PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics and Business

Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Research Papers of Wroclaw University of Economics and Business
Year 2024, Vol. 68, No. 2
ISSN 2392-0041

Oligopolizacja rynku usług ratingowych

Paweł Kulpaka

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

E-mail: pawel.kulpaka@wp.pl

ORCID: 0000-0002-9413-8590

© 2024 Paweł Kulpaka

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0). Skrócona treść licencji na https://creativecommons. org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl

Cytuj jako: Kulpaka, P. (2024). Oligopolizacja rynku usług ratingowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, *68*(2), 12-22.

DOI: 10.15611/pn.2024.2.02

JEL: D43, G24, L13

Streszczenie: Artykuł poświęcony jest rynkowi usług ratingowych. Jego podstawowym celem jest badanie utrzymującej się oligopolistycznej struktury tej branży w latach 2007-2021. Analizę oparto na danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, obejmując zarejestrowane agencje ratingowe wpisane na listę NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) – „krajowych statystycznych organizacji kwalifikacyjnych". Ponadto w części teoretycznej i historycznej pracy wykorzystano wyselekcjonowane pozycje literatury przedmiotu poświęcone tematyce rynku usług ratingowych oraz oligopolu. W artykule zastosowano metodę badań nazywaną analizą danych wtórnych (*desk research*) oraz analizę wybranej literatury przedmiotu. Dominacja agencji tworzących „wielką trójkę" (Standard & Poor's, Moody's Investor Service oraz Fitch Ratings) na rynku usług ratingowych, których udział w całej branży w poszczególnych latach badanego okresu kształtował się w przedziale od 94,4% do 98,3%, świadczy o utrzymującej się oligopolistycznej strukturze tego rynku. Rynek usług ratingowych pozostaje przykładem jednego z najbardziej skoncentrowanych sektorów w skali całej gospodarki światowej.

Słowa kluczowe: rating, agencje ratingowe, oligopol

1. Wstęp

Genezą powstania rynku usług ratingowych był dynamiczny rozwój w XIX w. w Stanach Zjednoczonych: prasy finansowej, kupieckich agencji kredytowych oraz bankowości inwestycyjnej specjalizującej się w obsłudze najbogatszych klientów. Do połowy lat 70. XX w. ratingi były przyznawane i używane w znaczącym zakresie właściwie tylko w Stanach Zjednoczonych i pozostawały pewnym specyficznym amery-

kańskim fenomenem. Wraz z postępującymi procesami liberalizacji, deregulacji i globalizacji międzynarodowych rynków finansowych rozpoczęła się zagraniczna ekspansja amerykańskich agencji ratingowych tworzących „wielką trójkę" (Fitch Ratings, Moody's Investor Service oraz Standard & Poor's), której towarzyszył globalny wzrost popytu na tego rodzaju usługi. Współcześnie agencje ratingowe oraz oferowane przez nie produkty stały się istotną, integralną i nieodłączną częścią współtworzącą infrastrukturę zarówno wielu krajowych, jak i międzynarodowych rynków finansowych, bez której ich sprawne funkcjonowanie nie byłoby możliwe.

Celem artykułu jest zbadanie utrzymującej się oligopolistycznej struktury rynku usług ratingowych w latach 2007-2021.

Praca składa się ze wstępu, czterech krótkich rozdziałów merytorycznych oraz zakończenia. W pierwszej teoretycznej części scharakteryzowano podstawowe teorie ekonomiczne poświęcone rynkom oligopolistycznym. Dalej zanalizowano definicję, genezę i ewolucję ratingu. W trzeciej – empirycznej części pracy przebadano strukturę rynku usług ratingowych w latach 2007-2021. Na końcu artykułu zaś zestawiono podstawowe przyczyny powodujące utrzymywanie się oligopolu na rynku usług ratingowych. Najważniejsze wnioski z przeprowadzonych badań zawarto w krótkim zakończeniu.

Artykuł powstał z wykorzystaniem wybranych pozycji literatury dotyczących tematyki rynku usług ratingowych, oligopolu oraz publicznie dostępnych danych źródłowych pochodzących przede wszystkim z amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (U. S. Securities and Exchange Commission). W opracowaniu zastosowano metodę badań nazywaną analizą danych wtórnych (*desk research*) oraz analizę wybranej literatury przedmiotu. Metody te wybrano ze względu na zakres i cel analizy oraz z powodu ograniczonej objętości artykułu.

