

韓国における人為的寡占状況にある信用格付け産業の諸問題

中西正行(阪南大学)

(目次)

はじめに

1 アジア通貨金融危機以前の韓国社債市場

1.1 現在の韓国社債市場の概観

1.2 保証機関別の社債保証

2 格付け産業の寡占体制形成

3 韓国格付け産業の寡占体制の現況と課題

おわりに

はじめに

韓国経済は1950年に勃発した朝鮮戦争後に急速な成長を果たす。しかし、韓国経済は日本植民地時代の収奪、朝鮮戦争による生産設備の破壊などにより低い資本蓄積の状況にあった。韓国政府は市中銀行を国有化し、財閥に資本を集中していった。1990年代に入っても韓国の市中銀行は財閥に所属していなかったため、財閥と比較して規模が小さかった。このため財閥への銀行貸出が限界に達していく。また、財閥は度重なる増資を行い、財閥家族の株式所有比率が低下し、支配権に問題が生じ、株式による資金調達も限界的になっていった。

こうした下で社債による資金調達が急増する。ただし、財閥は銀行借入依存度が高く、財閥は自らの信用度のみで社債を発行することが困難であった。このため財閥は金融機関による保証を付する社債を発行した。当初、銀行による全額の債務保証であった。保証付社債の発行額が増加するにつれ、財閥系証券会社による社債保証が増加する。アジア通貨金融危機直前には国家信用に支えられた保証基金・保証保険によって保証付社債の発行が促進された。しかし、1997年にアジア

通貨金融危機により財閥が相次ぎ倒産し、社債のデフォルトが市中銀行に連鎖し、市中銀行も倒産・合併することになった。

アジア通貨金融危機以降、信用格付けが無担保無保証社債に取得され、発行されるようになった。韓国の社債の中心は保証付社債から信用格付けを取得した社債へと移行した。当初、韓国の信用格付け機関は1980年代に3社設立された。韓国の銀行、証券会社などが株主で構成された。しかし、現在、外資系信用格付け機関であるMoody's、Fitchが大株主となっている。この間、金融当局による厳しい新規参入規制が課せられた。規制内容は、①無認可格付けの禁止、②登録制でない認可制、③部分的認可の禁止、勝手格付けの禁止である。

このような状況下で信用格付け産業は人為的な寡占状況が継続されている。問題意識として韓国でみられる人為的な寡占状況と海外でみられる自然発生的な寡占状況に差異がみられるのかということである。この論文では信用格付け産業における人為的寡占状況が与える影響について検討する。

1 アジア通貨金融危機以前の韓国社債市場

1.1 現在の韓国社債市場の概観

2023 年の韓国債券市場の発行額は 874 兆ウォン、社債市場の発行額は 89 兆ウォンで、債券市場全体に占める割合は 10%程度であった。社債市場の発行額は、2006 年に 20 兆ウォンであり、2023 年に 89 兆ウォンとなり、この間4倍に成長した。韓国社債市場の満期はアジア通貨金融危機以前で 3 年ものを中心としていた¹。しかし、2023 年までに5年もの以上の社債に占める割合が高くなり、社債市場の資金調達機能が向上し、社債市場拡大の要因の一つになった。

1.2 韓国の保証付無担保社債

現在、拡大する韓国社債市場の歴史的背景を見てみる。図表1はアジア通貨金融危機以前の韓国社債市場の発行状況である。韓国社債市場の

発行額は、1985 年に 3.2 兆ウォンであり、アジア通貨金融危機の発生する 1997 年に 34.3 兆ウォンと、この間 10.7 倍に拡大する。担保付社債の発行額は、1985 年に 460 億ウォンと全体に占める割合で 1.4%に過ぎず、1991 年に担保付社債の発行はなくなり、それ以降からアジア通貨金融危機まで皆無になった。一方、保証付無担保社債の発行額は、1985 年に 2.9 兆ウォンと全体に占める割合で 90.9%、1991 年に 10.8 兆ウォンと同 84.8%、1997 年に 28.9 兆ウォンと同 84.3%と高い割合を維持し続ける。保証付無担保普通社債が韓国社債市場で中心的な役割を担い、韓国社債の拡大を支えた。これは日米の社債市場の発展期で担保付社債が一定の役割を担ったこととは大きく異なる点である²。

図表1：アジア通貨金融危機以前の韓国社債市場の発行状況

(単位：10億ウォン)

年	無 担 保														担 保 付		合 計			
	保 証							無 保 証												
	普通		転換		新株引受権		小計		普通		転換		新株引受権						小計	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額				
1985	—	2,888	—	17	—	—	2,905	—	221	—	2	—	—	—	224	—	46	—	3,176	
1986	—	2,411	—	—	—	—	2,411	—	297	—	—	—	—	—	297	—	19	—	2,728	
1987	—	2,684	—	94	—	—	2,779	—	266	—	124	—	—	—	390	—	20	—	3,189	
1988	—	3,823	—	318	—	49	4,191	—	17	—	13	—	—	—	30	—	23	—	4,244	
1989	—	5,116	—	1,041	—	—	6,157	—	492	—	137	—	—	—	791	—	10	—	6,959	
1990	1,600	8,584	38	613	—	—	1,638	9,197	131	1,791	3	78	—	162	—	1,870	4	15	1,766	11,083
1991	2,564	10,807	24	135	—	—	2,588	10,992	209	1,748	—	—	—	134	1,748	—	—	2,792	12,740	
1992	2,115	8,193	10	134	—	—	2,125	8,327	255	2,797	2	12	—	209	2,809	—	—	2,882	11,137	
1993	2,296	10,976	28	217	—	—	2,324	11,973	342	4,228	15	176	—	—	257	4,405	—	—	2,681	15,587
1994	2,066	10,805	63	649	—	—	2,129	11,450	438	6,339	143	2,238	—	—	357	8,577	—	—	2,710	20,033
1995	2,367	15,667	33	782	—	—	2,450	16,450	321	6,113	48	1,017	—	—	581	7,131	—	—	2,319	23,581
1996	3,063	27,078	36	298	—	—	3,099	27,376	80	2,004	27	5,210	—	—	369	2,525	—	—	3,206	29,902
1997	2,035	28,932	24	235	—	—	2,059	29,168	143	4,259	39	894	—	—	107	5,153	—	—	2,246	34,322

