

# 韓国の「資本市場統合法」とファンド資本主義

ロー・ダニエル

## 要 旨

2007年7月3日、韓国の国会は本会議で「資本市場及び金融投資業に関する法律」を通過させた。合計449条で構成されるこの法律は、1年半の猶予期間を経て2009年2月4日から施行される。「資本市場統合法」(統合法)と通称されるこの法律は、韓国版の金融ビッグバンを齎すと言われる。韓国の統合法は2007年9月末に全面施行された日本の金融商品取引法より法律の精神や仕組みの面でもっと包括的で、なお先に進むものになりうる。イギリスの金融サービス市場法(FSMA)やオーストラリアの金融サービス改革法(FSRA)を主に参考にした統合法が目指す方向は、金融市場の定義と規制の包括主義、機能別規制、業務範囲の拡大、投資者保護の強化という4つに絞られる。韓国の統合法は、金商法時代に入る日本の金融界に対して幾つかの興味深い示唆を持つ。金商法が金融の自由化過程の上でステップの段階であれば、韓国の統合法は完全なジャンプの段階を想定している。この差異は、韓国が1997年のアジア金融危機以降、社会体質の英米化が深化する中で、「ファンド資本主義」の機運が定着したことにあると言える。

## 目 次

はじめに

- I. 韓国版金融ビッグバン
- II. 資本市場統合法の4つの柱
  1. 「包括主義」規制への転換
  2. 機能別規制の導入
  3. 金融業務の範囲の拡大
  4. 投資者保護の改善

III. 金商法との比較

1. 規制か振興か
2. 集団投資スキームと集合投資機構

IV. ファンド資本主義に向けて

1. 銀行から投資銀行へ
2. アジア金融ハブへの夢と課題

結び

## はじめに

韓国経済の体質が大きく変わっている。日本をモデルとした産業立国の道はもはや過去のものになりつつある。目下、韓国経済は、小さい規模ながらグローバル化した資本市場を国民経済の背骨にしようとする新しい道に踏み切っている。そういう社会の志向と、それに拍車をかける盧武鉉政権の思惑が合致して誕生したのが通称「資本市場統合法」(以下、統合法)である。「資本市場及び金融投資業に関する法律」という正式名を持つこの法律は、2007年7月に韓国国会を通過し、2009年2月から全面的に施行されることになる。この法律は、「ファンド資本主義」の荒波が世界を回っている最近の実態を踏まえて考えると、金融という特定な領域を超えて韓国国民経済のあり方そのものに大きな影響をもたらすことが分かる。

この論文は、韓国の統合法の法律的解説ではなく日本との比較を視野に入れ、政治経済的な広い観点からその意義と示唆を論じるのを目的とする。ここで日本の金融界の注目を求めたい点は、韓国の統合法が2007年9月末に全面施行された日本の金融商品取引法(以下、金商法)より法律の精神や仕組みの面でもっと包括的で、なお先に進むものになりうる可能性である。金商法の事柄を説明しながら「ホップ・ステップ・ジャンプ」という高跳びの比喩を借り、金商法がステップの段階に当たるという見方が広い。この比喩を使えば、韓国の統合法は完全なジャンプの段階を想定している。

## I. 韓国版金融ビッグバン

金融を含め、韓国のあらゆる近代制度は日本の植民統治によって移植されたものが多い。従って、日本と韓国の金融体制は「間接金融」中心で、金融が「産業育成のための血液」という位置に置かれて来た数少ない経済圏であった。と同時に、両国共「貯蓄から投資へ」というスローガンの下で、直接金融中心の金融体制への転換を模索しているのも興味深い。そういった標榜と流れを集約したのが日本の金商法、また韓国の統合法である。韓国の統合法の趣旨や将来の方向性を知るためにはまずその背景を理解して置く必要がある。

1997年のアジア金融危機は戦後の韓国経済史の上で衝撃的な出来事だった。民族主義の傾向が強い韓国社会にとって、国際金融機関が決める原則と行動原理に沿って国民経済の再生を図らざるを得なかったことが国の恥とまで認識される危機感があった。しかし、そういう危機感があったからこそ、ビッグバンという言葉に相応しい構造改革が可能になったと言える。1998年、韓国政府は5つの大手銀行の整理から始まり、各種金融機関の淘汰、買収、合併を通じた大型化、また公的資金を注入した金融機関の民営化などを推進した。特に、持株会社制度の導入により銀行の大型化が進み、ドイツのユニバーサルバンクに似た金融コングロマレーション(conglomeration)が実現された。2004年に終わったこの政府主導の金融構造改革は戦後韓国金融産業の中心だった銀行業界の構図を変えることに成功した。

銀行業界の再編は成功したといえるが、それだけでは新しい時代に対応するには不十分であり、証券業界を含めて金融全体の仕組みを変える必要があった。そのキーワードが「金融統合」である。金融統合は「現行の金融規制が持っている限界の克服」という消極的理由と、「変化する金融環境に弾力的に対応できる規制体系の構築」という積極的判断から求められた。ここで「変化する金融環境」として指摘されたのは、銀行と証券の区分が曖昧になる金融の証券化、派生商品の登場などによる金融商品の横断的融合に代表される市場での変化、多様な金融商品を求める消費需要の変化、金融手法と市場の変化を助成するIT技術の進歩、金融機関のM&Aなどによるコングロメレーションなどであった。

こういった市場の変化と時代の要請を認識して、韓国政府は2003年8月、銀行法、証券取引法、保険業法など41本にのぼる金融圏別の法律を統合する「金融法体制改編の推進方案」を発表した。韓国銀行法という中央銀行に関する規定から初め、銀行法、「農漁家のまとまった金儲け貯蓄に関する法律」という周辺の法律にまで及ぶ適用範囲の広さは、この新しい統合法の将来のインパクトを窺わせる<sup>1)</sup>。この方案は、イギリスの金融サービス市場法(2000)を基本モデルとし、それにオーストラリアの金融サービス改革法(2001)を参考にした上、韓国の現実を踏まえて新しい法律を制定するという方針を明らかにした<sup>2)</sup>。

既存の金融関係規制及び法律体制に大掛かりの変革を齎すこの方案で、韓国政府は二つの原則を基礎とした。第一は、既存の法律体系が想

定している事項を出来る限りそのまま受容する現状維持の原則である。具体的には、現行の監督機構の枠に対する影響を最小限にすること、市場参加者に馴染みのある規制環境を維持することにより規制費用の節約と市場への衝撃の緩和を図ること、そして、立法作業を適切な範囲内に収めることであった。第二に、上記の原則を踏まえて、至急改正や追加を要する事項については最小限の修正を加える例外的修正の原則があった。先述の背景にこうした政策的発想を取り入れて生まれたのが統合法である。

