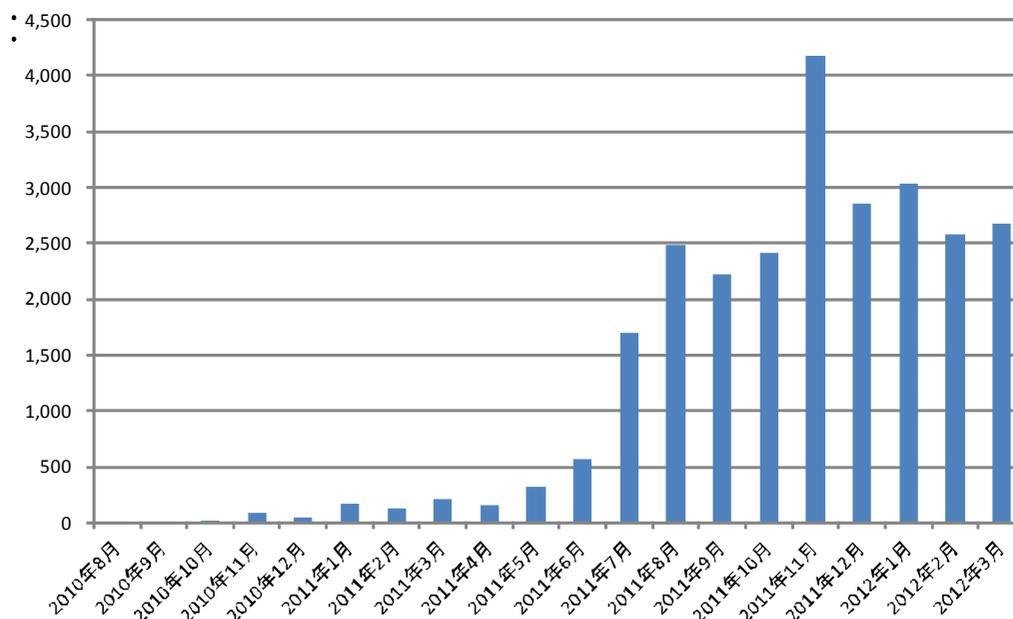
(出所) KRX 資料を基に野村資本市場研究所作成。

の月間取引高は 267 万 4,167 コントラクトまで順調に拡大するなど、ユーレックスとの提携が、KOSPI200 オプション取引の売買高拡大に寄与している状況が伺われる(図表 7)。

2. 重要な役割を果たす個人投資家の存在

第二の特徴としては、韓国のデリバティブ市場の発展に際して、個人投資家が株式・株価指数関連派生商品を中心に、重要な役割を果たしている点が挙げられる。具体的に見ると、韓国のデリバティブ市場では、主に機関投資家が取引を行っている商品と、個人投資

図表 7 ユーレックス KOSPI 商品の月間取引高の推移



(出所) ユーレックス資料を基に野村資本市場研究所作成。

家も大きな取引シェアを占めている商品とに二分することが出来る。すなわち、個別株先物 (64.2%) や KOSPI200 先物 (33.2%)、KOSPI200 オプション (31.9%) といった株式関連デリバティブ商品では、個人投資家による取引が活発である一方、3年物国債先物や米ドル先物といった金利・通貨関連デリバティブ商品では、機関投資家が取引の中心をなしている (図表 8)。

個人が積極的に取引に参加している KOSPI200 先物や KOSPI200 オプションが、標準化された商品であり、個人投資家が投資しやすい性質を持っている点にも目を向ける必要がある。とりわけ、KOSPI200 オプションの 1 コントラクトは 10 万ウォン (約 7,000 円) と極めて少額であるため、個人投資家による投資が容易に行われやすかった。

なお、KOSPI200 オプション取引における過度に投機的な面、個人投資家による取引シェアが大きい点に鑑み、KRX は、2012 年 3 月 9 日に取引が開始される 2012 年 9 月限月のコントラクトから、KOSPI200 オプションの 1 コントラクトを 50 万ウォン (約 35,000 円) に引き上げた。これによって、KOSPI200 オプションの 1 コントラクトの規模は、

図表 8 韓国のデリバティブ市場における 2011 年年間の取引高～投資家別内訳

派生商品名	個人投資家	外国人	機関投資家	機関投資家			
				銀行	証券会社	投資信託	その他
KOSPI200先物	33.2	31.4	35.4	0.3	31.9	1.0	2.2
KOSPI200オプション	31.9	38.4	29.7	0.0	28.7	0.1	0.8
3年国債(KTB)先物	5.9	9.2	84.9	20.5	59.1	2.1	3.2
個別株式先物	64.2	17.4	18.4	0.0	10.1	0.3	8.0
米ドル先物	14.8	15.5	69.7	16.1	42.1	5.6	5.9