出所：韓国証券監督院『資本市場年報』各号から作成

1.2 保証機関別の社債保証

アジア通貨金融危機以前に保証付無担保普通社債が韓国社債市場で大きな役割を担っていた。つまり、保証機関が無担保社債市場の拡大に寄与したことである。図表2で韓国の保証機関別

の社債保証について見てみる。

市中銀行の社債保証は、1985 年に 1.2 兆ウォンで全体の 41.3%を占めており、1993 年に 3.4 兆ウォンと 1985 年で 2.8 倍となるものの全体の 30.1%となり、全体に占める割合を落とす。一方、証券会

¹ 「韓国の市中銀行と財閥—保証付社債—」『大阪市大論集』98 号、2000 年 6 月、85 ページ

² 有沢広巳監修『日本の証券史 1』日本経済新

聞社、1995 年、68～72 ページ。森田隆大『格付けの深層』日本経済出版社、2010 年、56～68 ページ。

社の社債保障は、1985 年に 0.1 兆ウォンで全体の 3.4%に過ぎなかったものの、1993 年に 4.2 兆ウォン1985 年比で 41.6 倍となり、全体の 37.6%を占め、保証機関別主体で最も高い割合となった。しかし、アジア通貨金融危機の発生する 1997 年に市中銀行の社債保証は 1.7 兆ウォン、全体に占め

る割合 5.7%、証券会社の社債保証は 1.7%、全体に占める割合 5.9%と 1993 年比で各々金額および全体に占める割合を低下させる。代わって、最終的に国家信用に支えられた保障保険や信用保証基金の社債保証が 20.9 兆ウォンで全体の 71.8%を占めるようになった。

図表2：韓国の保証機関別の社債保証

(単位：10億ウォン、%)

年	市中銀行		地方銀行		特殊銀行		外国銀行支店		総合金融会社		証券会社		保証保険・信用保証基金		合計	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1985	374	1,212 41.3	104	200 6.8	66	386 13.1	156	704 24.0	59	176 6.0	42	101 3.4	240	157	1,041	2,939 100.0
1986	367	1,209 50.2	69	153 6.4	66	424 17.6	92	321 13.3	36	75 3.1	58	132 5.5	164	212	855	2,411 100
1987	269	774 27.9	52	101 3.7	77	486 17.5	151	701 25.2	75	280 10.1	90	223 8.1	261	209	975	2,779 100.0
1988	244	989 23.6	57	129 3.1	67	412 9.8	134	769 18.4	96	419 10.0	185	1,185 28.3	272	285	1,055	4,191 100.0
1989	250	860 14.0	38	166 2.7	90	418 6.8	95	379 6.2	77	616 10.0	316	3,276 53.2	293	437	1,159	6,157 100.0
1990	308	1,506 16.4	69	351 3.8	181	1,608 17.4	122	629 6.8	62	473 5.2	274	2,664 29.0	622	1,967	1,638	9,197 100.0
1991	681	3,277 29.8	230	1,071 9.7	203	1,342 12.2	71	338 3.1	46	188 1.7	278	1,646 15.0	1082	3,131	2,591	10,998 100.0
1992	585	2,690 32.2	187	749 9.0	137	515 6.2	51	176 2.1	74	262 3.1	470	2,457 29.5	921	1,483 17.7	2,125	8,332 100.0
1993	511	3,373 30.1	207	1,539 13.8	137	692 6.2	25	106 1.0	136	573 5.1	903	4,203 37.6	404	704 6.2	2,232	11,193 100.0
1994	387	2,309 20.2	247	1,924 16.8	76	358 3.1	53	372 3.3	153	1,401 12.2	785	3,746 32.7	428	1,341 11.7	2,129	11,455 100.0
1995	271	1,393 8.5	175	1,251 7.6	174	1,355 8.2	215	1,417 8.6	204	1,561 9.5	687	3,455 21.0	725	6,014 36.6	2,451	16,450 100.0
1996	400	3,093 11.3	296	2,219 8.1	277	2,463 9.0	93	511 1.9	387	2,569 9.4	487	2,182 8.0	1,159	14,335 52.3	3,099	27,376 100.0
1997	248	1,670 5.7	152	1,234 4.2	111	1,444 5	25	132 0.5	268	2,020 6.9	298	1,725 5.9	957	20,941 71.8	2,059	29,168 100.0

