

韓国のKOSDAQ市場

金 珍 奎

要 旨

韓国のKOSDAQ市場は、近年急成長している。KOSDAQ市場の登録企業数は、1996年末の331社から、2001年末には721社に急増した。また、年間売買高も1996年3,500万株から、2001年には721億株にのぼった。

本稿では、このような現状に注目し、KOSDAQ市場の拡大背景、そして拡大過程における問題点を明らかにした。

まず、KOSDAQ市場の拡大背景としては、韓国独特ともいえるベンチャー企業指定制度、緩やかな登録基準と登録企業支援制度、そして低金利下のITブームを指摘した。

また、KOSDAQ市場の問題点としては、制度上の問題に加え、相次ぐ不祥事、そしてKOSDAQ市場がきわめて投機的市場であることを指摘した。

これらの検討から、KOSDAQ市場は量的成長には成功したものの、質的には未熟な市場であることが明らかになった。したがって、KOSDAQ市場が今後投資家に魅力ある市場として成長しつづけるためには、優良企業の登録促進、登録企業の管理強化、外国人投資家や機関投資家の参加を促す環境づくりが急がれる。

目 次

- I. はじめに
- II. KOSDAQ市場の現状
 - 1. 株式店頭市場からKOSDAQ市場へ
 - 2. 急成長するKOSDAQ市場
- III. KOSDAQ市場の拡大背景
 - 1. ベンチャー企業指定制度
 - 2. 登録基準と登録企業支援
 - 3. ITブームと低金利
- IV. KOSDAQ市場の問題点
 - 1. ベンチャー企業指定制度の問題
 - 2. 相次ぐ不祥事
 - 3. 個人投資家中心の市場
- V. むすびにかえて

I. はじめに

近年、韓国では、KOSDAQ市場の急成長が目立つ。KOSDAQとは、Korea Securities Dealers Automated Quotation の略語でコンピューターによる自動売買システムを意味する。1996年7月にこのKOSDAQが稼動し始めた。つまり、1996年7月に韓国の株式店頭市場は、従来の相対売買方式から、全面的に競争売買方式へ転換することによって、現在のKOSDAQ市場を成立させたのである¹⁾。

それ以降、KOSDAQ市場は急拡大を見せた。KOSDAQ市場の登録企業数は、1996年末の331社から、2001年末には721社に急増した。また、年間売買高も、1996年3,500万株に過ぎなかったのが、2001年には943億株にまで急拡大した。

本稿では、このようなKOSDAQ市場を取り上げ、KOSDAQ市場の現状や、その拡大背景、そしてKOSDAQ市場の拡大過程で生じた問題点を明らかにすることを課題としている。

本稿でKOSDAQ市場を取り上げた理由は、次の二点である。第一点は、KOSDAQ市場の実態が十分に明らかにされていないことである。今日の株式市場は、市場間競争²⁾と称される大きな変化の波によって新しい時代を迎えている。各国では、店頭市場の改革や新興企業向けの株式市場の新設が相次いでいる。周知のごとく、日本においても、株式店頭市場の登録基準の見直しなどの制度改革や、東証マザーズ市場とナスダック・ジャパン市場の創設があった。このような状況であるため、近年急成長しているKOSDAQ市場についてもいくつかの論文で紹介されている。しかし、それらの論文はKOSDAQ市場の制度や動向を述べる程度にとどまってお

り、とくに韓国の株式店頭市場の歴史を踏まえたものはほとんど見あたらない。

第二の理由は、KOSDAQ市場の例が日本の店頭市場の活性化やあり方を考える上で示唆に富むところが多いと考えたからである。店頭市場の成功例としては、アメリカのナスダック市場やドイツのノイア・マルクトが頻繁に取り上げられている。だが、日本にとっては、むしろ証券市場の制度や発展過程の面で類似性が高い韓国の例を参考にするほうがより有効であると考えられる。

以下、まずⅡ章では、本稿の前提としてKOSDAQ市場の現状を明らかにする。つぎに、Ⅲ章では、KOSDAQ市場の拡大背景を検討する。そして、Ⅳ章では、KOSDAQ市場の問題点を明らかにする。最後に、Ⅴ章では、本稿の内容をまとめた後、KOSDAQ市場の今後の課題を述べることで、むすびにかえる。

Ⅱ. KOSDAQ市場の現状

本章では、KOSDAQ市場の成立過程や近年における規模拡大の状況を確認することによって、その現状を把握するとともに、KOSDAQ市場の性格が従来の店頭市場と比べてどのように変わったのかを明らかにする。

