

# 韓国の株式市場と外国人投資家

金 珍 奎

## 目 次

- I はじめに
- II 韓国の外国人投資家
  - 1 株式市場の開放
  - 2 外国人投資家とは
- III 韓国の株式市場と外国人投資家の現状
  - 1 株式市場の現状
  - 2 外国人投資家の投資状況
- IV 韓国の株式市場への影響
  - 1 外国人投資家と株価形成
  - 2 外国人投資家と企業経営
- V むすびにかえて

## I はじめに

韓国で外国人投資家に対する株式投資が全面的に開放されたのは1998年のことである。それ以降、外国人投資家は韓国の株式市場におけるキー・プレイヤーの一つになっている。このため、外国人投資家の投資行動は様々な面で韓国の株式市場に影響を及ぼしてきたと考えられる。しかしながら、韓国の外国人投資家の現状や投資行動は必ずしも明らかにされていない。

そこで、本稿では韓国の外国人投資家を取り上げ、彼らの投資行動を分析するとともに、韓国の株式市場にどのような影響を与えたのかを明らかにする。

まず、II章では、韓国の株式市場が外国人投資家に開放されるまでの経緯を述べるとともに、韓国の外国人投資家の実態を明らかにする。つぎに、III章で

## (2) 韓国の株式市場と外国人投資家

は、外国人投資家がプレーする韓国の株式市場の現状を把握した上で、株式市場における外国人投資家のプレゼンスを明らかにする。Ⅳ章では、とくに、韓国の株価形成や企業経営の面に焦点を当て、外国人投資家がどのような影響を与えたのかを分析する。具体的には、株式市場全体の変動性や個別企業の株価への影響、そして外国人投資家の投資銘柄の分析によって企業経営への影響を明らかにする。最後に、Ⅴ章では、本稿の内容をまとめるとともに、今後について述べることでむすびにかえる。

## Ⅱ 韓国の外国人投資家

本章では、1981年以降進められた外国人投資家に対する株式市場の開放過程を説明するとともに、外国人投資家の実態を明らかにする。

### 1 株式市場の開放

外国人投資家に対する韓国の株式市場の開放は1981年1月に発表された「資本市場国際化長期計画」によって進められた。この計画では、第1段階から第4段階まで推進すべき項目が示されていた。第1段階では1984年までに外国証券会社の国内進出と外国人投資家の間接投資を認めるとし、第2段階では1987年までに外国人の直接証券投資を部分的に開放するとした。また、1988年以降を第3段階とし、外国人投資家の投資限度枠を拡大するとともに、国内企業の海外証券の発行も認めることにした。そして、1990年代には、第4段階として株式市場の全面開放を実現するとしている<sup>1)</sup>。

結局、この計画に基づき、1998年に株式市場は全面開放されることになったが、ここでは、1981年以降1998年まで行われた外国人投資家に対する政策の代表的なものを三つ取り上げることで開放過程を説明する。まず、第一は、外国人専用の受益証券の発行である。1981年11月に、韓国投資信託と大韓投資信託が合わせて3千万ドル規模の外国人専用の受益証券を初めて発行した。その後、

図表 1 : 外国人専用の受益証券の発行状況 (単位: 発行会社別, 100万ドル)

投資信託会社, 年度	1981	1983	1984	1985	1986	1990	1992	1993	1994	1995	1996	合計
韓国	15	10	-	36	-	150	150	210	120	200	100	991
大韓	15	-	10	30	6	150	203	150	120	200	150	1034
国民	-	-	-	30	-	150	50	150	120	200	150	850
東洋	-	-	-	-	-	-	-	40	-	40	60	140
第一	-	-	-	-	-	-	-	-	40	40	60	140
中央	-	-	-	-	-	-	-	-	40	40	60	140
韓南	-	-	-	-	-	-	-	-	40	40	40	120
韓一	-	-	-	-	-	-	-	-	40	40	60	140
合計	30	10	10	96	6	450	403	550	520	800	680	3555

注: 1996年は10月末現在。1982, 87, 88, 89年は発行実績がない。

出所: 証券監督院 [18] 330ページ。

受益証券の発行規模は徐々に拡大した。図表 1 は外国人専用の受益証券の発行状況を示している。これをみると、1992年までは3大投資信託会社と呼ばれた韓国、大韓、国民投資信託会社のみが受益証券を発行していたが、1993年からはその他の投資信託会社も外国人専用の受益証券を発行し、1996年10月に至ると、その発行総額は35億ドルに達した<sup>2)</sup>。

第二は、外国人による対韓国投資会社 (= ファンド) の設立である。その最初のものは1984年にアメリカで設立されたコリアファンド (The Korea Fund) である。このファンドはニューヨーク証券取引所に上場されたこともあり、外国人投資家にとっては韓国株式への投資手段の代名詞になった<sup>3)</sup>。その後、ヨーロッパやアジア地域の外国人投資家を対象とするファンドの設立も実現された。1987年にコリアユーロファンド (The Korea Europe Fund), そして1990年にコリアアジアファンド (Korea Asia Fund) がそれである。これら三つのファンドの詳細はそれぞれ図表 2 に示している。

