

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア株式市場のいま

—第7回 韓国の株式市場

財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝



■ 1. アジアの総合取引所を目指す韓国取引所

1956年3月に韓国証券取引所が設立され、1962年に証券取引法が制定されるなど、韓国株式市場の歴史は浅い。しかし近年では、「東北アジア最大の資本市場」となることを目標に急速に市場の整備を進めている。各種デリバティブ取引に加え、2001年に不動産投資信託（REIT）、2002年に上場投資信託（ETF）、2005年に株式ワラント（ELW：Equity Linked Warrants）などの取引を

開始し、投資商品の多様化を図るとともに、2005年には、韓国証券取引所、韓国店頭株式市場（KOSDAQ Stock Market）、韓国先物取引所（KOFEX）が合併し、韓国取引所（Korea Exchange、以下「KRX」）が誕生した。

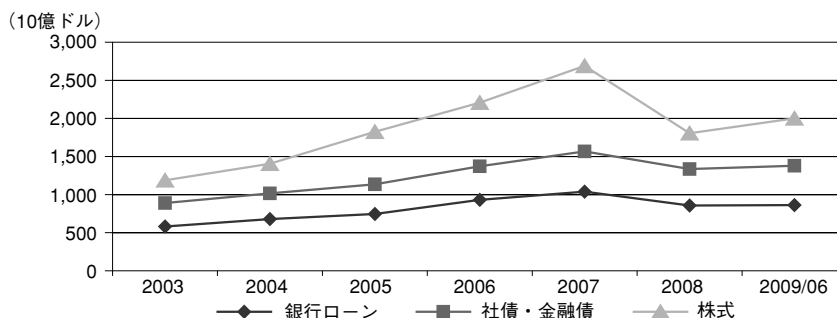
KRXは後述するように数多くの上場商品を取り扱う一方で、清算・決済に当たってはセントラル・カウンター・パーティー（CCP）の役割を担い、韓国における株式取引の中心的な存在となっている。

なお、KRXは傘下に証券並びに先物市場のシステム開発・運営を担うKOSCOM（KRX出資比率76.63%）、証券中央保管機関のKorea Securities Depository（同70.25%）を抱えている。

—〈目次〉—

1. アジアの総合取引所を目指す韓国取引所
2. 韓国株式市場の概要
3. 韓国株式市場の特徴
4. 外国人投資規制と韓国株式市場の課題

(図表1) 銀行ローン、社債・金融債、株式時価総額の推移



注：社債・金融債は地場通貨建て債のみ。
(出所) IMF、ADB、WFE

2. 韓国株式市場の概要

(1) 韓国株式市場の規模と最近の動向

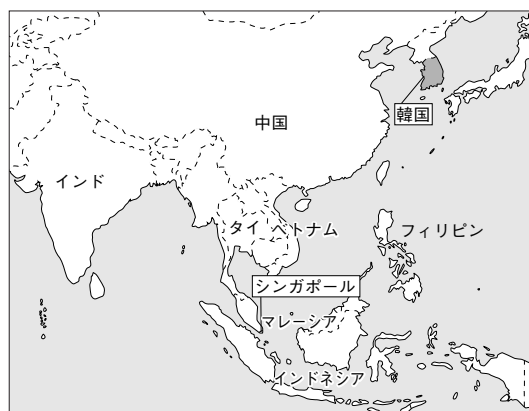
韓国における企業等の資金調達手段として、銀行ローン、社債・金融債、株式の市場動向を比較したものが(図表1)である。株式市場は最大の資金調達市場となっており、2003年から2007年にかけて他市場に比して大きく拡大したが、2008年には世界金融危機の影響を受け、株式時価総額は急減した。しかし依然として最大の資金調達市場となっている。1日平均取引高、上場企業数も順調に増加しており、株式市場全体が拡大している様子が窺える(図表2)(注1)。

しかし経済規模との対比で見た場合、韓国株式市場の規模は相対的に小さい。株式時価総額の対GDP比率は2009年3月で45.6%であり、アジア新興諸国平均の61.6%を下回り、インド(44.3%)とほぼ同水準となっている。また他国市場との比較における韓国株式市場