(出所) KRX ウェブサイトを基に野村資本市場研究所作成。

KOSPI200 先物と同水準に変更されたが、依然として小口資金での投資が可能である。

韓国の個人投資家は、投資可能金額が少ない場合においても、積極的な投資性を有していると見られ、やや投機的とも言える投資にも大きな関心を持つ国民性を指摘する声も各方面から聞こえてくる⁵。

3．主に個人投資家をターゲットとした小口の仕組み商品

第三の特徴は、韓国では、リターンが個別銘柄の株価或いは株価指数のパフォーマンスに連動する株価連係証券 (Equity-Linked Securities、ELS) や、KRX に上場している株式ワラント証券 (Equity-Linked Warrants、ELW)、株価連係ファンド (Equity-Linked Funds、ELF)、利息が個別銘柄の株価或いは KOSPI といった株価指数のパフォーマンスに連動する株価連係預金 (Equity-Linked Deposits、ELD)⁶ など、主に国内の個人投資家をターゲットとした小口の仕組み商品が近年相次いで導入されている点である。

このうち、2003 年 4 月に導入され、発行金額が 2004 年の 5 兆 5,950 億ウォンから 2011 年には 34 兆 9,900 億ウォンまで拡大した ELS については、大部分は地場証券会社の顧客に販売されていると見られる。なお、OTC デリバティブ商品の取扱い認可を受けた証券会社が発行する ELS の最低投資金額は 300 万ウォン (約 21 万円)、最低投資期間は 3 年間というのが一般的である。

同様に 2005 年 12 月に KRX での取引が開始された ELW は、予め定められた条件の下で、個別銘柄或いは株価指数の売買を行う権利 (オプション) である。ELW の 1 日平均売買代金は、2006 年の 1,860 億ウォンから 2010 年には 1 兆 6,370 億ウォンまで急速に拡大した。売買代金の内訳を見ると、国内個人投資家が 53.5%、流動性プロバイダー (LP) が 43.3% で大部分を占め、機関投資家は僅か 1.5% を占めるに過ぎない⁷。

ELW と通常のオプションとの相違点は、証券会社などが担う LP が ELW を発行かつ流動性を供給する責務を負っており、売値、買値の気配値を提示する仕組みを取っている点である。後述する規制強化以前は、通常のオプションと異なり、預入金の必要もなく、手元資金が少額であっても取引が可能であったことから、小口の個人投資家が広く参加していた模様である。

韓国のデリバティブ市場が急拡大を遂げてきた背景

韓国のデリバティブ市場が短期間に急拡大を遂げてきた主な背景としては、1) デリバティブ市場の統合、2) 先進的な IT の活用、3) 外国人による投資規制の緩和、撤廃などを挙げることができる。