1. 株式店頭市場からKOSDAQ市場へ

韓国の証券取引所は、終戦とともに閉鎖された。その後、およそ11年間の空白を経て、ようやく1956年に証券取引所での取引が再開された。

一方、株式の店頭取引は、1962年に制定された証券取引法によって原則的に禁止された。だが、1973年2月に至り、投機目的でない店頭取

引は認めるという証券取引法の改正がなされた。そのため、店頭取引は全面的に解禁された。その後、1976年12月に店頭市場における有価証券の公開買付制度の適用、1977年8月には、証券監督院（現金融監督院）に店頭市場諮問委員会の設置、同年9月には、証券会社に端株取引のための窓口³⁾を設置するなど、株式の店頭取引の活性化が図られた。ただし、店頭市場の取引対象は、あくまで上場株式に限定された⁴⁾。そのため、上場基準を満たせないベンチャー企業や中小企業は、店頭市場を活用できる状況ではなかった。

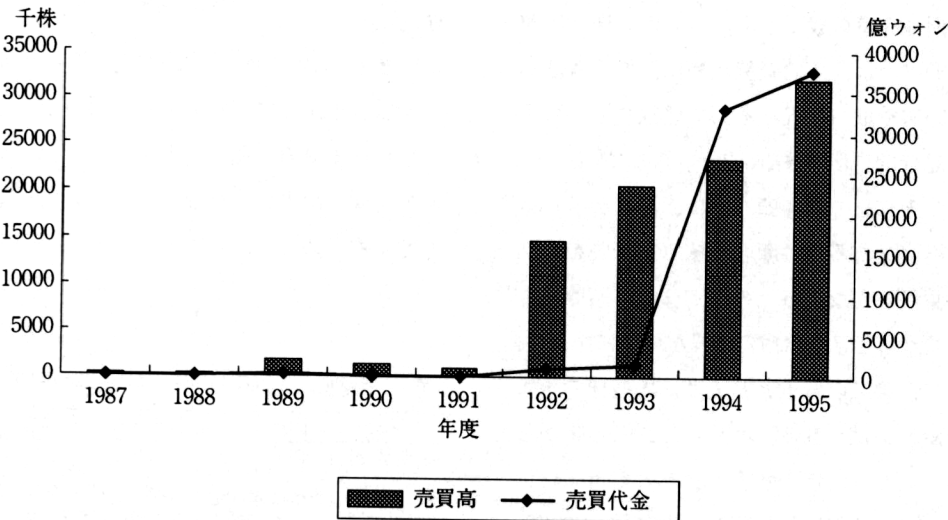
また、1983年7月には、「資本市場機能の拡充方案」が発表され、証券会社によるベンチャー企業の株式取得や、資本金と公開株式比率などの上場基準が緩和された。とくに、資本金の基準は、自己資本24億ウォン以上であったのが資本金5億ウォン以上と大幅に下がった。それにもかかわらず、ほとんどの中小企業は零細企業であったため、この基準もクリアできなかった。そのため、取引所とは別途に、ベンチャー企業や中小企業の資金調達を促せる組織的市場が必要となった。その結果、1986年12月「中小企業などの株式取引活性化のための市場組織化

表 1：店頭登録企業数 (単位：各年末基準，社)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
一般企業	16	21	31	36	46	84	157	240	259
ベンチャー企業	3	6	11	22	22	31	40	50	48
ベンチャー・キャピタル	—	—	5	8	9	11	12	20	25
合計	19	27	47	66	77	126	209	310	332

注 1：1995年は10月末基準。
注 2：韓国証券業協会店頭企業閲覧室の公示資料によるもの。
出所：朴演吉「わが国株式場外市場の現況と活性化方案に関する小考」韓国証券業協会『証券』第224号，1995年12月，27ページ。

図 1：株式店頭市場の売買高と売買代金（1987年～1995年）



出所：韓国証券業協会『証協四十年史』1993年，435ページ，及び証券監督院『資本市場年報』1996年版，150ページより作成。

方案」が発表され、1987年4月に大韓証券業協会（現韓国証券業協会）が管理する株式店頭市場が誕生したのである⁵⁾。

このようにスタートした株式店頭市場の登録基準は、最初、非常に緩やかなものであった。利益基準もなく、設立経過年数2年（ベンチャー企業は制限なし）、資本金2億ウォン以上の企業であれば、登録可能であった⁶⁾。しかし、1991年までの登録企業数は、さほど増えなかった。

もっとも大きな理由は、登録企業の低い流動性にあった。図1には、1987年から1995年までの株式店頭市場の年間売買高と売買代金を示しているが、1991年の年間売買高は、わずか91万株余りにすぎなく、同年の売買代金も88億ウォン余りであった。さらに、表1に示した登録企業数をみると、1991年末現在77社にとどまっていることがわかる。

ところが、1992年以降、登録企業数や売買高・売買代金は急激に増えはじめた（図1と表1参照）。これには、二つの背景があげられる。まず、第一の背景としては、1991年10月の株式店頭取引仲介室の設置があげられる。株式店頭取引仲介室とは、店頭登録銘柄に関する各証券会社の呼値や取引状況、そして登録企業の公示情報を総合的に伝達するシステムのことをさす⁷⁾。つまり、それまでの店頭取引は、証券会社自らが他証券会社あるいは顧客を捜し、売買を成立させる方法しかなかったのが、株式店頭取引仲介室をつうじた店頭銘柄の売買が可能になった。