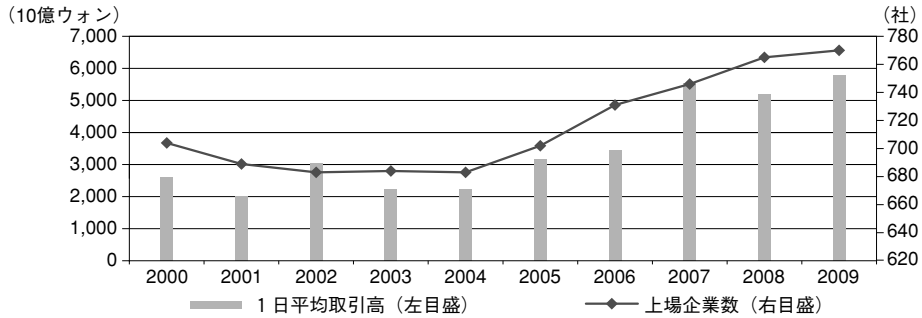
の大きな特徴としては、外国人投資家の取引割合が極めて高い点が挙げられるが、これに関しては後述する。

世界金融危機以降の最近の動向を見れば、2009年に韓国の株価は先進諸国や主要アジア諸国を上回る回復を記録した(KOSPI：韓国総合株価指数の推移について(図表3)参照)。これは外国人投資家による韓国株式投資が急増したことが主因である。

国際収支を見ると、2009年の資本収支(暫定値)は約264億5,000万ドルの黒字を記録した。

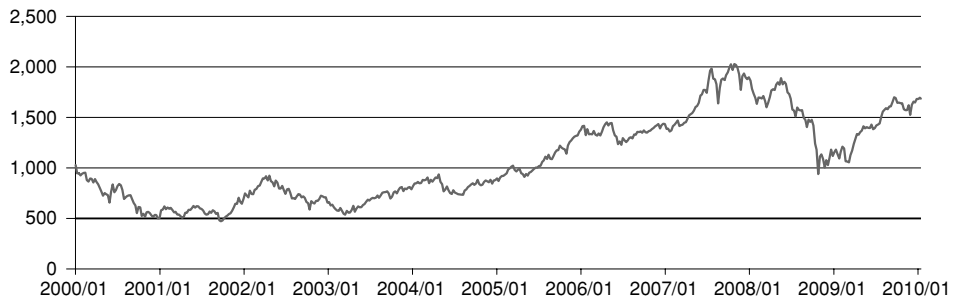


(図表 2) 取引高と上場企業数の推移



注：上場企業数は各年末時点。
(出所) KRX

(図表 3) KOSPI (韓国総合株価指数) の推移



(出所) Bloomberg

1980年以降で最大の黒字額となったが、2008年の世界金融危機で流出した海外の投資資金が再び韓国に流入した結果である。資本収支の黒字はポートフォリオ投資が506億8,200万ドルの流入超となったことによるもので、これを受けて韓国の株価は2009年に約5割の上昇となった。

(2) 韓国株式市場の概要

① 株式取引の概要

韓国取引所 (KRX) の概要は (図表 4) の通りである。

KRXの中に現物市場としては、有価証券市場と店頭株式市場 (KOSDAQ) が存在する。またKRXは各種株価指数、デリバティブ商品等、多数の商品を提供している。

取引には通常セッション (9:00~15:00) 以外の時間前セッション、時間後セッションも設定されており (注2)、時間前セッション、

(図表 4) 韓国取引所の概要

	有価証券市場	KOSDAQ (店頭株式市場)
主な上場要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3年以上の営業実績。 ・ 自己資本100億ウォン以上、上場予定株式総数100万株以上。 ・ 売上高直近300億ウォン、過去3年平均200億ウォン以上。 ・ 少額株所持分率30%以上、公募比率30%以上。 ・ 少額株主数1,000名以上。 ・ 自己資本利益率が直近年度5%以上、かつ直近3年度合計10%以上。 ・ 利益額が直近年度25億ウォン以上、かつ直近3年度合計50億ウォン以上。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3年以上の営業実績。 ・ 自己資本30億ウォン以上。 ・ ROE 10%以上または当期純利益20億ウォン以上。
上場商品	株式、債券（国債・地方債・社債）、ELW、ETF、REIT、クローズ・エンド型投資信託、各種株価指数先物・オプション、個別株式オプション、金利先物・オプション、為替先物・オプション、商品先物等。	
株価指数	KRX100、KOSPI、KOSPI200、KOSPI100、KOSPI50、KOSDAQ、STAR、KODI、KOGI等。	
取引時間	月曜日～金曜日（祝日を除く） 〈時間前セッション〉 7:30～8:30 〈通常セッション〉 9:00～15:00 〈時間後セッション〉 15:10～18:00	
取引単位	10株。 ただし、時間前・時間後セッションで額面5万ウォン以上の株式については1株。	1株。
呼び値	株価5,000ウォン未満：5ウォン 株価5,000～10,000ウォン未満：10ウォン 株価10,000～50,000ウォン未満：50ウォン 株価50,000～100,000ウォン未満：100ウォン 株価100,000～500,000ウォン未満：500ウォン 株価500,000ウォン超：1,000ウォン	株価5,000ウォン未満：5ウォン 株価5,000～10,000ウォン未満：10ウォン 株価10,000～50,000ウォン未満：50ウォン 株価50,000ウォン超：100ウォン
値幅制限	前日終値の15%	
サーキット・ブレーカー	KOSPIが前日終値より10%超値下がりし、その状態が1分以上続いた場合には、株式取引、先物・オプション取引は20分間停止される。	Kosdaqが前日終値より10%超値下がりし、その状態が1分以上続いた場合には、Kosdaq市場取引、KOSTAR先物取引は20分間停止される。
決済期間	T + 2	

