

韓国証券市場の仕組みと経緯

金 喆 印, 辰 巳 憲 一

目 次

はじめに

1. 証券市場の発展過程
 - 1-1 胎動期
 - 1-2 初期の証券市場
 - 1-3 制度整備期の証券市場
 - 1-4 成長期の証券市場
 - 1-5 国際化期の証券市場
2. 株式発行市場
 - 2-1 株式発行市場の構造と特徴
 - 2-2 株式発行の実績
 - 2-3 登録法人制度
3. 株式流通市場
 - 3-1 株式流通市場の構造
 - 3-2 株式流通市場の現況
 - 3-3 場外市場
 - 3-4 証券市場の流動性特性
4. 債券市場
 - 4-1 債券の発行市場
 - 4-2 債券の流通市場
5. 証券市場の関連機関
 - 5-1 証券管理委員会と証券監督院
 - 5-2 証券取引所
 - 5-3 証券会社
 - 5-4 投資信託
 - 5-5 証券金融会社と投資顧問会社

脚注

はじめに

韓国の証券市場は、韓国経済の発展とともに、その規模を拡大してきた。特に韓国は、経済開発に必要な資金を証券市場から調達するため、公開企業に対しては税制上優遇する反面、公開可能な企業が公開しない場合は、銀行の与信を中断させるなど強制的な手段まで取った。しかし、経済発展に伴って、証券市場についての企業の認識も変わって、自ら証券市場から資金を調達するようになっていく。そして、短い間に大きな市場に成長して、外国人にも市場開放を行うようになった。

本稿では、韓国の証券市場についての理解を深めるため、証券市場の発展過程、株式の発行と流通市場、債券市場、証券市場の関連機関について、制度と現況を中心に述べていく。

1 証券市場の発展過程

韓国の証券市場の歴史は、証券取引所の開設から、わずか40年程度である。証券が最初に発行されたときからも100年未滿しか経過していない。韓国の証券市場の発展過程を1956年までの胎動期、その後1968年までの初期、1968年から始まる制度整備期、1972年から始まる成長期、1981年以降の国際化期の5期に分けて述べることにする。

1—1 胎動期

韓国の最初の株式発行は1899年の天一銀行株式、最初の債券は1905年の朝鮮政府の国債である。しかし株式は発起人によって引受けられ、国債は中央銀行が全額引受けたため、一般投資家による売買はなかった。

韓国の最初の組織的な有価証券の売買は、1911年日本人が中心となった有価証券現物問屋組合の結成から始まるが、現物問屋組合は

組合員の決済不履行で、すぐ解散してしまった。その後、1920年5月株式会社京城株式現物取引市場が設立されて、約30銘柄の株式が売買され始めた。

1931年7月朝鮮取引所令が制定され、京城株式現物取引市場と仁川米豆取引所が合併、朝鮮取引所になったが、1943年7月朝鮮取引所令が廃止、朝鮮証券取引所令が制定されて、株式会社制朝鮮取引所が特殊法人の朝鮮証券取引所に改編された。同取引所は、終戦直前の1945年8月13日まで、売買が続いたが、終戦後1946年1月16日米軍政府によって解散された。

独立後、最初の証券会社である大韓証券株式会社が1949年設立され、国債等が売買された。さらに、1953年には大韓証券業協会が発足され、この協会を中心に、証券取引所の設立に努められた。その結果、1956年2月証券団、保険団、金融団による営団制大韓証券取引所が設立されて、同年3月にソウル証券市場が開設されたのである。

1—2 初期の証券市場

証券取引所の開設1956年3月当時の上場銘柄は、株式12銘柄と建国国債3銘柄であった。その上場株式は政府が大量保有したので、売買は国債中心だった。その後、経済開発5カ年計画発足とともに、政府はその経済開発を進めるために必要な膨大な資金の調達チャンネルのひとつとして、証券市場を大いに育成し利用していこうという政策を、打ち出したのである。

そして、1962年1月証券取引の基本法である、証券取引法が制定された。この法律によって、営団制大韓証券取引所は、株式会社制に変わった。しかしながら、株式会社制の取引所には問題点があったので1963年5月公営制韓国証券取引所に改編・発足された。

1—3 制度整備期の証券市場

韓国の経済は、経済開発計画の推進によって成長したものの、1960年代の国民所得、国内貯蓄率は極度に低く、株式市場に対する一般の理解も欠如していたのが実情で、経済開発の所要資金を海外借款、銀行借入等間接金融に依存した。しかし、この間接金融依存も限界に達して、資本市場を通じての長期産業資金の調達を図るため、資本市場育成の政策が打ち出された。

1968年11月、資本市場育成に関する法律が制定された。その内容には、公企業の一定水準の配当率維持、従業員持株制度導入、公開企業への税制優待、有価証券の発行と引受の役割を担当する韓国投資開発公社の設立などが含まれている。同年12月には証券会社の登録制から免許制への転換、1969年8月には証券投資信託業法が制定され、翌年1億ウォンの最初の受益証券が発売された。さらに、1972年8月には企業の財務構造を改善するための方策として、私債が凍結された。

1—4 成長期の証券市場

資本市場育成に関する法律によって、公開企業に対し、税制上の優遇措置などが与えられたにもかかわらず、企業は所要資金を間接金融あるいは私債に依存して、株式公開は進まなかった。すなわち、法律制定以後、株式公開件数は1969年に12社、1970年に9社、1971年に4社、1972年に7社にとどまった。

そこで、1972年12月、企業公開促進法が制定され、政府が企業の公開を強制的に命令することが出来るようになった。これにあわせて、振替決済のため、1974年12月に韓国証券振替決済(株)が設立、また、証券業務の電算化のため、1977年9月に韓国証券電算(株)が設立された。その結果、株式公開は急増、投資信託会社などの機関投資家の成長もあり、証券

市場は拡大した。¹⁾

それに伴って、1976年12月、証券取引法が全面的に改正され、企業登録制度導入、上場法人の半期報告書提出義務化、公開買付け制度導入など、証券市場の管理体系が強化された。また、証券市場の管理を専門化・自律化するため、証券管理委員会とその執行機関である証券監督院が発足した。

1—5 国際化期の証券市場

80年代には、証券市場の国際化も進展した。1981年1月に発表された証券市場の段階的自由化計画に基づき、同年11月には韓国投資信託(株)と大韓投資信託(株)が、それぞれ1,500万ドルの外国人専用受益証券を発行、間接的ながら外国人投資家の韓国市場への投資が可能となった。

1984年8月には、クローズド・エンド型の投資信託コリア・ファンドがニューヨーク市場に上場され、1992年には大阪証券取引所にも上場された。また、1985年11月には、上場企業の海外証券発行のガイドラインが発表され、同年12月三星電子(株)が最初の海外転換社債を発行した。

当初、85年に実施される予定であった非居住者による対韓国投資の自由化は、一旦先送りされたが、1988年12月には、当初計画を大幅に修正した資本市場国際化の段階的拡大計画が発表され、1992年1月からは、非居住者による韓国株式への直接的な投資がスタートした。さらに、1994年7月には、中小企業発行の非保証転換社債も、外国人に開放された。

また、同年10月には、韓国企業のニューヨーク市場の上場も実現し、海外からの直接資金調達が可能になった。1996年には株価指数先物市場が開設され、韓国証券市場の国際化は、90年代に、ますます進展した。

2 株式発行市場

株式発行市場は、株式の供給機能を担って、流通市場と密接な関係を持っている。韓国では、既に発行されて、大株主あるいは政府が保有している株式も、発行市場を通じて一般投資家に売却するようになっている。ここでは、韓国の株式発行市場の構造の特徴と発行実績、発行市場と関連が深い登録法人制度について、若干説明しよう。

2-1 株式発行市場の構造の特徴

(i) 発行市場の構成

一般的に発行市場は、発行者、投資家、そして発行機関の3者によって構成されるが、発行機関には、引受会社で構成される引受団と申込事務取扱団がある。その資格要件は、有価証券の引受、売出し又は募集の営業許可をもらった法人、あるいは有価証券の引受業務の許可をもらった投資信託会社、でなければならない。現在 証券会社、銀行、信託会社、短期金融会社、総合金融会社、投資信託会社が引受業務に参加している。引受の幹事会社になるには、資本金、公認会計士、証券分析要員、監査人の監査意見等に関して一定の基準に適合し、証券管理委員会の指定を受けなければならない。引受団は、株式上場後1ヵ月間、上場株式の値段が発行価格を下回

らないようにする価格維持の義務がある。

(2) 株式発行の形態

韓国企業の株式発行については、企業公開の場合は、間接発行・間接募集の一般公募方式、上場会社の有償増資の場合は、株主割当の直接発行・直接募集方式を利用している。それは1988年末まで、額面あるいは時価割引で発行価格が決められ、既存の株主を中心に、新株を発行した結果、発行機関の専門サービスが提供可能でなかったからである。1989年に入って時価発行制が定着してから、失権株が発生、一般公募方式の発行も、導入されることになったが、その件数は少ない。

有償増資の発行形態は、発行価格の決定方式によって、額面による発行、時価による発行、時価と額面の間の適当な価格による発行の3つに、分けることができるが、韓国では、長年、額面による発行が慣行とされてきた。

しかし、1983年12月時価発行制度が導入され、1989年には、時価に割引率を適用する時価発行制度が定着した。導入の始めには、時価発行可能企業を、一部優良企業に限定したが、1987年には利益還元公約の廃止等、発行要件が緩和された。また、1988年4月には、時価からの割引率を50%から40%へ、7月には30%、10月には20%に引き下げられた。さらに、1991年8月からは、この割引率も自由化して、企業にまかせた。