つぎに、第二の背景としては、大型株の店頭市場登録があげられる。とくに、1991年末から1992年にわたり、市中銀行（日本の都市銀行に当たる）である韓国外換銀行と同和銀行の店頭市場登録があった。そのため、株式店頭市場の

売買高・売買代金は大きく伸びた⁸⁾。これら大型株の登録による流動性の向上は登録企業数の増加につながった。

しかしながら、1995年までの株式店頭市場は、取引所市場（Korea Stock Exchange, 以下KSE）とは大きな差があった。1995年末を基準に、時価総額をみると、7兆ウォンにすぎなく、KSEのその5%程度にとどまっていた。また、売買高においても、株式店頭市場は年間3,500万株（1995年基準）で、同年のKSE（76億株）のそれを遥かに下回った⁹⁾。

また、表2に示したように、1986年4月から1995年10月までの店頭登録企業の登録取消の理由をみると、KSEへの上場が37社で全体の半分以上を占めている。すなわち、株式店頭市場は、上場のための通過点、あるいは準備段階の市場として位置付けられてきた。

さらに、もう一つ指摘しておきたい点は、1995年までの店頭市場がベンチャー企業向けの市場ではなかったことである。表1からわかるように、登録企業の8割近くが一般企業であり、ベンチャー・キャピタルとベンチャー企業は2割程度であった。

つまり、1996年7月にKOSDAQ市場が成立し、1997年4月に証券取引法上の市場として認められるまでの店頭市場というのは、ベンチャー企業向けの市場ではなく、一般企業が上場を準備するための市場であった。

表2：登録取消の理由（1987年から1995年10月まで）

区分	上場	不渡	被合併	その他	合計
企業数(社)	37	24	6	1	68

注：韓国証券業協会場外企業閲覧室の公示資料によるもの。
出所：朴演吉「わが国株式場外市場の現況と活性化方案に関する小考」韓国証券業協会「証券」第224号、1995年12月、28ページ。

2. 急成長するKOSDAQ市場

1996年7月にスタートしたKOSDAQ市場は急拡大を見せた。しかも、KOSDAQ市場は従来の店頭市場とは異なる性格を持つ市場になる。まず、第一に、KOSDAQ市場はベンチャー企業中心の市場として生まれ変わったのである。

表3にKOSDAQ市場の登録企業数を示してい

る。この表をみると、KOSDAQ市場の登録企業数は、1996年末の331社から2001年の732社に増加している¹⁰⁾。とくに、1997年以降はベンチャー企業数の増加が目立つ。また、表1で示したベンチャー・キャピタルがKOSDAQ市場の成立以降、一般企業として分類されたことを勘案すると、2001年末には、ベンチャー企業の登録企業数が一般企業数を上回っていることがわかる。

表 3：KOSDAQ市場の登録企業数 (単位：各年末基準，社)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ベンチャー企業	64	105	114	173	248	356
一般企業	267	254	217	222	296	357
証券投資会社	—	—	—	58	64	19
合計	331	359	331	453	608	732

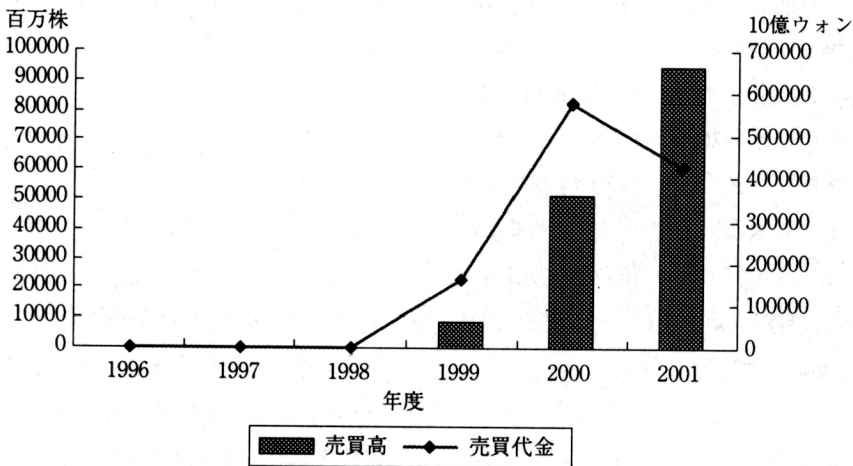
出所：2000年までは、KSDA, *Securities Market in Korea* 2001, p.107, 2001年は、<http://new.kosdaq.or.kr/> (2002年1月30日) より作成。

表 4：企業別売買高と売買代金 (単位：百万株，10億ウォン)

	1999年		2000年		2001年	
	売買高	売買代金	売買高	売買代金	売買高	売買代金
ベンチャー企業	6,064	73,521	28,346	375,073	47,493	258,509
一般企業	2,574	33,055	22,640	203,091	46,871	166,517
証券投資会社	36	231	64	326	29	154
合計	8,674	106,807	51,050	578,490	94,393	425,180