## II. 資本市場統合法の4つの柱

2007年7月3日、韓国の国会は本会議で「資本市場及び金融投資業に関する法律」を通過させた。在籍議員213名が票を投じ、賛成176票、反対14票、棄権23票で、与野党の多数が賛成したわけである。合計449条で構成されるこの法律は、1年半の猶予期間を経て2009年2月4日から施行される。その前に、2008年8月4日までに既存の金融投資業者の認可及び登録が行われる予定だ。また、現在の証券業協会、先物協会、資産運用協会などか統合され、新しい業界団体として再編制されるという大きな変化が待っている。これは韓国の金融史において抜本的な変化とも言える。

こうした変革が可能となったのは、国民経済の発達のためには資本市場の育成が肝要であるという共通認識が政権と金融業界の間に出来たからである。与野党の間の協調が不可能に近い韓国の政治の場で統合法がこれだけの支持を得たという稀な出来事が起きた背景には、韓国金融の発展が遅れれば経済発展を維持しえないと

図表1 資本市場統合法の主な内容

	現行の法律	資本市場統合法
1. 包括主義	<ul style="list-style-type: none"> <li>●証券の列挙主義</li> <li>●派生商品は基礎資産のみ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢金融商品の包括的定義</li> <li>➢証券・派生商品の抽象的定義</li> </ul>
2. 機能毎の規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>●金融商品の分類は、法律によって個別的</li> <li>●市場参入規制は、金融機関別認可</li> <li>●健全性規制、営業規制も金融機関別に</li> <li>●集合投資業の規制は個別の法律によって相違</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢金融投資業を「経済的実質」により6つに分類</li> <li>➢金融投資商品を証券と派生商品と区分</li> <li>➢一般投資家と専門投資家の区分</li> <li>➢市場参入規制と健全性規制は、機能毎に</li> <li>➢共通と営業行為毎の二元的営業行為規制</li> <li>➢公募ファンド関連規制を統一</li> </ul>
3. 業務範囲の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>●金融投資業間の兼業禁止</li> <li>●営為可能な付随業務は列挙</li> <li>●銀行以外は決済、送金、随時入出金不可能</li> <li>●集合投資機構の設立方式制限</li> <li>●集合投資対象資産は列挙</li> <li>●ファンド毎の投資対象資産を制限</li> <li>●外為業務を限定的列挙</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢金融投資業間の兼業許容</li> <li>➢付随業務は原則的に全て許容</li> <li>➢銀行以外も決済、送金、随時入出金可能</li> <li>➢投資勧誘代行者制度導入</li> <li>➢集合投資機構の設立方式制限撤廃</li> <li>➢集合投資対象資産は、「財産的価値のある全ての資産」</li> <li>➢外為業務を全ての金融投資業務に許容</li> </ul>
4. 投資者保護の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資者保護は一部に適用</li> <li>●投資者保護が必要な証券の中で規制適用の排除が殆ど</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢投資者保護を全ての領域に適用</li> <li>➢先進的投資者保護（説明義務、適合性、know-your-customer-rule）</li> <li>➢投資勧誘及び広告規制</li> <li>➢利害衝突の防止策導入</li> </ul>

いう危機感を政治と市場が共有したわけである。実体経済は大きくなり国民総生産の規模が世界12位とも言われる中で、株式を通じた企業の資金調達に2000年の14兆ウォンから2005年に7兆ウォンに減った事態は、韓国金融の縮小の現状を示していたのである。

こうした状況で、イギリスが1986年の金融サービス法（Financial Services Act）と2000年の金融サービス市場法（FSMA）をもって金融ビッグバンを成し遂げ、またオーストラリ

アが2001年に金融サービス改革法（Financial Services Reform Act）を成功裏に制定した経験は韓国を刺激した。また、類似する立法がシンガポール、香港、日本で次々と行われる状況で、韓国の政府与党も2005年に入って資本市場関連の法律の根本的な見直しに踏み切ったのである。

こうした先進の事例を教科書とした勉強をふまえて韓国政府が作り上げた統合法が目指す方向は、(1) 包括主義、(2) 機能別規制、(3) 業務

範囲の拡大、(4) 投資者保護の強化の4つに分けられる。その4つの目的の一つの法律をもって実現しようとするのが統合法の骨子である。(図表1)

### 1. 「包括主義」規制への転換

現在の資本市場関連の法律はそれぞれに限定列举主義を採用している。すなわち、21種の有価証券及び4種の派生商品の取引が異なる法律によって規制される。この体制では、市場に参画する多様なプレーヤーのニーズへの対応が不可能で、また新しい商品の組み立てには難しい制限があった。統合法はこの堅い規制と区分を撤廃し、「投資性」をもつ全ての金融商品を一つの法律をもって包括的に規制することを図る(図表2)。

ここで、「金融投資商品」という新しい概念が登場する。統合法では、金融商品を「元本損失可能性」があるかないかによって二分し、可能性がある全ての商品を「金融投資商品」と定義する。また、金融投資商品は、元本を「超過した損失」の可能性がないのは「証券」、あるいは「派生商品」と分類する。こういった定義

は、日本の金商法の商品定義よりさらに抽象的である<sup>3)</sup>。この抽象性は、包括的規制の真髄で、金融商品の外延を拡大させるため意図されたとも言える。企業と投資者の多様なニーズに応えるように考えられた(tailored)金融商品の設計が可能になるということである。また、市場を包括的、抽象的に定義することによって投資者保護の「死角地帯」をなくし、投資者保護を実質的に強化できるという理屈にもなる。

### 2. 機能別規制の導入

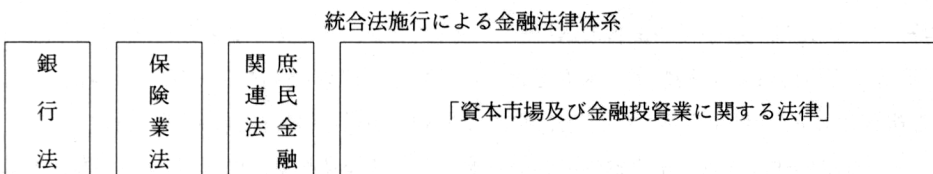
韓国の金融市場のこれまでの規制は各「金融業」を個別に規制する機関別規制(institutional regulation)であった。たとえば、資産運用会社は「資産運用業法」によって規制される。しかし、「資産運用」という機能を実際に果たす業者は様々である。従って、基本的に同じ機能を持つ金融会社が規制される法律や機関によって利益やリスクの差、即ち規制差益(regulatory arbitrage)が生じる。この弊害を直すため、新しい統合法では、「経済的実質が同一である金融機能」に沿って規律を行う機能別規制(functional regulation)を確立しようとする。ここで機能とは、売買、仲介、資