以下では、順を追ってこれらに触れていくこととする。

⁵ 現地ヒアリング調査に基づく。

⁶ 一般的な株価連係預金の最低預入金額は 300 万ウォン (約 21 万円)、最低預入期間は 1 年である。

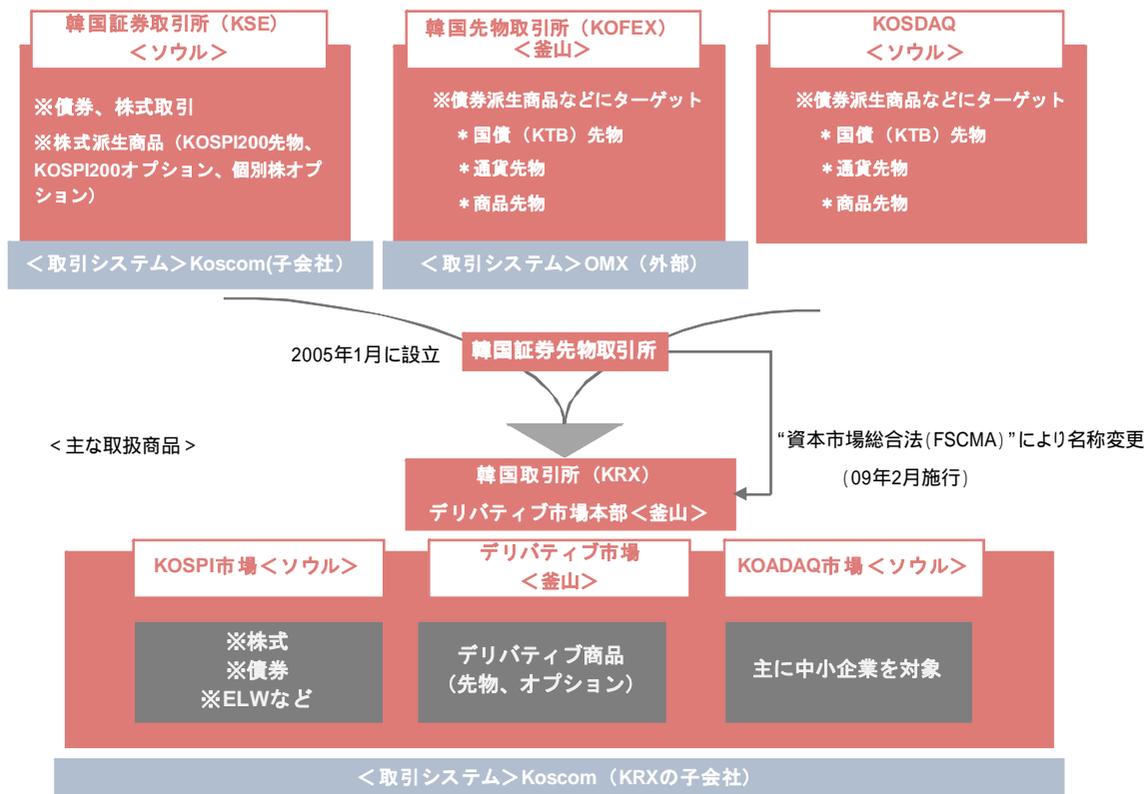
⁷ “Regulation tightening squeezes ELW sellers”, *Korean Times*, 2011 年 6 月 20 日

1 . KSE と KOFEX とに分かれていたデリバティブ市場の統合

第一に、以前は二分されていたデリバティブ市場を、韓国証券先物取引所（現在の KRX）の傘下に集約した点を指摘することができる（図表 9）。韓国では、従来、KOSPI200 先物、KOSPI200 オプションを中心とした株式関連デリバティブ商品がソウルの韓国証券取引所（KSE）で、それ以外のデリバティブ商品（国債先物、通貨先物など）が釜山の韓国先物取引所（Korea Futures Exchange、KOFEX）で、それぞれ取引されていた。現在のように、韓国で唯一の取引所となったのは、2005 年 1 月に KSE と KOFEX、KOSDAQ 市場の三市場が統合され、韓国証券先物取引所が誕生してからである⁸。その後、2009 年 2 月に施行された「金融投資サービスおよび資本市場法（資本市場統合法）」の下で、名称が韓国取引所（KRX）に変更された。

そもそも、韓国初の株価指数先物である KOSPI200 先物が導入された 1996 年時点では、韓国に先物取引所が存在しなかったこともあり、KSE は新たに導入した株価指数関連派生商品を自身の証券取引所に上場させることを計画し、韓国政府の承認を受けて実行に移

図表 9 韓国の取引所市場の概要と経緯



(出所) 野村資本市場研究所作成。

⁸ 韓国証券先物取引所に統合する前の 2004 年 1 月、KSE で取引されていた株式関連のデリバティブ取引が KOFEX に移管された。

した⁹。そして、1999年にKOFEXが設立された後も、KSEが株式関連デリバティブ商品の上場を維持したことから、韓国の取引所におけるデリバティブ取引がKOFEXとKSEに二分されていた状況は、2004年になるまで解消されなかった。

こうした市場の統合と関連して、取引システムの統一化を通じた取引環境の整備も重要である。従来、KSEが子会社KOSCOMの開発した取引システム、KOFEXがスウェーデンの取引所運営会社OMXの取引システムをそれぞれ利用していたが、デリバティブ市場が統合されたことを契機に、2007年8月には取引システムも共通化された。さらに、2009年3月には、KRXが、KOSPI市場、KOSDAQ市場およびデリバティブ市場における3つのシステムを統合し、先端技術を採用した次世代取引システムEXTUREを稼働させている。EXTUREでは、注文の受付、取引執行、取引結果の通知、日ベースの決済データなどを含む、証券取引に必要なすべての取引がカバーされている。