出所：韓国証券業協会KOSDAQ委員会『KOSDAQ市場白書』2000年版，2 ページ，及び2001年版，2 ページより作成。

図 2：KOSDAQ市場の売買高と売買代金（1996年～2001年）



出所：2000年までは、KSDA, *Securities Market in Korea* 2001, p.106, 2001年は、韓国証券業協会KOSDAQ委員会『KOSDAQ白書』2001年版，46ページより作成。

さらに、表4に示したように、企業別売買高と売買代金をみると、2001年のベンチャー企業の売買高と売買代金は、それぞれ474億株と258兆ウォンに達しており、KOSDAQ市場全体の売買高と売買代金の半分以上を占めている。一般企業のそれを上回っていることはいうまでもない。

第二に、KOSDAQ市場はKSEに匹敵する株式市場として成長したのである。図2に、KOSDAQ市場の売買高と売買代金を示している。この図をみると、売買高は1996年に3500万株であったのが、2001年には943億株となっている。また、売買代金も、1996年の5,350億ウォンから、2001年の425兆ウォンに急激に増えている。さらに、2001年を基準にして、KOSDAQ市場の売買高と売買代金をKSEと比較してみると、売買高はKSEのその81.1%に達しており、売買代金にいたってはKSEのその86.5%にも達している。とくに、登録企業数は、KSEの上場企業数689社を上回る721社になっている（2001年末基準）。ただし、時価総額はKSEの20.3%、市場全体の資本金はKSEの17.8%にとどまっている（いずれも2001年末基準）¹¹⁾。

そして、登録取消の理由からもKOSDAQ市場がもはや上場を準備するための市場ではないことがわかる。2000年版の『KOSDAQ市場白書』によると、1998年から2000年までの登録取消企業は173社であったが、KSEへの上場のために登録を取消した企業は、わずか9社にすぎなかった。ちなみに、2001年版の『KOSDAQ市場白書』によると、登録取消企業は9社であったが、KSEへの上場は2社であった¹²⁾。

Ⅲ. KOSDAQ市場の拡大背景

前章では、KOSDAQ市場の急拡大の現状を確認するとともに、KOSDAQ市場が従来の株式店頭市場とは性格を異にするベンチャー企業向けの市場として成長したことを明らかにした。本章では、このようなKOSDAQ市場の拡大背景に何があったのかを検討する。そのためには、まず、韓国の独特なベンチャー企業指定制度について説明しておく必要がある。

1. ベンチャー企業指定制度

ベンチャー企業（Venture Business）の定義は、論者や分析方法によって様々であるのが実状である。たとえば、松田は、ベンチャー企業を「成長意欲の強いリーダーに率いられ、リスクを恐れない若い企業で、商品の独自性、社会性、さらに国際性を持つ企業」と定義している¹³⁾。また、忽那は、資金調達面から、中小企業とベンチャー企業を企業の成長段階と事業活動分野の成熟度という二つの評価軸によって概念的に定義し、新興産業分野に属する企業の新規開業時および成長初期段階にある企業のみを狭義のベンチャー企業として捉えている¹⁴⁾。そして、アメリカでは、ベンチャー・キャピタルが投資した企業をベンチャー企業と呼んでいると言われている。

このように、ベンチャー企業の定義は定まっているとは言えない。しかし、韓国の場合、ベンチャー企業の定義は明確である。なぜならば、韓国のベンチャー企業は、1997年に制定された「ベンチャー企業育成に関する法律」によって決められているからである。表5で示したように、韓国のベンチャー企業は4つの形態に分類

されている。つまり、①ベンチャー・キャピタル投資型、②研究開発集約型、③特許新技術型、④ベンチャー企業評価機関優秀評価型がそれである。そして、この制度によって指定を受けたベンチャー企業は、急増することになる。

表6からわかるように、2001年末現在、ベンチャー企業数は、1万1千社以上となっており、

1998年末現在の2,000社余りの5.5倍となったのである。次節で述べるが、これらのベンチャー企業に対するKOSDAQ市場の登録基準は非常に緩やかなものであったため、ベンチャー企業指定制度は、登録企業数の急増の背景となったといえる。

表5：韓国のベンチャー企業の定義

	ベンチャー企業の指定要件
ベンチャー・キャピタル投資型	ベンチャー・キャピタルの株式引受総額が資本金の10%以上の企業
研究開発集約型	直前事業年度は総売上高に対する研究開発費の比率が5%以上の企業
特許新技術型	特許権また実用新案権、もしくは他の法律による技術開発事業として大統領令が定める事業（注1）によって開発された新技術を利用し、生産した製品が直前事業年度の売上高の50%以上または輸出が売上高の25%以上の企業
ベンチャー企業評価機関優秀評価型	創業の準備作業の企業の中で、中小企業振興公団、技術信用保証基金、その他認証機関（注2）が技術性および事業化能力が優れたと評価した企業

注1：大統領が定める事業は、産業資源部、技術標準院、中小企業庁、情報通信部、科学技術部、文化観光部、環境部、建設交通部、農林部、海洋水産部等で行う各種の技術開発事業を含む。