発行価格の算出

時価発行適用法人：全上場法人（発行価格が額面以下の場合は除外）

発行価格の算出方法：理論権利落株価×割引率

$$\text{理論権利落株価} = (\text{基準株価} + \text{発行株価} \times \text{増資比率}) / (1 + \text{増資比率})$$

$$\text{基準株価} = (1 \text{ ヶ月間の平均株価} + 1 \text{ 週間の平均株価} + \text{最近の株価}) / 3$$

あるいは最近の株価のうち小さい方の値

(3) 株式発行の手続き

有償増資の場合，株主割当，株主割当後失権株の一般公募，一般公募方式のうち，どれがとられるかによって，手続きは若干異なる。株主割当の場合は，発行機関の介入がなく，失権株の一般公募のときは，有価証券届出書提出と同時に引受機関との失権株引受契約が必要である。一方，一般公募の場合は，株式の発行に必要な書類の提出前に，引受契約が必要である。株式発行の所要日数は約110日である。

企業公開の手続きは，証券管理委員会への登録という先行手続き，定款の整備等の予備手続き，株式発行の本手続きに分けられる。本手続きの中には，取締役会決議，幹事依頼及び共同幹事指定，幹事団の有価証券分析，引受団組成，有価証券届出書提出，申込期間及び払込日の公告，株式割当，株券の発行及び交付等が含まれる。取締役会の決議から上場までは約90日が必要となる。

2-2 株式発行の実績

(1) 有償増資と企業公開

韓国企業の株式発行は，主に，上場会社の有償増資と非上場会社の株式公開によって成し遂げられた。1970年代は，政府の企業公開政策と実物経済の急成長の恩恵を受けて，1971年の30億ウォンの発行規模から1979年の2,168億ウォンの規模まで急拡大した。しかし，1979年の石油ショックと国内景気の長期不況で，1980年代前半期は，企業の株式発行も縮小した（表2-1参照）。1980年後半期に入ると，企業の株式発行は大きな変化を見せて，1986年から1989年まで，企業公開は298社，有償増資は20兆2,990億ウォンに達した。²⁾ これは原油価格の下落，金利低下，ウォン安のいわゆる「三低」の恵みによる企業の資金需要の拡大，政府による優良株式供給拡大策，そして企業が経営権確保のため発行を増加した無議決権株式によるものである。しかし，

表2-1 上場企業の株式発行実績

(単位：10億ウォン)

年度	株式発行形態別区分						合計	総資金 調達中の 株式発行 の比率(%)
	有償増資による発行		企業公開による株式発行又売出					
	件数	金額	新株発行		旧株売出			
件数			金額	件数	金額			
1980	52	171	1	0.3	0	0	171	15.08
81	81	303	2	3	0	0	306	22.80
82	69	277	0	0	0	0	277	11.59
83	102	432	2	21	1	10	463	24.49
84	107	398	13	81	1	0.2	479	20.98
85	60	259	10	34	1	1	294	8.49
86	110	798	12	33	4	10	841	23.60
87	178	1,655	40	198	4	46	1,899	37.30
88	298	6,721	98	554	14	495	7,770	64.70
89	274	11,124	110	1,468	16	1,582	14,174	67.03
90	169	2,582	33	316	3	20	2,918	20.83
91	136	2,180	21	227	0	0	2,407	17.40
92	133	1,711	8	82	0	0	1,793	13.28
93	171	2,789	7	181	0	0	2,970	15.75
94	161	5,379	25	579	0	0	5,958	22.67

(出所) 証券監督院「証券調査月報」。韓国での年度は歴年に一致している。以下も同じ。

1990年に入ってからは、世界景気の退潮と国内景気の沈滞で、株式発行の規模が大きく減少した。90年代中頃になって、証券市場の回復とともに、徐々に増えている。

公企業の民営化も韓国株式発行市場を特徴付ける事柄の1つである。世界的な民営化の波に乗り、企業公開とともに、政府保有株式を国民株として、一般国民に分散・売却した。それは、経営効率性を高めると同時に株式大衆化に目標があるが、それにあわせて、それまでの経済成長の成果を、低所得層に再分配する、所得再分配的な性格も持っている。

公企業の民営化は、政府持株の完全売却、一部売却、公企業の機能調整によって行われたが、国民株の普及は、主に、政府持株の一部売却を活用した。

1988年国民株第1号になった浦項製鉄の場合、勤労者、農漁民、月所得60万ウォン以下の低所得者を対象に、1株15,000ウォン（長期保有者は10,500ウォン）で売却した。この株の割当を受けた人数は310万名で、一人当たり7株（長期保有者は14株）が割当てられた。浦項製鉄株の人気が行き過ぎ、市場がやや圧迫されたため、第2号の韓国電力株は1989年5月まで延期されて売却した。それ以後は、証券市場の不振で売却は控えられた。

(2) 無償交付、株式配当と無議決権株

無償交付の財源は、1988年までは再評価積立金、その後は、法定準備金であった。それは、株式払込剰余金が急増している反面、再評価積立金は物価安定で再評価が難しくなったことと、企業公開前に無償交付を行ってしまっている企業が多かったからである。

しかし、1991年からは無償交付が減少している。この原因は、証券市場の長期沈滞と時価発行の割引率が自由化されたからだ。企業が有償増資時失権防止のため、無償交付を一緒に行う必要性が減ったわけである。

株式配当は、1984年商法改定の際、新しく新設された。改定商法では、株主総会の議決で利益配当総額の2分の1を超えない範囲で、株式配当を認めている。また、資本市場育成に関する法律では、上場企業の財務構造改善をねらって、上場会社に限って、100%までの株式配当を認めている。

1986年、初の株式配当企業が現われて以後、その数は増えている。これは企業が現金の社外流出を防ぐため、株式配当を利用しているからであろう。

韓国の無議決権株式は、無議決権優先株を意味している。優先株は、普通株より利益配当を優先するから議決権がないのが当然であるが、韓国では、優先株には普通株より1%

表2-2 無償交付

(単位：百万ウォン、%)

年度	無償交付金額		無償交付財源					
			資本準備金		再評価積立金		利益準備金	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
1987	119,963	100.0	38,733	32.3	74,371	62.0	6,839	5.7
88	256,758	100.0	142,790	55.6	63,428	24.7	50,540	19.7
89	1,442,948	100.0	1,281,913	88.8	158,312	11.0	2,723	0.2
90	737,718	100.0	663,258	89.9	74,460	10.1	—	—
91	147,130	100.0	119,758	81.4	20,172	13.7	7,200	4.9
92	102,347	100.0	59,732	58.4	42,615	41.6	—	—
93	305,113	100.0	73,128	24.0	231,985	76.0	—	—
94	120,003	100.0	56,711	47.3	63,292	52.7	—	—

(出所) 証券監督院「証券調査月報」

表2-3 企業登録

（単位：社）

年度	登 録			取 消				年度末現在 登録法人
	自ら登録	指定登録	計	上 場	合 併	その他	計	
1987	225	37	262	33	23	87	143	1,600
88	159	4	163	115	27	6	148	1,615
89	231	3	234	116	11	10	137	1,712
90	217	—	217	43	12	4	59	1,870
91	623	—	623	22	5	83	110	2,383
92	457	—	457	3	26	117	146	2,694
93	343	—	343	9	27	238	274	2,763
94	223	—	223	31	25	113	189	2,797

（出所）証券監督院「証券調査月報」

くらい高い配当率が支給される。企業は、この株式を主として経営権確保のため発行している。無議決権優先株は、1986年に初めて発行されて、1988—1989年に急増した後、1990年、発行制度の改善とともに減少した。

2-3 登録法人制度

登録法人制度は、1976年証券取引法の改定時、導入された制度で、一定の要件を持っている法人は、有価証券の発行と企業内容の開示のため、企業自らあるいは証券管理委員会の指定によって、証券管理委員会に登録しなければならない制度である。証券管理委員会は登録法人に対して、資金調達・財務構造改善のため必要な勧告をすることができる。

一定の要件を持っている法人とは、次のような法人である。

- (1) 自己資本が10億ウォン以上の法人
- (2) 最近事業年度の売上高が50億ウォン以上の法人
- (3) 金融機関からの借入金が10億ウォン以上の法人
- (4) 同一系列企業群についての金融機関からの借入金が、50億ウォン以上の場合、その企業群に属している法人
- (5) 外資導入法によって200万ドル以上の

現金借款契約あるいは資本財導入契約について認可を受けた法人

- (6) 独占規制及び公正取引に関する法律施行令によって、市場支配的事業者と指定・告示された法人

- (7) 従業員1,000名以上を常に雇用している法人

以上のような法人の中から、登録規定によって指定される。ところが、有価証券の発行（特に社債の発行）を目的としてあるいは企業の合併のため、法人自らの登録が増えて、1990年以後は自らの登録だけになった。

登録法人は、いわば公開あるいは上場予備軍であり、それらの達成とともに取消される。表2-3における、「その他」の取消要因は、主として社債の償還が終わって登録の必要性がなくなった企業からの要請による取消である。

3 株式流通市場

株式流通市場は、上場株式が売買されている取引所市場と非上場株式又は端株が売買されている場外市場（店頭市場）とに分けることができるが、韓国の場外市場はその流通規模がまだ小さい。ここでは、取引所市場の上場、売買、決済等の制度的な構造を説明した

後、流通市場の規模、株価指数の動向、投資家別持株構造などの株式流通市場の現況を見る。あわせて場外市場の特性と1994年個別データを用いて行われた韓国市場の流動性の統計分析結果を紹介する。

3—1 株式流通市場の構造

(1) 上場制度

a 上場の類型

有価証券の上場の類型は、まず発行人の申請による上場と申請によらない上場がある。前者は有価証券の発行人が、証券取引所に上場を申請し、取引所の一定の手続きによって、上場することをいう。後者は、財政経済院長官が、公益あるいは投資家保護上必要だと認めて、取引所に上場を命令する場合、あるいは国債や地方債のように、発行人の申請なしに、取引所が任意に上場する、例外的な上場である。上場対象の有価証券の種類によっては、株式上場、新株引受権証書上場、債券上場、受益証券上場に分けられる。また、株式上場は、新規上場、変更上場、新株上場に細分することができる。

b 上場の手続き

有価証券の上場を願う発行人は、証券取引所に上場申請書を提出、取引所からその審査を受ける。取引所は審査後、適格だと認められた証券について、証券管理委員会に上場認可を申請する。認可があれば、上場日を決めて、その内容を申請人に通知する。しかし、国債、地方債、特別法律によって設立された法人が発行する証券については、承認を受けなくても上場できるようになっている。上場には予備手続きを含めて21日くらい必要となる。

c 上場審査基準

証券取引所は、上場審査基準に依拠して、当該証券の上場が、投資家保護と公益増大

に貢献するかを審査する。主な審査基準は表3—1のとおりであるが、審査の重要内容は、当該証券の安定性、収益性、成長性、市場性、公益性などである。なお、上場基準には株主数に対する基準はない。