(出所) KRXホームページより作成

時間後セッションでは終値での取引、ブロック・トレーディング、バスケット・トレーディングが可能になっている（注3）（注4）。

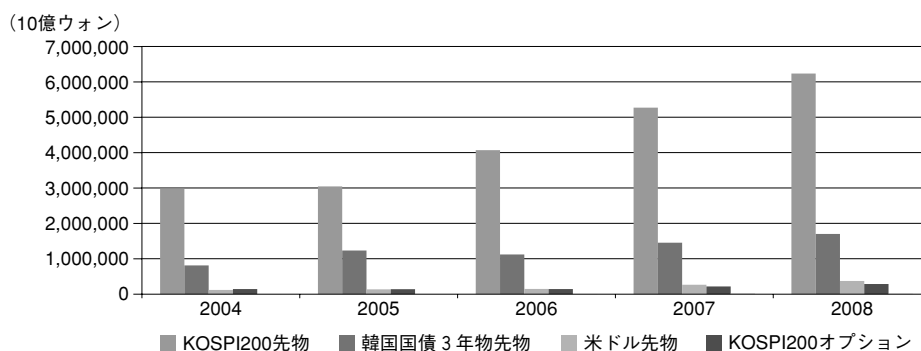
通常セッションでの注文の出し方も以下のように複数存在する。

- ・ Limit Order：注文者にとって指値より有利な価格での執行を求める注文。
- ・ Market Order：指値をせず、注文が入った時点での最良価格での執行を求める注文。
- ・ Limit-to-market-on-close Order (LTM)：市場が閉まる10分前まではLimit Orderとし、

その後Market Orderに変更となる注文。

- ・ Immediately Executable Limit Order (IELO)：注文を入れた際の最良価格で注文を執行するが、そこで残りが発生した場合にはさらに最良価格での執行を求める注文。
- ・ Best limit quotation：指値はしないが、注文を入れた際、市場で提示されている約定に最も近い他の指値を使用する注文（売り注文の場合には最も低い売り気配値、買い注文の場合には最も高い買い気配値）。

(図表 5) KRXにおけるデリバティブ取引の推移



(出所) KRX

市場の急激な変動に対しては、(図表 4) に示したようにサーキット・ブレーカーが発動されるが、その他にサイドカーも設けられている。サイドカーは市場が乱高下している場合に、プログラム取引による注文の効力を一時的に中止し、プログラム取引のインパクトを軽減するための措置である。具体的には、先物契約の価格が元値の 5% 以上騰落し、その状態が 1 分以上続いた場合、現物市場でのプログラム取引注文の執行が 5 分間延期される。なお、有価証券市場のプログラム取引のシェアは、2008 年 12 月の取引量ベースで 4.55%、取引高ベースで 12.14% であった。プログラム取引は漸増してきている。

証券取引の清算・決済に当たっては、証券取引法 (Securities and Exchange Act) で KRX がセントラル・カウンター・パーティー (CCP) の機能を提供することを認めており、KRX が CCP となった DVP 決済が実施されている。決済期間は原則として T+2 である。