図表2 韓国の資本市場統合法による新しい規律体系

現在の金融法律体系

銀行法	保険業法	庶民金融関連法	証券取引法	(非定型集合投資)	資産運用法	(派生商品取引)	信託業法	総合金融業法	先物取引法	証券先物取引所法
-----	------	---------	-------	-----------	-------	----------	------	--------	-------	----------

( ) は、現在投資家保護法制がない部分



産運用, 投資一任, 投資顧問, 資産保管管理の6つの機能に分類される。また, 金融会社の営業規制は, 投資者を保護するため共通に適用される規制と各機能に固有な特性を反映した規制の両者によって構成される。

機能別規制を擁護する主張の核心は, 「投資者」, 「金融商品」, そして「金融行為」という3つの領域の構成部分が柔軟に組み合わせられ, 多様な市場参画パターンが生まれることである。具体的には, 以下の図のように,  $2 \times 3 \times 6 = 36$ という複数の組み立てが可能になるということである。

投資者	金融商品	金融行為
一般投資者	証券	売買
専門投資者	場外派生商品	仲介
	場内派生商品	資産運用
		投資一任
		投資顧問
		投資資産保管管理

金融行為別の6つの市場への参入はその要件が異なり, 必要な認可単位毎に追加して積み重ねの形で業務範囲を広げることが可能になる。許認可においては, 顧客と直接に取引関係をもつことになる売買業と顧客の資産を受託する仲介業, 集合投資業, 信託業は政府の認可が必要となる。一方, 顧客の資産を受託しない一任業と顧問業に対しては登録制を採択した。結局, 資本市場への参画には, 金融投資業者の選択, 金融投資商品の選択, そして投資者の選択という3つの選択のルートが備えられることになる。こうした金融機能による「市場参画の細分

化と柔軟化」は多様な仲介機関を出現させ, 実質的に市場競争が深化し, それによって資本市場に携わるプレーヤー達の利益を増やせることになるという考えである。

### 3. 金融業務の範囲の拡大

これまで韓国の金融業者を縛ってきた一番大きな制限は市場の区画を越える兼業の禁止だった。特に, 海外の投資銀行には可能な自由な活動や業務の兼業によるシナジー効果を果たせないことに不満が大きかった。統合法では, 上記の6つの機能の一つの金融会社が営むことが可能で, 兼業による利害衝突は別の法律をもって防ぐことになる。ここで注目されるのは, これまで銀行が排他的に使用してきた小額決済システムが証券会社(即ち, 新しい金融投資会社)にも許容されることである<sup>4)</sup>。これによって投資家が新しい金融投資会社を利用して送金, 振込, ATM出金などが出来る。なお, 多様な金融投資会社が投資者に接近することになる状態に備え, 投資勧誘業務だけを営む投資勧誘代行者(introducing broker)制度を導入した<sup>5)</sup>。

金融業務の範囲の拡大という面で一番肝心なところは, 後述のように, 「集合投資」という概念を導入し, ファンドの形成や運用を自由化したという点である。現在の法律では投資家から資金を集めて資産として運用し, その結果を投資家に還元することを「間接投資」と定義している。それを規制する「間接投資法」では, ファンドを含む間接投資を投資信託, 投資会社, 投資専門会社(PEF)に限定していたため, 多様な投資機構の活用が難しい。これに比べ, 統合法では, 間接投資を先進国で導入され

た概念である「集合投資」(collective investment scheme)と変え、「財産的価値のある全ての資産を集合投資の対象」と定義したので、この定義に当てはまる資産への投資商品をファンドという形で自由に設計することが可能になった。

特に、いままで7種類に細かく分類されていたファンド(即ち、証券ファンド、派生商品ファンド、不動産ファンド、商品ファンド、MMF、再間接ファンド、特別資産ファンド)を4つの広いカテゴリに分類した(証券ファンド、不動産ファンド、特別資産ファンド、混合資産ファンド)。また投資対象の自由化を図り、例えば、証券ファンドでも不動産や商品などへの投資が出来るようにした。混合資産ファンドの場合は、市場状況の変化に沿って投資対象を自由に変えられる。

#### 4. 投資者保護の改善

統合法が意図する投資者保護のキー・ポイントは、投資者の専門性のレベルによって規制の適用範囲を区別することである。日本の金商法での「一般投資家」と「特定投資家」の区分と同様に、統合法は、投資者を「一般投資者」と「専門投資者」に二分し、投資リスクに耐える能力が足りない一般投資者の保護規制を強化している<sup>6)</sup>。金融商品とそれを販売する売り手が多様化することに備えて、金融商品の消費者に対する販売の勧誘の際、適合性の原則、説明義務、不招請勧誘の禁止などの規制を強化する。

他方、専門投資者に対しての保護規制は緩和し、市場規律の活性化を図っている。また、機能主義規制の原則に沿って、同じ金融機能に関

わる投資者は同一の法的保護を受けることになる。こうした立法原則は、社会の希少価値とも言える「規制資源」を「選択と集中」の原理にそって効率的に配分するという精神に基づいたということになる。内部者取引、価格の操作などの市場攪乱行為の規制と処罰は一層強化される。まず、内部者の範囲が大幅に拡大され、内部者取引禁止の対象になる金融商品の範囲も広がる。価格の操作は、先物市場の拡大、また現物・先物間のリンクの深化によって現在の証券取引法ではその規制が段々難しくなっている。しかし、統合法では、現物と先物を合わせて自然に規制するのが可能になる。

## II. 金商法との比較

金融構造の面で共通性の多い日本と韓国が、アプローチや内容面で類似する金融関連の法律をほぼ同じ時期に制定したのは、各国の国内金融市場においても又国際市場の側面でも意味が深い。しかし、中身をよく見ると二つの法律には、違う規制の姿勢が伺える。これは、両国の経済成熟度、金融市場に対する認識、市民社会からの要請などにおいて、そもそも差異がある故であろう。

韓国社会を先導するエスタブリッシュメントの総合法に関する認識は、金商法を作り出した日本のエスタブリッシュメントの認識と方向性や性質において差異がある。1998年以降「間接金融体制から直接金融市場へ」、後には「貯蓄から投資へ」というスローガンの下で金融改革を推進して来た日本の政府与党には、「行革」以来続いてきた金融再編の長い流れの中で日本の金融構造そのものを改善することが主

な関心事であった。韓国側にも金融構造の改善という志向がないわけではないが、韓国の政治エリートの志向には産業資金調達効率化という戦略的考えが最優先であると言える。

### 1. 規制か振興か

金商法と統合法の一番大きな違いは、前者が投資者の保護のために規制するという姿勢が強いことに比べ、後者は資本市場の活性化と国際的な地位の確保に焦点をあてるということである。この点について、小林和子は、証券取引法から金融商品取引法への変遷を解説する上で「証券取引法がほぼ60年間まったく変えることなかった目的は、ここで初めて変えられた。「国民経済の適切な運営及び投資者の保護」は後段に置かれて文章構成で初めて目的となった。前段に置かれたのは「企業内容等の開示制度整備、金融商品取引業の規制、金融商品取引所の適切な運営」という「手段」であり、こうした「手段」を強調して、旧来法と同様の発行・流通の公正、円滑化が図られて、後段の目的を達成する構成となっている」と記述した<sup>7)</sup>。