(4) 韓国の株式市場と外国人投資家

図表 2：外国人の対韓国投資会社の概要

	The Korea Fund	The Korea Europe Fund	Korea Asia Fund
設立地域	アメリカ Maryland	イギリス Guernsey	イギリス領 Cayman Islands
設立日	1984年 5月15日	1987年 3月12日	1990年 9月 4日
上場取引所	ニューヨーク証券取引所	ロンドン証券取引所	香港証券取引所 ロンドン証券取引所
当初公募金額	6000万ドル (1984年 8月)	3000万ドル (1987年 3月)	1万ドル (1991年)
主幹事会社	First Boston (アメリカ)	Baring Brothers (イギリス)	東西証券、双龍証券 (韓国)

出所：韓国証券業協会 [19] 376ページ。

第三は、一般の外国人投資家に対する株式の直接投資の開放と段階的投資限度の拡大である。ここでいう一般の外国人投資家とは、すでに上で説明した受益証券や対韓国投資会社を通じたものではなく、直接株式投資ができる外国人投資家を指す。1992年 1月にこの直接投資が制限付きで解禁されたのである<sup>4)</sup>。ここでいう制限付きとは、上場株式を一定限度内でのみ投資を認め、徐々にその限度を拡大していくという意味である。図表 3 は、上場株式に対する外国人投資限度枠の拡大推移を示している。これをみると、1998年には公共法人を除き、すべての上場株式に対する投資限度がなくなったことがわかる。

図表 3：外国人投資限度枠の拡大推移（単位：％）

実施時期	92.1	94.12	95.7	96.4	96.10	97.5	97.11	97.12	98.1	98.5
基本限度	10	12	15	18	20	23	26	50	55	100
(1人当たり限度)	3	3	3	4	5	6	7	7	50	100
例外限度（公共法人）	8	8	10	12	15	18	21	23	25	30
(1人当たり限度)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3

出所：日本証券経済研究所 [1] 117ページ。

## 2 外国人投資家とは

韓国の株式市場へ投資する外国人は事前に韓国の金融監督院に登録する必要がある。つまり、外国人投資登録制度である。ここでいう外国人とは、韓国国内に6か月以上居住しない外国籍の個人、外国政府、外国自治体、外国公共団体、外国企業などを指す。この制度によって外国人投資家には投資登録証が交付され、この投資登録証をもって韓国国内の証券会社に口座を開き、韓国の株式に直接投資することができるのである<sup>5)</sup>。

図表4には、2005年から2009年までの国籍別外国人投資家の登録状況を示している。これをみると、近年においても外国人投資家の登録者は増え続けていることがわかる。2009年にも2244人が新規登録し、2009年末には2万7984人に上っている。また、アメリカ国籍が全外国人投資家の35%余りを占め、圧倒的に高い割合となっている。次に日本国籍の投資家が10%弱の2648人、そしてイギリスや東南アジアの投資家が続いている。

さらに、外国人投資家の形態をみると、図表5のとおりである。これをみると、2009年末現在、個人の外国人投資家が3割で、機関投資家が7割である。

図表4：国籍別外国人投資家の登録人数（単位：人）

国籍、年度	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
アメリカ	6,946	7,639	8,423	9,212	9,888
日本	1,480	1,692	1,938	2,418	2,648
Cayman Islands	997	1,326	1,643	1,908	2,087
イギリス	1,491	1,623	1,733	1,800	1,876
カナダ	1,018	1,126	1,276	1,451	1,585
ルクセンブルク	593	664	765	891	967
台湾	669	709	755	813	831
マレーシア	586	660	700	729	737
タイ	10	14	17	225	609
その他	4,709	5,182	5,743	6,293	6,756
合計	18,499	20,635	22,993	25,740	27,984

出所：金融監督院 [11] 2 ページ。

(6) 韓国の株式市場と外国人投資家

図表5：外国人投資家の投資機関別内訳（単位：人）

区分、年度	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
個人	5,836	6,235	6,721	7,538	8,117
投資会社	8,193	9,008	9,818	10,666	11,549
銀行	465	501	537	578	590
証券会社	489	513	553	611	645
保険会社	305	321	336	346	359
年金基金	1,255	1,413	1,534	1,626	1,691
その他機関投資家	1,956	2,644	3,494	4,375	5,033
合計	18,499	20,635	22,993	25,740	27,984

出所：図表4に同じ。

また、機関投資家の中では、いわゆるファンドと呼ばれる投資会社が40%強を占めている（2009年末現在）。そしてこのファンドの中で、とくにバルチャーファンド（Vulture Fund）<sup>6)</sup>として知られているローン・スター（Lone Star）が韓国株式市場では名を馳せている。なぜならば、ローン・スターが運用している“Lone Star Fund IV”<sup>7)</sup>が2003年に経営危機に陥った大手の都市銀行である韓国外換銀行の株式51%を買収し、大きな話題になったからである。ローン・スターは未だに韓国外換銀行の最大株主となっている。

また、もう一つの外資系ファンドを紹介するならば、ソブリン・グローバル・インベストメントである。このファンドも2003年に韓国の財閥SKグループの中核企業であるSK Corp.の株式を買収し、最大株主になったことで有名になった<sup>8)</sup>。SKグループといえば、アジア最大の製油会社の一つをグループ会社として保有し、また韓国最大のモバイル会社であるSKテレコムもグループ会社である。しかし、この買収を敵対的M&Aと見做したSKグループとの間で経営権争いが起き、ソブリン・グローバル・インベストメントは2005年にすべての株式を売却することになる。このほか、韓国での外資系ファンドとしてはアメリカのキャピタル・グループやカーライル・グループが知られている。