取引コストとしてはブローカー手数料等の他、

有価証券取引税 (売り手に課税) が課せられる。

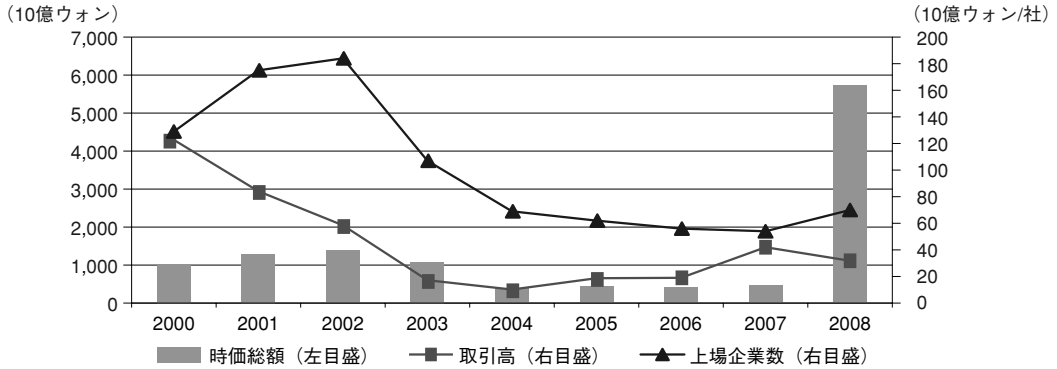
KRX のデリバティブ取引には、株式関連 (KOSPI200 先物、KOSPI200 オプション、スター指数先物、個別株先物、個別株オプション)、金利関連 (3 年・5 年・10 年国債先物、金融安定化債先物)、通貨関連 (米ドル先物、米ドルオプション、日本円先物、ユーロ先物)、商品関連 (金先物) があるが、KOSPI200 先物取引のシェアが圧倒的に多い (図表 5)。

② フリーボード

フリーボードは KRX に上場していない店頭取引株を発行する企業のために 2000 年に設立された店頭市場である。フリーボードは金融投資サービス資本市場法 (Financial Investment Services and Capital Markets Act) に基づき、韓国金融投資協会 (KOFIA: Korea Financial Investment Association) が運営している。

フリーボード上場企業は一般企業、ベン

(図表6) フリーボードの推移



(出所) KOFIA

チャー企業、先端技術企業 (Technopark-supported company) の3つに分類され、フリーボードでの上場・売買によって資金調達が可能となる他、上場予備企業として登録することで、上場に向けての支援^(注5)を受けることが可能となっている。

フリーボードの推移は(図表6)の通りであるが、これまで市場は縮小傾向にあったが、2008年には上場が急増した。

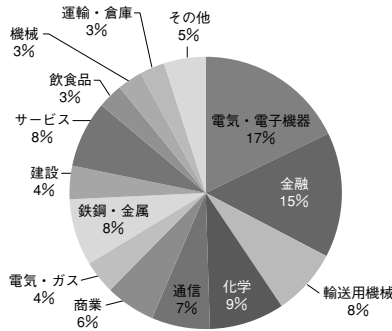
しかしその後、再び市場は縮小に向かい、2009年8月の上場企業数は66社(一般企業37社、ベンチャー企業29社)と2008年末の70社から減少している。

③ 上場企業の概要

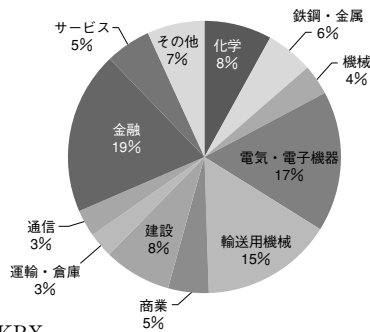
KRXに上場する企業では、サムソン、LG、現代、SK、大宇といった財閥系企業が時価総額、売買高ともに上位を占めている。サムソンをはじめ国際的な企業には外国人投資家も多く投資を行っている(投資家動向については後述)。KRXは、上位30社で時価総額の59.4%、取引量の49.2%、取引高の53.9%を占める構造にある(いずれも2008年)。上場企業の業種分布は、こうした財閥の企業展開を反映した形となっており、金融、電気・電子機器、輸送用機械のシェアが高くなっている(図表7、図表8)。

こうした企業構造は株式発行形態にも表れている。株式発行では公募よりも第三者あるいは既存株主にあてて発行する形態が多い(図表9)。2000~2008年の期間では、公募が17.1%であったのに対して、第三者割当が66.3%、既存株主割当が16.7%を占めた。企業支配への影響を考慮してのことであると指摘される。

(図表7) 時価総額の業種別内訳 (2008年、シェア%) (図表8) 取引高の業種別内訳 (2008年、シェア%)