注2：韓国ベンチャー企業評価機関は11あるが、上の表に上げた2機関以外に、韓国科学技術院（KAIST）、韓国科学技術評価院、韓国ベンチャー研究所、韓国保健産業振興院、韓国産業技術評価院、韓国産業デザイン振興院、情報通信研究振興院、韓国科学技術研究院（KIST）、産業技術情報院（KNITI）を含む。

出所：成素美『韓国のベンチャー』比峰出版社、2001年、27ページ。

表6：ベンチャー企業数（2001年末現在）

	ベンチャー・キャピタル投資型	研究技術集約型	特許新技術型	評価機関優秀評価型	合計
企業数	1,545	1,292	2,402	6,153	11,392
%	14	11	21	54	100

出所：http://venture.smba.go.kr/（2002年1月31日）より作成。

表7：KOSDAQ市場の登録基準（2001年7月現在）

登録要件	一般企業		ベンチャー企業
	選択1	選択2	
設立年度	3年以上	—	—
株式分散比率	30%	30%	30%
資本金	5億ウォン以上	—	—
自己資本	—	100億ウォン以上	—
資産総額	—	500億ウォン以上	—
経営成果	経常利益を出すこと	—	—
負債比率	負債比率100%未満 または 同業種平均の1.5倍未満	負債比率100%未満 または 同業種平均未満	—

注：ただし、ベンチャー・キャピタル投資型のベンチャー企業は1年経過後に、上の基準を適用する。

出所：http://new.kosdaq.or.kr/（2002年1月31日）より作成。

2. 登録基準と登録企業支援

表7には、KOSDAQ市場の登録基準を示している。この表をみると、ベンチャー企業の登録基準は非常に緩やかであることがわかる。日本のJASDAQ市場の登録基準¹⁵⁾の中にあるいわゆる2号基準よりもハードルが低い。つまり、ベンチャー企業の指定を受けた企業は、時価総額基準も存在しないため、株式分散比率基準（少額株主¹⁶⁾数は500人以上）さえクリアすれば、KOSDAQ市場へ簡単に登録できるのである。しかも、この株式分散比率も、2000年末までは20%にすぎなかった（2001年に30%になった）。その結果、ベンチャー企業を中心にKOSDAQ市場への登録企業が増加した。

さらに、1999年5月に発表された「KOSDAQ市場活性化方策」によって登録企業には、税制上の優遇措置が取られた。まず、KOSDAQ市場への登録のために株式を売り出す場合には、株式譲渡益を非課税とした。つぎに、登録株式を相続もしくは贈与するとき、株式の評価額を過去3ヶ月間の平均額とし、税制上有利な時期を選択できるようにした。

そして、事業を営むことによって発生する損失を補填するための準備金は、当該事業年度の所得の5割までを損失として計上できるようにする特別な優遇措置がなされた¹⁷⁾。

結局、ベンチャー企業指定制度によって急増したベンチャー企業に緩やかな登録基準や税制上の優遇措置が合致したため、KOSDAQ市場の登録企業は急激に増えた。

3. ITブームと低金利

登録企業の増加とともに、KOSDAQ市場からの資金調達も急増した。表8に示したように、2001年の株式発行による資金調達額は、329億ウォンに達した。とくに、2000年には1,170億ウォンとなっており、KSEのそれを上回っている。件数ベースでみても、2001年には、KSEを上回る375件にのぼっている。

このように、流通市場とともに、発行市場も規模を拡大できたのは、新しい投資資金がKOSDAQ市場へ順調に流れてきたからであるが、その理由としては、次の二つがあげられる。

まず、第一の理由としては、世界的なITブームがあげられる。韓国でも、IT関係のベンチャー企業の多くがKOSDAQ市場に登録されることになり、投資家の投資意欲を刺激したのである。とくに、三星電子を筆頭に、いくつかの企業が半導体分野を中心に世界のトップレベルに達したこともあって、IT関係のベンチャー企業に対する期待は一気に高まった。このことを反映し、時価総額で算出するKOSDAQ市場の総合指数は¹⁸⁾、1999年1月の70ポイント台から、2000年

表8：KOSDAQ市場の資金調達状況

(単位：100万ウォン)

	KOSDAQ			KSE		
	有償増資	企業公開	合計	有償増資	企業公開	合計
1997	15 (1)	1,794 (48)	1,809 (49)	26,763 (109)	4,793 (23)	31,556 (132)
1998	—	1,676 (18)	1,676 (18)	134,521 (122)	368 (3)	134,889 (125)
1999	24,204 (90)	45,314 (195)	69,518 (285)	334,269 (250)	17,201 (15)	351,470 (265)
2000	45,753 (168)	71,255 (347)	117,008 (515)	57,888 (86)	—	57,888 (86)
2001	12,593 (116)	20,384 (259)	32,977 (375)	51,061 (99)	2,178 (3)	53,239 (102)