上記審査基準に加えて、以下のような基準が定められている。

- 発行人が株式名義書換代理人と名義書換事務委託契約を締結していること
- 株券が証券取扱規則に準拠していること
- 資産再評価積立金を上場申請前2年以内に資本金に振り替えた場合、増加資本金の総額が、上場申請2年前の日の属する年度末において、払込資本金の30%以内であること、および上場2年前から現在までに発生した再評価積立金の50%以内であること。さらに、当該積立金振り替え後、自己資本が払込資本金の2倍以上であること
- 株式配当を含め資産再評価積立金以外の剰余金を上場前1年以内に資本金に振り替えた場合、増加資本金の総額は、上場1年前の日の属する年度末において、払込資本金の30%以内であること
- 上場前1年以内の株主割当増資に関し、増資金額は上場1年前の日が属する年度末における払込資本金の50%以内であること
- 合併後3ヵ月以上営業実績のある事業年度の財務諸表が確定していること
- 次の要件を充足できない中小企業は、株式の場外登録後1事業年以上経過していなければならない
 - ① 設立後10年以上であること
 - ② 企業手形評価が上位2等級であること
 - ③ 純資産が総資産の4分の1以上であること

表3—1 上場基準及び市場第1部銘柄指定基準

項 目	上場審査基準	市場第1部銘柄指定基準
●営業活動	<ul style="list-style-type: none"> ●設立後5年以上継続して営業活動していること ●場外登録銘柄の場合登録後1年以上経過すること 	●なし
●資本金及び少額株主数	<ul style="list-style-type: none"> ●払込み資本金30億ウォン以上 ●自己資本50億ウォン以上 ●発行済株式数30万株以上 ●年間売上高が直近3事業年度平均で150億ウォン以上、直近事業年度のそれが200億ウォン以上 	<ul style="list-style-type: none"> ●資本金50億ウォン以上 ●少額株主の所有株式が浮動株の40%以上 ●少額株主数が資本金150億ウォン未満企業は400名以上、同150億ウォン以上企業は500名以上
●収益，財務の状況	<ul style="list-style-type: none"> ●直近3事業年度のうち、直近年度の払込資本金利益率が、事業年度末現在の1年物定期預金の最高利率の150%以上、かつ残り2事業年度のそれがいずれも事業年度末現在の1年物定期預金最高利率以上。 計算の基準となる利益は営業利益、経常利益、当期純利益のうち最も小さい金額、払込資本金は年度末の資本金とする。 ●負債・自己資本比率が属する業界の平均値の1.5倍未満と1.5倍以上 	<ul style="list-style-type: none"> ●直近事業年度の払込資本金利益率が10%以上 ●負債比率が同業種平均以下 ●流動比率が同業種平均以上
●財務諸表の虚偽記載等	●CPAの監査意見が適正または限定	●CPAの監査意見が適正または限定
●取引所における売買状況等	●なし	<ul style="list-style-type: none"> ●上場後1年以上経過していること ●当該事業年度に取引所を通じて取引された株式の月平均売買高が浮動株式数の1%以上
●利益配当	●なし	●直近3事業年度中、2事業年度に5%以上の利益配当していること

(出所) 韓国証券取引所。少額株主とは法人税法で持株比率が1%以下の株主を指す。

表3-2 株券の上場廃止基準

区 分	内 容
形式的要件	<ul style="list-style-type: none"> ●有価証券報告書または半期報告書未提出 ●監査意見不適正または意見差控え3年継続
実質的要件	<ul style="list-style-type: none"> ●主な営業活動の停止または操業の全部中断 ●不渡り発生または銀行との取引停止 ●資本金額蚕食（さんしょく）3年継続* ●株式分布状況 <ul style="list-style-type: none"> —最近2事業年度末現在少額株主の総持株比率が10%未満に達したとき —新規上場日現在の資本金が50億ウォン以上の法人と最近事業年度の監査人の修正財務諸表上の資本総額が100億ウォン以上の法人が新規上場後最初に終了する事業年度から5事業年度以内に有価証券報告書上の株式分布状況が市場第1部指定要件の株式分散要件を充足しなかったとき
そ の 他	<ul style="list-style-type: none"> ●会社整理手続きの開始申請または事実上整理したことが確認されたとき ●法律の規定による解散事由に該当したとき ●故意、重過失または常習的な開示違反 ●公益または投資家保護のため必要と認められたとき

*） 韓国の場合、上場を強いたりしたため、また銀行との結び付きが弱いため、ありうる。

d 上場株式の管理

証券取引所は、合理的な投資判断の提供と株式分散を誘導するため、1971年から上場株式を第1部銘柄、第2部銘柄に分けている。1994年末時点において、上場会社699社のうち460社が第1部上場である。新規の上場株式は、始めは第2部に属した後、表3-1右側のような基準に該当すると、第1部に昇格する。

また、証券取引所は、上場有価証券が一定の要件に該当すると、その有価証券を上場廃止する。株券の上場廃止は、投資家の利害関係に大きな影響を与えるから、上場廃止基準に該当する恐れがある株券について、その事実を予告している。また、上場廃止基準に該当しても、廃止前に投資家の換金性を保証するため、形式的要件に該当する場合は2年、実質的要件に該当する場

合は3年の猶予期間を経た後、上場廃止している。

証券取引所は、上場株式が上場廃止基準に該当したときと株券の偽造・変造又は株券の併合・分割のとき、上場株券を売買停止することがある。

(2) 売買制度

韓国証券市場は、典型的なオーダー・ドリブン市場で、マーケット・メーカーが存在せず、売買の媒介も取引所職員が担当している。市場開設以来売買立会は、すべて人手により行われてきたが、1988年3月からコンピュータによる売買システムが稼動し、売買高の95%以上がこのシステムにより行われている。³⁾

a 売買の受託

証券取引所の立会場で売買できる者は、

委託手数料（株式）

売 買 代 金	手 数 料 率
2億ウォン以下	5.0/1,000
2億ウォン超過～5億ウォン以下	4.5/1,000+100,000ウォン
5億ウォン超過	4.0/1,000+350,000ウォン

1 株 の 値 段	呼 値 の 単 位
1万ウォン未満の場合	10ウォン
1万ウォン以上10万ウォン未満の場合	100ウォン
10万ウォン以上50万ウォン未満の場合	500ウォン
50万ウォン以上	1,000ウォン

取引所の会員に限っている。従って、一般の投資家は有価証券を売買するとき、取引所の会員である証券会社に委託しなければならない。会員が委託者から委託を受けるときは、委託者と売買取引口座設定契約を締結する。受託は、文書あるいは電話で行っているが、会員は委託者から委託価額の最低30%の委託証拠金を徴収しなければならない。また、会員は売買が成立すると、決済のとき、委託者から委託手数料を受けている。その手数料は売買代金の1,000分の5の範囲で、会員に任せているが、今は証券業協会が標準手数料率（前段下の表参照）を決めて適用している。

b 売買立会時

売買立会は、休業日（日曜日、国民の祝祭日、年始2日間及び年末の3日間）を除いて、午前立会と午後立会に分けられ、午前立会は午前9時30分から11時30分まで、午後立会は午後1時から3時までとなっている。債券の場合は、午前立会が9時30分から12時まで、午後立会は株券と同じである。ただし、土曜日、年始発会日と年末納会日においては、午後立会は行われず、午前立会のみである。

c 売買取引の種類

売買取引の種類には、普通取引と当日決済取引の2種類がある。普通取引は、売買契約締結の日から起算して、3日目の営業日に決済を行う売買取引で、株券と債券の基本的な売買取引の形態である。一方、当日決済取引は、売買契約締結の日に決済を行う売買取引で、債券と株式の管理銘柄に

適用している。

d 呼値と売買単位

呼値の単位は、株価水準によって異なり、上表のように定められている。

売買単位は10株で、売買取引は売買単位の整数倍の数量を単位として行われている。

e 売買契約締結の方法

取引所における売買取引は競争売買、とりわけ個別競争売買によって行われている。競争売買とは、売り呼値間の競争と買い呼値間の競争を行い、最も優先する売り呼値と最も優先する買い呼値が、値段的に合致したときに、その値段を約定値段として売買契約を締結させる方法である。この競争売買は一定の原則によっておこなわれるが、競争売買の基本原則と個別競争売買の方法などについて述べることにする。

(i)競争売買の基本原則

① 価格優先の原則

価格優先の原則とは、売り呼値については、値段の低い呼値が値段の高い呼値に優先し、買い呼値については、値段の高い呼値が値段の低い呼値に優先する、という原則である。韓国では日本のような成り行き呼値を認めていないから、指値呼値に優先するものはない。

② 時間優先の原則

時間優先の原則とは、同じ値段の呼値については、呼値が行われた時間の前後によって、先に行われた呼値が後に行われた呼値に優先する、という原則である。しかし、呼値の

行われた時間の前後が明らかでない呼値、又は同時に行われた呼値があると、同時呼値として扱っている。

また、売買立会の始めの約定値段が決定されるまでに行われたすべての呼値、売買が中断された場合の中断後最初の約定値段が決定されるまでに行われたすべての呼値、午後立会終了時において終値が決定されるまでに行われたすべての呼値も、同時呼値とみなしている。

これらの同時呼値については、取引所の定める順位にしたがって、順次執行される。その順序は、まず、同時呼値を行っている会員毎に、売買単位の10倍数量が優先し、その後、会員毎に数量優先の原則によって、配分することになっている。