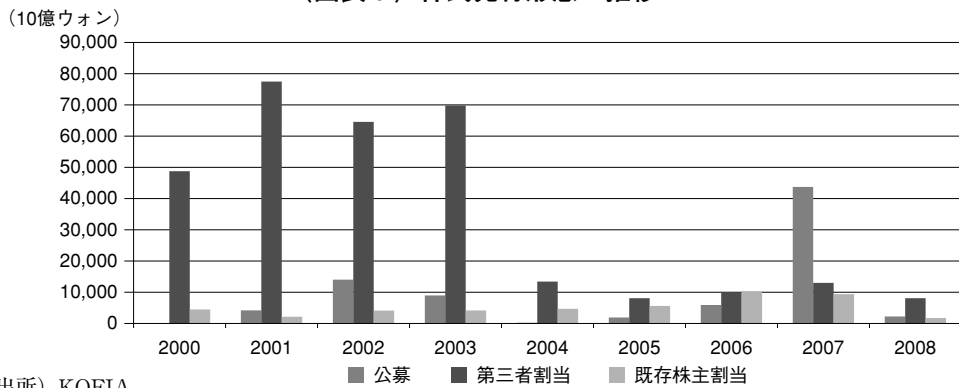


(出所) KRX



(出所) KRX

(図表9) 株式発行形態の推移



(出所) KOFIA

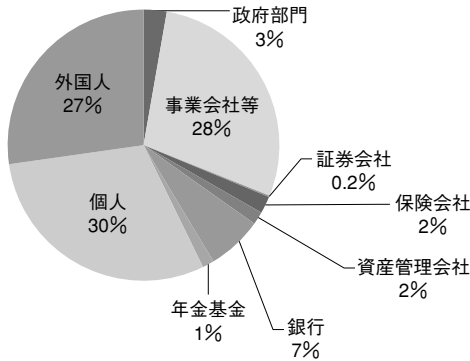
3. 韓国株式市場の特徴

韓国株式市場の特徴としては、外国人投資家の存在感が極めて大きく、国内機関投資家の育成が遅れていること、店頭市場であるKOSDAQが国際的にも大きな市場となっていること、ELW (Equity Linked Warrants)・ETF市場が急速に拡大していることなどが指摘できよう。

(1) 存在感の大きな外国人投資家

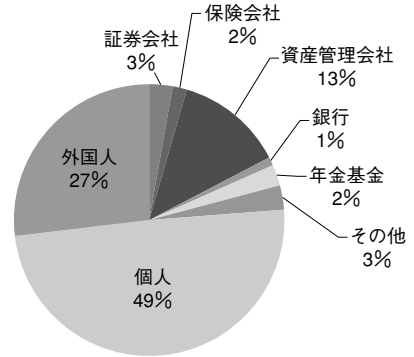
投資家別の株式保有シェアを見ると、個人、事業会社、外国人がそれぞれおよそ30%を占めている (図表10)。また投資家別の株式売買シェアを見ると、ここでも個人が49%と圧倒的なシェアを持ち (注6)、これに外国人がシェア27%で続いている (図表11)。いずれにしても機関投資家の存在感は極めて薄く、株式市場は個人と外国人に大きく依存していると言えよう (注7)。

(図表10) 投資家別株式保有シェア
(時価総額ベース、2008年)



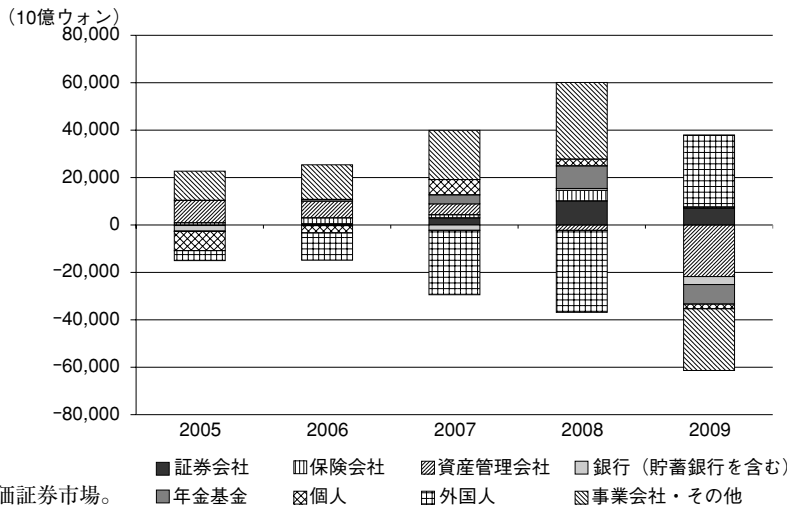
注：KOSDAQを含む。
(出所) KRX

(図表11) 投資家別株式売買シェア (2008年)



