

韓国証券市場の現況と課題

姜 勲 熙

はじめに

IMF 金融危機以降の証券市場関連制度の改革
上場株式の所有構造の変化
企業の資金調達のうち直接金融比重の拡大
株式店頭市場 (KOSDAQ) の活性化
公社債市場
変革を迫られる大企業グループ
結びにかえて

はじめに

私は、1984年3月に同志社大学大学院商学研究科博士前期課程を修了する際、杉江雅彦教授の指導のもとで「韓国における証券市場の発展と証券政策」と題する論文を書いたことがある。

1960年代末から1980年代までの期間は韓国では証券市場重視の経済発展政策をとってきた時期であった。韓国政府は、経済の発展を図る上において証券市場の果たす役割をきわめて重要視し、その発展のために強引とも思われるほどの強力な育成策をとってきたのである。すなわち、その政策は、韓国経済の発展を担う主要大企業の株式を公開して証券取引所に上場させ、多数の株主に分散保有させることにより、従来の同族会社的・独占的経営の風潮が強かった韓国の企業に経営近代化を進めさせ、国民の貯蓄をこれらの国家的重要企業の拡大発展に動員するルートを作り、企業の拡大のための増資・自己資本の充実、あるいは社債発行による安定資金の導入など企業財務の強化を促し、そのための基盤づくりを担ったのである。その結果、韓国の証券市場は1968年から1984年の15年間の間に、上場企業数は34社から336社へ、上場資本金は966億ウォンから4兆3360億ウォンへ、証券市場を通じた資金調達額は年間205億ウォンから2兆2830億ウォンへとといった急速な拡大発展を遂げるにいたった。

国際的なレベルで比較しても、エマージングマーケットの中では有力な市場に発展してきている。1980年代以来、国際資本移動においては間接投資形態が徐々にそのシェアを高めてきているが、韓国の証券市場はその規模と経済の成長性から有力な投資市場として注目を浴びるようになったのである。

しかし、1970年代における政府主導の経済開発戦略の下で、金融貯蓄動員のために推進された無理な育成政策に伴う副作用も多く、また直接金融市場の機能を過大評価していたことに対する批判もなかったわけではない。

私は修士論文で、1960年代末から1980年代の間に韓国政府が証券市場の果たす役割をきわめて重要視し始め、証券市場重視の政策に転換した背景、証券市場育成のためにとってきた諸政策手段、それらの諸政策手段の成果および課題について整理してみたのである。

その後20年近くの間、韓国の証券市場は大きな変化を見せている。特に、1997年のIMF金融危機以後現在までの4年余りの間には、市場の質的变化が大いに進んだ。上場企業の経営の透明性が高まっており、企業経営が従来の規模重視の量的経営から採算性重視の質的経営に移りつつある。また、1992年に非居住者に対してポートフォリオ投資が認められて以来、韓国証券市場における外国人投資家の影響力は日増しに大きくなっている。

本稿では、以上のような変化が進みつつある韓国証券市場の現況と今後の課題について紹介させていただきたい。

IMF 金融危機以降の証券市場関連制度の改革

第1表はIMF金融危機以降、韓国の証券市場関連制度がどのように変わったのかを整理したものである。IMFからの外圧による革命的变化とも言える内容なのである。

第1は、各種の規制の緩和である。非居住者に対する株式市場の完全開放、証券・投信業の開放、各種手数料の完全ないし部分的自由化、企業公開要件の緩和などが主な内容である。