③ 数量優先の原則

この原則は、同時呼値のとき、同じ値段において数量の多い呼値が、数量の少ない呼値に優先するという原則である。

(ロ)個別競争売買の方法

競争売買は個別競争売買と集団競争売買にわけられる。個別競争売買は、売り呼値の競争と買い呼値の競争を個別に行い、最も優先する売り呼値と最も優先する買い呼値とが、値段的に合致するときに、その値段を約定値段として売買契約を締結させる方法である。

一方、集団競争売買は、多数の売方と買方が所定の場所に集まり、集団的に売り呼値の競争、買い呼値の競争、売り呼値と買い呼値との付合わせを行い、売り呼値の全部の数量と買い呼値の全部の数量とが、一定の値段で合致するときに、その値段を単一の値段として、対当する呼値の全部について、

売買契約を締結させる方法である。

韓国の証券市場では、開設以来、集団競争売買によって売買立会が行われてきたが、1971年に個別競争売買が導入され、1975年からは個別競争売買のみが行われている。

個別競争売買には、単一値段による個別競争売買（板寄せ方式）と複数値段による個別競争売買（ザラバ方式）がある。

① 単一値段による個別競争売買

単一値段による個別競争売買は、売買立会の始めの約定値段、売買が中断された場合の中断後最初の約定値段、取引所が定めた売買立会終了時における約定値段等を決める場合に、行われる売買契約締結の方法である。単一値段による個別競争売買は、図3—1のような状態の中で、売り呼値と買い呼値を、優先順位の高いものから順次対当させながら、数量的に合致する値段を求め、その値段を（始値などの）単一の約定値段として売買契約を締結させる。なお、始値が決定されるまでの呼値は、すべて同時に行われたものとみなされ、時間優先の原則が適用されない。図3—1によって、始値決定までの過程を説明しよう。

- 値段的に優先する14,700ウォン、14,800ウォン、14,900ウォンの売り呼値と15,200ウォン、15,100ウォンの買い呼値を対当させる。
- 15,000ウォン線上の売り呼値は三会員の1,150株、買い呼値は四会員の2,300株なので、買側に残量が残って、約定値段15,000ウォンで売買は成立する。
- 約定値段15,000ウォン線上の配分は、まず、買側会員に売買単位

の10倍の100株ずつ配分する。

- 売側の残量750株は、買側の四会員の中で、呼値の数量が一番多い13番会員に配分する。

- この結果、始値が15,000ウォンに決定され、その値段で合計1,700株の売買契約が締結されることになる。

図3-1 単一値段による個別競争売買

A銘柄

			15,200	$\frac{15}{9}$	
			15,100	$\frac{40}{10}$	
	$\frac{70}{6}$	$\frac{30}{5}$	15,000	$\frac{15}{25}$	$\frac{35}{45}$
		$\frac{15}{4}$		$\frac{15}{11}$	$\frac{50}{60}$
			14,900	$\frac{20}{3}$	
			14,800	$\frac{30}{2}$	
			14,700	$\frac{5}{1}$	

- * 中央線の左側は売り呼値，右側は買い呼値
- * 左右端の（|）は同時呼値の締切の表示
- * $\frac{5}{1}$ 等の上段は売買単位（10株）の呼値の数量，下段は会員番号
- * 呼値の数量の斜線（/）は一部数量の売買成立，会員番号までの斜線は全数量の売買成立を表す

図3-2 複数値段による個別競争売買

A銘柄

			15,200	$\frac{15}{9}$	
					$\frac{5}{10}$ $\frac{50}{16}$ ②
			15,100	$\frac{40}{10}$	
	$\frac{70}{6}$	$\frac{30}{5}$	15,000	$\frac{15}{25}$	$\frac{35}{45}$
		$\frac{15}{4}$		$\frac{15}{11}$	$\frac{50}{60}$
			14,900	$\frac{20}{3}$	
			14,800	$\frac{30}{2}$	
			14,700	$\frac{5}{1}$	

- * ①，②，③は呼値の受付順序

② 複数值段による個別競争売買

複数值段による個別競争売買は、始値が決定された後に、売買立会時間中継続して、個別に行われる売買契約の締結方法である。その約定締結方法を図3-2によって説明しよう。

- 15番会員の売り呼値の数量1,000株を、15,000ウォンに残っている会員に、同時呼値の配分原則によって、13番会員に150株、14番会員に500株、12番会員に350株を配分する。この結果、15,000ウォンの買い呼値は11番の150株だけが残る。
- その後、15,200ウォンで500株の買い呼値が出たので、8番会員の15,100ウォンの売り呼値と15,100ウォンで売買契約が締結され、買い呼値残量は、15,200ウォンの100株が残る。
- その後、15,100ウォンの売り呼値が出たので、15,200ウォンの買い呼値と売買契約が締結され、約定値段は15,200ウォンになる。この結果、残量は15,200ウォンの買い呼値の50株が、残ることになる。

f 売買取引の管理

証券取引所は、有価証券の公正な価格形成と、その円滑な流通を進めるため、売買取引を管理している。値幅制限、売買取引の規制、配当落ち及び権利落ちなどが、その例である。

1日の値幅制限は、前日終値を基準として、値段階層別に（市場開設以降）定めていたが、95年4月から、すべての値段共通に、基準値段の6%へと変更した。基準値段の計算は次の例の通りである。そして、値幅を算定した後、基準値段に値幅を加減して、ストップ高とストップ安を算定する。

例えば、前日の終値が9,950ウォンなら、これに6%をかけて（ $9,950 \times 6\% = 597$ ）590ウォンの値幅を求める。これを基準値段に加減して、ストップ高10,500ウォン（ $9,950 + 590 = 10,540$ であるが、1万以上の呼値単位は、100ウォンなので、40ウォンは切り捨てる）、ストップ安9,360ウォンを算定する。

売買取引の規制としては、価格の変動や売買状況に異常が認められる場合又はそのおそれがあると認められる場合には、売買取引の一時停止、制限値幅の縮小、会員の自己計算による買付けの禁止、売付け株券又は買付け代金の決済日前の預託、信用取引の委託保証金の引上げ、委託保証金の一部現金徴収などの規制措置を取っている。

また、上場株券に配当又は新株引受権その他の権利が付与されている場合には、決済日などの関係から、当該株券の普通取引について、株主の権利確定日の2日前の日から配当落ち又は権利落ちとして売買取引を行うことにしている。

(3) 決済

証券取引所で成立した売買取引の決済は、すべて取引所の決済機構を通じて、所定の決済日に証券と代金の授受によって行われている。その決済方法は、同一決済日における同一会員の同一銘柄の売りと買いとを相殺し、その差引分だけの受渡しを行う総括清算による集中決済の方法を取っている。

所定の決済日は、取引の基本形態である普通取引については、売買契約締結の日から起算して、3日目の営業日になっている。また、売買取引の決済は、取引所の定める時限までに完了しなければならないが、この決済時限は、平日は午後4時、土曜日、当日決済取引の前場の売買は午後1時になっている。

もし、決済日までに売買代金の入金がない場合翌日の同時呼値時間にストップ安値で反

対売買する決まりになっている。

証券取引の決済については、証券の実際の授受に代えて、口座上の振替によって決済する、いわゆる、振替決済制度が1975年から導入されている。この決済に関する事務は、取引所全額出資の証券預託院（証券振替決済株式会社が名前変更）に委任されている。韓国では、証券取引所の会員は、上場株券や債券をすべて預託することが義務付けられているので、大部分の決済は振替決済によって行われている。

3—2 株式流通市場の現況

(1) 上場会社数と時価総額

既述のように、韓国では政府が企業公開について強力な政策を進めた。その結果、1975

年～1977年かけて、本格的な企業公開が遂げられ、1978年には、上場会社数が356社に達した。しかし、1980年から企業公開はほぼ中断され、その上、景気沈滞による経営破綻で、いくつかの上場会社が証券市場から撤退して、1983年には328社に減少した。

その後、1985年から1990年までは急激に増加、特に、1988年と1989年は毎年100社以上が上場し、1990年末上場会社数は669社になった。それは、政府が資本市場国際化に備えて、市場規模の拡大に力を入れた点と流通市場の活況で新規公開企業の株価が急騰するなど、企業公開の環境が好転した点によるものだ。しかし、1990年以後、証券市場の長期沈滞で、上場会社数は伸び悩み、1994年末現在、上場会社数は699社である。

時価総額は、1994年末には151兆2,170億

表3—3 韓国証券市場の上場株式

年度	上場会社数	株主数 (千人)	時価総額 (10億ウォン)	売買代金 (10億ウォン)	時価総額のGNP対比 (%)	時価総額回転率 (%)
1974	128	199	532	179	7.0	38.1
75	189	290	916	333	9.0	48.3
76	274	568	1,436	628	10.3	53.7
77	323	395	2,350	1,375	13.2	78.0
78	356	963	2,892	1,741	12.0	66.4
79	355	872	2,609	1,327	8.4	52.5
80	352	753	2,526	1,134	6.8	44.4
81	343	696	2,956	2,534	6.4	85.7
82	334	682	3,000	1,973	5.7	66.1
83	328	708	3,489	1,752	5.6	53.8
84	336	723	5,148	3,118	7.2	74.2
85	342	772	6,570	3,620	8.3	66.0
86	355	1,410	11,994	9,598	12.9	106.8
87	389	3,102	26,172	20,493	23.8	105.2
88	502	8,541	64,543	58,120	49.1	139.8
89	626	19,013	95,476	81,199	64.7	106.8
90	669	1,731	79,019	53,454	44.3	64.7
91	686	1,431	73,117	62,564	34.1	79.4
92	688	1,332	84,711	90,624	35.4	121.7
93	603	1,221	112,665	169,918	42.4	182.0
94	699	1,576	151,217	229,772	49.9	171.6