出所：韓国証券監督院『資本市場年報』各号より作成。

1985 年当初、銀行が社債保証の中心的役割を担っていた。銀行は歴史的に財閥の機関銀行になった経緯があり³、銀行に対する株式所有規制が銀行法によって厳しかった。このため銀行は財閥に所属せず、財閥企業との関係も希薄であり、小規模であった。銀行は財閥の重化学工業や電子産業の急速な資金ニーズに対応しきれず⁴、貸出のように資金の拘束されない社債保証による対応を余儀なくされた。一方、財閥も急速な増資により株式所有比率の低下にともない、支配権の問題を引き起こし、社債による資金調達を選好した。1992 年から 1993 年ごろに銀行の社債保証も限

界に達し、証券会社の社債保証が増加した⁵。証券会社は財閥に所属し、所属財閥の引受幹事や売り出しに盲目的に追従した。その後、社債満期が 3 年に集中していたため、3 年毎に借換発行が発生し、加えて新規の社債発行も追加された。銀行と証券会社の社債保証のみでは社債発行を支えなくなり、最終的に国家信用に支えられた保証保険や信用保証基金が社債保証を行うことになった。しかし、1997 年にアジア通貨金融危機が発生し、社債市場は崩壊し、社債保証制度も瓦解した。

³ 尹錫範他共著『韓国近代金融史研究』世経社、1996 年、362 ページ

⁴ 拙稿「韓国の産業構造の変換と社債市場」『大阪市大論

集』第 105 号、2003 年2月、24～25 ページ

⁵ 拙稿「韓国証券会社の社債保証と引受」『大阪市大論集』第 100 号、2001 年2月、6～9 ページ。

2 格付け産業の寡占体制形成

アジア通貨金融危機以前では社債保証機関が社債リスクを引き受けていた。また、韓国の証券会社が引受幹事を書きして社債評価を行っていた。しかし、韓国の証券会社は財閥に所属し、財閥の外部からの資金を集中することに注力していた。このため韓国の証券会社は社債の信用を評価する能力が低かったと言われていた⁶。社債保証制度が崩壊し、その後、格付け会社が社債リスクを評価する機関として登場し、現在の格付け産業の寡占体制がどのように形成されていくのか検討する。

図表3でアジア通貨金融危機後の三大格付け会

社⁷における株主構成の推移を見てみる。1999年の韓国信用評価の主要株主は韓国信用評価90%、Moody's 10%であった。韓国企業評価は政府系の韓国産業銀行 9.9%を筆頭株主に、財閥系証券会社 19.0%、投資会社 12.0%、大手生命保険会社 7.0%、一般企業 7.0%であった。韓国信用情報(現、NICE 信用評価)の主要株主は市中銀行9社、特殊銀行5社、地方銀行6社で合計90%以上を保有していた。アジア通貨金融危機の直後、政府系銀行、財閥系証券会社を株主とする格付け会社、市中銀行を株主とする格付け会社、信用評価機関を株主とする格付け会社が社債市場の拡大に寄与する。

図表3：韓国の三大格付け会社の株主構成

	1999年	2003年	2023年
韓国信用評価	韓国信用評価情報 (90%) Moody's (10%)	Moody's (50% + 1株) 韓国信用評価情報 (50% - 1株)	Moody's (100%)
韓国企業評価	韓国産業銀行 (9.9%) 教保生命 (7.0%) 現代証券(7.0%) ハンファ証券(7.0%) KTBNネットワーク (7.0%) 連合キャピタル (7.0%) 韓一セメント(7.0%) 三星証券(5.0%) キボキャピタル(5.0%)	韓一セメント(36.73%) 韓国産業銀行 (9.11%) Fitch Ratings Ltd(7.44%)	Fitch Ratings Ltd(73.55%)
NICE信用評価	市中銀行 9社 (62.95%) 特殊銀行 5社 (25.42%) 地方銀行6社(4.84%) 韓国信用情報従業員持株会 (4.50%) 全国銀行連合会 (2.29%)	ウリ銀行(9.65%) ハナ銀行(9.82%) 国民銀行(7.85%) 韓国信用情報従業員持株会(7.18%) 東京商工リサーチ(6.98%) 整理金融公社(6.25%) IBK企業銀行(6.25%) 韓国外換銀行 (6.25%)	NICEホールディング(100%)

出所：임경목『재권시장에서 신용평가기능 개선을 위한 정책방향』한국개발연구원, 2004年、28ページ、임형준『신용평가산업 규제 역사와 경쟁정책 개선방안』한국금융연구원, 2021年、54ページから作成。

2003年の韓国信用評価の主要株主はMoody's 50%+1株となり、Moody's が韓国信用評価の親会社となる。韓国企業評価の主要株主は韓一セメント 36.37%、Fitch Ratings Ltd 7.44%となり、財閥系証券会社が株主から姿を消し、外資系格付け会社が重要な役割を担うようになった。韓国信用情報(現、NICE 信用評価)の主要株主は依然として銀行を中心とした株主構成であった。外資系格付け会社が株主に登場し、銀行や財閥系証券会社が株主から姿を消し始める。この

背景にはクレジットカード会社の格付け問題があった。図表4で韓国におけるクレジットカード延滞率をみると、2003年に入り、延滞率が急激に上昇する。図表5で3年ものLGカード債の格付け推移と利回りをみると、利回りが5~7%から11~13%へと跳ね上がっている。これに対して3年ものBBB+債は5~7%と安定定期に推移している。この間、3ものLGカード債の利回りは3年もののBBB+債の利回りを大きく上回っていたにもかかわらず、AA~A+を維持していた。この後、LGカード