第2は、企業経営の透明性を高めるための制度を導入したことである。前述したように、株式市場が外国人投資家に完全開放され、敵対的なM & Aも全面自由化された。証券市場育成政策の下で、企業公開を奨励するために作られた上場企業に対する経営権保護装置もすべて撤廃された。社外取締役制度の導入、少数株主権行使の条件の緩和により、企業経営に対するチェック機能が強化されるようになった。これは、IMFへの支援要請に伴う「外圧」がなかったら起こり得ない革命的なことであった。また、外国の機関投資家が経営に干渉するケースも増えており、株主の利益を無視する企業経営に歯止めをかけている。例えば、系列会社への不当な資金支援、出資、支払保証など株主の利益に反する経営が行われた場合にはその是正を要求したり、さらに株主提案、定款の変更要求、特定人の社外取締役選任の要求などを起こすケースが多く見られ始めている。それだけではない。最近では、少数株主の権利を強化しようとする国内の市民団体の

第 1 表 証券市場関連制度改革の内容

市場開放（対外）
- 株式市場の完全開放，M & A 全面自由化
- 証券・投信業の完全開放（ただし免許制は維持）
証券・投信業の新規参入制限規制の緩和（対内）
- 免許制は維持するが免許要件は登録制に近い
株式委託手数料率の部分的自由化
企業公開要件の緩和
- 店頭（KOSDAQ）登録要件の緩和
支配構造の改善
- 財務構造の改善：相互債務保証の完全解消
5 大財閥グループの負債比率の下方誘導（200% まで）
- 企業経営に対するチェック機能の強化：経営権保護装置の撤廃
社外取締役制度の導入
少数株主権の強化
機関投資家の議決権許容
会計基準の国際化
- 企業会計基準の改正 国際標準化
- 結合財務諸表作成の義務化
- 企業会計資料の電子開示制度の導入

出所：筆者作成

運動も活発になっている。まさに、一般株主を重視しないと経営そのものが成り立たない時代になったと言えよう。金融機関や投資家も曖昧な判断による投資やオーナー個人の利益につながる投資を許さないだろう。設備投資資金を調達する際に使っていた系列企業間の相互債務保証は 2000 年までに完全に解消し、1999 年からは連結決算よりさらに厳しい基準を適用した結合財務諸表を作成しなければならなくなった。

第 3 は、企業会計基準の国際化である。IMF 金融危機以降、韓国の政策当局は急速に国際会計基準の導入を推進してきた。IMF から救済融資を受ける条件として、企業会計の透明性を高めるというコンディショナリーを受け入れ、その細部実践プログラムの一環として国際会計基準の導入と結合財務諸表の導入を約束したからである。この中で、時価会計制度は現在日本で論議されている内容と大差はない。ただし、韓国では今まで、一定条件の下で資産再評価が認められてきたという点、日本のように不動産価格の大幅な下落がなかったという点、企業年金制度もまだ本格的に導入されていないという点などの理由から、企業評価または証券市場に及ぼす影響が日本ほど大きくはないものと思われる。

一方、1999 会計年度から適用される大規模企業集団の結合財務諸表制度は、唯一韓国にのみ存在する制度である。この制度は、連結財務諸表だけでは把握が不可能な大規模企業集団（韓国ではこれを財閥グループという）の財務状況と経営成果を把握し、系列会社間の財務情報の歪曲を防止して、企業集団全体の危険度を把握するためのツール

として導入されたものである。この一連の制度の導入は、大企業グループの経営の透明性を高めるのに寄与するところが大きいものと思われる。

2. 上場株式の所有構造の変化

次は、上場株式の所有構造の変化である。IMF 金融危機以前には 776 社もあった上場会社は、2001 年末には 689 社にまで減少した。金融危機以降の大々的な企業構造調整の過程で多くの上場企業が退出、合併などにより市場から姿を消したからである。

第2表 上場企業数・時価総額の推移

(単位：社，10億ウォン，%)

	1973	1980	1986	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001
上場会社数	104	352	355	669	721	776	748	725	704	689
株式時価総額	426	2,527	11,994	79,020	141,151	70,989	137,799	349,504	188,042	255,850
株式売買高	161	1,134	9,598	53,455	142,914	162,282	192,845	866,923	627,133	491,365
時価総額回転率	53.0	44.9	80.0	67.7	101.3	228.6	140.0	248.0	333.5	192.1