### Ⅲ 韓国の株式市場と外国人投資家の現状

前章では、外国人投資家に対する株式市場の開放過程について説明するとともに、外国人投資家の実態を明らかにした。本章では、外国人投資家の投資対象になっている韓国の株式市場の現状と彼らのプレゼンスを明らかにする。

#### 1 株式市場の現状

韓国の株式市場は、有価証券市場と KOSDAQ 市場の両市場が存在する。有価証券市場は日本の東京証券取引所に該当し、KOSDAQ 市場は主にベンチャー企業向けの市場で日本の JASDAQ 市場に当たる。ただ、KOSDAQ 市場の歴史は10年余りで浅く<sup>9)</sup>、その時価総額の規模も有価証券市場の10%程度にすぎず(2009年末現在)、外国人の投資比率も低い。このため、一般的に韓国の株式市場といえば、有価証券市場のみを意味することが多い。本稿でも、この有価証券市場に限定し、韓国の株式市場について述べることにする。

さて、図表 6 は、韓国の株式市場（有価証券市場）の主要指標を示している。

図表 6：株式市場の主要指標（単位：10億ウォン、千株、%，年末）

	上場会社数	上場資本金	時価総額	一日平均売買高	売買回転率
2001	689	82,755	255,850	473,241	599.83
2002	683	109,786	258,680	857,245	881.07
2003	684	87,941	355,362	542,009	571.92
2004	683	85,518	412,588	372,894	397.03
2005	702	80,586	655,074	467,629	503.94
2006	731	82,945	704,587	279,096	286.20
2007	746	85,588	951,917	363,845	344.44
2008	765	89,662	576,927	355,439	296.70
2009	770	92,467	887,935	485,657	408.74

出所：韓国取引所 [14] 250～251ページ。

(8) 韓国の株式市場と外国人投資家

これをみると、2009年末現在、上場企業（1部と2部市場の上場区分はない）は770社になっており、時価総額は887兆ウォンに上っている。また、市場全体の売買高を上場株式数で割って計算する売買回転率をみると、408%（2009年）になっており、東京証券取引所の売買回転率（株数ベース、2009年）151%<sup>10)</sup>よりは遥かに高くなっている。

また、図表7は韓国の株価指数の推移（2010年8月17日まで）を示している。韓国を代表する株価指数はKOSPI（Korea Composite Stock Price Index）、または総合株価指数と呼ばれている。KOSPIは上場全銘柄の時価総額を基準時点（1980年1月4日＝100）の時価総額で割って算出し、ポイントで表示する。つまり、日本のTOPIXを算出する方法とほぼ同じである。このKOSPIをみると（図表7参照）、1997年の経済危機以降、株価は順調に上昇し、右肩上がりとなっていることがわかる。さすがに、2008年はリーマン・ショックによって株価が大きく下落する場面もあったが、韓国経済の好調さを背景に株価の回復も早い。

図表7：韓国総合株価指数の推移（単位：ポイント）



出所：http://finance.yahoo.com/（2010年8月19日アクセス）。



さらに、韓国の証券市場での資金調達状況を確認すると、図表8のとおりである。図表8の株式公開と有償増資は有価証券市場のみの数字であるが、これをみると、二つの特徴が見られる。第一は、株式公開の場合、募集によるものが圧倒的に多いことである。募集とは新しく株式を発行することによって株式を公開することを指す。一方、売り出しはすでに発行されている既存株主の株式を不特定投資家に売却することを指す。第二は、有償増資もコンスタントに実施されているものの、社債の発行規模には及ばないことである。株式による資金調達は株価の動きに左右されるため、株式より安定した資金調達が見込める社債が多く企業の利用されていることがうかがえる。

図表8：資金調達状況（単位：10億ウォン）

年度	株式公開（IPO）						有償増資		社債	
	募集		売出		合計					
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
2001	3	217.8	-	-	3	217.8	99	5,097.8	1,245	87,194.9
2002	8	594.5	3	632.9	11	1,227.4	124	6,207.1	1,580	77,522.0
2003	9	524.8	1	35.5	10	560.3	100	7,166.4	1,697	61,757.5
2004	8	555.6	2	85.7	10	641.3	57	4,526.2	1,501	50,379.0
2005	10	449.0	1	2.7	11	451.7	44	186.8	1,451	48,103.1
2006	9	1,116.7	-	-	9	1,116.7	37	2,389.5	1,250	41,678.2
2007	9	1,525.3	-	-	9	1,525.3	65	10,479.9	1,188	45,159.8
2008	5	320.4	-	-	5	320.4	38	1,468.3	1,631	74,115.5
2009	10	472.7	-	-	10	472.7	74	5,659.9	2,283	114,940.0