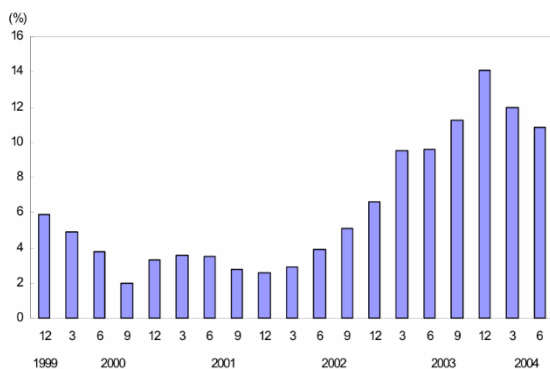
⁶ 韓国金融研究院『韓国金融産業発展史 1990年から2010年を中心に』韓国金融研究院、2014年、358ページ。

⁷ ソウル信用評価は売り上げ規模が極めて小さいため分析対象から除外する。

は破綻に追いやられ、LG 財閥は LG カードとその大株主の LG 投資証券の株式を債権団に差し出し、金融業から撤退する⁸。これに対して、批判がカード延滞およびカード債の利回り上昇にもかかわらず、格付け会社の格付け変更が遅れたこ

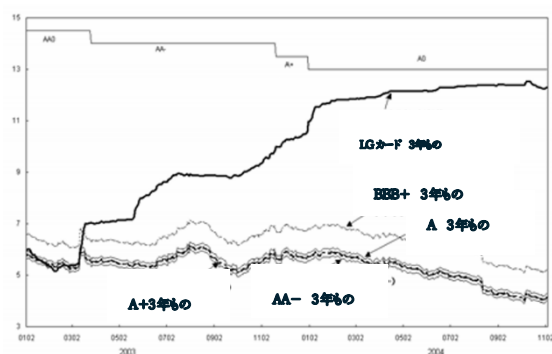
と、利益相反となる銀行や財閥系証券会社が格付け会社の株主になっていることに集中した⁹。これを受けて格付け会社の株主が韓国の金融機関から外資系格付け会社へと代わっていく。

図表4：韓国におけるクレジットカード延滞率 (単位：%)



出所：임경묵『채권시장에서 신용평가기능 개선을 위한 정책방향』한국개발연구원, 2004年, 33~34ページ

図表5：LGカードの格付推移と利回り (単位：縦軸は%、横軸は年)



出所：図表4と同じ

2023 年の韓国信用評価の株主は Moody's 100%、韓国企業評価の株主は Fitch Ratings Ltd 73.55%となり、外資系格付け会社の子会社となった。また、2007 年に NICE 信用評価(前、韓国信用情報)の株主は銀行から NICE ホールディング 100%へと変更になった。このように利益相反から韓国の銀行、財閥系証券会社が株主から姿を消した。また、クレジットカード格付け問題で起こったような混乱を避けるため、金融当局は新規参入を厳しく規制した。その参入規制は、①無認可格付けの禁止、②格付け会社の登録制でない認可制、③格付けの部分認可の禁止、④勝手格付けの禁止であった¹⁰。これにより外資系格付け会社を中心とした三社寡占体制が形成された。

3 韓国格付け産業の寡占体制の現況と課題

韓国の銀行や財閥系証券会社が利益相反の批判により格付け会社の株主欄から姿を消し、また、韓国格付け産業は厳しい参入規制のため外資系格付け会社を中心に寡占状況にある。こうした下で韓国格付け産業はどのような経済的な課題があるかを検討する。

まず、図表6でアジア通貨金融危機直前から韓国信用評価における格付け個数の推移を見てみる。アジア通貨金融危機直前の 1996 年に格付け個数は 173 個であり、アジア通貨金融危機直後の 1998 年に 108 個と 1996 年比で 40.5%減少する。その後、2003 年に 253 個まで増加するものの、クレジットカード債の格付け問題で 2006 年まで停滞する。その後、2015 年に 478 個と 2003 年比(クレジットカード格付け問題以前)で 1.9 倍に増加する。ただし、2015 年以降、格付け個数は横ばいを

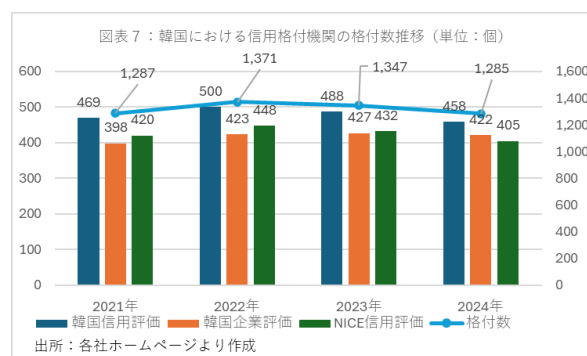
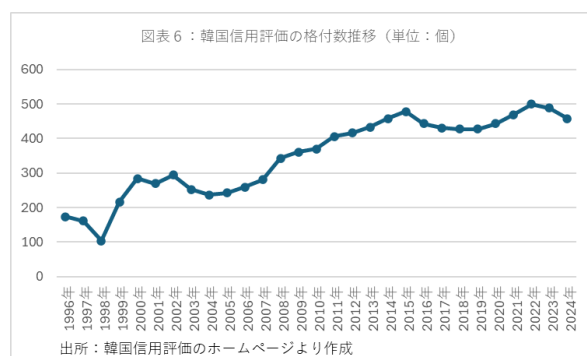
⁸ 三星財閥の三星カードも同様の事例である。三星カードは三星電子の子会社から三星生命の下で再生を図った。
⁹ 임경묵『채권시장에서 신용평가기능 개선을 위한 정책방향』한국개발연구원, 2004年