出所：韓国証券取引所

第3表 株式市場開放以降の投資主体別 買越し残高 (取引所経由)の推移

(単位：億ウォン)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
個人	-22,305	-26,374	-18,198	-21,978	-14,124	26,082	-1,706	-6,672	-38,048	-42,383
機関	10,308	-11,250	12,255	-109	-19,916	-32,293	-55,001	7,628	-86,681	-33,641
外国人	15,080	43,292	9,289	13,180	30,738	4,239	57,233	15,162	113,871	74,471
その他	-3,092	-5,690	-3,502	8,946	3,269	1,970	-532	-16,115	10,860	1,554

出所：金融監督院

生き残った上場企業の株式所有構造は急速に変化してきている。第3表でみるように、国内の個人投資家および機関投資家が株式を売却し続けてその持株比率が大きく低下し、その分政府および政府管理企業と外国人投資家の持株比率が高くなっている。とりわけ外国人投資家の比率が急速に高まっており、2001年11月末現在、時価総額基準で36.9%を占めている。

第4表 上場株式の所有構造 (単位：%)

区 分	株 式 数 基 準			時 価 総 額 基 準			
	1999	2000	増減 (%)	1999	2000	増減 (%)	
政 府	17.7	12.7	- 5.0	16.4	14.3	- 2.1	
機 関 投 資 家	証 券 会 社	0.8	1.1	0.3	0.7	1.0	0.3
	保 険 会 社	1.8	1.0	- 0.7	2.7	1.1	- 1.6
	投 資 信 託	4.8	4.2	- 0.6	8.5	6.7	- 1.8
	銀 行	3.5	5.3	1.8	3.0	3.1	0.1
	総合金融会社	1.2	1.0	- 0.2	0.9	0.3	- 0.6
	信 用 金 庫	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
	基 金 共 済	1.4	1.0	- 0.4	1.1	1.1	0.0
	小 計	13.7	13.8	0.1	16.9	13.4	- 3.5
一 般 法 人	17.3	22.0	4.7	19.1	22.0	2.9	
個 人	39.0	37.7	- 1.3	25.9	20.0	- 5.9	
外 国 人	12.4	13.8	1.4	21.7	30.2	8.5	

出所：韓国証券取引所

第5表 主体別株式保有比率の変化

個人の持株比率（株式数基準）： 52.9%（1975） 62.4%（1987） 39.0%（1999） 37.7%（2000）
政府および政府管理企業の持株比率（株式数基準）： 13.9%（1975） 0.1%（1987） 17.7%（1999） 12.7%（2000）
金融機関（銀行、保険、投信、証券など）の持株比率（株式数基準）： 21.6%（1997） 11.7%（2000）
2001年11月末現在の外国人持株比率（時価総額基準）は36.9%

出所：筆者作成

企業の資金調達のうち直接金融比重の拡大

一方、韓国企業の資金調達のうち直接金融の比率は急激に高くなっている。IMF 金融危機以前にも韓国の企業は外部資金調達のうち 50～60% を直接金融で調達してきたが、金融危機以降には直接金融の比率がさらに高まったのである。第6表で見ると、1998 年は国内調達総額の 147.2%、1999 年には 90.9% を直接金融で調達したのである。2000 年には 60.4% までその比率が低下しているが、今後直接金融中心の企業金融構造のトレンドには変わりがないものと思われる。このような直接金融比率の急拡大の背景について、青山学院大学の深川由紀子教授は次のように指摘している¹。

1 深川由紀子「韓国のコーポレート・ガバナンス構築」（『証券アナリストジャーナル 2000 年 9 月号』日本証券アナリスト協会、2000 年）、67～68 ページを参照。

第6表 投資家別 上場株式の売買比率 (単位: %)