注：()内は、件数。

出所：韓国証券業協会「証券」第110号、2002年2月、134ページより作成。

2月には260ポイント台に上昇したが、その中でも、とくにベンチャー企業を対象にするベンチャー指数は、1999年1月の70ポイント台から、2000年2月には740ポイント台にも達した。

つぎに、第二の理由としては、金利の低下があげられる。表9に市場金利の動きを示している。この表をみると、1997年の通貨危機後、一時的には高金利政策が取られたが、1998年以降は、一貫して金利の低下傾向が続いていることがわかる。このような金利水準は、日本の金利と比べると非常に高い水準ではあるが、韓国では、1970年代以降、最も低い水準になったのである。そのため、個人投資家の資金が金融機関の預貯金からKOSDAQ市場へシフトしたと考えられる。

IV. KOSDAQ市場の問題点

前章では、韓国特有ともいえるベンチャー企業指定制度によるベンチャー企業の増加や低い登録基準と登録企業へ積極的支援、そして世界的なITブームと通貨危機以降の低金利がKOSDAQ市場の規模拡大の背景にあったことを明らかにした。本章では、この規模拡大の過程で生

じたKOSDAQ市場のいくつかの問題点を明らかにする。

1. ベンチャー企業指定制度の問題

すでに指摘したように、韓国では、ベンチャー企業指定制度が存在し、これがKOSDAQ市場の拡大背景となった。しかし、この制度は別の役割も果たした。この制度が導入されたのは1997年であるが、それは韓国の通貨危機が発生した年でもあった。そのため、この制度は失業問題の対策として利用されたと考えられる。経済危機以降、失業問題は深刻さを増したため、その突破口の一つとしてベンチャー企業の育成が図られた。その結果、表6で示したように、ベンチャー企業数は1万社を超えた。このように、ベンチャー企業指定制度が失業問題に対し、一定の成果をあげたことは評価できる。

ところが、ベンチャー企業指定制度自体に問題が存在する。まず、第一に、ベンチャー企業の中で評価機関優秀評価型の占める割合が非常に高い点を指摘できる。表6によると、ベンチャー企業評価機関優秀評価型は5割を超えている。つまり、ベンチャー企業の指定は評価機関に大きく依存する仕組みになっている。このことから、評価機関の恣意的判断が入る余地が多く、指定基準の不透明さや評価機関とベンチャー企業の癒着などが懸念される。

第二は、ベンチャー企業が本業よりマネーゲームに走る恐れがある点である。ベンチャー企業の指定を受けた企業は、非常に緩やかな登録基準が適用されるため、このことを悪用する企業が出かねない。実際、スタートしてまもないKOSDAQ市場では、不祥事が相次いでいる。

表9：市場金利の推移 (単位：%)

	コール金利 (翌日物)	会社債 (3年物)	定期預金 (1～2年未満)
1994年	14.00	14.22	8.50～10.50
1995年	10.98	11.65	7.50～10.50
1996年	12.51	12.57	9.53
1997年	21.58	24.31	12.08
1998年	6.96	8.30	9.06
1999年	4.77	9.85	7.94
2000年	5.39	8.12	7.33
2001年	4.00	7.11	4.97

注：各年12月中の平均金利。
出所：韓国銀行『通貨金融』2002年1月、101～109ページより作成。

表10：投資家別売買代金 (単位：10億ウォン)

	1999年		2000年		2001年	
	売買代金	%	売買代金	%	売買代金	%
個人投資家	196,459	91.97	1,091,818	94.37	814,624	95.8
機関投資家	4,717	4.51	40,766	3.52	18,560	2.18
外国人	2,409	1.13	12,036	1.04	9,918	1.17
その他	5,112	2.39	12,358	1.07	7,255	0.85

出所：韓国証券業協会KOSDAQ委員会「KOSDAQ市場白書」2000年版，14ページ，及び2001年版，42ページより作成。

2. 相次ぐ不祥事

KOSDAQ市場の信頼性や透明性を著しく阻害した不正事件としては，2000年に起きた，いわゆる「鄭炫竣事件」が代表的な例である。この事件は，KOSDAQ市場の登録企業（韓国デジタルラインとデジタルインバクトの2社）の大株主であった鄭炫竣が東邦信用金庫と大信信用金庫の両金融機関から巨額の不正融資を受け，ベンチャー企業を買収するとともに，株価を操作したというものである¹⁹⁾。この事件によって，多くのKOSDAQ市場の登録企業が不渡りを出す結果となり，投資家にも大きな打撃を与えた。また，この事件以外にも，実名をあげた「李容湖事件」，「陳承鉉事件」，「尹泰植事件」と呼ばれる株価操作や政治絡みの不正事件が相次ぎ，KOSDAQ市場の登録企業全体が深刻な打撃を受けた。これらの事件は，韓国ベンチャー企業の4大不正事件として日本経済新聞でも取り上げられるほどであった²⁰⁾。