二つの法律は共に「4つの柱」の上に乗っているといわれる。「図表3」のように並べてみると、金商法は、規制 (regulation=R) が振興 (promotion=P) を圧倒する3R1P型で

あるといえよう。これに比べ、韓国の統合法は、市場の振興が規制を優先する3P1R型であると見える (図表3)。この点は、二つの法律の構成を見てもわかる。金商法の章立ては9章と付則で構成され、韓国の統合法は、章ではなく編立てで10編に構成される (図表4)。まず、表面的に比べてみても、韓国の統合法の編立てが機関より行為に沿って題目や項目が設けられていることが分かる。特に目立つのが以下に見る第3編 (証券の発行及び流通) と第5編 (集合投資機構) である。

#### 第3編 証券の発行及び流通

##### 第1章 証券申告書

##### 第2章 企業の引受・合併関連制度

##### 第3章 上場法人等の公示

##### 第4章 上場法人に対する特例

##### 第5章 合併等の申告

#### 第5編 集合投資機構

##### 第1章 総則

##### 第2章 集合投資機構の構成等

##### 第3章 集合投資機構の種類等

##### 第4章 集合投資証券の販売等

##### 第5章 評価及び会計

##### 第6章 集合投資財産の保存及び管理

##### 第7章 関係会社

##### 第8章 私募集合投資機構等に対する特例

##### 第9章 私募投資専門会社に対する特例

図表3 日本と韓国の新しい金融法律の4つの柱

金融商品取引法 (1P3R)	資本市場統合法 (3PIR)
規制対象商品、サービスを包括的、横断的に規律 (P)	包括主義規律体制に転換 (P)
開示制度の整備 (R)	機能別規律体制の導入 (P)
証券取引所の自主規制、業務明瞭化 (R)	業務範囲の拡大 (兼業許容) (P)
罰則の引き上げ (R)	投資者保護制度の先進化 (R)

図表 4 日本の金融商品取引法と韓国の資本市場統合法の構成

金融商品取引法		資本市場統合法	
章立て		編立て	
第1章	総則	第1編	総則
第2章	企業内容等の開示	第2編	金融投資業
第2章の2	公開買付けに関する開示	第2編の1	認可及び登録
第2章の3	株券等の大量保有の状況に関する開示	第2編の2	支配構造
第2章の4	開示用電子情報処理組織による手続の特例等	第2編の3	健全性に関する規制
		第2編の4	営業行為に関する規制
第3章	金融商品取引業者等	第3編	証券の発行及び流通
第3章の2	金融商品仲介業者	第3編の1	発行の公示
		第3編の2	M&A 関連制度
		第3編の3	流通に関する公示
		第3編の4	場外取引等
第4章	金融商品取引業協会	第4編	不正取引の規制
		第4編の1	内部者取引
		第4編の2	価格の操作
		第4編の3	空売り等の不正取引
第5章	金融商品取引所	第5編	集合投資機構
第5章の2	外国金融商品取引所		
第5章の3	金融商品取引清算機関等		
第5章の4	証券金融会社		
第6章	有価証券の取引等に関する規制	第6編	金融投資業関係機関
第6章の2	課徴金		
第7章	雑則	第7編	韓国取引所
第8章	罰則	第8編	監督及び処分
第9章	犯則事件の調査等	第9編	補則
	附則	第10編	罰則

第10章 外国集合投資証券に対する特例

この二つの編は明らかに M&A、プライベート・エクイティ・ファンド (PEF) などのファンドのような投資銀行的な金融機能を詳しく記述したものであり、日本の金商法には見出せない条項である。この差異は、韓国の統合法が資本市場規制に関する自己完結的、総合的な

法律であることに比べ、日本の金商法はまだ「ステップ」の段階に留まり、統合法で対象としている規制を他の法律に委ねていることに起因する。たとえば、ファンドの組織等については、金商法以外にも民法、商法、投資信託法、資産流動化法などを総合的に見る必要がある。結局、金商法はまだ限定列举主義の次元に留まり、つぎの「金融サービス法」の段階で総合的

な法律に「ジャンプ」することと理解する必要がある。

場内デリバティブ取引

こういった両法の姿勢の差は、その適用の対象をどう定義しているのかを見ると再度確認できる。金商法はその対象になる商品及び取引を以下のように定めている。

- 有価証券—本来の有価証券—公社債
  - 株券
  - 各種信託受益証券
  - 抵当証券
- 有価証券表示権利
  - みなし有価証券—信託収益権
    - 持分会社社員権
    - 集団投資スキーム
- デリバティブ取引—
  - 市場デリバティブ取引
  - 店頭デリバティブ取引
  - 外国市場デリバティブ取引

一方、韓国の統合法はその対象を以下のように定めている。

- 証券— 従来の証券—
  - 債務証券
  - 持分証券
  - 収益証券
  - 証券預託証券
- 投資契約証券 (investment contract)
- 派生結合証券 (securitized derivatives) contract
- デリバティブ取引—
  - 場外デリバティブ取引

時代の流れを反映した新しい法律として金商法と統合法が設けた新しい概念が金商法では「みなし有価証券」、そしてその一種である「集団投資スキーム」である。金商法では、みなし有価証券の主要構成項目としての集団投資スキームを「組合契約等に基づく権利で、出資者が出資・抛出した金銭を充てて行う事業から生じる収益の配当などを受けることができる権利」と定義している。一方、統合法は、「投資契約証券」と「派生結合証券」という概念を持つ。その定義を見ると、投資契約証券は、「利益を期待して共同事業へ金銭を投資し、他人の努力の結果によって生じる代価を受けることができる契約」、そして派生結合証券は、「基礎資産の価格などの変動と連繋し、利益を得るか損失を回避する目的を持つ契約上の権利」となっている<sup>8)</sup>。この定義をみると、金商法の集団投資スキームと統合法の投資契約証券は等しいものと見える。しかし、統合法で定義している派生結合証券は日本での「仕組債」、即ちオプションやスワップなどのデリバティブを組み込むことで、通常の債券のキャッシュフローとは異なるキャッシュフローを持つ債券として規制されると理解するのが正しい。

## 2. 集団投資スキームと集合投資機構

日常的にファンドという用語で定着した集団投資手段を金商法では集団投資スキーム、そして統合法では集合投資機構という概念をもって規制している。この二つの用語は、金融先進国で使われる collective investment scheme (CIS) という概念を日本と韓国がすこし異な