	証券会社	機関投資家	その他法人	個人	外国人
1992	4.8	9.6	0.6	83.3	1.8
1995	7.2	19.6	2.4	66.0	4.9
1998	3.4	8.9	2.9	77.4	7.5
1999	2.9	13.1	2.6	76.1	5.2
2000	3.3	13.0	2.6	71.9	9.2
2001	3.3	10.8	2.2	73.2	10.5

出所: 韓国証券取引所

「韓国政府は IMF 金融危機以降、自己資本比率を基準に強い主導力で金融機関の再編、特に金融危機の発端となった総合金融会社と銀行の再編を進めてきた。これらを中心とする間接金融はその過程でしばしば激しい信用収縮を引き起こした。この結果、意図的であったかとはともかく、5大「財閥」(その後大宇の破綻で4大「財閥」)を中心とする企業金融は直接金融にシフトした。「財閥」系大企業のかんりの数は以前から上場されており、韓国は以前から東アジア各国の中では比較的大きな社債市場を持っていた。また、危機以前には東南アジアよりも為替管理が厳しく、居住者の資金が海外に流出する道はあまりなかった。このため、比較的信用力の高い上位「財閥」は新株の大量発行による増資や、社債発行による資金調達を一気に行い、危機をしのごうことができた。また、居住者ばかりでなく韓国の改革に期待した外資の流入も比較的早くから本格化した。」

第7表 韓国企業の外部資金調達の推移 (単位: 10億ウォン)

	1995		1996		1997		1998		1999		2000	
株式発行	14,445	18.1%	12,981	14.5%	6,974	10.3%	13,515	40.2%	41,137	171.1%	20,805	72.4%
会社債など	15,562	19.5%	21,533	24.1%	28,037	32.1%	46,463	136.1%	-3,172	-13.2%	-2,318	-8.1%
CP	14,946	18.7%	20,737	23.2%	4,421	5.1%	-11,678	-34.7%	-16,116	-67.0%	-1,132	-3.9%
直接金融計	48,071	60.2%	56,097	62.6%	44,086	50.4%	49,496	147.2%	21,849	90.9%	17,355	60.4%
間接金融 (貸出し)	31,845	39.6%	33,231	37.2%	43,375	49.6%	-15,862	-47.2%	2,198	9.1%	11,390	39.6%
直・間接調達	79,916	100.0%	89,328	100.0%	87,461	100.0%	33,635	100.0%	24,047	100.0%	28,745	100.0%
その他調達	20,100		29,441		30,561		-5,971		27,708		37,785	
資金調達総計	100,016		116,769		118,022		27,664		51,755		66,530	

出所: 韓国銀行資金循環表より作成

注1: ベンチャー、中堅、店頭登録、上場企業などのすべての企業が調達した資金の内訳

注2: 1997年までの会社債、CPは保証付き発行が、有償増資は額面ないし中間発行がほとんどであった。したがって内容の面では直接金融とは言い難い。

しかし、深川教授が指摘したように大企業だけが直接金融に走ったわけではない。従来は直接金融といえば上場大企業しかできないというように思われてきたが、IMF 金融危機以降は店頭登録企業はもちろんのこと、新設のベンチャー企業までも直接金融ができるようになったのである。第 7 表をみると 1998 年頃から証券市場を通じた資金調達のうち、コスダック（店頭）登録企業および登録前企業（その他企業）の株式発行が増えていることがわかる。

株式店頭市場（KOSDAQ）の活性化

IMF 金融危機以降、韓国の株式店頭市場は飛躍的な成長をみせている。第 8 表でみるように、店頭登録企業数は 1997 年末の 359 社から 661 社に増えており、時価総額は 1997 年末の 1 兆 1662 億ウォンから一時は 100 兆億ウォン近くまでふくらみ、その後株価の急落により減少してはいるものの、依然として 33 兆ウォン近くの規模をたもっている。また前で述べたように、IMF 金融危機以前は登録企業の公募がゼロに等しかったが、金融危機以後は活発に行われるようになった。