注：有価証券市場。
(出所) KRX

(図表12) 投資家別売買動向 (売越し・買越し) の推移

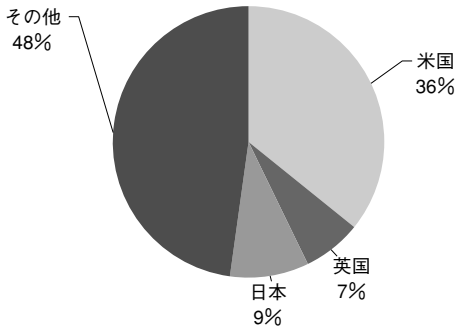


最近の売買動向(売越し・買越し)を見ると、2008年にかけて外国人は売り越しているが、2009年には一転して大きな買越しとなった(図表12)。これが世界金融危機後に、韓国株式市場が大きく回復した主因であったことは

前述した。因みに外国人と全く反対の傾向を示したのが資産管理会社であった。

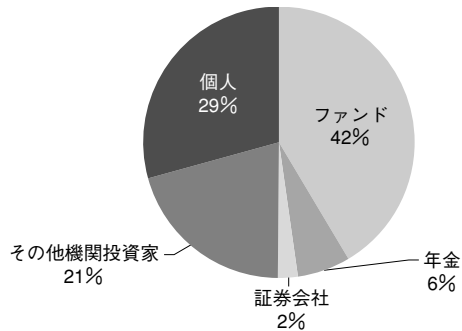
個人の売買は大きく売越しや買越しとはならず、大方マッチングしている状況も窺える。個人は世界金融危機後も積極的に売買を

(図表13) 外国人投資家の国籍別分布
(2008年、シェア%)



(出所) Financial Supervisory Service

(図表14) 外国人投資家の構成 (2008年、投資家数)



(出所) Financial Supervisory Service

行っており、最近の株価上昇の1つの要因ともなっている、売買の原資となるローン (margin account loan) の残高は2008年末の1.5兆ウォンから2009年10月には4.6兆ウォンに急増しており、ローンの資金をもとに個人は株式取引を活発化させている。

外国人投資家の国籍を見ると、米国が36%とトップであり、日本9%、英国7%と続いている (図表13)。また外国人投資家の構成では機関投資家が71%、個人が29%を占めている (図表14)。一般に個人による海外株式投資は投資ファンド等を経由して投資されることが多く、その際には投資ファンドとしてカウントされる。韓国の場合、投資ファンドではなく、個人による株式投資が多く見られるのは特徴的であろう。

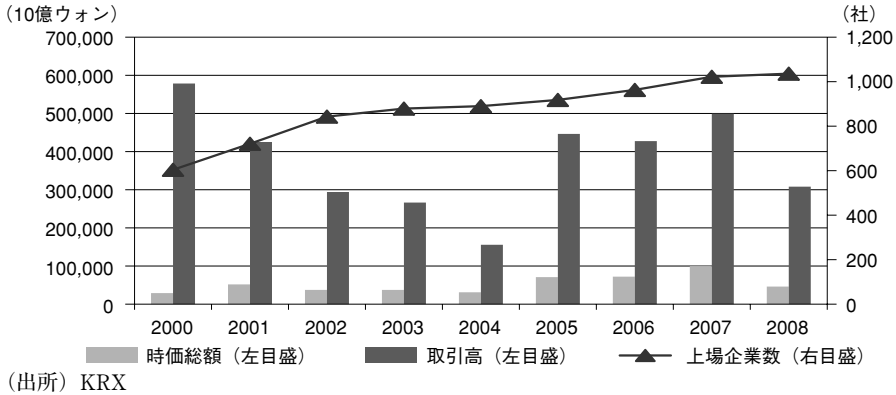
(2) KOSDAQ市場

KOSDAQ市場は新興企業が上場する新市場としては、取引高、時価総額、上場企業数のいずれでも世界の5指に入る市場となっている。

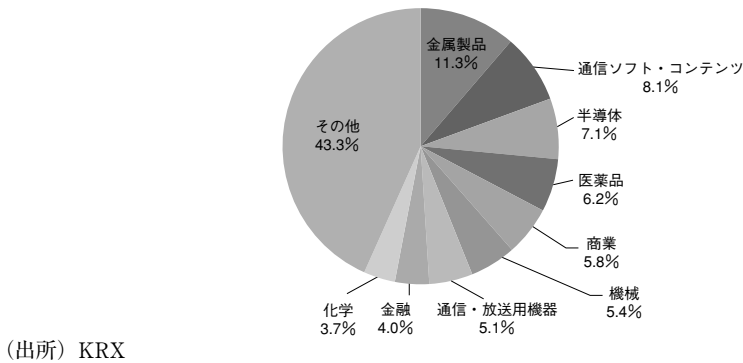
KOSDAQ市場の動向を見れば、上場企業数は一貫して順調に増加している (図表15)。2004年までは取引高が減少傾向にあったが、前述の通り、取引所の統合でKRXが発足した2005年以降は取引高、時価総額ともに増加に向かった。しかし2008年には世界金融危機の影響を受けて一転して減少することになった。