、59ページ。

¹⁰ 임형준『신용평가산업 규제 역사와 경쟁정책 개선방안』한국금융연구원, 2021年, 123~128ページ。

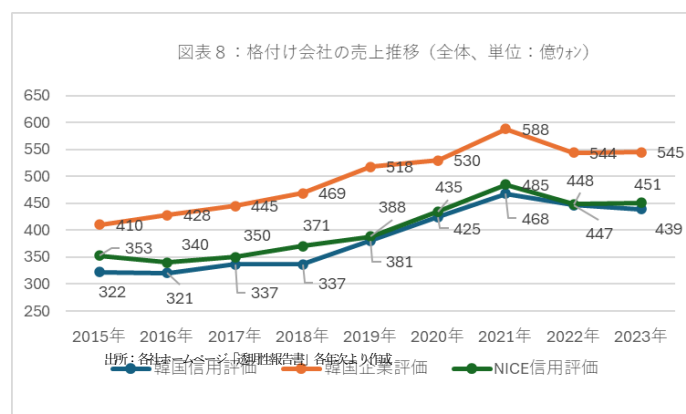
続ける。次に図表7で韓国における格付け産業の格付け総数の推移を見てみる。2001年に格付け総数は1287個であり、2024年1285個となり、この間、横ばいであった。三社の格付け個数を比較すると、2021年から2024年までで韓国信用評価は469個から458個、韓国企業評価は398個か

ら422個、NICE信用評価は420個から405個へと各々横ばいであった。また、三社とも格付け個数に大差はなく、過去からこの傾向が継続しており¹¹、寡占状況の下で格付け個数が均衡している。



以降、400～500個で均衡し横ばいであった。では、図表8で韓国三大格付け会社における売上高の推移を見てみる。2015年から2021年の間に韓国信用評価の売上高は322億ウォンから468億ウォンと45.3%増、韓国企業評価の売上高は410億ウォンから588億ウォンと43.4%増、NICE信用評価の売上高は353億ウォン485億ウォンと37.4%増となった。その後、2023年の売上高は、韓国信用評価で439億ウォンと2021年比6.2%減、韓国企

業評価で545億ウォンと同比7.3%減、NICE信用評価で同比7.0%減と減少に転じる。2015年以降、格付け総数は横ばいであった。しかし、格付け会社の売上高は右肩上がりであった。ただし、2021年以降、格付け会社の売上高は減少に転じる。また、韓国企業評価の売上高は、他社と比べて20%程度上回っていた。



¹¹ 同上、63ページ

次に図表 9～11 で格付け会社の売上高の内訳を見てみる。2015 年から 2023 年までの社債格付けに関連する売上高は、韓国信用評価で 111 億ウォンから 187 億ウォンと 68.5%増、韓国企業評価で 111 億ウォンから 194 億ウォンと 74.8%増、NICE 信用評価で 126 億ウォンから 194 億ウォンと 54.0%増であった。

しかし、2020 年から 2023 年までの社債格付けに関する売上高は、韓国信用評価で 185 億ウォンから 187 億ウォンで 1.1%増、韓国企業評価で 165 億ウォンから 194 億で 17.0%増、NICE 信用評価で 191 億ウォンから 194 億ウォンで 1.6%増であった。2015 年から 2023 年間に社債格付けに関する売上高は成長したように見えるものの、この間の前半の成長であった。

一方、2015 年から 2023 年までの社債格付けに関連する売上高以外をみると、韓国企業評価の ABCP(Asset-backed Commercial)の売上高は 32 億ウォンから 85 億ウォンへと 3.2 倍になり、同社の事業性評価の売上高は、この間、社債格付けに関連する売上高と同水準を維持していた。韓国信用評価の CP および電子短期社債に関連する売上高は、37 億ウォンから 58 億ウォンと 1.6 倍に増加し、NICE 信用評価の企業信用評価に関連する売上高は 10 億ウォンから 22 億ウォンへと 2.2 倍に増加した。2015 年以降に韓国の格付け総数は横ばいになりながらも格付け会社は、社債格付けに関連しない売上高で補填し、売上高を伸長させていった。

次に格付け会社の収益性について検討する。社債格付けに関連する売上高を格付け個数で割った格付け単価をみると、2016 年から 2021 年までに、韓国信用評価で 2500 万ウォンから 3940 万ウォンと 1.5 倍、韓国企業評価で 3010 万ウォンから

4990 万ウォンと 1.7 倍と大幅に上昇した。その後、2024 年に韓国信用評価で 4080 万ウォンと 2021 年比 3.6%増、韓国企業評価で 4370 万ウォンと同比 12.4%減、NICE 信用評価で 4800 万ウォンと同比 5.7%増となった。2016 年から 2021 年に格付け単価は上昇するものの、2021 年以降、横ばいあるいは減少していた。2015 年以降、格付け会社は格付け個数の横ばいを格付け単価の引き上げで補い、売上高を増加させてきた。しかし、格付け会社は 2021 年以降で格付け単価を大きく引き上げることができなく、売上高も横ばいになっていた。