注：社債はカード債，リース債，証券会社発行の会社債を含む。

出所：金融監督院 [8] 152～153ページ。

## 2 外国人投資家の投資状況

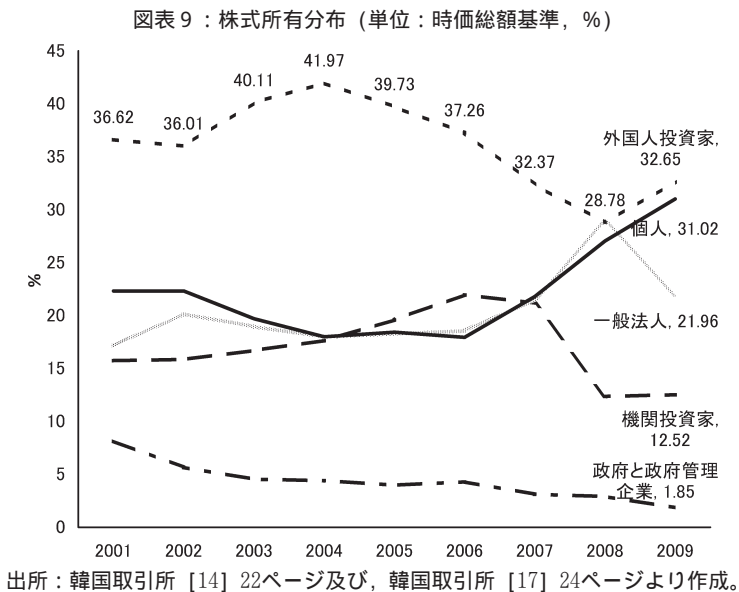
図表9は、時価総額を基準にした株式所有分布（外国人投資家以外の数字は2009年末現在）を示している。これをみると、外国人投資家に対して株式市場を全面開放した1998年以降、外国人投資家の所有比率は急速に増え、2004年末

( 10 ) 韓国の株式市場と外国人投資家

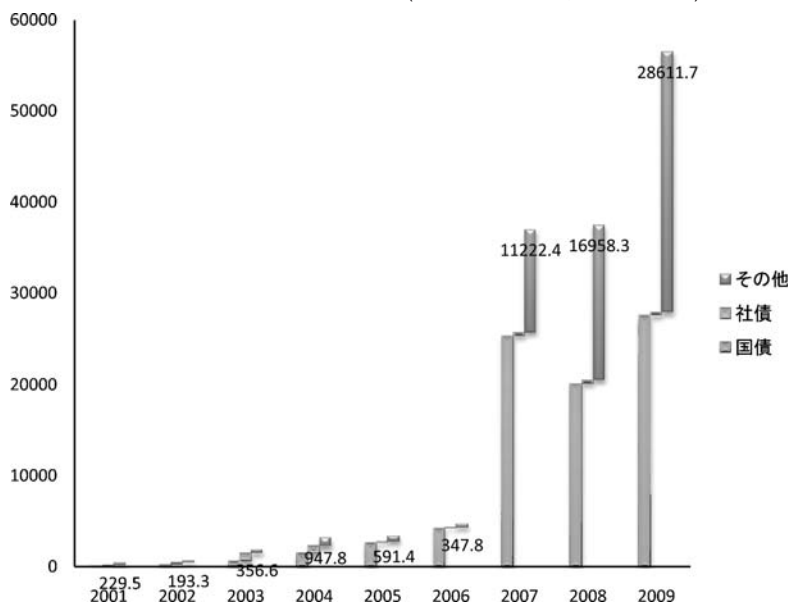
に41.97%まで上ったことがわかる。だが、2005年以降は徐々にその比率が低下している。その理由としては、次の二つがあげられる。

まず、第一に、利益確定のための株式売却が行われたと思われる。図表7でわかるように、2005年以降においてもリーマン・ショックまで韓国の株式市場は上昇している。それにもかかわらず、時価総額の比重が減少したというのは、外国人投資家が利食いを行い、株式市場から投資資金を引き揚げたと見られる。

第二は、外国人投資家の投資資金が徐々に株式市場から債券市場へシフトしたと見られる。韓国の債券市場は1997年12月に全面開放されたが<sup>(11)</sup>、外国人の債券投資はさほど進まなかった。



図表10：外国人の債券投資残高（単位：年末残高，10億ウォン）



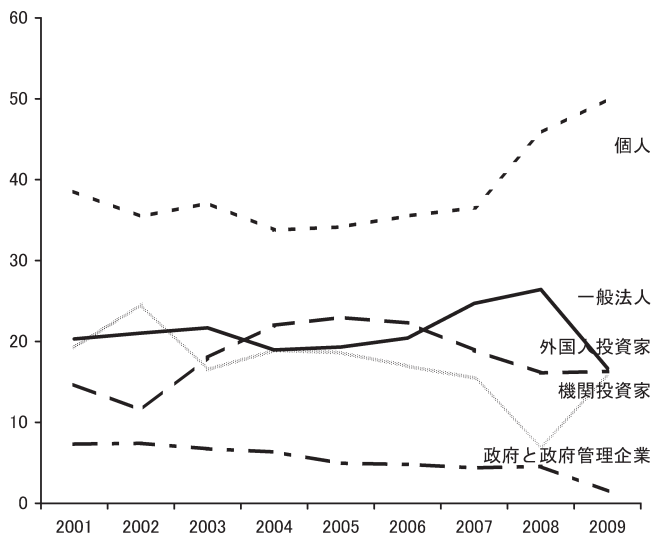
注：その他の債券は金融債，通貨安定債券<sup>12)</sup>，特殊債等を含む。