2. Oligopol w ekonomii

Konkurencja doskonała, konkurencja monopolistyczna, oligopol i monopol to cztery podstawowe rodzaje struktur rynkowych, które są szeroko analizowane w teorii ekonomii. Oligopol zalicza się do jednej z form niedoskonałej konkurencji. Sytuację na rynku oligopolistycznym charakteryzują następujące parametry (Czarny, 2006, s. 200-203):

a) funkcjonuje kilka firm, które tworzą podażową stronę rynku, mają zdolność do zachowywania strategicznego oraz są w stanie oddziaływać na sytuację rynkową; razem firmy te determinują poziom cen (są cenotwórcami),
b) wielu kupujących tworzy popytową stronę rynku, z których żaden nie ma dostatecznej siły, aby wpływać na sytuację rynkową; w rezultacie kupujący są cenobiorcami,
c) produkty lub usługi mogą, ale nie muszą, być zróżnicowane (model czystego oligopolu z homogenicznymi produktami oraz model zróżnicowanego oligopolu ze zróżnicowanymi produktami),
d) rozpoczynanie działalności przez nowe firmy, jak również jej kończenie przez dotychczas działające na rynku podmioty może być ograniczone wskutek istnienia naturalnych lub prawnych barier wejścia lub wyjścia.

Jak dotąd ekonomiści nie zdołali opracować jednego uniwersalnego modelu oligopolu. Do podstawowych modeli oligopolu występujących w teorii ekonomii zalicza się:

a) modele oligopoli, w których firmy działają niezależnie i reagują na zmiany wielkości produkcji u konkurenta – modele konkurencji ilościowej (model duopolu Cournota, opracowany w pierwszej połowie XIX w. przez francuskiego inżyniera i ekonomistę (Dou i Ye, 2018, s. 1-8), oraz będący jego rozwinięciem model Stackelberga z liderem i naśladowcą stworzony w latach 30. XX w. przez niemieckiego ekonomistę (Hou i in., 2017, s. 1-16)),
b) modele oligopoli, w których firmy działają niezależnie i reagują na zmiany cen konkurentów – modele konkurencji cenowej (model Bertranda opracowany w latach 80. XIX w. przez francuskiego matematyka i ekonomistę (Kamiński i Latek, 2016, s. 303-316), model Edgewortha, będący roz-

winięciem wcześniejszego modelu Bertranda, stworzony pod koniec XIX w. (Erto, 2014, s. 804-830), oraz pochodzący z lat 30. XX w. model złamanej krzywej popytu (Gayer, 2017, s. 1-3)),

c) modele oligopoli, w których firmy współpracują ze sobą w celu wspólnego maksymalizowania zysków (kartele dążące bezpośrednio do maksymalizacji zysków, kartele dzielące rynek pomiędzy poszczególnych uczestników porozumienia, modele przywództwa cenowego firmy o niskich kosztach, modele przywództwa cenowego firmy dominującej na rynku będącej liderem (Rao, 2015, s. 51-52)).

Praktyczna obserwacja i analiza sposobów funkcjonowania różnych rynków oligopolistycznych pozwala zauważyć, że działają one często w dość odmienny sposób. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w bogactwie modeli ekonomicznych, które próbują wyjaśniać zachowanie się firm tworzących oligopol, sposób ustalania wielkości produkcji, cen rynkowych, konkurowania, maksymalizacji zysku oraz osiągania równowagi przez rynek. Znaczna część teorii dotycząca oligopolu ma swoje początki w XIX w. oraz w pierwszej połowie XX w. Powstały wtedy pierwotne wersje różnych modeli, które były następnie rozwijane i modyfikowane przez kolejnych ekonomistów (Tao i Wang, 2018), czego rezultatem jest obecnie bardzo duża liczba różnych modeli oligopolu występujących w wielu wariantach (Wako i Otha, 2015), przy różnych założeniach (Yu i Yu, 2018), które uwzględniają poszczególne dodatkowe czynniki i zmienne (Korzeb i in., 2021, s. 37-40). Znajduje to swoje odzwierciedlenie w bogatej literaturze przedmiotu obecnej w międzynarodowych naukowych bazach danych, które zawierają dziesiątki tysięcy publikacji na temat rynków oligopolistycznych.