KOSDAQ市場における外国人投資家の取引シェアは2008年で5.37%と低く、KOSDAQ市場では圧倒的に個人投資家の取引が多い (シェア約90%)。KOSDAQ上場企業の業種別分布は (図表16) の通りであるが、極めて多くの業種に分布しており、ここでは財閥色も薄くなっている。

(図表15) KOSDAQ市場の動向



(図表16) KOSDAQ市場：時価総額の業種別構成（2008年、シェア%）



(3) 急速に拡大する株式ワラント (ELW) ・
上場投資信託 (ETF) 市場 (図表17)

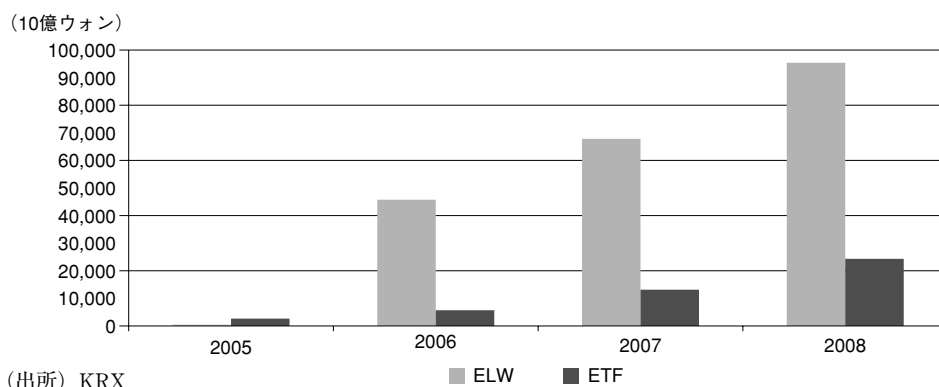
KRXでは多様な株価指数やデリバティブ商品が提供されているが、最近急速に取引額が増加してきているのがELWとETFである。

ELWは将来の合意した時点で合意した価格で株式または株価指数の売買を行う権利を表象した証券である。一種のオプション契約であるが、証券取引法で証券と定義されており、KRXで上場商品として取引することが

可能になっている。適切な価格と流動性を提供するために、取引にはマーケット・メーカー制が導入されている。ELW市場としては、香港取引所、ドイツ取引所に次ぐ世界第3位の売買高を誇るまでに成長している。

ETFは2002年にKRXに初めて上場されたが、その後、国際的な時流に乗って順調に拡大している。中国株 (KODEX China H ETF) や日本株 (KODEX Japan ETF) のETFなども上場している。上場銘柄数は2007年末21銘柄、2008年末37銘柄、2009年末

(図表17) 株式ワラント (ELW)・ETFの取引高推移



50銘柄と急増し、これに合わせて取引高も2007年141億5,030万ドル、2008年218億3,900万ドル、2009年247億1,430万ドルと増加している。

■ 4. 外国人投資規制と韓国株式市場の課題

(1) 外国人投資規制

韓国株式市場の大きな特徴として、前述の通り外国人投資家の存在感が大きいことが挙げられるが、これは国内市場がそれ程大きなものではない一方で、サムソン電子などの国際的な企業が育ってきているといった背景がある。

外国人投資家が韓国株式投資を行う場合には、金融監督庁 (Financial Supervisory Service) に登録し、投資登録証 (IRC: Investment Registration Certificate) を取得しなければならない。本証の交付を受けて、証券口座の開設等が可能となる。

外国人投資家の出資制限については金融投資

サービス資本市場法を基にした諸法 (通信法等) に規定されており、外国人全体による出資制限、投資家1人についての出資制限などが決められている。2009年11月時点で出資制限のある企業は通信、ガス、放送、新聞、航空など36社 (有価証券市場上場12社、KOSDAQ上場24社) となっている (注8)。