出所：金融監督院 [9] 177ページより作成。

だが，図表10でみるように，2007年からは急激に債券投資額が増加している。2009年末を基準にすると，社債に対する投資はわずかであるが，国債やその他の債券を含めると，60兆ウォン弱の規模になっている。このような増加の背景の一つには韓国とアメリカの金利差があげられる。すでに指摘しているように，韓国における最大の外国人投資家はアメリカであるが（図表4参照），そのアメリカは周知のように2007年から政策金利を引き下げ，2008年12月になると，0.25%までに低下する<sup>13)</sup>。これはいうまでもなく，サブプライム問題による金融緩和のためのものであったが，韓国の政策金利はアメリカと比べると，高い水準であった。韓国で政策金利を引き下げたのはリーマン・ショック後の2008年10月であったが，このときの金利は依然として5%を維持していた。その後，

( 12 ) 韓国の株式市場と外国人投資家

図表11：株式所有分布（単位：保有株式数基準，年末基準，％）



出所：韓国取引所 [16] 26～27ページより作成。

韓国の政策金利は低下したが、2008年12月でも3％で、この時点におけるアメリカの政策金利とのスプレッドは2.75％の差を維持した<sup>14)</sup>。

つまり、外国人投資家にとっては為替リスクを考慮しても韓国の債券に投資するメリットは充分にあったのである。

しかし、図表9でみるように、2009年末現在においても、外国人投資家の比重は32.65％を占めており、韓国の株式市場の最大の投資家であることには変わらない。また、図表11は保有株式数を基準にした株式所有分布であるが、個人の割合が断然高く、外国人投資家の割合は20％弱となっている（2009年末現在）。外国人投資家が時価総額（株価×株式数）ベースでは個人を上回っているのに、株式保有数は個人を下回っていることは、外国人投資家の投資銘柄が比較的株価が高い企業や韓国を代表する大型株が多いことを意味する。もっとも、外国人投資家はリスクヘッジが困難な小型株には投資し難いものである。

## IV 韓国の株式市場への影響

前章では、韓国の株式市場について説明し、株式の所有構造から外国人投資家のプレゼンスを明らかにした。本章では、外国人投資家が韓国の株式市場に与えた影響を明らかにする。とくに、株価形成の面と外国人投資銘柄の分析による企業経営の面にフォーカスを当てて分析することにする。

### 1 外国人投資家と株価形成

1998年の外国人投資家に対する株式市場の全面開放以降、外国人投資家は韓国の株式市場における重要なプレイヤーの一つになったことはすでに述べたとおりである。それでは、まず、外国人投資家が株価形成にどのような影響を及ぼしたのかを次の二つの観点から見ることにする。

第一は、株式市場全体の変動性にどのような影響を及ぼしたのかである。これを検証するためには、外国人投資家の売買比重の推移と韓国総合株価指数の動きを見る必要がある。

図表12は2001年以降の外国人投資家と個人投資家の売買比重（売買高と売買代金基準）を比較したものである。この図表を見ると、リーマン・ショックの影響が大きかった2008年と2009年は除き、2007年までの推移を見ると、売買高、売買代金ともに、個人投資家の比重は減少し、外国人投資家の比重は増加したことがわかる。

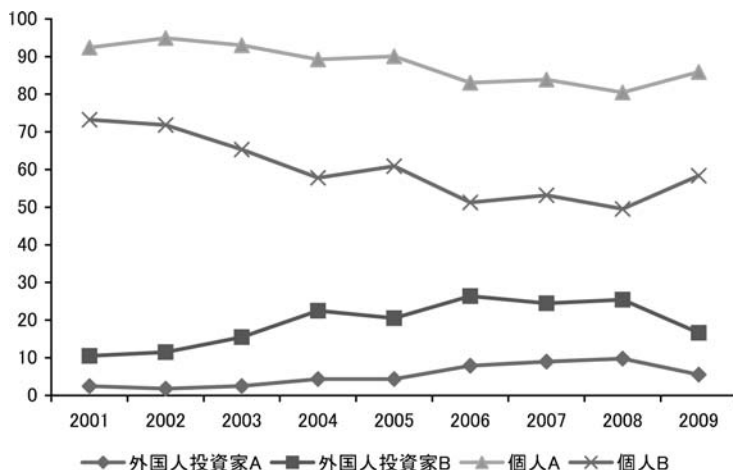
一方、図表13は2001年から2009年までの韓国総合株価指数（KOSPI）を示している。この図表には各年度の最高値と最安値を示し、また各年度の最高値を最安値で除したものを変動率の指標として用いている<sup>15)</sup>。これをみると、リーマン・ショック後の2008年と2009年は別としても、2001年以降、株価指数の変動率は株価の上昇傾向の中でも、やや下がる傾向が見られる。

つまり、図表12と13からは、外国人投資家の売買増加が株価の変動性を高め

( 14 ) 韓国の株式市場と外国人投資家

たとは判断できず、むしろ株価変動を安定させる効果があったと思われる。

図表12：外国人投資家の売買比重（単位：％）



注：外国人投資家 A と個人 A は売買高基準，外国人投資家 B と個人 B は売買代金基準である。また、それぞれの売買高と売買代金は（売り＋買い）／ 2 を基準にし、市場全体の売買高と売買代金で除して計算している。