(出所) 韓国証券取引所「証券統計年報」。なお、株主数については、1989年以降と以前で調査方法が違い、連続性はない。

ウォンで、10年前の5兆1,480億ウォンに比べて、29倍に伸びた。

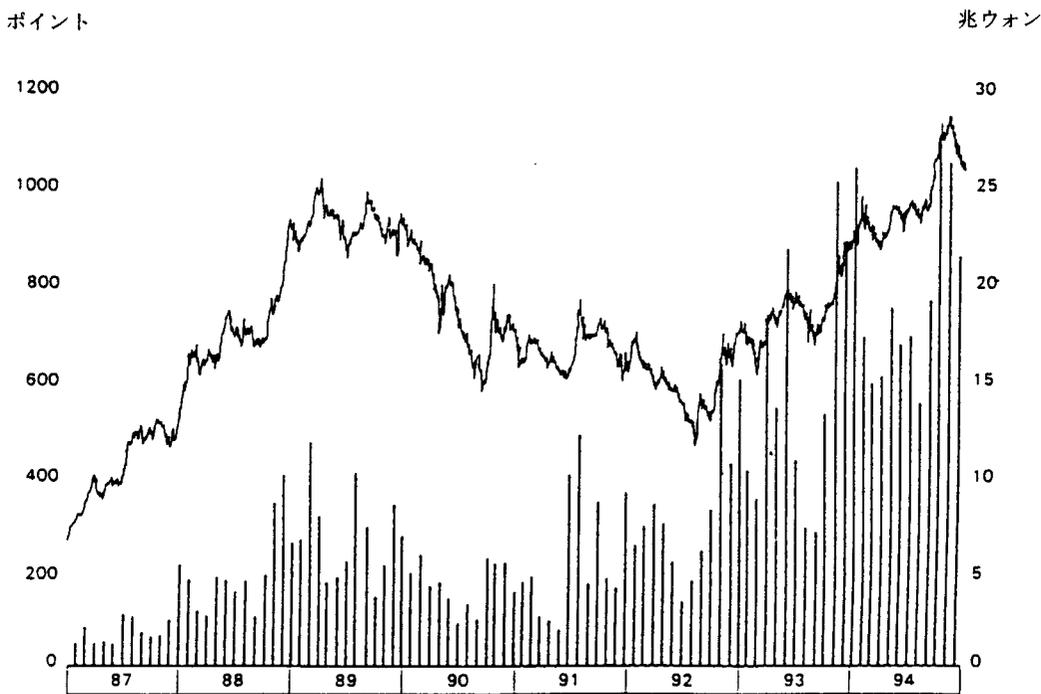
また、時価総額をGNP対比で見ると、1976年～1978年の一時期に10%を超えているが、1986年から本格的に10%を超えるようになった。特に、1988年と1989年は、年12%以上の高経済成長率の恩恵を受け、特に1989年は64.7%までの高騰を見せた。しかし、その後、証券市場の低迷で、この比率は低下したが、市場回復にあわせ、底から3年で、49.9%まで戻した。

(2) 株価指数と投資指標

韓国証券取引所の上場全銘柄からなる、韓

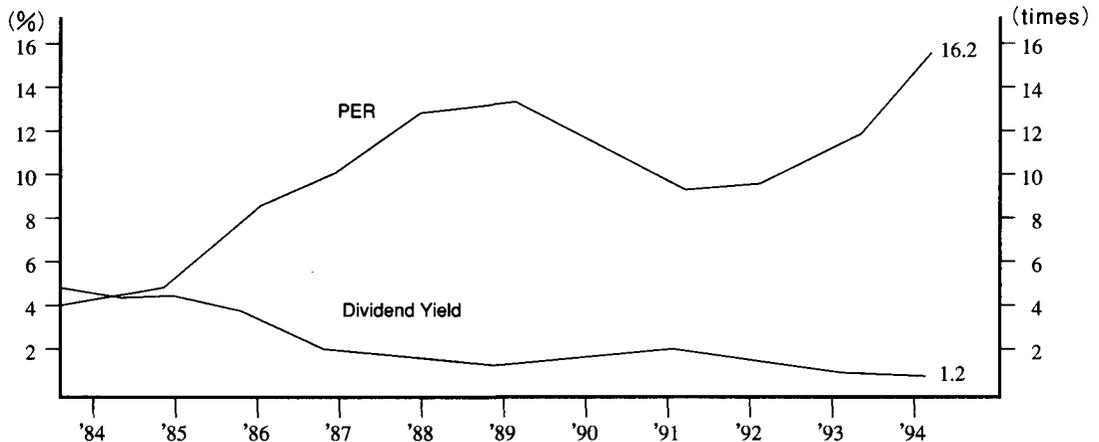
国総合株価指数は⁴⁾、1985年は163.37、86年末には272.61となったが、87年末には525.11、88年末には907.20、さらに89年4月1日には1,007.77と極めて短期間のうちに、高水準に達した。これは、1986年から88年まで連続12%台の高度成長による国内過剰流動性と企業業績の好調とがあいまって、巨額の資金が株式市場に流入したからである。しかし、株価は89年4月をピークにして反落に向かい、91年末には610.92、92年8月21日には459.07まで52%下落した。これは、余りにも急激な株価の過熱化の反動と、過熱化に対応しての巨額な新規発行、そして経済成長率の急低下による国際収支の赤字、にその原因がある。

図3-3 韓国総合株価指数と株式売買高



(出所) 韓国証券取引所「証券統計年報」

図3-4 PERと配当利回り



(出所) 韓国証券取引所「FACT BOOK」

こうした株価下落食い止めのため、対策が講じられることになった。90年5月には証券業協会を中心に、証券、保険、銀行、上場会社などから4兆ウォンの資金を集めて、「証券市場安定基金」を設立、株価支持政策を開始した。また、92年1月からは、制限付だが、外国人の韓国株式投資も認めた。そして、92年秋ごろから、ようやく少しずつ活況を取戻して、93年末には866.18、94年11月8日には、かつてのピークを超えて1,138.75まで上がった。

たが、年末は1,027.37に終わった。

韓国の株価収益比率（PER）は、1984年の4.5倍が1994年には16.2倍になり、相当高くなったが、まだ外国のそれに比べて、低い水準である。配当利回りは、1984年の5.7%から下落して、1994年には1.2%になった。韓国は配当金が額面を基準に支給されるので、低い水準になるが、日本よりは少し高い水準である。

表3-4 投資家別持株比率の推移

(単位：%)

年度	政府	金融機関	証券会社	投資信託	保険会社	短資会社	その他法人	個人	外国人
1986	0.15	7.04	6.72	0.76	4.98	0.37	24.53	52.43	3.01
87	0.12	5.61	2.63	0.77	4.41	0.39	20.41	62.35	3.31
88	1.40	6.52	3.14	0.53	4.02	0.11	18.63	62.96	2.69
89	11.84	3.15	5.07	2.67	2.60	0.09	17.85	54.62	2.13
90	0.12	6.26	5.36	9.34	6.28	0.88	17.99	51.63	1.97
91	0.10	8.55	5.56	8.53	6.34	0.61	17.18	50.24	2.89
92	0.03	8.77	5.80	8.09	6.67	0.72	20.91	44.57	4.43
93	0.02	11.55	5.32	6.64	6.50	0.63	19.23	41.26	8.83
94	1.77	10.72	4.00	7.31	5.86	0.94	20.08	40.18	9.12

(出所) 韓国証券取引所「証券統計年報」

(3) 株式所有構造

株式所有状況を見ると、1990年以前は、個人投資家の持株比率が50%以上で高かったが、90年以後は、その比率が低くなって、1994年には、40.18%になった。反面、機関投資家の持株比率が増えて、1994年には、その他の法人20.08%、金融機関10.72%、投資信託7.31%などになっている。一方、外国人の持株比率は、1992年の対外開放以来、その比率が増えて、1994年には、9.12%に達している。これは時価総額の10.19%に相当する。

- 登録日現在、発行株式総数の10%以上を分散していること
- 発行会社の資産価値と収益価値が額面以上であること
- 発行会社の負債比率が同業種平均の1.5倍未満であること
- 経常利益と当期純利益があること
- 発行会社についての監査人の監査意見が、適正又は限定意見であること
- 発行会社の株券が統一規格有価証券であること

3—3 場外市場

(1) 株式場外市場への登録

従来、株式の場外市場では端株取引が中心になってきたが、非上場の有望中小企業株式の市場性を高めるため、1987年4月に、株式場外市場が証券業協会の下に開設された。この株式場外市場に登録できる企業は、証券管理委員会に登録された企業で、次の登録要件を充足する、有望中小企業、ベンチャー企業、金融機関などの法人である。

- 発行会社が設立後、3年以上であること
- 発行会社の資本金が5億ウォン以上であること

(2) 売買の方法

株式場外市場の売買は、証券会社で顧客と顧客、顧客と証券会社、あるいは証券会社同志、の間に次のように売買されている。

- 証券会社の店頭での売買
各証券会社が顧客と顧客の間に売買を仲介するか、あるいは直接顧客の相手になって売買する。
- 株式場外売買仲介室での売買
証券会社の店頭で当日中売買契約の締結ができなかった注文、顧客が委託した注文又は証券会社自身が保有している株式を他の証券会社と売買するときは証券業協会の株式場外売買仲介室に呼値を提出して、証券会社間で売買する。

表3—5 上場株式市場と場外市場の会社数及び株式数

年度	会社数(社)			株式数(百万株)		
	上場株式市場	場外市場	場外市場の比率	上場株式市場	場外市場	場外市場の比率
1987	289	19	6.75%	1,159.0	4.3	0.28%
88	502	27	5.38	2,511.4	6.3	0.25
89	626	47	7.51	4,242.3	20.7	0.49
90	669	66	9.87	4,796.3	39.7	0.83
91	686	77	11.22	5,101.9	169.7	3.33
92	688	126	18.31	5,412.9	291.7	5.39
93	693	209	30.16	5,760.1	536.1	9.31
94	699	310	44.35	6,880.5	652.0	9.48