会社形態の集合投資機構

組合形態の集合投資機構

る用語で訳していると見える。しかし、法律の中身をみると金商法は行為規制に重点を置いているが、統合法にはファンドの振興を目指している姿勢が伺える。金商法の下で、集団投資スキームに関する規制は主に次の2つである。一つは、ファンド資産が主として有価証券・デリバティブ取引へ投資運用される点である。ファンドの運用者が、自らこれを行う場合は、集団投資スキームの「自己運用」行為として規制対象となる。もう一つは、ファンド（の持分）の販売・勧誘行為である。ファンドの運用者が、自らこれを行う場合は、集団投資スキーム持分の「自己募集」行為として規制対象となる。

統合法での「集合投資」という用語は「間接投資」という概念の代わりに採択された。「間接投資」と称すると「直接投資」以外の全ての投資を指すと誤解される恐れがあって集合投資になったというわけである。この法律で集合投資とは、「2人以上に投資を勧誘して集めた金銭もしくは余裕資金を、投資者から日常的に運用の指示を受けずに運用すること」を指す。まさに現在韓国で一般的に理解されている意味での「ファンド」を指している。既存の法律では「間接投資機構」は投資信託、投資会社（mutual fund）、合資会社に限定されている。しかし、新しい統合法では、「財産的価値のある全ての資産」を集合投資の対象とし、設立可能な全ての投資機構（vehicle）の活用を許している。したがって、統合法は運用できるファンドの種類を幅広く定義しており、第5編第2章で集合投資機構の構成を次のように列挙している。

投資信託

こういった形で形成される集合投資機構が運用することができる「集合投資財産」(asset class)を第5編第2章は、以下のように定義している。

- (1) 証券集合投資機構 — 財産の40%を超えて証券（証券を基礎とする派生商品含む）に投資するファンド
- (2) 不動産集合投資機構 — 財産の40%を超えて不動産（不動産を基礎とする派生商品を含む）に投資するファンド
- (3) 特別資産集合投資機構 — 財産の40%を超えて特別資産（証券と不動産を除いた物件とそれを基礎とする派生商品を含む）に投資するファンド
- (4) 混合資産集合投資機構 — 上記1号ないし3号の制限を受けないファンド
- (5) 短期金融集合投資機構 — 財産の全部を短期金融商品に投資するファンド

この5つの分類に属する投資資産は相当幅が広く、また新しく出て来る資産に柔軟に対応できるという発想に基づいている。金融会社から見てこの変化の最大の意味は「投資資産クラス」(asset class)の間の区分が薄くなり、結局はヘッジファンドと私募ファンドなどの区分がなくなることだろう。

### Ⅲ. ファンド資本主義に向けて

最近の韓国におけるファンドのブームが「ファンド資本主義」という言葉で表現されて

いる。学術的用語として定着しているわけではないが、マネーが国境を越えて自由に動きながら金融市場のみならず企業経営にまでも大きな影響力を持つ20世紀後半以降の世界資本主義の現象を指す言葉である。そのマネーを象徴する代表がファンドである。巨大な資金がファンドとして運用されるのは最近に始まったことではない。1868年にイギリスで世界初めてのものでファンドが登場し、米国で1924年にミューチュアル・ファンドが、1949年にはヘッジファンドが誕生した。そして1960年代に入り、私募ファンドが注目を集め始めたのである。早くも1960年代にピーター・ドラッカーは年金を集めたファンドが経済発展を引張る「年金ファンド社会主義」(pension fund socialism) が来ると予見した。

このファンド資本主義では、情報、人脈、資金力、手法などにおいて潤う金融業者が「ファンド権力」を持つことになる。巨大であるとはいえ米国の一つの州に過ぎないカリフォルニア州の公務員年金基金(Calpers)の投資行動が世界金融に大きな影響を示したのがファンド権力の象徴的模様であると言える。1980年代以降、年金基金や保険会社などの機関投資家に留まらず、私募ファンド(PEF)、ヘッジファンドなどにファンド権力が拡散された。ファンド行動主義(fund activism)、株主行動主義(shareholder activism)という用語と大体同じ意味を持つファンド資本主義の核心は、投資家の資金を集めて作ったファンドが投資先になる企業の株主として経営に影響力を発揮し、投資の収益率を高めることと言える。こういう潮流は日本にも上陸し、村上ファンドなど「モノ言う株主」が企業の株主として積極的に権利を

行使するという現象を見せた。

資本主義の姿を説明するに「法人資本主義」または「人本資本主義」などの概念が使われる程、株主の存在が薄かった日本ではこのファンド資本主義の否定的面が大きくクローズアップされた側面がある。例えば、土屋はファンド権力をもつ機関投資家の投資行動が長期よりは短期的な利益を求める傾向を「我慢強くない資金」(impatient money) と呼びながら、「ファンドマネジャーは精一杯差金を高めることに使命感をもつ … 年金基金のファンドマネジャーも、ヘッジファンドのファンドマネジャーも、この点では、大して変わらない職業倫理と職業的関心をもっている」と書いた<sup>9)</sup>。欧米でも類似の視覚があって、例えば、ゴードン・クラークは「年金ファンド資本主義」(Pension Fund Capitalism)での機関投資家が中長期的視点よりは短期的な利益を求める傾向を分析した<sup>10)</sup>。

しかし、1997年の金融危機を通じながら外資によって国内経済が統制されることに慣れた韓国ではファンド資本主義への抵抗がさほど大きくない。むしろ、資本市場の国際化、グローバル化こそが経済の先進化に繋がるという認識が定着した。これには幾つかの背景がある。一つは、外資が韓国市場に成功的に進入したことである。ローン・スターなどの一部のヘッジファンドが投機的投資や経営権紛争などの否定的イメージをもってメディアで関心を浴びたことがあるが、海外のPEF、ヘッジ・ファンドは韓国企業の経営に積極的に参画しながら自然に韓国社会にファンド資本主義を伝播する結果となった<sup>11)</sup>。一方、資産運用会社、年金基金など

の韓国の機関投資家も株主として議決権行使の自由が大きくなることによって、「企業支配構造改善ファンド」など専門化されたファンドに積極的に参入した。

国内外の金融会社が火を付けたファンド資本主義は韓国では社会全体に広がる模様をみせている。個人や家計の金融資産が膨らみ余剰流動性が拡大する社会の流れのなか、不動産という伝統的な投資対象から離れ、証券、またはそれを活用する派生金融商品に参画している。こういう流れの中で、ファンド産業は著しく伸びている。韓国資産運業業界の資料によると、2007年3月の時点で、韓国で形成された投資信託ファンドの受託残高は2,700兆ドルで、同期の日本での受託残高6,100兆ドルの44%である。国民経済を比較してみても韓国でのファンド投資熱気が一段高いことを示している。韓国政府や金融業界が「韓国でも投資銀行を作ろう」と考える発想の後ろにはファンドが段々大型化し、その市場に国民が熱心に参加しているという現象があるといえる<sup>12)</sup>。