さらに，登録企業の海外転換社債を利用した不祥事も明るみに出た。これは，KOSDAQ登録企業が海外転換社債を第3者に引き受けさせた後，再び国内投資家に買い取らせ，国内に持ち込むことによって不当の利益をあげるものであった。韓国では，海外転換社債の発行にあたってほとんど規制がないことを利用した不祥事であった。とくに，2000年と2001年（8月末まで）

には，KOSDAQ登録企業の海外転換社債の発行額が国内転換社債の発行額を大きく上回った²¹⁾。比較的海外で認知度の低いKOSDAQ登録企業の海外転換社債の発行規模がこれほど大きくなったのは疑わしいことである。

そのほかにも，非上場・非登録企業の買収による迂回登録（Backdoor Listing）問題や公示義務違反の多発などがKOSDAQ市場の発展の阻害要因としてあげられる。

3. 個人投資家中心の市場

ベンチャー企業指定制度の問題や相次ぐ不祥事とともに，もう一つの問題点として，KOSDAQ市場が個人投資家中心の市場であることがあげられる。表10は，KOSDAQ市場の投資家別売買代金を示している。これによると，個人投資家の比重は9割以上になっている。一方，機関投資家の比重は5%にも満たない状況である。

さらに，表11には，売買回転率と売買代金回

表11：売買回転率と売買代金回転率 (単位：%)

	1999年	2000年	2001年
売買高回転率	333.17	844.74	1,274.99
売買代金回転率	314.60	943.40	995.08

注1：年間売買回転率は月間売買回転率の累積である。
月間売買回転率＝（月間売買高÷月始・月末平均登録株式数）×100

注2：年間売買代金回転率は，月間売買代金回転率の累積である。

月間売買代金回転率＝（月間売買代金÷月始・月末平均時価総額）×100

出所：http://new.kosdaq.or.kr/ (2002年2月8日) より作成。

転率を示しているが、2001年を基準にみると、売買回転率は1,274%、売買代金回転率は995%になっていることがわかる。この水準は、2001年のKSEの売買回転率（599%）と売買代金回転率（221%）を大きく上回っている²²⁾。これは、KOSDAQ市場がいかに投機性の強い市場であるのかをうかがわせる。

このように、機関投資家のKOSDAQ市場への参加は非常に消極的であるが、その理由としては、次の三つがあげられる。

まず、すでに述べたように、不祥事の多発があげられる。韓国の機関投資家といえば、投資信託が代表的なものであるが、顧客から預かった資産を不正事故の多いKOSDAQ市場には運用しにくい。

つぎに、先物取引が活発に行われていないことがあげられる。KOADAQ50先物とKOSDAQ50オプションが韓国先物取引所（KOFEX）に上場されているものの、売買高は少ない。つまり、機関投資家にとっては、ヘッジ取引や裁定取引を行う機会が乏しい。

そして、流動性に対する懸念があげられる。きわめて高い売買回転率を見せているKOSDAQ市場ではあるが、まだ小型株が多いため、機関投資家にとっては流動性の問題が完全に払拭できない。

このようなことから、KOSDAQ市場は機関投資家の参加が少ない。また、外国人投資家の参加も同様である。そのため、KOSDAQ市場は、株価の安定性に欠ける投機的市場となっている。

V. むすびにかえて

本稿では、韓国のKOSDAQ市場を取り上げ、その現状や急拡大の背景、そしてKOSDAQ市場

を取り巻く問題点を検討してきた。ここでは、本稿で明らかになったことを簡単にまとめた後、KOSDAQ市場の今後の課題について述べることで、むすびにかえる。

第一に、1997年にスタートしたKOSDAQ市場が従来の店頭市場とは違い、ベンチャー企業向けの市場として発展していること、またKOSDAQ市場の登録企業数や売買高、そして売買代金が近年急増していることを明らかにした。

第二に、このようなKOSDAQ市場の急成長の背景を明らかにした。ベンチャー企業指定制度の下での緩やかな登録基準、積極的なベンチャー支援制度、そしてITブームや低金利がその背景にあった。その結果、KOSDAQ市場はKSEと肩を並べる韓国第二の株式市場として成長した。

第三に、KOSDAQ市場の急拡大過程で生じた問題点を明らかにした。ベンチャー企業指定制度の制度上の問題や相次ぐ不祥事の問題、そして投機性の強い個人投資家中心の市場の問題、この三点を中心に指摘した。

以上のことから、結論的にいうと、韓国のKOSDAQ市場は量的拡大には成功したといえる。だが、質的な面からみると、KOSDAQ市場は未熟な市場であることも指摘せざるを得ない。とくに、新技術の開発や事業の拡大よりKOSDAQ市場への登録自体を目的とする、いわゆる玉虫企業の問題はKOSDAQ市場のみならず社会全体に悪い影響を及ぼした。いくら通貨危機下の状況であっても、ベンチャー企業を法律によって恣意的に決めることにはそもそも無理がある。

したがって、韓国のベンチャー企業を量産しているベンチャー企業指定制度の見直しは先決課題である。

また、健全な企業の発掘と登録は、KOSDAQ市場の発展を考える上ではかせない重要な要素であるため、登録基準の審査を厳格に行うべきである。

そして、登録後の事後管理も一つの課題としてあげられる。登録取消基準の見直しや公示違反企業に対する厳重な措置、そして株価の監視体制の一層強化などが必要であると考えられる。