Jednym z najbardziej popularnych wskaźników służących do mierzenia stopnia koncentracji branży jest indeks Herfindahla-Hirschmana, określany skrótem HHI (Czarny, 2006, s. 204). Można go obliczać na dwa sposoby:

a) jako sumę kwadratów udziałów w rynku wyrażoną w procentach (wskaźnik przyjmuje wartości z przedziału od 1/*n* do 1, gdzie *n* to liczba firm obecnych na rynku),
b) jako suma kwadratów procentowego udziału w rynku każdego z przedsiębiorstw (wskaźnik przyjmuje wartości z przedziału od 10 000/*n* do 10 000).

Indeks HHI liczony drugą metodą jest dziesięć tysięcy razy większy od wskaźnika liczonego pierwszym sposobem. Im wyższą wartość przyjmuje wskaźnik Herfindahla-Hirschmana, tym większy jest stopień koncentracji branży. Zgodnie z teorią przyjmuje się, że wartości indeksu (Korzeb i in., 2021, s. 41-42):

a) w przedziale od 0 do 0,15 lub liczone drugim sposobem od 0 do 1500 świadczą o niskiej koncentracji rynku,
b) w przedziale od 0,15 do 0,25 lub liczone drugim sposobem od 1500 do 2500 świadczą o umiarkowanej koncentracji rynku,
c) powyżej 0,25 lub zgodnie z drugą formułą powyżej 2500 uznaje się je za przejaw wysokiej koncentracji rynku, w tym co najmniej oligopolu.

3. Definicja, geneza i ewolucja ratingu

W polskiej literaturze naukowej rating zdefiniowano jako uniwersalny system ocen pozwalających na klasyfikację ryzyka inwestycyjnego w skali krajowej i międzynarodowej (Dziawgo, 2010, s. 68-70). Rating jest opinią wydawaną przez niezależną, zewnętrzną, profesjonalną agencję na temat danego podmiotu lub emitowanych przez niego instrumentów finansowych, która pozwala ocenić wiarygodność finansową emitenta. Poprzez przyznawane ratingu agencje komunikują uczestnikom rynku swoje sądy i opinie, które formułowane są na podstawie profesjonalnych analiz opierających się na szerokim zakresie dostępnych informacji. Ponadto redukują problem występowania asymetrii informacji na rynkach finansowych, ułatwiają emitentom pozyskiwanie kapitałów, a inwestorom umożliwiają podejmowanie lepszych decyzji inwestycyjnych (Korzeb, Kulpaka i Niedziółka, 2019, s. 9). Rating jest outsourcingiem wewnętrznych analiz pozwalających szacować wiarygodność finansową danych podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów finansowych, na podstawie których podejmowane są decyzje inwestycyjne.

Początkiem rozwoju rynku usług ratingowych była budowa kolei żelaznych w Stanach Zjednoczonych w XIX w. Wiązała się ona z ogromnymi nakładami inwestycyjnymi. Środki na sfinansowanie rozwoju tej infrastruktury pozyskiwano w dużym stopniu poprzez emitowanie obligacji. Rozwój rynku instrumentów dłużnych zwiększył zapotrzebowanie inwestorów na dostęp do aktualnych informacji finansowych, które były niezbędne do racjonalnego podejmowania decyzji inwestycyjnych. Rozwijająca się dynamicznie w tamtym okresie prasa finansowa starała się zaspokajać te potrzeby (Langhor i Langhor, 2008, s. 375-376).

W połowie XIX w. zaczęły powstawać kupieckie agencje kredytowe, które jako pierwsze stworzyły system symboli literowych, który był używany do oceny sytuacji finansowej firm handlowych. Publikowane przez nie raporty kredytowe były szeroko wykorzystywane do oceny wiarygodności finansowej przedsiębiorstw. W XIX w. funkcję, którą obecnie pełnią agencje ratingowe, wykonywały trzy różne typy podmiotów: prasa finansowa, agencje publikujące raporty kredytowe oraz bankierzy inwestycyjni, którzy specjalizowali się w obsłudze tylko najbogatszych klientów (Korzeb i in., 2021, s. 25). Część powstałych wtedy kupieckich agencji kredytowych, ewoluując i współpracując z prasą finansową, przekształciła się na przełomie XIX i XX w. w obecne po dzień dzisiejszy na rynku agencje ratingowe.