このようにコスダック市場が活性化された背景には、当時の世界的な IT ベンチャーブーム、アメリカのナスダック市場の活況、コスダック登録要件の緩和などを含

第 8 表 証券市場を通じた資金調達

（単位：億ウォン）

年	企業公開（取引所）		有償増資		コスダック 公 募	その他 公募	株式 合計	会社債 発行	総計
	募集	売出	取引所	コスダック					
1990	3,157	203	25,818	5,602	-	-	40,382	110,836	151,217
1991	2,269	-	21,802	-	-	2,800	26,871	127,175	154,046
1992	817	-	17,112	-	-	5,570	23,499	111,553	135,051
1993	1,812	-	27,889	-	-	2,887	32,588	155,999	188,586
1994	5,795	-	53,787	-	-	2,896	62,478	200,502	262,980
1995	5,310	491	55,839	-	-	1,025	62,665	235,982	298,647
1996	13,914	-	36,515	-	-	2,429	52,858	299,049	351,907
1997	4,793	-	26,763	15	1,794	540	33,890	343,221	377,126
1998	368	-	134,521	-	1,676	5,016	141,581	560,003	701,584
1999	17,201	-	334,269	24,204	45,314	14,356	411,140	306,714	717,854
2000	-	-	57,888	45,753	71,255	14,342	143,486	586,268	730,114
2001	3	2,178	50,979	12,594	25,621	42,832	121,610	871,949	993,559

* その他企業：非上場、非協会登録法人の公募（募集設立を含む）

出所：金融監督院

第9表 KOSDAQ 市場関連指標の推移

(単位:社,億ウォン,%)

年末	会社数	時価総額	売買高	時価総額 回転率
1988	27	576	43	7.5
1990	66	4,261	117	2.7
1995	340	73,382	3,774	5.1
1997	359	70,685	11,662	16.5
1998	331	78,922	16,072	20.4
1999	453	987,044	1,068,079	108.2
2000	608	290,138	5,784,902	1993.8
2001	721	518,181	4,251,795	820.5

出所:韓国証券業協会

む政策当局のベンチャー企業の育成およびコスダック市場活性化政策, 1999年春からの株価上昇などがある。

ただ, コスダック市場の急激な量的成長に伴う副作用も大きい。特に「エクイティ・カルチャー」が形成されていない中で, 大規模なエクイティ・ファイナンスが行われたことによる被害は非常に大きい。多くの企業が正常なビジネスモデルを通じた収益を追求するよりも, 安易なマネーゲームに走った。

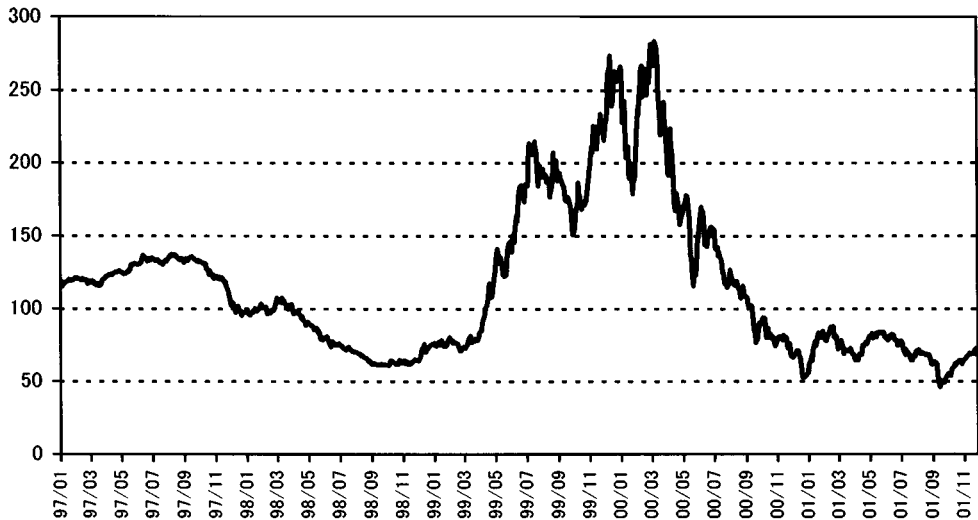
投資家もこれを牽制することができなかった。ベンチャーもしくはコスダック企業の価値を正当に評価し, チェック機能を果たすほどの専門投資家がいなかったからだ。