KRXでは、現物市場とデリバティブ市場の両方にアクセスできるうえ、すべての取引の清算および決済をワンストップ・サービスで提供できる取引環境が整えられている。

2．先進的なITの活用

第二に、韓国ではITの活用が世界でもトップレベルで進んでいる点を指摘できる。個人投資家による積極的なデリバティブ取引を可能にしている背景には、各証券会社が提供するオンライン証券取引システム「ホーム・トレーディング・システム（HTS）」が広く普及していることが挙げられる。韓国の家計におけるブロードバンド普及率が世界第1位の95%に達している（米国ストラテジー・アナリティックス社による2009年6月の調査）という統計もあり、個人投資家が自宅から容易にデリバティブ取引に参加できる環境が整備されている。

3．外国人による投資規制の緩和、撤廃

第三に、KOSPI200先物およびKOSPI200オプションについては、導入当初から、一部の制約条件があったとはいえ、外国人がそれぞれの商品に直接投資することを容認していた点が挙げられる。なお、KOSPI200先物、KOSPI200オプションが導入されてから間もない1998年5月には、外国人による投資規制は完全に撤廃されており、こうした投資環境の整備によって、株価指数関連派生商品を中心に、外国人が主要な投資主体としての役割を果たすことを可能にしている。

⁹ 1995年12月に施行されていた韓国の先物取引法（Futures Trading Act）では、派生商品のデリバティブ取引所への上場が義務づけられていたことから、韓国政府は、2003年12月31日までの期間に限って、特例としてKSEへの派生商品の上場を容認していた。

韓国のデリバティブ市場で顕在化した問題と対応

1 . ELW 取引で顕在化した問題

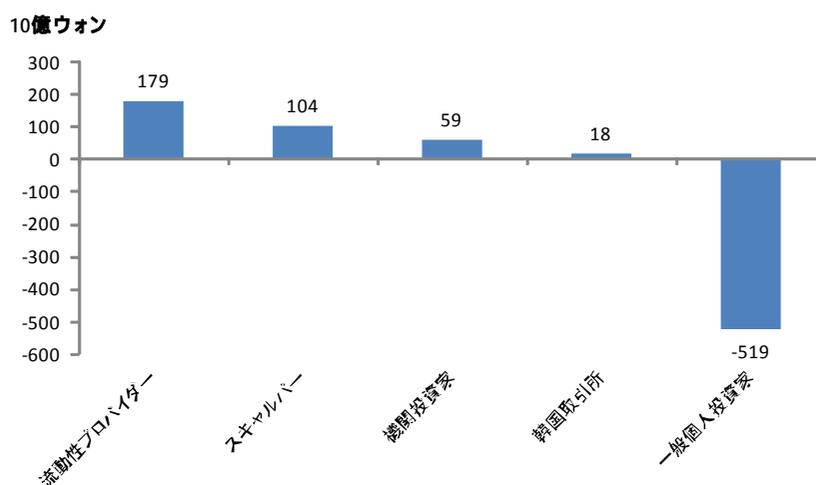
以上見てきたように、韓国ではデリバティブ市場が短期間に拡大してきたが、様々な問題も顕在化している。そのなかでも目立ったのが、2011年5月に、ELW取引に関連し、ソウル中央管区検察局が、証券会社のCEO（元CEOを含む）12人の起訴に踏み切った事件である。この事件の起訴内容は、数秒、或いは数分といった短時間に高頻度で取引を執行することによって、株価に迅速に反応し利益をあげる、いわゆるスキアルパー（scalpers）から賄賂を受け取った証券会社の社員が、ELW取引において、一般の個人投資家より迅速な取引が可能となる専用線へのスキアルパーによるアクセスを特別に認め、その注文執行を優先した疑いである。

実際、2009年のELW市場における利益（損失）状況を見ると、スキアルパーが1,040億ウォンの利益を計上していたほか、LPや機関投資家、コミッション収入を得るKRXも利益を計上したのとは対照的に、一般個人投資家のみが5,190億ウォンの損失を被っていた（図表10）。韓国金融委員会（FSC）および韓国金融監督院（FSS）は、一般個人投資家が有するELW取引口座のうち、取引が行われている約2万7,800口座の平均残高が400～500万（約28～35万円）ウォンと少額である点を重視し、以下で触れるようなELW市場の規制強化策を相次いで導入した。