(出所) 三星経済研究所

決済は次のようになる。証券会社の店頭での売買は、売買契約締結の日あるいは売買契約締結の日から起算して3日目の営業日に、株式場外売買仲介室での売買は、売買契約締結の日から起算して3日目の営業日に決済する。売買委託手数料は、約定代金の1,000分の4である。

(3) 場外市場の現況

1987年には、場外市場の登録会社数はわずか19社に過ぎなかったが、政府の場外市場活性化措置などの恩恵を受け、94年には、上場会社数の44.35%の310社に増加した。それにあわせて、登録株数も87年の4百万株から94年には、上場株式数の9.48%の6億5千万株に増加した。しかし、売買高は、上場株式の0.2%の水準で、市場規模の増加について行かなかった。

3—4 証券市場の流動性特性

韓国証券取引所は、上場株式の流動性を分析して、売買制度の改善又は市場管理に必要な判断根拠を得るため、高麗大学企業経営研究所に、その分析を依頼した。その研究結果が1995年8月に出たので、同報告書の中に示されている、韓国証券市場の流動性の特性を紹介しよう。

同研究では、上場株式の中で、時価総額上位300銘柄を選んで、1994年1月から12月までの期間中、日中4時間の売買期間を5分刻みに分けて、各時間帯の収益率と売買高の特性、価格形成率と売買約定率の特性、最優先呼値差と注文残量の特性などを分析した。

(1) 収益率と売買高の特性

日中の株価の変化を把握するため、前場と後場の開始収益率と、各時間帯の収益率が求められた。その結果を見ると、日中の平均収益率は、前場の開始同時呼値で、一番高い収

益率が発生して、午前10時10分まで、株価は上がったが、以後、大引まで下落しながらも安定的に推移するL字型を見ている。前場の開始同時呼値の平均収益率は、0.23%で、後場大引のそれは0.034%である（平日基準、以下同じ）。このL字型の平均収益率の形態は、（以前の分析に出たV字型と違って）大引に値段が上がる日末効果が1994年には出てこなかったのである。

一番多くの売買高（株式数）は、大引の同時呼値が付く時で、銘柄当たり平均6,617株、その次が前場の同時呼値時で3,035株である。一番少ない時間帯は、午後1時25分～30分で、銘柄当たり平均1,186株に過ぎない。

日中平均売買回数は、銘柄当たり約298回で、大引の同時呼値の10分間に一番多く（18.8回）、5分間の平均は3.6回～11回である。また、1回の売買高は平均300株である。1回の売買高が一番大きい期間は、前場終りの384株で、小さいのは後場の開始同時呼値とその直後5分間の180株～190株である。

株価の変動性は日中5分間の収益率の分散で定義された。収益率の変動性は、前場の開始と後場の大引に大きく、それ以外の時間帯は低い、U字型を見ている。収益率の分析では、大引に株価が上昇する日末効果がなかったにもかかわらず、大引に収益率の分散が大きいのは、収益率に関係なく、日中大引に株価が頻繁に変化しているからであろう。

(2) 価格形成率と売買約定率の特性

日中の平均価格形成率（価格形成率＝新しい値段を付けた銘柄数÷全銘柄数）は、後場大引の同時呼値のとき91.1%で一番高く、前場開始同時呼値と後場開始同時呼値ではそれぞれ74.6%と71.3%を記録した。5分間に分けた時間帯では、51%～70%の価格形成率を維持したが、午前と午後の開始直後と前場の終りには、50.7%～53%で一番低い。

売買約定率は、5分間の時間帯の売買高を

注文の数量で割った比率で求められたが、売買約定率Aは5分間の売買高を、同一時間帯に市場に入った注文の数量で割った比率、売買約定率Bは5分間の売買高を、その時間帯までに残っているすべての注文残量で割った比率で定義された。売買約定率Aは、前場開始同時呼値では12.6%に過ぎないが、後場大引の同時呼値のときは64.5%まで上がって、日中一番高い。一方、売買約定率Bは、日中4~6%で、大きな注文が売買約定していないことを見せている。売買約定率Bが一番高いのは、後場大引の同時呼値で、18.8%である。

(3) 最優先呼値差 (Bid-Ask Spread) と注文残量の特性

日中最優先呼値差は、前場中に持続的に減少して、後場には安定的な水準を維持、大引直前に若干上昇する形態を見せている。このスプレッドは、前場開始同時呼値で一番大きく、後場大引の同時呼値直前が一番小さい。また、前場が後場より、すべての時間帯で大きい。つまり、スプレッドは、前場開始に1.38%まで至った後、持続的に減少して、午前終りには0.91%、そして後場開始は0.79%まで下落する。以後、安定的な水準を維持するが、大引には0.83%まで増加する。

最優先呼値に存在する、注文残量を集計した結果、1994年中には、最優先買い呼値の注文残量が最優先売り呼値の注文残量より2~3倍多いのがわかった。時間帯によって差は若干あるが、最優先買い呼値の注文残量が、最優先売りのそれより多いのは、標本期間が株価上昇期であることと、投資家の注文形態が、売りの場合最優先呼値以上で注文を出す傾向を反映している。最優先買い呼値の注文残量は、前場中は8,000~9,400株、後場は11,000~11,900株水準である。しかし、最優先売りの注文残量は、前場中は2,500~4,200株、後場は4,500~5,100株の水準に過ぎない。

このような注文不均衡は、最優先呼値で、需要が供給を超過したことを意味する。つまり、これは、1994年は韓国総合株価指数が16.4%上昇した、株価上昇期であることを反映した現象であろう。

4 債券市場

韓国は、国債より社債の方が比較的発達し、企業においては社債発行額による資金調達株式のそれを上回っている。ここでは、債券の発行条件、発行方法などの債券発行の仕組みを見た後、続いて債券の流通市場を簡単に説明する。

4-1 債券の発行市場

(1) 発行条件

債券の種類は、発行人によって、国家・地方自治団体が発行する国債・地方債、金融機関を含めた、特別法律によって設立された法人が発行する特殊債、一般事業体が発行する社債に分けることが出来るが、発行人の特性によって、公債と社債に区分することも出来る。

公債の発行条件は、流通市場の利回りなどを反映させて、自律的に決定するのが原則だが、今までは、全般的な金利体系の一環として、政策当局によって決定されてきた。しかし、最近、公債の発行条件が市場利回りを反映する方向に移って、一般投資家による消化も可能になった。

一方、社債は、一般大衆を相手に発行されるので、商法と証券取引法に従わねばならず、規制が定められている。例えば、証券取引法では、発行人の登録、有価証券届出書提出等の規制がある。発行金利及び手数料などの発行条件は、長らく証券管理委員会の統制下にあったが、無保証社債は84年11月から、その他も88年7月から自由化された。

(2) 発行方法

公債は、中央銀行又は金融機関の引受、あるいは金融機関の周旋によって一般に売出す直接発行方法、で発行されている。

現在、発行されている国債には、財政証券（短期の資金不足を賄うため1967年から発行）と外国為替平衡基金債券があるが、これらは、1986年以降の国際収支黒字期に国内の過剰流動性を吸い上げるため、91年にかけて大量の発行が行われた。期限は最長1年だが、89年12月から後者は3～5年に延長された。最低額面は100万ウォン、市場実勢より低いレートで金融機関に引受けられ、転売してもよいとされている。

この他、特別会計に基づく国債として、糧穀基金債券が発行され、金融機関に引受けられている。また、国民住宅債券は添加消化で発行され、国民住宅基金債券、国民投資債券、農漁村発展債券も発行され、金融団・保険団などが引受けている。これらの大部分は2～5年満期である。

特殊債の中で、最近、最も大きな比重を占めるのは、韓国銀行の発行する通貨安定証券

である。これはオープンマーケット・オペレーションの手段として、1961年以来発行が認められているものであるが、86年以降の国際収支黒字増大による過剰流動性吸収のため、前述の財政証券、外国為替平衡基金証券とともに通貨調整用債券として大增発された。期限は14日から546日まで9種類あり、最低額面100万ウォン、一般公募で発行される。16の証券会社、8つの投資金融会社及び9つの銀行をプライマリーディーラーとしているが、結局は銀行、保険会社、証券会社、投資金融会社、総合金融会社への割当てで消化されている。

3、5年満期の金融債は政府系の韓国産業銀行、また長期信用銀行、韓国外換銀行などが発行している。

一方、社債は公募及び間接発行によって発行され、引受方式は引受団による総額引受方式を取っている。引受構造を見ると、証券会社、投資金融会社と総合金融会社が主幹事を担当、3つの投資信託会社が独占的な力を持っている。

社債は取引所上場企業に限って発行（1972

表4-1 証券市場からの資金調達

(単位：10億ウォン)

年 度	株 式			会 社 債	合 計
	公 募	有 償 増 資	計		
1984	82	397	479 (20.9)	1,804 (79.1)	2,283
85	35	259	294 (8.4)	3,176 (91.6)	3,470
86	44	797	841 (23.6)	2,728 (76.4)	3,569
87	245	1,654	1,899 (37.3)	3,189 (63.7)	5,088
88	1,050	6,720	7,770 (64.7)	4,244 (35.3)	12,014
89	3,545	11,124	14,669 (67.8)	6,959 (32.2)	21,628
90	337	2,581	2,918 (20.8)	11,083 (79.2)	14,001
91	507	2,180	2,687 (17.4)	12,740 (82.6)	15,427
92	639	1,711	2,350 (13.2)	11,137 (86.8)	13,487
93	471	2,788	3,259 (17.3)	15,598 (82.7)	18,857
94	869	5,378	6,247 (23.8)	20,033 (76.2)	26,280

*・()は資金調達の割合

・株式からの調達には非上場法人の株式公募、募集設立も含む
(出所)証券監督院「証券調査月報」

年から発行可能になった)されてきたが、1977年から未公開企業の登録制度が導入され、証券管理委員会に登録された登録法人も社債発行が認められたため、発行額は急増した。79年以降は、折りからの株式市場不振とともに、社債発行が株式による調達額を上回り、企業金融の巨大なパイプに成長した。88年～89年は株式ブーム期のため、社債発行額は株式による調達額を下回ったが、その後は再び社債発行額が圧倒的に多くなっている。⁵⁾