出所：韓国取引所 [17] 76～77ページより作成。

図表13：韓国総合株価指数の変動率（単位：ポイント，％）

	最高値 (A)	最安値 (B)	変動率 $(A/B - 1) \times 100$
2001	715.93	463.54	54.44
2002	943.54	576.49	63.67
2003	824.26	512.3	60.89
2004	939.52	713.99	31.59
2005	1383.14	866.17	59.68
2006	1464.7	1192.09	22.87
2007	2085.45	1345.08	55.04
2008	1901.13	1124.47	69.07
2009	1723.17	992.69	73.59

出所：http://www.youfirst.co.kr（現代証券のホームページ，2010年9月18日アクセス）より作成。

これは、もともと個人投資家の売買比率が高い韓国の株式市場に外国人投資家が登場し、個人投資家の売買比重を低下させたことによって、売買回転率（図表6参照）が抑えられたことの結果でもあるといえる。

第二は、個別企業の株価形成に対する影響である。この点に関しては、2005年1月現在の上場企業（金融関連業種は除く）を対象にした調査研究がある<sup>16)</sup>。その内容は、外国人投資家の比重が5%を上回る企業とそれ以外の企業のパフォーマンスを比較したものである。この調査研究によると、1998年株式市場の全面開放以降、2004年まで外国人が投資する上場企業の株価上昇率は、それ以外の企業の株価を大きく上回り、「株価の両極化現象」と称してもいいほど、その差が大きいという結果を示している。また、その原因としては、圧倒的な情報力を持つ外国人投資家の投資銘柄に国内投資家も随従し、投資することが多く、この両極化現象を加速させたとも指摘している。

さらに、韓国取引所（KRX）<sup>17)</sup> は2008年末と2009年9月末を基準にし、外国人投資家の投資収益率に関する調査結果を発表している。図表14がその結果で、外国人投資家の銘柄別の売りと買いに基づき収益率を計算したものである。これを見る限り、同期間においても市場平均収益率、つまり韓国総合株価指数の上昇率を外国人投資家の投資収益率が上回っている。これは、外国人投資家の投資企業の株価が市場平均を超えたことを意味している。

以上のことから、外国人投資家は個別企業の株価上昇に寄与したと評価できる。ただし、本稿では2005年から2007年までの外国人投資企業の投資収益率まで

図表14：外国人投資家の投資収益率

	外国人投資家（兆ウォン）	韓国総合株価指数（ポイント）
2008年末	1,695	1,125
2009年9月末	2,859	1,673
増減	68.6%	48.8%

出所：韓国取引所の2009年11月4日報道資料（<http://www.krx.co.kr/>、2010年9月20日アクセス）より作成。

はフォローできず、調査も行っていない。この点は今後の課題として残っている。

## 2 外国人投資家と企業経営

外国人投資家が企業経営に与える影響を分析するために、外国人保有比率の上位企業を図表15に示している<sup>18)</sup>。この図表は外国人保有比率の上位20銘柄と、時価総額の1位と2位を占めている三星電子とPOSCOを加えたものである。外国人保有比率は外国人保有株数を外国人保有限度株数で除したもので、「外国人限度消尽率」とも表現できる。たとえば、1位のSKテレコムはほぼ100%になっている。これはSKテレコムが通信企業であるため、外国人投資家の持株限度を発行済み株式数の49%に制限していることの結果である。このような外国人保有限制銘柄以外<sup>19)</sup>は発行済み株式数の100%を基準としている。

さて、図表15にはROE (Return on Equity) と留保率 (Reserve Ratio) も示している。まず、留保率とは剰余金を資本金で除したもので、この比率が高ければ高いほど、借金する必要がないため、不況に強い企業を意味するものである。図表15で示した外国人投資企業の平均は3000%を超えており、豊富な資金を持っている企業に投資していることがわかる。しかし、留保率は安全性のみの指標である。

一方、ROEは収益性、効率性、安全性の三つの側面を持つ指標である。ROE (自己資本利益率) は当期純利益を自己資本で割ったものではあるが、売上高と総資本を加味すると、以下のように表すことができる<sup>20)</sup>。

つまり、

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}}$$

から

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

になる。



こうしてみると、2番目のROE式の右辺はそれぞれ、売上高利益率（収益性）と総資本回転率（効率性）、そして財務レバレッジ（安全性）を掛けたものになっている。すなわち、ROEは売上高に対する利益率が高く、総資本が小さく、しかも総資本に対する回転が速く、そして、自己資本が少なく、テコの効果が大きいほど、高くなる性質のものである。まさに、ROEこそ各々の

図表15：外国人保有比率上位企業（単位：％）

順位	企業名	外国人保有比率	業種	ROE	留保率
1	SK テレコム	99.99	通信	11.7	29,545
2	漢拏空調	87.08	その他機械・装備製造	16.3	1,718
3	韓国ユリ	79.59	非金属・鉱物製造	- 3.8	632
4	韓国外換銀行	74.68	金融	12.2	146
5	一成建設	71.51	建設	5.9	2,733
6	大邱銀行	71.03	金融	10.1	168
7	ハナ金融持株	65.47	金融	3.3	810
8	セロンオートモティブ	65.21	自動車関連製造	10.0	1,096
9	起信精機	61.92	その他機械・装備製造	10.4	1,984
10	NHN	61.40	情報サービス	52.6	6,268
11	韓国シェル石油	61.21	石油精製	51.4	939
12	現代産業開発	60.77	建設	2.1	529
13	韓国電気硝子	60.33	非金属・鉱物製造	- 33.8	681
14	韓国電力	59.48	電力	- 0.2	1,204
15	新韓持株	59.45	金融	6.8	626
16	ユニクエスト	59.11	卸業	9.4	1,217
17	KT&G	56.54	タバコ製造	20.2	327
18	KB 金融	55.43	金融	3.2	824
19	LG テレコム	55.21	通信	15.4	60
20	新世界	55.19	小売	13.7	4,609
27	三星電子	49.20	電子その他製造	15.5	8,282
28	POSCO	48.96	一次金属製造	10.8	6,814
平均				11.05	3,237