2 . ELW 取引の規制強化

FSCは、投資家保護の強化、公正な競争環境の整備という2つの観点に立った様々な施策を既に打ち出している。

図表10 ELW市場における主体別の利益（損失）状況（2009年）



（出所）FSS 資料を基に野村資本市場研究所作成。

1) 投資家保護の強化

投資家保護の強化策としては、ELW 取引を始める条件として、ウェブ上で提供されている ELW に関するトレーニング・コース（所要時間は約 1 時間）の受講完了証の取得、証拠金とは別に、1,500 万ウォン（約 105 万円）の預入を行うこと¹⁰という 2 条件を満たすことが求められることとなった。

2010 年 11 月 1 日以降適用が開始されたトレーニング・コースは、通常のオプション等では義務付けられていない ELW 独自の規制である一方、2011 年 7 月 1 日以降に導入された後者は、通常のオプションにおいて既に義務付けられている規制である。

個人投資家が ELW 取引で多額の損失を被ってきた状況が明らかになるなかで、取引への参入要件を設定し、投資知識が欠如した、デリバティブ取引が適していない個人投資家の参入を減らす効果が想定されている。既述したように、ELW 取引では、平均残高が 400～500 万ウォンである小口の個人投資家が多く参加しており、ELW 投資家の推定 70～80%は、トレーディング勘定の残高或いは保有するワラントの価値が 1,500 万ウォンに達していない点に鑑みると、ELW 市場から退出した個人投資家は少なくないと見られる。

また、個人投資家がディープ・アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）¹¹の ELW に投資し、大きな損失を被った状況を踏まえ、KRX は、2011 年 7 月 1 日より、上場に関するガイドラインを改訂し、証券会社がディープ OTM の ELW を新規発行する場合に制限を課すこととした。具体的には、原資産価格と行使価格との間の比率である価格パリティが 85%未満である ELW の新規発行を禁止する措置などである。

2) 公正な競争環境の整備

公正な競争環境を整備するための対応策として、ELW 商品の標準化や ELW の価格に関する比較可能な情報の開示を義務付けることなどの改革が進んでいる。

例えば、同じ構造を有する指数オプションと比べて、指数 ELW が過度に高い価格で取引されている実情が指摘されていたのに対応し、FSC は、指数オプションと指数 ELW との価格差縮小を目指して、LP が、通常のオプションと比した指数 ELW のプレミアム比率に関する情報開示を定期的に行うよう、促す方針を打ち出している。

もっとも、こうした情報開示では、転換比率や最終取引日が発行体によって異なることから、指数オプションと指数 ELW の価格比較が困難という問題がある。この問題については、2011 年 7 月以降、発行体が取引日や転換率の相違を調整するよう、金融規制当局が促している。

¹⁰ ミニ金先物および豚肉先物については 500 万ウォン、その他のデリバティブ商品には 1,500 万ウォンを売買の前に預け入れることが義務付けられている。

¹¹ アウト・オブ・ザ・マネーとは、投資家がワラントを行使しても損失が出てしまう状態のことを示す。具体的には、プット ELW の場合、原資産価格 > 行使価格、コール ELW の場合、原資産価格 < 行使価格の状態である。ディープ・アウト・オブ・ザ・マネーとは、「アウト・オブ・ザ・マネー」の状態が文字通り深く、大きな損失を出す状態のことを指す。

また、スキャルパーに専用線の注文回送システムを利用させて優先的な取扱いをしたという問題への改善策として、個人投資家であっても、手数料を支払えば、証券会社との契約を通して専用線を利用したり、或いは注文を出す市場を選択したりすることが出来るようにした。その一方で、証券会社が自社のファイヤーウォールを介さない形で、スキャルパーに注文処理システムをインストールすることは禁止することとなった。

さらに、2012年3月12日以降には、第三弾の規制強化策として、LPがビッド、アスクの気配値を提示する条件を厳しくする措置を導入し、当局が、LPによる気配値の提示が過度になされていると捉えている状況を是正しようとしている。具体的には、LPによる気配値の提示は、市場スプレッド比率（＝（アスクービッド）/ビッド）が8%超 15%未満で行うことが義務付けられた。言い換えれば、市場スプレッド比率が8%未満の状況では、LPがビッドやアスクを提示することは禁止されたことになる。

2010年には1兆6,370億ウォンの1日平均売買代金を記録したELWは、一連の規制が導入された結果、2012年1～3月における同売買代金は7,110億ウォンまで減少し、2009年の8,520億ウォンを下回った。一連の規制改革は、ELW投資にふさわしくない個人投資家の退出などを当局が目指していた点に鑑みるに、一定の効果があがったと見ることもできる。