### 1. 銀行から投資銀行へ

統合法によって韓国経済は一層英米化が進むことと予想される。その一つの根拠は、家計金融資産の構成の変化である。(図表5)に提示されているように、韓国の家計がもつ金融資産の大半は通貨と預金で構成される。一方、「投資性」のある金融商品、即ち株や出資持分、派生商品などはまだ4分の1にも及ばない。しかし、過去5年間をみると、通貨及び預金の比率は10%近く減少し、反対に投資性資産の比率は5%以上上昇した。韓国経済の英米化というテーマは論争の余地があるが、現在の流れの中

図表5 韓国の家計金融資産の構成推移(%)

	2002	2005	2007(2/4)
通貨・預金	54.4	47.9	44.6
保険・年金	21.4	21.8	22.3
債券	8.2	8.8	11.0
株式・出資持分	14.4	20.6	20.9
派生金融商品	0.01	0.02	0.01
直接投資	—	—	0.2
その他	1.6	1.0	0.8

〔出所〕韓国銀行、「資金循環」。

ではっきり見える特徴は韓国の政府と金融界が一つになって投資銀行を中心とする先進国型の金融資本主義を実現しようとしていることである。統合法の制定を後押しして来た最大の原動力は、「世界10位台に入る」と言われる实体经济に比べ規模と内容の面で遅れている資本市場を活性化したいという強い希望であった。こういった風土の中で特に強調されてきたのが「韓国の実情に合う投資銀行」の創出である。

統合法が定義する「金融投資会社」の真髄は投資銀行であると理解する人が多い。即ち、新しい金融投資会社に期待される機能は、社会に金融商品を提供する上でリスクを評価しそれをヘッジする能力をもって証券を設計(security design)することである。統合法の金融商品の包括的な定義は、こういった証券設計が可能な基盤を提供したのである。しかし、韓国で国際的競争力をもつ投資銀行を育てるためにはいくつかのハードルがあると指摘されている。

ひとつは、銀行と証券会社の力関係の調整である。産業立国を国民経済の道筋として追求してきた韓国では、間接金融が直接金融に対して圧倒的優位を保ってきて、その故に銀行に比べ

証券会社は矮小な存在であった。統合法が施行されるとこの力の不均衡はある程度解消されるだろう。特に、今まで銀行にしか許容されなかった支払決済機能が統合法によって証券会社を始めとする金融投資会社に許容されることが注目される。しかし、証券会社に与信業務が出来ない限り大手商業銀行との競争が出来ないという見方がある。もう一つ、新しい金融投資会社（主に現在の証券会社）が多様な金融商品を作り、市場に提供するためには自由に子会社を作る必要がある。そこで、証券持株会社を作るには銀行持株会社や保険持株会社の設立と同じ規制を課する現在の金融持株会社法を改善して欲しいという要望がある。

韓国の金融界が目指す投資銀行は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンリーなどの世界レベルのものではなく、国内市場とアジアで競争力を持つ「(地域に)特化した」投資銀行である。特に、韓国の金融会社が競争力を持つと思われる分野は、派生商品市場、派生結合証券（いわゆる韓国での「構造化商品」）市場、M&A及び私募ファンド（PEF）市場などである。韓国の金融機関がIMF体制による構造合理化を通じながら一部分の金融手法に経験を得たのは確かである。しかし、アジア市場で投資銀行としてプレゼンスを確保するのは当分は無理だろう。その一つの根拠としてあげられるのが、中国資本市場に進入できる「適格外国人投資家」（QFII）制度が要求する証券会社の資格条件に合致する韓国の証券会社は現在皆無であるということである<sup>13)</sup>。

統合法が齎す新しい環境を証券業界がうまく活用して新規市場を開拓することができれば、

銀行業界との勢力不均衡がある程度解消されるだろう。特に、今まで預金を扱う金融機関が独占してきた支払決済システムに金融投資会社、即ち証券会社の参画が可能になり、銀行利用者の一部分が証券会社に移動する可能性が高い。これは、銀行の受益力を悪化させ、その悪化が利下げを誘導し収益悪化に繋がる悪循環が陥る危険性がある。そういう状況は、産業資本の銀行所有を禁止する現在の「金融産業の構造改善に関する法律」（略称「金産法」）の緩和ないし廃止論争に火をつけることが予想される。

他方、銀行中心の間接金融の流れの中で常に「二等市民」の地位から脱皮できなかった韓国の証券会社は、大型化・グローバル化が進む世界の潮流の中で強い危機感を抱いている。特に、従来の収益基盤が限界を露呈している状況で、外資の進出により自己生存の基盤がなくなる所謂「ウィンプルドン現象」化への危機感がある。韓国の証券会社を外資系金融会社と対抗できる「投資銀行」に転換させようとする動機はこの危機感から生まれたものである。特に、アメリカやEUと自由貿易協定（FTA）を結ぶ段階になって、「グローバル・スタンダード」という美辞麗句は、金融会社によっては祝福から呪詛に変わる危険性もある。

## 2. アジア金融ハブへの夢と課題

統合法という新しい旗の下で前進しようとする韓国の金融界が目指すもう一つの目標は、ソウルと仁川（インチョン）空港を繋げる「京仁コリドー」をアジアの金融ハブに作りあげようということである<sup>14)</sup>。この目標は市場及び金融業界よりは、政府側でかなり頻繁に口にされてきた。これは、盧武鉉大統領の「東アジアのバ

図表6 韓国政府の「東北アジア金融ハブ3段階推進ロードマップ」

	第1段階 (- 2007)	第2段階 (- 2010)	第3段階 (- 2015)
スローガン	金融ハブの基盤構築	特化した金融ハブの実現	アジアの3大金融ハブ実現
内容	- 外為制度, 金融規制の緩和 - 金融システム構築	- 資産運用業等先進化 - 金融市場の成熟化	- 香港, シンガポールと共に アジアの3大金融ハブ形成

〔出所〕韓国財政経済部, 「金融先進化のための金融ハブ構築」(2007.7.18.)