1972年から転換社債(上場は1992年から)、1988年からは新株引受権付き社債も発行された。

4-2 債券の流通市場

債券は取引所と店頭で売買されているが、現在取引所には、公債のみならず一般社債もすべて上場されている。1972年までは国債と金融債のみ上場されていたが、債券市場の活性化を図るため1972年以後、一般社債も上場されるようになったのである。

取引所の最近動向を見ると、1994年末現在

上場銘柄数は11,302銘柄、上場残高は102兆4,970億ウォンに達して、1981年の3兆9,000億ウォンに比べて、26倍増加した。種類別には、公債が社債を若干上回っている。これは1986年からの通貨安定証券の大量発行によるもので、94年末の通貨安定証券の上場残高は11兆8,200億ウォンに達し、公債の20.8%を占めている。⁶⁾

取引所の債券売買高は、委託と自己がほぼ同額となっているが、市場外取引では委託は僅か5%に過ぎない。市場外の自己売買は市場内の5倍以上ある。取引所の1日平均売買高は88年には286億ウォンにも達したが、94年は39億ウォンまで低下した。

債券利回りの推移は、80年前後の高インフレ期には、30%を上回る高利回りだったが、82年以降は、インフレ沈静化とともに金利も低下し、86～87年頃は12～13%まで低下した。89年以降は、通貨安定証券の増発とインフレにより再び上昇したが、92年からは不況による資金需要減退、通貨安定証券の発行減などあって、金利は再び低下し、95年社債流通利回りは14%くらいになった。

表4-2 上場債券の推移

(単位:数,10億ウォン)

年度	公 債			社 債			債 券 計		
	銘柄数	上場残高	売買代金	銘柄数	上場残高	売買代金	銘柄数	上場残高	売買代金
81	274	1,534	475	1,157	2,365	934	1,431	3,900	1,409
82	401	2,496	3,081	1,244	3,303	3,166	1,645	5,800	6,247
83	627	3,026	1,321	1,680	4,371	2,026	2,307	7,397	3,347
84	916	4,193	899	2,168	5,286	1,352	3,084	9,480	2,251
85	979	4,737	660	2,749	7,263	2,917	3,728	12,001	3,577
86	1,305	8,638	1,001	3,103	8,474	2,165	4,408	17,112	3,166
87	1,856	15,033	5,326	3,311	9,972	1,911	5,167	25,006	7,237
88	1,717	22,159	7,000	3,372	11,521	1,544	5,089	33,680	8,544
89	2,072	28,094	4,377	3,622	15,395	771	5,694	43,490	5,148
90	2,648	29,049	2,455	4,234	22,068	795	6,891	51,117	3,250
91	2,831	32,249	1,393	5,527	29,241	704	8,358	61,490	2,097
92	2,943	32,446	452	6,496	32,696	152	9,439	65,143	604
93	3,082	41,359	3	7,477	37,573	2	10,559	78,932	5
94	3,712	56,620	24	7,590	45,876	1,144	11,302	102,497	1,168

(出所) 韓国証券取引所「証券統計年報」

5 証券市場の関連機関

5—1 証券管理委員会と証券監督院

証券管理委員会は、1976年証券取引法改正により、有価証券の発行及び管理、有価証券の公正な取引、証券関係機関の監督について審議・議決するため、設置された機関である。委員会は韓国銀行総裁、韓国証券取引所理事長、財政経済院次官等3人の当然職非常任委員と大統領任命の6人（3人は常任）のあわせて9人で構成する。委員長は3人の常任委員の中から大統領が任命するが、証券監督院の院長を兼任する。

証券監督院は証券管理委員会の指示・監督を受けて、証券管理委員会が審議・議決したことを執行する機関である。重要業務は、①有価証券の登録及び登録法人の管理、②有価証券届出書の審査及び効力指定、③上場法人の管理、④場外取引の監督、⑤証券会社・証券金融会社等証券関係機関の監督、⑥証券会社の信用供与及管理及び規制、⑦内部者取引、公開買付け及び大量株式保有についての調査・審理、などである。

5—2 証券取引所

韓国唯一の証券取引所である韓国証券取引所は、1956年2月営団制大韓証券取引所として出発した。1962年4月証券取引法の制定にあわせて、株式会社制に変わったが、制度上の欠点と市場管理制度の不備などで、62年5月一部会員の決済不履行によって取引所が57日間閉鎖する不祥事が起った。このような問題が起ったのは、清算取引という売買制度にも原因があったが、証券取引所が営利法人である株式会社制に、主として原因があった。

そこで政府は1963年4月、証券取引法を改正して、その組織を政府が出資する特殊法人の公営制に改編、その名前も韓国証券取引所

に変更した。

その後、政府の国営企業の民営化の一環として、政府保有の出資証券を証券会社に売却、1988年3月からは証券会社を会員とする会員制になった。

管理機構と運営についてみると、証券取引所の最高の意思決定機関は会員総会であり、業務執行機関として理事長と理事を、監査機関として監事を置き、業務執行に関する議決機関として、理事長及び理事によって構成される理事会を設置している。

証券取引所は、基本的な規則である定款のほか、売買取引のルールを定めた業務規程、会員・顧客間の受託に関する約款である受託契約準則等の諸規則を制定して運営のよりどころとしている。

過当投機の抑制、価格操作等の不正取引の排除について大きな権限が与えられるとともに、ルール違反の会員に対する強い自主制裁権を有している。

証券取引所が開設する証券市場において、直接売買取引を行うと同時に証券取引所の運営に参加する会員は、1990年までは25社であった。これが国内全証券会社であったが、1991年政府の金融産業改編によって、新しく6社の証券会社が会員になった。また、92年は合併証券会社1社が会員になって、会員は32社になった。91年には、年会費を払えば証券市場で売買取引できる特別会員制が導入され、95年2月にはジャーディン・フレミング社が、特別会員になった。

5—3 証券会社

証券会社は、証券取引法に基づき、財政経済院の免許を受けて証券業を営む株式会社であり、証券業務を営むことができるのは証券会社に限られている。

証券会社の数は、1990年までは25社だったが、1992年からの証券市場開放を目の前にし

た90年11月、金融産業改編の一環として、新しく国内証券会社参入許可の基準緩和を発表した。これは、①短期投資金融会社の証券会社への転換を認める、②開発金融機関の証券会社設立を認める、③外国との合併証券会社を認める、ということ骨子としたものであった。

そして、91年中には①に従って、短期投資金融会社5社が証券会社に転換、②に従って韓国産業銀行が全額出資の証券会社を設立した。さらに、92年は③に従って、香港のペレグリン・インベストメンツが46%、韓国側が54%出資した合併証券会社、東邦ペレグリンが設立されて、証券会社数は32社になった。

証券会社の資本金合計額は、1994年末現在で3兆6,870億ウォンで、1社当りの平均資本金額は1,152億ウォンになった。87年末での1社当たり224億ウォンに比べると、約5倍に相当するが、これは経済規模の拡大等に伴う自然的な成長とともに、証券会社の信用を高めるために大型化を誘導した結果であると判断できる。

一方、店舗数は87年の302から94年には803に増加したが、従業員数は89年以後伸びておらず、94年末は25,582名である。

証券会社の行っている業務は多岐にわたる

が、基本業務は、委託売買（ブローカー業務）、自己勘定による有価証券売買（ディーリング業務）、及び引受業務（アンダーライティング業務）の3種類に分けられる。94年中の自己売買の比率は、株式では9.5%に過ぎないが、債券では99.2%を占めている。

証券会社は基本業務以外に、有価証券に関する業務及びその他証券業に関連する業務を兼業業務として行っている。これらの業務は、証券市場の自由化・国際化の進展に伴い、その業務内容も拡大してきている。

有価証券に関する業務に関しては、信用供与業務、証券貯蓄業務、条件付き債券売買業務、通貨債券ファンド貯蓄業務、企業合併及び引受の仲介業務等を、その他証券業に関連する業務に関しては、短期金融業務、支給保証業務等を行っている。

1995年3月期の証券会社の営業収益と営業費用の構成を見ると、営業収益4兆4,699億ウォンの中に、受入手数料が49.8%、有価証券売買益が30.7%、金融収益が19.1%を占めている。受入手数料の82.8%は委託手数料である。営業費用3兆1,293億ウォンには販売費・一般管理費が52.1%、有価証券売買損が38.1%、支払手数料が4.4%が占めている。

表5-1 証券会社現況

年度	証券会社数	資本金 (10億ウォン)	店舗数	従業員数	資産総計 (10億ウォン)
1987	25	560	302	11,354	2,399
88	25	1,154	363	16,390	4,907
89	25	2,498	619	25,629	14,979
90	25	2,868	652	25,742	18,866
91	31	3,320	677	26,054	16,866
92	32	3,470	701	25,618	19,205
93	32	3,470	737	26,828	22,376
94	32	3,687	803	25,582	22,484

(出所) 証券監督院「証券調査月報」

5-4 投資信託

韓国の投資信託は、1969年8月証券投資信託法が制定され、韓国投資公社がこれを開発して、70年5月1億ウォンの株式型投資信託を発売したのが初めてである。74年8月には韓国最初の投資信託会社の韓国投資信託(株)が設立され、9月には公社債型の投資信託を設定・販売した。77年2月には韓国投資公社の投資信託部門が大韓投資信託(株)として独立し、82年7月には3番目の国民投資信託(株)が設立された。また、総合金融会社6社も公社債投信に限り設定・販売業務を認められ、85年以降地方都市にも5つの投資信託会社が設立された。現在ではこれらの投資信託会社により、株式型及び公社債型の大量の投資信託が証券市場の状況に応じ設定されている。

韓国の投資信託は契約型のみで、現在ユニット型（単位型投資信託）とオープン型（追加型投資信託）の両方を取り扱っているが、70年の初めての投資信託はユニット型であった。オープン型は75年7月に導入され、その後はオープン型が主流となった。韓国投資信託の特徴は、投資信託会社が設定・運用のみならず支店も設けて販売・買戻しまでやっていることである。