2021 年から 2023 年までの売上高営業利益率を見ると、S&P で 50.9%から 32.3%へと 18.6 ポイント下落、Moody's で 45.7%から 37.5%へと 8.2 ポイント下落した。一方、韓国信用評価で 41.1%から 37.6%へと 3.5 ポイント下落、韓国企業評価で 30.6%から 24.3%へと 6.3 ポイント下落、NICE 信用評価で 30.1%から 20.1%へと 10.0 ポイント下落した。概して韓国の格付け会社はグローバル格付け会社の利益率を大きく下回っていた。ただし、Moody's の完全子会社である韓国信用評価は親会社の利益率水準に回帰する傾向がある。韓国の格付け会社の格付け手数料は発行額面に対して 0.01%である。これは欧米の半分以下の水準とされている日本の格付け手数料よりも低い¹²。韓国の格付け会社は人為的寡占状況にかかわらず、自然的な寡占状況にあるグローバル格付け会社の収益性よりも低かった。

¹² 森田、前掲書、25～26 ページ。

図表 9：韓国企業評価の売上高内訳

(単位：百万₩)

年	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
社債	11,107	10,735	12,170	13,272	15,436	16,527	18,549	16,503	19,376
企業手形および電子短期社債	4,005	4,090	4,353	4,868	4,993	4,925	4,930	5,063	6,007
ABS	6,226	6,869	7,331	3,399	4,032	4,398	3,920	3,490	3,603
ABCPおよびABSTB	3,163	3,290	3,311	7,232	8,492	8,038	11,160	10,452	8,515
CFR	4	5	3	67	6	7	7	9	4
ABL	133	166	195	115	95	113	73	94	139
Loan Rating	—	—	10	2	0	241	181	79	35
企業信用評価 (ICR)	1,380	1,409	1,569	1,836	1,821	1,652	1,875	1,905	1,975
保険金支払い能力評価 (IFSR)	144	192	130	156	158	178	158	176	141
事業性評価	14,006	15,224	14,678	15,466	16,206	16,297	17,309	15,954	13,812
情報	650	672	679	577	630	643	695	763	929
教育	210	191	107	—	—	—	—	—	—

出所：「透明性報告書」各年次

図表10：韓国信用評価の売上高内訳

(単位：百万₩)

年	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
社債	11,093	10,364	12,256	13,098	16,018	18,477	18,439	15,929	18,678
CPおよび電子短期社債	3,668	4,041	4,427	4,559	4,841	5,096	4,939	5,274	5,764
Issuer Rating	1,171	1,162	1,340	1,338	1,294	1,264	1,380	1,561	1,654
集合投資機構	245	222	535	539	188	72	70	63	66
IFSR	241	286	222	265	251	225	220	253	293
ABS	3,074	3,196	3,107	2,992	2,929	3,746	2,851	2,887	3,021
ABCP/STB	7,291	7,335	6,628	6,969	7,888	8,164	12,000	11,326	8,895
SE	80	17	15	7	13	—	—	2	9
ABL	246	124	116	105	36	21	51	48	90
Loan Rating	25	21	155	57	5	5	27	5	15
Covered Bond	—	—	—	—	214	50	14	16	15
事業性評価など	3,587	3,689	3,062	2,423	3,177	4,071	5,365	5,683	3,440
教育、セミナーなど	1,516	1,702	1,837	1,382	1,319	1,345	1,504	1,665	2,047

出所：「透明性報告書」各年次

図表11：NICE信用評価の売上高内訳

(単位：百万₩)

年	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
社債	12,571	11,540	13,005	14,476	16,484	19,054	20,115	16,025	19,422
企業手形および電子短期社債	4,601	4,598	4,630	5,034	5,332	5,313	5,553	5,482	6,132
ABS (MBS,CBO含む)	3,731	4,034	3,699	3,503	3,261	3,391	3,265	3,227	3,249
ABCP (ABSTBを含む)	6,889	7,115	6,924	6,772	6,688	6,939	8,879	9,062	7,621
企業信用評価	963	1,052	1,262	1,470	1,421	1,395	1,857	1,836	2,200
保険金支給能力評価	158	132	110	204	176	208	172	132	151
Loan Rating、ABLなど	358	235	328	179	247	407	291	144	197
その他信用評価	166	125	121	12	—	—	—	—	—

出所：「透明性報告書」各年次

3 人為的寡占状況における格付けの質

2015 年以降に韓国の格付け総数は横ばいになり、2021 年以降、格付け単価も低下し、韓国の格付け会社の収益性はグローバル格付け会社よりも低かった。こうした状況は韓国金融当局の厳しい

新規規制によるものであり、韓国における格付けの同質化を招き、格付けの質を低下させていると指摘された¹³。ここでは韓国の格付けの質について検討する。図表 12 で格付け相違比率について見てみると¹⁴、まず、複数格付け数は 2011 年に

¹³ 임형준, 前掲, 128~138 ページ

¹⁴ 同上, 90 ページ。

395 個で、2021 年に 425 個となり 7.6%増であった。格付け相違数を複数格付け数で割った格付け相違比率は 2011 年に 4.3%であり、2021 年に 7.8%と 3.5 ポイント上昇した。元来、複数格付け数が微増であり、格付け相違比率も伸び悩む状況であった。S&P と Moody’s の格付け相違比率は 20%を上回っていた¹⁵。韓国の格付けは同質化の問題を引き起こしていた。