(2) 韓国株式市場の課題

KRXは2015年までに国際金融市場をリードする第一級の取引所となることを目標に掲げている。しかしながら国内市場が大きくはないこと、機関投資家の存在感の薄さ、通貨ウォンの不安定性や交換性がないことなどの問題を抱えている。

市場拡大の方策として、KRXは海外取引所との連携、デリバティブ市場の育成の2点に重点的に取り組んでいる。KRXはカンボジア、ラオス、モンゴルなどのアジア新興市場の設立支援を行っている他、上場促進ではこれまでの中国企業への集中的な上場工作に

加え、米国、日本、ドイツに対象を拡大させていく方向である。

デリバティブ取引では「アジアのシカゴ」となり、デリバティブ取引でのアジアのハブ市場となることを目指している。KOSPI200先物では米国のCMEグループとのクロス上場、Eurexとの市場リンケージ、デリバティブ取引の24時間化などに加え、原油先物、人民元先物の開発、排出権取引の導入などを計画している。

また韓国が得意とするIT技術を使い、市場の透明性、効率性、信頼性などの向上を目指している。

しかし機関投資家の育成、通貨ウォンの抱える問題などは解決がなかなか難しく、韓国株式市場は引き続き個人投資家と外国人投資家が支える比較的変動性の高い市場であろう。

(注1) 韓国株式市場に関する統計の主なものは以下3つのサイトで入手可能である。本稿の図表もそれらの統計資料をもとに作成している。

- ・韓国取引所 (Korea Exchange) : www.krx.co.kr
- ・金融監督庁 (Financial Supervisory Service) : www.fss.or.kr
- ・韓国金融投資協会 (Korea Financial Investment Association) : www.ksda.or.kr

なお、韓国金融投資協会は2009年2月に証券業協会、資産管理協会、先物協会が合併して誕生した。

(注2) 2009年の有価証券市場の売買高ベースでは、通常セッションでの取引が97.7%、時間外セッションでの取引が2.3%であった。なお、時間外セッションでは終値での取引とブロック・トレーディングの比率が圧倒的に多い。

(注3) ブロック・トレーディングは1銘柄、バスケット・トレーディングは複数銘柄をまとめた取引で、両取引ともに価格は当事者間の交渉によるが、当日の上下限価格の範囲内であればならない。

〈コラム〉

「韓国は先進国か？」

国際的な株式指数において、現在、韓国を先進国 (Developed) とするかどうか対応が分かっている。FTSEのインデックスにおいては、韓国はアジア諸国の中では、日本、香港、シンガポールと並ぶ先進国と位置付けられている。これに対してモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル (MSCI) の指数では、韓国は新興国 (Emerging) とされている。MSCI指数における韓国の先進国への格上げは期待されているが、未だに実現には至っていない。MSCIは、韓国市場の障害として、通貨ウォンの交換性がないこと、外国人投資家がOTC取引を行えないことの2点を指摘している。先進国と位置付けているFTSEにおいても、韓国に関しては評価項目のうち「外国為替市場の発展」、「決済 (Free deliveryが可能か)」、「OTC取引が可能か」の3点に関して、限定的 (restricted) と評価している。アジアのその他先進国では限定的とされる評価項目は1点 (日本は2点) である。MSCIでもほぼ同様の点が格上げのネックとなっており、こうしたポイントをどの程度評価するかで先進国に入れるかどうか分かれていると言える。

また韓国国債については、2010年1月、シティグループの債券指数「WGBI (World Government Bond Index)」への採用が見送られた。韓国債券市場の今後の改善を見守る方針が決定されている。

(注4) オンラインによる株式取引は全取引のおよそ半分を占め、その比率は2005年以降、僅かに低下する傾向にある。

(注5) IRに関する支援プログラムや資金調達訓練プログラムなど。登録後2年以内に上場を達成出来なかった場合には登録企業としての資格は失われる。

(注6) 生産年齢人口に対する株式投資家の比率は2008年で19%であるが、2005年以降、徐々に上昇してきている。

(注7) 韓国の公的年金基金である国民年金サービス(NPS)は2010年に株式運用の外部委託比率を引き下げることを発表した。外部委託比率は、国内株式で55%から50%に、海外株式で100%から90%に引き下げられる。外部に委託する国内株式の資産規模は25兆1,000億ウォンとなると予想され、NPSの運用資産は270兆ウォン程度と見込まれるため、国内株式での運用比率は18%強となる。

(注8) 外国人投資家による出資規制(出資上限)は通信:49%、ガス:1人当たり15%・全体で30%、放送:49%、新聞:30%、航空:49.99%などとなっている。