注：外国人保有比率は2010年9月20日現在を基準としている。

また、ROEと留保率は2009年12月末現在のものである。

出所：韓国取引所のホームページ（<http://www.krx.co.kr>，2010年9月21日アクセス）  
及び、韓国信用評価情報〔22〕より作成。

( 18 ) 韓国の株式市場と外国人投資家

企業の経営能力によって大きく左右される指標なのである。

ここで、再び図表15を見てみると、外国人投資銘柄の平均 ROE は11.05% になっている。だが、この数字だけでは ROE の水準が高いのか、低いのかは判断できない。このため、韓国の上場企業全体の ROE を計算し、外国人投資銘柄の平均 ROE と比較する必要がある。しかし、韓国取引所が発表しているのは株式市場全体の株価収益倍率 (Price Earnings Ratio: PER) と株価純資産倍率 (Price Book-value Ratio: PBR) のみである。ただ、PER と PBR を用いて ROE を計算することができる。なぜならば、PBR、PER、ROE は以下のような関係にあるからである。

$$PBR = ROE \times PER$$

そして、純資産 = 自己資本<sup>21)</sup> なので、

$$\frac{\text{株価}}{\text{純資産}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times \frac{\text{株価}}{\text{当期純利益}}$$

になる。

つまり、韓国取引所が発表する2009年12月末現在の市場全体の PBR = 1.34 倍、と PER = 23.18倍より<sup>22)</sup>、市場全体の ROE は5.78%になる。

したがって、図表15の外国人投資上位銘柄の平均 ROE (11.05%) が市場全体の ROE を大きく上回っていることがわかる。言い換えれば、外国人投資家の支持を得ている企業は ROE を高める企業経営に取り組んでいることになるのである<sup>23)</sup>。このことから、韓国の上場企業全体が今後も ROE を無視する経営は成り立たないことを意味する。なぜならば、外国人投資家は今も韓国最大の投資家の一つであるからである。

## V むすびにかえて

本稿では、韓国の外国人投資家に焦点を当て、外国人投資家の実態を明らかにするとともに、彼らの投資行動を分析することによって、韓国の株式市場への影響を明らかにした。ここでは、本稿で明らかになったことをまとめた上で、韓国の株式市場と外国人投資家の今後について触れることでむすびにかえたい。

第一に、1998年に韓国の株式市場は外国人投資家に全面開放されたが、外国人投資家の実態を見ると、ファンドと呼ばれる投資会社の割合が高いことが明らかになった。しかも、アメリカ国籍の外国人投資家が圧倒的に多かった。

第二に、韓国における外国人投資家のプレゼンスは依然として高いことが明らかになった。利益確定売りや債券市場への資金シフトによって、外国人投資家の株式所有比率（時価総額基準）は2005年以降低下した。だが、2009年末現在でも時価総額の32.65%を外国人投資家が占めており、韓国の株式市場における最大の投資家の位置を維持している。

第三は、外国人投資家が韓国株式市場へ大きな影響を与えたことである。株価形成の面では、外国人投資家の登場によって株価の変動性が高まったことはなかったことと、外国人投資家の投資銘柄の上昇率がそうではない銘柄の上昇率を上回ったことが明らかになった。さらに、企業経営の面ではROEの高い企業が外国人投資家の支持を得ていることから、韓国企業は株主を重視する経営に取り組まざるを得ない状況になっていることが明らかになった。

以上のように、外国人投資家は韓国の株式市場に大きな影響を及ぼしてきた。そして、その影響が韓国の株式市場の発展を著しく阻害したかといえ、少なくとも株価形成や企業経営の面においてはそうではないと思われる。しかし、このような状況が今後も続くとは限らない。なぜならば、外国人投資家の投資行動は自国経済や世界経済、そして為替市場の動きによって大きく左右されるからである。したがって、今後起こりうる外国人投資家の投資行動の変化によっ