第1図でみるように, コスダック指数は1999年初めから1年あまりの間に11倍に急騰し, その後1年足らずの間に十分の一の水準まで急落した。コスダック市場の総売買高に占める個人投資家の比率は96%(2001年)で, これらの個人投資家は株価急落の過程で莫大な損害を被った。株価操作やベンチャー詐欺事件も続出し, 大きな社会問題にまで発展している。このような状況を前出の深川教授は次のように評価している。

「そもそもの不透明性に加え, 銀行による「財閥」系大企業融資が主体であった韓国では, 本格的な信用評価会社が設立されたのも比較的最近のことであり, ベンチャーや中小企業の技術や将来価値に対する客観的な評価がしにくい。その銀行・金融機関が持つ情報も不足気味であり, 機関投資家として成熟した行動をとりにくくなっている。さらにリスク管理システムも不十分で, 結局, 市場, 特に店頭市場は外資と新興のベンチャー・キャピタル, あるいは特定の個人投資家などに大きく左右されがちとなる。しかも韓国の場合, こうした一連の市場インフラが不十分な

第 1 図 KOSDAQ 株価指数の推移

(ポイント)



*KOSDAQ 指数 (1996. 1. 4 = 100): 283.4 (2000. 3) (46.1 (2000. 9) (70.5 (2001. 11))

出所：筆者作成

第 10 表 KOSDAQ 登録企業の株式所有構造 (12 月決算法人 2000 年末基準)

(単位：%)

	機 関	その他法人	政府、公企業	外国人	個 人	合 計
保有比率	10.78	17.69	5.75	4.12	61.66	100.00

出所：韓国証券業協会

第 11 表 KOSDAQ 市場における投資家別売買高比重 (2001 年 1 月～12 月の累計)

(単位：%)

	証 券	保 険	投 信	銀 行	その他	外国人	個 人	合 計
売買比率	0.4	0.2	0.9	0.3	1.2	1.2	95.8	100.0

出所：韓国証券業協会

「まま株取引の電子化だけが急速に進んだため、ますます市場は短期的取引が中心となり、しばしば流言飛語に左右されて変動の大きな市場となってきた。」

以上を要約すれば、証券会社など仲介機関の専門性の欠如、専門投資家の不在、株式を公開した企業としての姿勢の欠如、投資家の自己責任意識の欠如（市場参加者の 90% 以上が個人）、投資家保護装置の未整備、不公正取引の監視体制の未整備、などの問題点は今後韓国のコスダック市場が解決せねばならない課題である。

公社債市場

公社債市場も規模の面では順調な成長をみせている。公社債の上場残高は2001年11月末現在453.6兆ウォンに達しており、売買高も2001年には11月末までで2505.4兆ウォンを記録し、IMF金融危機以降、毎年倍以上の拡大をとげている。しかし公社債市場がかかえている課題も大きい。

まず、債券の需要基盤が偏っているということである。発行量の80%前後を投資信託と銀行が消化しているため、この二つの部門で問題が起こった場合、発行そのものが不可能になるのである。

次に長期債、特に長期国債市場が発達していないということだ。国債の総発行残高で占める満期5年以上の長期物の比率は22%前後にすぎないのである。投資家の投資性向が中長期の投資よりは短期ディーリング中心になっていることが主な理由であるが、

第12表 債券の種類別上場残高 (単位：兆ウォン)