今後の展望と課題

以上見てきたように、韓国のデリバティブ市場は、KOSPI200派生商品の取引所取引を中心にして、類を見ない速いスピードで短期間に発展してきた。韓国では、2009年2月、我が国の金融商品取引法等をモデルとしたとされる資本市場統合法の施行により、従来は6本の別々の法律で規定されていた金融投資業務に関する規定を同法の下で一本化した結果、銀行業および保険業を除く金融投資業者が、多様な金融商品やサービスを提供しやすくなっている。こうした環境づくり等を通じて、韓国の資本市場をグローバル・スタンダードの制度に近づけようとする動きが最も奏功している分野の一つがデリバティブ市場であると捉えることができる。

こうしたなかで、韓国のデリバティブ市場では、株式関連商品を中心に、他の主要国では見られないレベルで、個人投資家による取引シェアが大きい特徴を有する事情から、行過ぎた投資、適切ではない個人による投資を回避するための投資家保護策が近年重視され、例えばKOSPI200オプションの1コントラクト金額の引上げに見られるように、個人投資家の参入要件を厳しくするなどといった見直し策が相次いで講じられることとなった。

冒頭で触れたFIAの2011年商品種類別取引高統計において、最大の取引高を計上したKOSPI200オプションの1コントラクトの金額変更（10万ウォンから50万ウォンへの引上げ）が2011年に実施され、売買代金は同額であったと仮定すると、KOSPI200オプションの売買高は5分の1の7億3,433万コントラクトとなる。この場合、KOSPI200先

物をはじめとした KRX の他のデリバティブ商品の売買高への影響はないと仮定しても、KRX における売買高は、約 9 億 9,063 万コントラクトまで縮小する結果、KRX は 1 位から 10 位に順位を落とす計算になる。実際には、1 コントラクトの金額増額によって、デリバティブ取引から退出する個人投資家も少なくない可能性があることから、2012 年以降の売買高は、さらに減少する公算が大きい。

このように、個人投資家をターゲットとした規制強化の影響により、個人投資家による投資拡大を想定しにくいなかで、韓国のデリバティブ市場がさらなる発展、多様化を進めていくためには、機関投資家によるデリバティブ取引へのより一段の参入、言い換えれば機関投資家のさらなる育成が求められることになる。

折しも、2011 年 12 月 23 日には、資本市場統合法施行令改正によって、韓国国内においてヘッジファンドが初めて設立されるようになり、2012 年 2 月末までに、韓国の資産運用会社 12 社が 17 のヘッジファンド（預かり資産は合計で約 5 億ドル）を設立した。2011 年 12 月以前も、資本市場統合法のもとで、ヘッジファンドの設立は可能ではあったものの、様々な制約条件が足かせとなり、実際の設立には至っていなかった。今日では、ヘッジファンドが、株式やデリバティブ、不動産のほか様々な資産で自由に運用することが認められるようになったことから、ヘッジファンドをはじめとした機関投資家層が増加することによって、韓国デリバティブ市場の厚みが増すことが期待される。

もっとも、韓国のヘッジファンド業界には、依然として様々な規制上の制約があり、ヘッジファンドの規模拡大に向けた道のりは険しいとの評価が少なくない¹²。ヘッジファンドを設立する証券会社は 1 兆ウォン以上の自己資本、資産運用会社は 10 兆ウォン以上の預かり資産を有することがそれぞれ求められるなど、大手でなければヘッジファンド業界に参入できない条件は、その一例である。また、これまでに設立されたヘッジファンドの大部分はロング・ショートの運用手法を採用しているが、韓国では、金融関連株式の空売り禁止が継続している¹³。

なお、2011 年に国会に提出された韓国資本市場統合法改正法案¹⁴は、国会会期満了に伴い廃案となったが、国際金融ハブを目指す韓国が、自国の資本市場を一段とグローバル・スタンダードに近づけようとする同改正法案に関する議論の展開にも合わせて注目したい。

¹² “Strict hedge fund rules in Korea hinder market growth”, Risk.net, 2012 年 3 月 29 日など

¹³ 韓国では、2011 年 8 月、株式市場の急激な下落に対応するべく、すべての上場株式について空売りを禁止する措置が講じられた。非金融関連株式については 3 ヶ月間で空売り禁止が解除されたが、金融関連株式に関する空売規制は今日でも適用されている（2012 年 4 月 18 日現在）。

¹⁴ 韓国資本市場統合法改正法案については、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」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号参照。