韓国投資信託の設定は毎年増加して、94年末総設定残高は55兆6,540億口座に達している。商品別には、株式型の場合、91～92年は株式市場の沈滞で前年より減少したが、94年からは急増して94年末は13兆5,090億口座になった。一方、公社債の場合は、ほかの金融商品より有利な収益率と安定性のため、94年末は42兆1,450億口座に達している。

投資信託は証券市場の国際化にも大いに貢献している。韓国株を組入れ運用する外国人専用投資信託が、1981年11月韓国と大韓両投資信託会社によって各1,500万ドル設定され、内外の証券会社によって売出された。これを皮切りに、この形態の外人向けファンドが次々と発売された。

84年には会社型投資信託コリア・ファンドが米国で設立され、ニューヨーク証券取引所に上場された。このファンドは、85年以降の韓国株式市場の好況に乗って外国投資家に非常に大きな人気を呼び、92年には大阪証券取引所にも上場された。

韓国投資信託は追加型の投資信託を基本として、委託会社に買戻しの義務が付与されている。しかし、例外的に単位型投資信託も可能であるが、この場合、証券取引所に上場され、時価によって売買されている。

表5-2 証券投資信託設定状況

(単位：10億口座，1口座＝1ウォン)

年度	委託会社数	設 定			売 却 残 高		
		株式型	公社債型	合 計	株式型	公社債型	合 計
1987	9	2,787	6,893	9,680	2,770	6,791	9,561
88	9	5,699	6,630	12,329	5,675	6,502	12,177
89	9	8,834	7,755	16,589	8,704	7,680	16,384
90	14	9,975	13,393	23,368	8,954	13,231	22,185
91	14	8,724	17,941	26,665	7,923	17,766	25,689
92	14	7,999	26,614	34,613	7,177	26,411	33,588
93	14	8,369	39,800	48,169	7,542	39,654	47,196
94	14	14,143	43,272	57,415	13,509	42,145	55,654

(出所) 韓国証券取引所「証券統計年報」

5-5 証券金融会社と投資顧問会社

証券取引を円滑にするため必要な資金を供給する専門機関として韓国証券金融(株)がある。これは証券会社の共同出資によって、1955年韓国連合証券金融(株)として設立されたが、62年の証券取引法制定により、証券取引法上の許可を得た唯一の証券金融会社となり、商号を韓国証券金融(株)に変更した。68年には政府が資本金の50%を出資し、75年には国際金融会社(IFC)の支援も受け、証券市場の拡大発展に金融側面から貢献してきた。

証券金融会社は信用取引などの流通市場への金融のみならず、発行市場における引受資金の貸出しも重要な業務とし、証券関係機関運営資金貸出、証券担保金融も行っている。

しかし、1986年3月証券市場の過熱ぶりを沈静するため、流通市場への金融は全面中止された。それ以来、長い間再開しなかった。そして、信用取引は専ら証券会社の自己信用に頼っている。

証券金融会社の資金は、金融機関からの借入金のほか、証券会社や証券関係機関からの預託を受け、また、債務証券・社債の発行などによって賄うとされている。

韓国で投資顧問が始まったのは、1984年大宇経済研究所とコリア・ファンドが投資顧問契約を締結してからである。しかし、本格的な投資顧問業は、87年の証券取引法改正により法制化されてからとなる。

これを営む者は、一定の基準に適合する会社で、財政経済院に登録するものとし、証券監督院の監督・検査を受ける。投資一任行為は認められず、証券取引行為や金銭、証券の保管はできない。1995年時点、29社が営業中で、契約資産は9兆ウォン程度である。

[脚注]

* 金は韓国証券取引所勤務、辰巳は学習院大学経済学部勤務である。本稿は金がまずアウトラインを作った。辰巳がそれを読みながら、ポイントを明瞭にするために相互に時間をかけて議論したり、日本の証券市場との比較において重要と思われる点を付加したりして、出来上がった。これらの過程を考慮して、共著にすることになった次第である。本稿に含まれる、判断や意見に係わる事柄は著者の所属機関のそれらでは決していないことを断っておきたい。

1) 株式発行市場を活性化させ、企業の資金調達の間として育成拡大する韓国の証券市場政策は次のようにとられてきた。1972年には企業公開促進法が制定され、一定の要件を備えた企業に公開命令を出し、公開したのものには法人税を軽減、従わないものには法人税でペナルティー賦課した。1974年には大統領特別指令を出し、独占的同族会社に銀行借入れや外資導入を制限し公開を迫った。そして、1975年8・8措置として、財閥とくに重化学工業を含めた大企業100社を選定、株式公開を強制し、従わないものには銀行の与信を中断した。また、1976年には証券取引法改正で、1人一定数以上の株式保有制限や委任状行使の制限など経営権確保の方策も織り込んだ。その結果、上場会社数は72年末66社であったものが、75年末には189社になり78年末には356社まで増えた。

2) このように、1980年代に株式発行市場は大きな進展を遂げた。その背景にはいくつかの要因があるが、時価発行の普及も重要である。1983年12月に時価発行運営基準が制定(割引率50%)され、1984年7月三星電子部品が増資のうち40%を時価発行した。また、1988年には4月に割引率40%、7月

に割引率30%，9月に割引率20%とし、1989年1月からは割引率をゼロとし、企業の裁量で上限10%まで割引可能とした。なお、時価発行増資は、すべて株主割当てで失権分は第三者割当て又は公募になる。

3) 以下のa～f以外に、有価証券取引税がかかる事実も説明しておくべきだろう。

売却時のみ0.35%（これに農村特別消費税0.15%が付加される）かけられていたが、1995年7月から0.3%になった。

委託証拠金は委託者から委託価額の30%を徴収する。そして、証券取引所は委託証拠金率を変更することができる。

証券税制についてさらに要約しておこう。

① 有価証券取引税

約定代金の0.3%で売付けのみ徴収。ただし、債券、上場後1年以内に株価が公募価格を下回った場合や売値が額面以下の場合には非課税（農村特別消費税0.15%はかかる）。

② キャピタルゲイン課税

個人の場合には非課税，法人の場合には損益に算入し法人税の課税対象。

③ 配当および利子所得

個人に対しては21.5%（住民税1.5%含む）に源泉分離課税，法人に対しては利子所得21.5%，配当所得は源泉分離されず総合所得として申告。

4) 韓国総合株価指数（KOSPI）についてまず説明しておこう。韓国総合株価指数の算定方法は基準時点における韓国証券取引所に上場されている普通株の全銘柄の時価総額即ち、普通株の個別銘柄の株価に当該銘柄の上場株式数をかけた個別銘柄の時価総額をそれぞれたした金額を100として、比較時点の時価総額を指数化したものである。現在の指数は1984年1月4日の指数を100としている。算式は、 $KOSPI = \text{比較時点の時価総額} \times 100 / \text{基準時点の時価総額}$ である。

ただし、有償増資，無償増資，CBの株式転換，新規上場，上場廃止，合併等の時価の変動要因が起る場合は次の通り基準時価総額を修正する。

新基準の時価総額 = 旧基準時価総額 × (修正日前日の時価総額 + 修正額) / 修正日前日の時価総額

5) 債券の上場基準は次のようになる。

- 資本金5億ウォン以上の発行会社の社債であること
- 株式が取引所に上場されているか、または登録法人であること
- 公募債であること
- 発行額が額面3億ウォン以上であること
- 1年以内に発行されていること
- 未償還残高が額面3億ウォン以上であること
- 債券の額面が証券取扱規則に定められた規格であること

なお、起債されれば必ず上場される。満期は3年がもっとも多いが、5年物もある。取引単位は額面10万ウォン。

6) 公社債流通市場の歴史を簡単に述べておこう。1962年以前においては添加方式で強制購入された国債は市場に投げ売りされ、証券取引所は国債売買も清算取引が中心であった。62年には清算取引は禁止された。70年には社債発行の漸増，各種公債の発行，これらを運用する機関投資家や公社債投資信託の発展とともに拡大した。82年以降には社債発行が金利低下とあいまって，急速に拡大した。87年以降には通貨安定債券の発行急増とともに売買高が急増した。証券取引所では多くの債券を上場し，なるべく証券取引所で売買するよう奨励している。

韓国では還買債といわれる現先取引があり，法人のみならず個人も利用可能であるが，これは特記されるべきであろう。

[参考文献]

- [1] 韓国証券取引所編「韓国の証券市場制度」1988年（韓国語）。
- [2] 韓国証券取引所編「韓国の証券市場」1991年（韓国語）。
- [3] 高麗大学校企業経営研究所「韓国証券市場の流動性分析及び関連指標開発」韓国証券取引所，1995年（韓国語）。
- [4] 林雄基・尹奉漢「韓国の証券市場」世経社，1995年（韓国語）。
- [5] 李正道「現代証券市場論」法文社，1994年（韓国語）。
- [6] 呉明珊「アジア諸国の金融・証券市場」日本経済評論社，1992年。
- [7] 国際金融情報センター編「世界の金融・資本市場」金融財政事情研究会，1995年。
- [8] 東洋経済新報社「韓国会社情報」1995年。
- [9] 日興リサーチセンター「アジア金融，証券市場の見方」東洋経済新報社，1990年。
- [10] 日本証券経済研究所編「図説アジア・オーストラリア証券市場」1993年。
- [11] 野村証券アジア室編「ゼミナールアジアの株式市場」1992年。
- [12] 濱田博男編「アジアの証券市場」東京大学出版会，1993年。
- [13] ロバート・ロイド・ジョージ（穴井誠二訳）「アジア株式市場ガイドブック」アイネック学術出版，1994年。
- [14] 韓国証券取引所「証券統計年報」1994年編。
- [15] 証券監督院「証券調査月報」1995年8月。
- [16] Korea Stock Exchange, *Korea Stock Exchange*, 1995.
- [17] Korea Stock Exchange, *Fact Book*, 1995.
- [18] Korea Stock Exchange, *Annual Report*, 1995.