さらに、機関投資家や外国人投資家の参加を促すための対策も早急に検討すべき課題である。

いずれにしても、今後のKOSDAQ市場の発展はいかに登録企業を増やししながら、投資家を呼び込めるかに尽きる。このことは、近年堅調な動きを見せているJASDAQ市場にも当てはまる。

(本稿は、平成12年度の財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成金による研究成果である。記して謝意を表したい)

注

- 1) 日本では「店頭市場」という表現が一般的であるが、韓国では「場外市場」という表現が一般的である。また、韓国の株式市場は、KSE（韓国証券取引所）とKOSDAQ市場以外に、未上場・未登録企業を対象にした第3市場（2000年3月開設）、そして韓国ECN市場（2001年12月開設）が存在する。なお、KOSDAQ市場には、マーケットメーカー制度は存在しないことをあらかじめ述べておきたい。
- 2) 株式市場間競争の流れについては、大崎貞和 [1] と佐賀卓雄 [3] を参照されたい。
- 3) 当時、株式の売買単位は10株となっていた。そのため、韓国で端株といえば、通常1株から9株までをさす。株式の店頭取引が可能になった1973年以降、1977年9月まで、証券会社は10株単位でのみ店頭売買を仲介してきたわけであるが、1977年9月からは、証券会社に「端株取引窓口」が設置され、この窓口には投資家が端株を持ち込めば、端株に対しても売買相手を証券会社が探してくれるようになったのである。
- 4) 崔運烈 [7] 57～58ページ。
- 5) 韓国証券業協会 [8] 421ページ。
- 6) 崔運烈 [7] 60ページ。
- 7) 朴寅吉 [5] 23ページ。
- 8) 韓国証券業協会 [8] 435ページ。
- 9) 証券監督院 [6] 150ページおよび統計編15ページ。

- 10) 表3の証券投資会社とは韓国の会社型投資信託をさす。1999年からKOSDAQ市場への登録が認められた。
- 11) このほかに、様々な比較統計は、韓国証券業協会KOSDAQ委員会 [10] 45～46ページを参照されたい。
- 12) 韓国証券業協会KOSDAQ委員会 [9] 20ページ、及び韓国証券業協会KOSDAQ委員会 [10] 96ページ。
- 13) 松田修一 [4] 20ページ。
- 14) 忽那賢治 [2] 24ページ。
- 15) JASDAQの登録基準については、<http://www.jasdaq.co.jp/>を参照されたい。
- 16) 韓国でいう少額株主とは、発行株式総数の1%または1億ウォン以下の株式を保有しているものをさす。韓国証券業協会KOSDAQ委員会 [9] 44ページ。
- 17) 『韓国経済新聞』（朝刊）1999年5月4日号、及び<http://www.kosdaq.or.kr/>（2001年6月14日）を参照。
- 18) KOSDAQ総合指数は、1996年7月1日を100とする時価総額式で算出する。また、KOSDAQ市場のベンチャー指数も1998年1月3日を100とする時価総額式で算出する。その他に、KOSDAQ市場の主要50銘柄を対象に算出する（1999年1月4日＝100）KOSDAQ50指数がある。韓国証券業協会『KOSDAQ市場』（日刊）2001年8月7日号を参照。
- 19) <http://www.fnnews.com/>（2000年10月22日の記事）。
- 20) 『日本経済新聞』（朝刊）2002年1月29日号、及び『日本金融新聞』（朝刊）2000年10月19日号を参照。
- 21) 『韓国経済新聞』（朝刊）2001年9月25日号。
- 22) <http://new.kosdaq.or.kr/>（2002年2月8日）。

参考文献（本文中掲載文献は除く）

- [1] 大崎貞和『株式市場間競争』ダイヤモンド社、2000年。
- [2] 忽那賢治『中小企業金融とベンチャーファイナンス』東洋経済新報社、1998年。
- [3] 佐賀卓雄「新興市場向け市場の現状と課題」日本証券経済研究所『証券レビュー』第41巻第1号、2001年1月。
- [4] 松田修一「ベンチャー企業支援の必要性」（序章）早稲田大学アントレプレヌール研究会編『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社、1994年。

韓国語文献

- [5] 朴寅吉「わが国株式場外市場の現況と活性化方案に関する小考」韓国証券業協会『証券』第224号、1995年12月。
- [6] 証券監督院『資本市場年報』1996年版。
- [7] 崔運烈「わが国場外市場の活性化方案」韓国証

券業協会『証券』第54号，1987年12月。

[8] 韓国証券業協会『証協四十年史』1993年。

[9] 韓国証券業協会KOSDAQ委員会『KOSDAQ市場白書』2000年版。

[10] 韓国証券業協会KOSDAQ委員会『KOSDAQ市場白書』2001年版。

(大分大学 専任講師)