( 20 ) 韓国の株式市場と外国人投資家

ては韓国の株式市場が大きな混乱に陥る可能性も充分ある。

注

- 1) 李栄薫・李明輝・崔相伍・박기주 [7] 423～424ページ参照。
- 2) 1990年には Matching Fund の3億ドルが含まれている。Matching Fund とは外国人だけではなく、内国人にも一部販売し、国内外の証券に投資する受益証券を指す。証券監督院 [18] 330ページ参照。
- 3) コリアファンドは1991年に大阪証券取引所にも上場された。
- 4) 1985年に三星電子が韓国の企業として初めて海外 CB を発行してからいくつかの企業が海外 CB を発行した。その後、1991年10月にこの CB が転換されたため、実際にはこれが外国人による直接投資の初めてのケースになった。李栄薫・李明輝・崔相伍・박기주 [7] 428～432ページ参照。
- 5) 外国人投資家に対する投資登録証は申請書を提出すれば、4時間程度で発行される。金融監督院 [10] 参照。
- 6) Vulture とはワシという意味であるため、Vulture Fund はハゲタカファンドと呼ばれることが多いが、もともとは経営危機に陥った企業を買収し、再生を目指すファンドを指す。최문수・이중완 [12] 321～322ページ参照。
- 7) Lone Star Fund IVは45の投資家から42億ドル以上の資金を集め、2001年12月に結成された私募ファンドで、投資資産の78%を日本や韓国に投資したものである。  
[www.lonestarfunds.com](http://www.lonestarfunds.com) 参照 (2010年8月18日アクセス)。
- 8) ソブリン・グローバル・インベストメントは、1972年にニュージーランドで設立され、もともとは製造や輸入業などを行っていたが、1986年から本格的に投資会社へ変身した。<http://www.sovereignglobal.com> 参照 (2010年8月18日アクセス)。
- 9) KOSDAQ 市場の設立については、金珍奎 [6] を参照されたい。
- 10) 東京証券取引所 [3] 19ページ参照。
- 11) 1994年、中小企業が発行する無保証転換社債の投資を外国人に許可して以来、1997年6月には大企業の転換社債も認めた。韓国銀行 [20] 170ページ参照。
- 12) 通貨安定証券とは、韓国の中央銀行である韓国銀行 (BOK) が通貨量を調節するために金融機関や一般投資家に発行するものである。韓国銀行 [20] 251ページ参照。
- 13) 政策金利の引き下げの実施と理由については FRB のホームページ (<http://www.federalreserve.gov/>, 2010年9月12日アクセス) の Press Release を参照されたい。

- 14) 韓国の政策金利の推移については韓国銀行のホームページ (<http://www.bok.or.kr/>, 2010年9月12日アクセス) を参照されたい。
- 15) 代田純 [1] 63ページで用いた日経平均の変動性の指標を本稿でも採用した。
- 16) 徐祥源 [21] 107～151ページ参照。
- 17) 韓国取引所は2009年2月韓国証券先物取引所から名称を変更したものである。ちなみに、従来の韓国証券取引所 (KSE) と先物市場が統合し、2005年設立されたものが韓国証券先物取引所であった。
- 18) 発行済み株数が少ない優先株は図表15から省いている。
- 19) 各国に外国人保有制限銘柄は存在する。日本の場合は、主に放送、航空、通信業の銘柄になっている。詳細については証券保管振替機構のホームページ (<http://www.jasdec.com/>, 2010年9月22日アクセス) を参照されたい。
- 20) 伊藤邦雄 [4] 135～136ページ参照。
- 21) 自己資本とは貸借対照表上における資本を指す。また、自己資本は貸借対照表上の資産から負債を差し引いたものであるため、純資産とも表現できる。
- 22) 韓国取引所 [13] 65～67ページ。
- 23) 日本の大企業も戦後一貫して収益性を犠牲にした経営を続けてきたことが指摘されてきたが、近年株主価値重視経営の浸透により、ROEは急速な改善を見せている。井出正介 [5] 64ページ。

#### 参考文献

- [1] 日本証券経済研究所『アジアの証券市場』2010年版。
- [2] 代田純『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社、2002年。
- [3] 東京証券取引所『東証要覧』2010年。
- [4] 伊藤邦雄『企業価値評価』日本経済新聞出版社、2007年。
- [5] 井出正介『株式投資入門』日本経済新聞出版社、2008年。
- [6] 金珍奎「韓国の KOSDAQ 市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第39号、2002年9月。

韓国語文献

- [ 7 ] 李栄薫・李明輝・崔相伍・박기주 『韓国の有価証券100年史』 証券預託決済院, 2005年。
- [ 8 ] 金融監督院 『金融統計月報』 2010年 2月。
- [ 9 ] 金融監督院 『金融統計月報』 2010年 8月。
- [10] 金融監督院 『外国人投資登録및取得限度制度案内』 2009年 9月。
- [11] 金融監督院 『2009年中外国人投資家の証券売買現況』 2010年 5月。
- [12] 최문수・이중완 『私募投資ファンド PEF』 새로운 제안, 2009年。
- [13] 韓国取引所 『2009年証券統計年報』 (<http://www.krx.co.kr/> 掲載の電子ブック, 2010年 9月30日アクセス)。
- [14] 韓国取引所 『KRX Market』 第59号, 2010年 1月。
- [15] 韓国取引所 『2006年 2月統計』 (<http://www.krx.co.kr/> 掲載の電子ブック, 2010年10月10日アクセス)。
- [16] 韓国取引所 『2010年 2月統計』 (<http://www.krx.co.kr/> 掲載の電子ブック, 2010年10月10日アクセス)。
- [17] 韓国取引所 『2010年 7月統計』 (<http://www.krx.co.kr/> 掲載の電子ブック, 2010年10月10日アクセス)。
- [18] 証券監督院 『証券監督院二十年史』 1997年。
- [19] 韓国証券業協会 『証協四十年史』 1993年。
- [20] 韓国銀行 『우리나라의 金融市場』 2009年。
- [21] 徐祥源 「外国人株式投資가国内株価에 미친影響및示唆点」 韓国銀行 『經濟分析』 第12卷第 1号, 2006年 3月。
- [22] 韓国信用評価情報 『企業分析』 韓国經濟新聞, 2010年春号。