	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001.11末
国債	24.8	31.5	42.1	61.6	73.3	79.7
地方債	4.6	6.0	7.1	9.1	9.8	99
金融債	24.9	61.0	72.1	70.1	70.4	135.1
特殊債	27.9	45.3	82.4	99.9	111.2	77.9
通安債	20.1	22.8	46.6	50.8	66.9	80.4
会社債	73.1	66.0	119.4	111.1	127.9	160.6
計	175.4	252.6	369.7	402.6	459.5	543.6

出所：韓国証券取引所
*証券取引所上場基準

第13表 債券の種類別売買高 (単位：兆ウォン)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001 (1~11)
国債	6.5	6.2	9	31.5	42.9	297.2	868.2
地方債	3.2	4	3.5	6.4	15.7	7.9	7.3
特殊債	14.5	13.8	18.5	47.2	132.7	101.3	464.3
通安証券	-	-	-	-	-	307.3	771.0
金融債	26.3	20.4	28.8	109.7	239.2	88.4	166.0
会社債	61.8	70.4	83.6	234.7	269.7	137.2	228.6
計	112.3	114.8	143.4	429.5	508.9	939.3	2,505.4

出所：金融監督院

政府が健全財政にこだわりすぎて長期国債の発行を忌避することも一つの理由といえる。

なお、IMF 金融危機以降投資家の質への逃避（Flight to Quality）傾向が深化したことにより、会社債市場が低迷していることも会社債市場の大きな課題の一つである。したがって、公社債市場の健全な発展のためには、債券需要基盤の拡充および多様化、年金、保険等の長期投資家の育成、長期国債発行の拡大を通じた長期指標債券市場の育成、会社債市場の活性化のための発行手続きおよび信用評価制度の質的改善のような諸方策を講じなければならないであろう。

変革を迫られる大企業グループ

株式所有構造の変化および直接金融比率の拡大は、韓国企業の経営構造にも変革をもたらしている。新しい時代の変化に合わせて経営体質を変えていかないと大企業グループでさえも淘汰されかねない時代になったのである。1997年の通貨金融危機以来、30大企業グループのうち9つのグループが経営破綻し、5つのグループは買収されたり自らリストラを断行して中小企業グループとして生き残っている。

もっとも急を要すべきは、市場の力の怖さを認識するということである。一昨年に、韓国最大の企業グループ・現代グループが資金繰り難に陥ったのも、この市場の力を過小評価したことに起因する。

特に現代グループは金融構造の変化に対し、支配構造の改善、投資家向けの財務広報活動などの面で対応が十分でなかった。これが市場の不信を招き、グループ内一社の資金難がグループ全体に広がり、株価が大幅に下がる原因となった。直接金融は間接金融と比べて投資家の信頼が最も大事である。信頼を得るには企業の会計内容の透明性を高める一方、構造調整と支配構造の改善を急がねばならないのである。

韓国の大企業グループが認識しなければならないもう一つの大きな変化は、一般株主のチェック機能が強くなりつつあるということだ。公正取引委員会の調査によれば、2000年6月末現在韓国の30大企業グループの場合、オーナーおよびその一族は平均4.5%の株式を所有し、系列会社の持分36.6%と自主株の2.3%を合わせて43.4%の内部持分でグループを支配している。しかしこの比率は毎年低下傾向にある。1999年一年間だけで7.1ポイント下がった。今後この比率はさらに低下し、オーナー一族の支配力は弱まっていくに違いない。

その反面、国内の機関投資家、個人投資家、外国人投資家の発言権は日増しに強まっている。市民団体の少額株主権強化運動も活発に展開されている。特に、外国人投資家の影響力が大きい。2001年末現在、上場企業の外国人持株比率は金額ベースで36%を

第14表 主要銘柄の外国人株式保有現況 (2001年11月末現在)

会社名	外国人持株比率 (%)	会社名	外国人持株比率 (%)
三星電子	59.13	三星証券	43.17
SKテレコム	47.64	三星火災保険	50.90
韓国通信	37.22	たばこ人參公社	5.00
韓国電力	27.10	八ナ銀行	48.96
国民銀行	70.35	大信証券	23.39
浦項製鉄	61.46	韓美銀行	62.41
現代自動車	52.63		