ランサー論」に代表される盧武鉉政権の政治的なコミットメントによって後押しされてきた傾向が強い<sup>15)</sup>。たとえば、韓国の財政経済部が昨年7月に発表した政策文書によると韓国は2015年までに「香港、シンガポールと共に」アジアの3大金融ハブになるという計画を持っていると読み取れる(図表6)。こういった発想には反対や皮肉も少なくない。しかし、ここで着目しなければならないのは、狭い意味での「金融ハブ論」そのものではなく、そういうスローガンが韓国人の現在の志向を表すということだろう。「アジアの金融ハブ」という夢を見る韓国はもはや「産業立国」を生存と繁栄の原動力と信じた国家共同体ではない。これからは「金融立国」だというメッセージを国民にアピールしているのだ。

過剰な流動性資金が巨大な波のように世界を回る現象が近年定着しつつある。この前代未聞のグローバルな過剰流動性に直面し、規模の小さい開放経済である韓国は大きなチャレンジを受けることになる。韓国が国を挙げて向かって行こうとしているファンド資本主義が成功するためには金融の範囲を超える幾つかの問題を解決しなければならない。

一つは、高揚して来た民族主義と国境なき金融との調和の問題である。韓国経済水準をグローバル・スタンダードに相応しく引きあげた

いというエリート層の熱望と一般市民の間にまだ根強い偏狭な民族主義的「国民感情」の間には隔たりがある。この問題を察知すれば外国資本は当然戸惑いを感じる。ヘッジ・ファンドという語彙を聞き、悪を連想する民衆が市場の背後にいるのに、派生商品を扱う投資銀行やPEFのビジネスを繁栄させるというのは自家撞着に近い。

金融ビジネスの成功の鍵は人材の確保である。世界に通じる金融知識やノウハウ、またそれを発揮できる語学力と国際的人脈を持つ人材は現在韓国には稀である。国籍を問わず優秀な人材の確保が出来ない状態で「金融ハブ」を作りたいという希望は空念仏を唱えるに近い。最近の韓国財政経済部の調査によると、金融分野で勤務する人々の中で「専門家」に分類される層の比率は、シンガポールが51.4%、香港が43.8%になるのに比べ韓国はたった8.9%であった。統合法が目指す「ファンド資本主義」の中心に立つ韓国の多くのファンドは、今までは、英米社会で開発されて流行になったファンドの「複製」が多かったのが現実である。世の中の先を読む洞察力と想像力にあふれた専門性をもって他人の資産を運用することと、誠実で平凡な勤労者達の努力によって製品を作り、安い値段で輸出することには大きな差異がある。この差異を埋め、スムーズに転換を進めることがひとつの課題として残っている。

他人の財産を預かって運用する者には高いレベルの職業倫理が求められる。しかし、韓国の金融界がこれまで世界に見せてきた姿には信頼されにくい面が多い。殆どの金融会社の構成員は官僚的な発想と姿勢を持っている。競争が少なく、硬直した構図の中でモラル・ハザードが頻繁に起こってきたのも事実である。職場を一生続く「鉄の茶碗」と思う安易な職業観、政府の保護、説明責任を要求しない不透明な組織などの特徴を持った温室のような環境が取り除かれ、グローバル競争という寒い嵐の中で戦っていくという大きなチャレンジが韓国の金融会社を待ち受けている。

統合法によって起こりうるもう一つの大きな論争と葛藤の所在は金融労働界のあり方である。韓国には金融機関に勤める「ホワイトカラー層」が労働組合をもって争議をおこなう例外的な慣行がある。統合法が施行されると、人員のリストラ、買収合併による職場の変動、欧米式経営の導入による成果報酬制など、現在金融労働者が反対しているあらゆる事態が現実化される。そういう状況で金融労働者が「資本との妥協か命運を掛けた闘争か」という別れ道で悩むことになる。しかし、いままで労働の方が金融の「公共性」を無視したという社会の視線がある限り、金融労働組合の態度が柔軟になる可能性は高い。一方、新しい李明博政権は伝統的な保守の理念に基づいて労働闘争に毅然とした姿勢を崩さないだろう。政権が出帆する前に、李明博当選者の「政権引継委員会」は「ボリス・ラインを一步でも超える労働闘争者は全員連行する」という強行な方針を打ち出した。

## 結び

韓国の統合法は、金商法時代に入る日本の金融界に対して幾つかの興味深い示唆を持つと思われる。第一に、韓国の政権を含む社会全体に「実験の精神」が旺盛であるということだ。2003年2月に政権を握った盧武鉉大統領は、政権支持勢力が指向する価値を具現するのを統治と信じ、あらゆる面で社会実験に努めてきた。しかし、その政権が「左派」であるという印象が海外に広がったものの、実際は経済及び金融の面では「新自由主義」に近く、市場中心的であって、その結果、国内では貧富の格差を拡大したのが今日の実情である。

韓国の政策コミュニティは統合法の制定においてオーストラリアのFSRAの成功にかなり鼓舞されたと言われる。特に、国内生産規模に比べて株式の発行や時価総額の規模が小さいと思う人々にとって、オーストラリアのFSRA施行以降株式発行規模が3倍以上膨らんだというのは大きな刺激だった。しかし、オーストラリアはいろいろな面で英米の経済運営よりもベラルな面が強いということに着目する必要がある。この意味でオーストラリアの法律をフレームとして活用した市場統合法は、金融面において後進的要素が残っている韓国でまた一つの「大実験」になる可能性がある。この実験精神は李明博政権でも方向を変えて続くだろう。

韓国経済は、日本より規模が小さいが、その性質にはもっともオープンでグローバル化した面がある。1997年の金融危機を乗り越えるため

にIMFの融資を入れながら韓国資本主義の運営方式(modus operandi)は、日本型から英米型に体質変化したのである。その一つの証拠として国民生産(GDP)に対するファンド出資金の割合を見ると、韓国は29.5%で、日本の13.0%より相当高い<sup>16)</sup>。2007年一年の間4大銀行が販売したファンドは30兆ウォンを超える規模で前年対比53%の増加を記録した。日本の金商法が「投資家の保護」を第一義的の目的としてあげていることに比べ、韓国の統合法は「英米流の投資銀行の創設」を狙いとして標榜しているわけはここにある。

英米流の投資銀行の創設という旗を上げ2009年から出帆する韓国の統合法の将来はどうか。国内的には良好な環境がまっていると言える。基本的に親企業的な保守主義の立場を持つ李明博政権が2008年2月からスタートするのを金融界を含む財界では歓迎している。政権の座に着く前に李明博大統領当選者は盧武鉉政権の金融産業政策の基調を守るという公約をした。従って、2008年8月頃に発表が見込まれる統合法施行令はその法律の精神を後退させる条項は持たないと予想される。もう一つ、大手財閥が金融機関を所有するのを制限する「金産法」が緩和され、結局は現在の日本のような形の金融体制になる公算が大きい。

目を海外に向けると懸念材料もある。アメリカのサブプライム問題の根が予想以上に深く、ここ数年繁栄してきたファンド資本主義に陰りが見え始める気配がある。そういう意味で韓国の統合法は不調な天候の中で出帆することになる。しかし、これは短期的なことで構造的なものではないだろう。むしろ構造的には統合法を