では図表 13 で 2024 年8月現在の格付け相違比率の内訳をみると、複数格付け数 366 個、格付

け相違数 24 個、格付け相違比率 6.6%であった。過去の低い水準を維持していた。AAA 格に政府系企業が多く、AA 格に知名度の高い財閥企業が多かった。格付け相違比率は AAA 格から AA 格まで全体平均よりも低く、A 格以下の格付で高くなっていた。また、複数格付けでない銘柄に格付けの取り下げになったものが多かった。格付け変更、格付け相違になる場合に発行体が格付けを取得しなくなっていた。

図表12：格付相違比率

年	複数格付数	格付相違数	相違比率
2011	395	17	4.3%
2012	414	14	3.4%
2013	420	13	3.1%
2014	416	16	3.8%
2015	427	22	5.2%
2016	423	37	8.7%
2017	414	36	8.7%
2018	410	34	8.3%
2019	406	27	6.7%
2020	414	25	6.0%
2021	425	33	7.8%

出所：임형준 「신용평가산업 규제 역사와 경쟁정책 개선방안」 금융분석보고서, 2021年4月、90ページ

図表13：2024年8月現在の格付相違比率

	複数格付数	格付相違数	相違比率
AAA	61	1	1.6%
AA +	39	1	2.6%
AA	41	3	7.3%
AA -	67	1	1.5%
A +	49	5	10.2%
A	42	3	7.1%
A -	25	3	12.0%
BBB +	11	1	9.1%
BBB	10	0	0.0%
BBB -	3	1	33.3%
BB +	1	0	0.0%
BB	2	1	50.0%
BB -	4	1	25.0%
B +	2	1	50.0%
B	2	1	50.0%
B -	6	0	0.0%
CCC	1	1	100.0%
CC	0	0	0.0%
C	0	0	0.0%
合計	366	24	6.6%

出所：韓国三大各格付け会社のホームページより作成

韓国の格付け取下げが多いことを受けて、韓国企業評価と Moody’s の平均年間格付遷移率を比較してみる。AAA(Aaa)格、AA(Aa)格で次年度も同格である確率は、韓国企業評価で 96.90%、90.17%であり、Moody’s で 89.05%、85.69%であった。AAA 格から AA 格で韓国企業評価の方が安定的であった。A 格で次年度も同格である確率は、韓国企業評価で 82.18%、Moody’s で 87.35%と同水準であった。BBB(Baa)格、BB(Ba)

格、B 格で次年度も同格である確率は、韓国企業評価で 70.65%、58.58%、57.86%であり、Moody’s で 87.00%、76.76%、73.45%であった。BBB 格から B 格で韓国企業評価の方が激しく変遷していた。また、韓国企業評価の格付け取下げ比率は AAA 格を除いたどの格付けでも Moody’s を上回っていた。韓国企業は格下げなどの理由により格付け取得を止めてしまう。本来、格下げにより格付けの相違が起こるにもかかわらず、格付

¹⁵ Barton,A.,2006,“Split Ratings and the Prediction of Bank Ratings in the Basel II Environment,”Doctoral Thesis,University of Southampton
Bowe,M. and W.Larik, 2014, “Split Ratings and Differences

in Corporate Credit Rating Policy between Moody’s and Standard Poor’s,” Financial Review,Vol.49

け取得を止めてしまうので、格付けの同質化が起
こりやすくなっていた。格付けの同質化は格付け
会社の寡占による横並び意識で起こるのではな
く、発行体の行動によって引き起こされていた。

図表 14~15 で韓国企業評価と Moody's の平均
累積デフォルト率(10 年間)を比較してみる。AAA
(Aaa)格から A 格で韓国企業評価のデフォルト率

図表14：韓国企業評価の平均累積デフォルト率 (単位：%)

等級	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.04	0.14	0.23	0.44	0.55	0.61	0.73	0.80	0.87	0.87
BBB	0.37	0.81	1.46	1.92	2.32	2.52	2.73	2.80	2.94	3.27
BB	3.58	6.14	7.69	8.30	8.67	8.92	9.31	9.98	10.11	10.11
B	6.92	11.17	14.36	15.17	15.38	15.84	16.07	16.07	16.07	16.07
CCC	7.84	13.32	14.19	14.19	14.19	14.19	14.19	14.19	14.19	14.19
CC	0.00	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
C	33.96	36.45	37.65	37.65	37.65	37.65	37.65	37.65	37.65	37.65

出所：会社ホームページより作成

韓国における格付け分布の推移を見てみる。投
資等級(BBB 格以上)の全体に占める割合をみる
と、韓国信用評価は 2021 年 87.8%から 2024 年
93.7%へと 5.9 ポイント増加させ、韓国企業評価は
2021 年 86.4%から 2024 年 87.2%へと 0.8 ポイント
増加させ、NICE 信用評価は 2021 年 79.8%から
2024 年 86.7%へと 6.9 ポイント増加させた。韓国の
格付け会社は投資等級の全体に占める割合が高
く、一層、その割合を高めている。2021 年から
2024 年までの投資等級の全体に占める割合の内
訳を見てみる。AAA 格の全体に占める割合は、
韓国信用評価で 15.6%から 16.4%へと 0.8 ポイント
増、韓国企業評価は 14.6%から 13.7%と 0.9 ポイ
ント減、NICE 信用評価は 14.1%から 14.8%と 0.7
ポイント増であった。AA 格の全体に占める割合は、
韓国信用評価で 34.6%から 38.4%へと 3.8 ポイント
増、韓国企業評価で 35.2%から 34.6%へと 0.6%
減、NICE 信用評価で 33.8%から 36.8%へと 3.0
ポイント増であった。A 格の全体に占める割合は、
韓国信用評価で 29.3%から 32.0%へと 2.7 ポイント
増、韓国企業評価で 27.1%から 30.3%へと 3.2 ポ
イント増、NICE 信用評価で 25.7%から 30.4%へと