出所：金融監督院

上回っている。外国人持株比率が50%を上回る企業は20社、40%を上回る企業まで含めれば33社に至る。これもほとんどが時価総額上位の大企業である(第14表参照)。上場株式のうち大株主の持分を除いた流動株式の比率は50%前後だから、実際に外国人投資家が保有する比率は流動株式の半分以上になる。

上場企業が投資家を失望させる経営を行った場合、外国人投資家が韓国市場から離れていくだろう。

韓国の大企業グループにとって株主重視の経営は生存の問題であり、その他の選択は有り得ない時代になったのである。

結びにかえて

以上でみてきたように、IMF金融危機以降韓国の証券市場は急激な変化をみせてきた。企業金融構造の直接金融へのシフト、外国人投資家の影響力増大と上場企業の所有構造の変化、ベンチャーブームと店頭株式市場(KOSDAQ)の活性化等がそれである。もちろん、このような変化は自然発生的なものというよりはIMFの処方箋に基づいて政府主導でもたらされた側面が大きいのも事実である。しかし背景はどうであるにせよ、韓国企業の経営構造、投資家の行動に与えた影響はきわめて大きい。それに、従来のように資本はどのように配分されるべきかという政府の考えは重要ではなくなった。

資本は高いリターンを生み出す企業に配分されはじめた。市場が資本配分を決めるシステムになり始めたということは、過去30年間の政府主導で高成長を遂げてきた韓国経済にとって何よりも大きな変化といえる。また、「コスダック市場」や「プレ・コスダック市場」などリスクマネーが集まるマーケットが形成されたメリットは大きい。現在の産業構造のままで韓国が21世紀を生き残るのは難しく、生存のためには新産業への転換が求められる。新産業の担い手としてベンチャーの役割が期待される。

もちろん、韓国のように企業が社会の公器であるとの合意が確立されていない状況

で、比較的簡単な基準に基づいて企業が公開をし、巨額のエクイティーファイナンスをすることに伴う副作用も大きい。昨今の証券市場で起こっている各種のスキandalはこの副作用のあらわれといえよう。

本来、健全な証券市場は中間層に支えられた厚い投資家層、成熟した機関投資家に加えて競争的な企業環境、整合性と現実性のある商法・倒産法などの法体系と会計システム、効率的な M & A を実現できる専門的な人材などのインフラなどによって成立するといわれている。このようなインフラの整備を含めて健全な株式文化の形成を急ぐことが、今後韓国証券市場の課題といえよう。

参考文献

- 〔 1 〕 姜 敬熙 「韓国における証券市場の発展と証券政策」(伊東和久編『経済発展と財政金融』アジア経済研究所, 1985 年)
- 〔 2 〕 姜 敬熙 「質的变化が進む韓国株式市場」(『証券アナリストジャーナル 1998 年 11 月号』日本証券アナリスト協会, 1998 年)
- 〔 3 〕 姜 敬熙 「韓国株式市場は長期ブル・マーケットに入れるか」(『証券アナリストジャーナル 2000 年 4 月号』日本証券アナリスト協会, 2000 年)
- 〔 4 〕 中西正行 「韓国財閥の株式所有構造の変化」(『経営研究 第 50 巻第 1 号』大阪市立大学経営学会, 1999 年)
- 〔 5 〕 深川由紀子 「韓国のコーポレート・ガバナンス構築」(『証券アナリストジャーナル 2000 年 9 月号』日本証券アナリスト協会, 2000 年)
- 〔 6 〕 深川由紀子 「新興市場における機関投資家育成：韓国の経験」(『青山経済論集 第 52 巻第 3 号』青山学院大学経済学会, 2000 年)
- 〔 7 〕 朴 英哲, D. C. Cole 『韓国金融発展：1945～80』ソウル, 韓国開発研究院, 1984 年