後押しする順風がある。それは米韓自由貿易協定(FTA)の締結である。米韓FTAのみによっても韓国金融市場は大幅な規制緩和ないし廃止が見込まれる。その協定には、金融業種及び商品のポジティブからネガティブな制度への転換、新金融サービスの許容、国境を越える金融サービスの許可などが含まれているからである。こうした内容は統合法にも反映されている。従って、米韓FTAと統合法という二重装置によって韓国金融の自由化、グローバル化の道程は固められているとあって良いであろう。

#### 注

- 1) 具体的には、以下の41本の法律である。銀行法、長期信用銀行法、証券取引法、先物取引法、保険業法、総合金融会社法、信託業法、証券投資信託業法、証券投資会社法、企業構造調整投資会社法、資産流動化法、住宅抵当債権流動化会社法、相互貯蓄銀行法、信用協同組合法、与信専門金融業法、貸付業の登録および金融利用者保護に関する法律、金融持株会社法、外国為替取引法、類似受信行為規制法、公社債登録法、担保付社債信託法、火災による災害補償と保険加入に関する法律、株式会社の外部監査に関する法律、金融実名取引および秘密保障に関する法律、信用情報の利用および保護に関する法律、金融産業の構造改善に関する法律、企業構造調整促進法、預金者保護法、金融監督機構の設置等に関する法律、韓国銀行法、韓国銀行通貨安定証券法、韓国造幣公社法、信用保証基金法、技術信用保証基金法、農林水産業者信用保証法、金融機関不実資産等の効率的処理および韓国資産管理公社の設立に関する法律、中小企業銀行法、韓国産業銀行法、勤労者の住居安定とまとまった金儲けの支援に関する法律、公認会計士法、農漁家のまとまった金儲け貯蓄に関する法律。
- 2) 草案を作るに際して、健全性規制と業務行為規制を統合したイギリスのFinancial Services and Market Act (FSMA)がモデルになった。その上、あらゆる金融商品におけるサービス提供者の業務行為規制を単一化したオーストラリアのFinancial Services Reform Act (FSRA)が参考にされたのである。統合法草案の制定を担当した財政経済部の第一次官は、「我々が制定した資本市場統合法のモデルはオーストラリアのFSRAである」といいながら、「道路、港湾の建設などに投資したインフラ・ファンドなどはオーストラリアが世界でもっとも発達している」という意見を述べた。
- 3) 金商法でデリバティブ取引に包括的定義を設けなかった理由として、極端に抽象的になると規制の透明性、予見可能性の観点からの問題、賭博罪の違法性を阻却する範囲などで明確性が求められることなどが議論された

いわれる。上柳他 [2006], 39頁

- 4) 小額決済システムとは、通常個人と企業間の取引に発生する小さい金額の取引において、金融決済院を通じて一日中行われた取引を媒介する金融機関別に相殺 (netting) し、差額のみを韓国銀行を通じて決済するシステムを指す。
- 5) この投資勧誘代行者は業務を委託した金融投資会社が管理し、投資者に損害が発生した場合ははその会社にも賠償責任が課される。
- 6) 金商法の場合、金融審議会での審議で一般投資家をアマチュアと、特定投資家をプロと称し、それが広く使われる傾向がある。
- 7) 小林 [2007], 347頁
- 8) 基礎資産を活用した新しい金融商品の例を上げると、最近話題になっている有害ガス排出権を商品化し、CBOT 排出権を現物、先物、スワップ、構造化商品などの形で組み立てたものが上げられる。
- 9) 土屋 [2005], 12頁
- 10) Clark [2000]
- 11) ローン・スター事件とは、米国系のこのファンドが2003年に韓国外換銀行 (Korea Exchange Bank) を買収する時不正によって異常に安い金額しか払っていないのではないか、その取引の中で約1400億をウォンの脱税があるのではないのか、韓国外換銀行の担当役員に不正があったのか、などをめぐる法的攻防で、今も未解決の状態である。この事件について、韓国政府が外資であるローン・スターを異常に厳しく扱っているのではないのかという観点から見守っている外国人投資家もかなりいる。
- 12) 私との会話で韓国の最大手銀行である国民銀行のある幹部は、最近韓国で引退した人々の中で退職金を株やファンド投資に投げ、老後生計資金まで失うことも度々みると心配を吐露したことがある。
- 13) 中国政府が決めた QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) の主な要件は、経営歴史が30年以上、資本金10億ドル以上、最近運用された証券資産総額が100億ドル以上などである。
- 14) 現在、仁川国際空港があるヨンゾン島を中心とする地域に2015年まで24万坪の敷地に約6000億円を投入し、東北アジアの貿易及び金融ハブを建設するという計画が実行段階に入っている。
- 15) 「東アジアのバランス論」とは、盧武鉉大統領が就任初期に空軍士官学校での演説で、韓国が東アジアの勢力均衡者 (balancer of power) の役割を果たせるという趣旨をさす。この発言は国内外に論争を起し、結果的には力を失ったが、盧武鉉政権とそれを後押しする社会の志向を見せるハプニングだった。
- 16) 韓国資産運用協会がまとめた資料によると、2006年現

在、フランス、アメリカ、カナダ、イギリス、韓国、イタリア、日本における GDP に対するファンド出資金の割合は、79.4%、78.5%、44.5%、33.4%、29.5%、24.6%、13.0%であった。

## 参考文献

- 上柳敏郎・石戸谷豊・桜井建夫 [2006], 『新・金融商品取引法ハンドブック』, 日本評論社
- 小林和子 [2007] 「証券取引法から金融商品取引法へ」『甲南経済学論集』第47巻 第4号, 327-351頁
- シン・ボンソ [2006], 「資本市場統合法の主な内容にたいする評価と今後の課題」金融リスクレビュー, 2月号, 41-64頁
- 土屋守章 [2005], 「ファンド資本主義の現実」『DIR 経営戦略研究』Vol. 4, 大和総研経営戦略研究所, 春季号, 6-13頁
- 武藤泰明, [2005], 『ファンド資本主義とは何か』, 東洋経済新報社
- 渡辺喜美 [2007], 『金融商品取引法』, 文芸春秋社
- 韓国金融研究院 [2007], 「『資本市場関連法の統合による金融法統合の基本方向と主要課題』
- 韓国財政経済部 [2006], 「『金融投資業と資本市場に関する法律制定方案』,」年2月17日。
- 三星経済研究所 [2006], 「ファンド資本主義の明と暗」9月。
- Altucher, James [2006], *The New Hedge Fund Capitalism*, John Wiley & Sons.
- Clark, Gordon [2000], *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press.
- Drucker, Peter F. [1976] *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harper & Row.
- (社)東アジア平和投資 (韓国) 代表