の方が低い。韓国の格付け会社は AAA 格から A
格で優れた格付け分析・評価を行っていた。反対
に BBB 格以下で韓国企業評価のデフォルト率の
方が高かった。BBB 格以下の金利が銀行貸出金
利よりも高いため、韓国のジャンクボンド市場が確
立されてこそ、発行個数もわずかであった。

図表15：ムーディーズの平均累積デフォルト率(世界)

等級	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
Aaa	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
Aa	0.01	0.04	0.08	0.14	0.21	0.29	0.37	0.44	0.52	0.59
A	0.05	0.14	0.27	0.41	0.61	0.83	1.07	1.33	1.6	1.88
Baa	0.14	0.35	0.60	0.88	1.17	1.50	1.81	2.14	2.51	2.91
Ba	0.60	1.61	2.83	4.17	5.43	6.68	7.90	9.10	10.38	11.68
B	2.80	6.86	11.16	15.13	18.73	21.94	24.83	27.39	29.76	31.85
Caa-C	9.30	16.65	22.94	28.44	33.32	37.44	40.06	44.06	46.77	48.98

出所：「データ・レポート：クロス・セクター-日本の発行体におけるデフォルト率と格付遷移1990-2021年」

<https://ratings.moodys.com/api/rmc-documents/391974>

4.7 ポイント増であった。BBB 格の全体に占める割
合は、韓国信用評価で 8.5%から 7.1%へと 1.4 ポ
イント減、韓国企業評価で 9.5%から 8.5%へと 1.0
ポイント減、NICE 信用評価で 6.2%から 4.7%へと
1.5 ポイント減となった。三社とも AA と A 格の全体
に占める割合が高く、一層、その割合を高めてい
た(AA 格の韓国企業評価を除く)。一方、三社とも
BBB 格の全体に占める割合を低下させた。韓国
の格付け会社の課題は格付けの「同質化」ではな
く、投資等級の格付けボリュームゾーンへの「集
中」の方がより深刻な課題であった。

おわりに

1980 年後半から韓国の社債市場は社債保証に
よって急拡大した。しかし、社債保証機関の資金
的な限界が社債市場の限界であった。アジア通
貨金融危機の崩壊によって、韓国の社債保証シ
ステムは瓦解した。これに代わって、韓国の格付
け会社が社債市場の中心的役割を担うようにな
った。しかし、信用カードの格付け問題が起こる
と、格付け会社の株主である金融機関に批判が
集まり、韓国の格付け会社の株主は外資系格付

け会社を中心とする体制に変化した。また、新規参入規制が厳格に維持され、韓国の格付け産業は人為的な寡占状況になった。これによって格付けの「同質化」つまり質の低下が指摘された。

しかしながら、人為的な寡占状況にありながらも韓国の格付け産業の収益性は高くなかった。韓国の格付けの質は格付け上位では高く、むしろ投資等級のボリュームゾーンへの格付けの集中が課題となっていた。

人為的な寡占状況にありながら、「どうして格付けの収益性が低いのか」、「どうして投資等級のボリュームゾーンの格付けの集中しているのか」という疑問が起こる。仮説として韓国財閥企業が格付け産業に大きな影響を与えていると考えられる。これらは今後の研究課題としたい。

参考文献

(韓国語)

권효성「신용평가제도의 현황과 활성화 방향」한국은행 금융산업팀, 2008 年

김필규『신용평가산업의 역할과 기능 활성화 방안』자본시장연구원, 2015 年

오세경『국내 기업 신용평가산업의 환경변화와 향후 활성화 방안』한국금융연구원, 2011 年

임경목『채권시장에서 신용평가기능 개선을 위한 정책방향』한국개발연구원, 2004 年

임형준『신용평가산업 규제 역사와 경쟁정책 개선방안』한국금융연구원, 2021 年

韓国金融研究院『韓国金融産業発展史 1990 年から 2010 年を中心に(韓国語)』2014 年

「KR Rating Performance, 1998-2023」한국기업평가, 2024 年 3 月 22 日、www.korearatings.com

(英語)

Barton, A., 2006, “Split Ratings and the Prediction of Bank Ratings in the Basel III Environment,” Doctoral Thesis, University of Southampton

Bowe, M. and W. Larik, 2014, “Split Ratings and Differences in Corporate Credit Rating Policy between Moody’s and Standard Poor’s,” Financial Review, Vol. 49 (日本語)

黒沢義孝『格付けの経済学』PHP 研究所, 1999 年

黒沢義孝『格付け会社の研究』東洋経済新報社, 2007 年

田中英隆、石渡昭『格付 価値の再認識と広がる投資戦略』日本経済新聞出版社, 2016 年

廣瀬和貞『アートとしての信用格付』金融財政事情研究会, 2021 年

淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社, 2009 年

森田隆大『格付けの深層』日本経済出版社, 2010 年

「データ・レポート:クロス・セクター:日本の発行体におけるデフォルト率と格付遷移 1990 - 2021 年」

<https://ratings.moody.com/api/imc-documents/391974>