W 1900 r. dziennikarz John Moody założył przedsiębiorstwo John Moody & Company, które dało początek jednej z trzech najważniejszych agencji ratingowych tworzących współcześnie „wielką trójkę" – firmie Moody's Investor Service. Wiosną 1909 r. rozpoczęła ona publikowanie pierwszych ratingów obligacji emitowanych przez firmy kolejowe, a w 1919 r. zaczęła nadawać ratingi obligacjom skarbowym i municypalnym. W ten sposób John Moody połączył jako pierwszy trzy funkcje: informacji finansowej, ratingu oraz certyfikowania jakości instrumentów dłużnych poprzez reputację firmy przyznającej rating. Był również pierwszym, który rozpoczął pobieranie od inwestorów opłat subskrypcyjnych za dostęp do opracowywanych, publikowanych i aktualizowanych przez siebie ratingów. Można go zatem uznać za twórcę modelu biznesowego „inwestor płaci" (*investor-paid*), na którym opierało się funkcjonowanie rynku usług ratingowych do początku lat 70. XX w. (Korzeb i in. 2019, s. 14).

Sukces i pomysł firmy Moody's został dość szybko skopiowany przez konkurencję. W 1916 r. przedsiębiorstwo Poor's Publishing zaczęło jako drugi podmiot przyznawać ratingi obligacjom. W 1922 r. dołączyła do nich firma Standard Statistics, która została założona w 1906 r. i specjalizowała się w gromadzeniu i udostępnianiu informacji finansowych przedsiębiorstw spoza sektora kolejowego. W 1924 r. ratingi obligacjom zaczęła przyznawać firma Fitch Publishing, założona w 1913 r. i również specjalizująca się w zbieraniu i publikowaniu danych finansowych. W ten sposób w początkach XX w. doszło do powstania znanych obecnie trzech wielkich agencji ratingowych, które stopniowo opanowały i zoligopolizowały globalny rynek usług ratingowych. Przez całe dziesięciolecia firmy te przygotowywały i sprzedawały ratingi obligacji, które były emitowane na rynku papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych zainteresowanym podmiotom, którymi byli przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni, w formie okresowych papierowych publikacji (Korzeb i in., 2019, s. 15). Aż do początków lat 70. XX w. agencje ratingowe działały w modelu, w którym zainteresowani inwestorzy płacili za możliwość korzystania z publikowanych ratingów (Lawrance, 2010, s. 211). Do połowy lat 70. XX w. ratingi były przyznawane i używane w znaczącym zakresie właściwie tylko w Stanach Zjednoczonych i pozostawały specyficznym amerykańskim fenomenem (Korzeb i in., 2021, s. 27).

Wraz z wynalezieniem i szybkim rozpowszechnieniem się technologii kopiowania papieru w początkach lat 70. XX w. agencje ratingowe zaczęły stopniowo pobierać opłaty od emitentów za przyznawanie ocen emitowanym instrumentom dłużnym – najpierw obligacjom, a później również krótkoterminowym dłużnym papierom wartościowym firm (*commercial papers*). Kserokopiarki umożliwiały szybkie i niekontrolowane kopiowanie publikowanych ratingów oraz ich dystrybucję w środowisku zaprzyjaźnionych inwestorów, bez konieczności ponoszenia opłat za dostęp do tych informacji przez każdego z nich. Występowanie ekonomicznego problemu „jeźdźca na gapę" stanowiło w nowym otoczeniu technologicznym poważne zagrożenie i wyzwanie dla przychodów firm ratingowych, co skłoniło je do poszukiwania innych rozwiązań w odmiennym otoczeniu, w którym działały. W ten sposób dokonało się dość szybkie odejście od modelu, gdzie inwestorzy płacili za interesujące ich ratingi (inwestor płaci

– *investor-paid*), i przejście na rozwiązanie, gdzie emitenci ponoszą koszty przyznawanych opinii, na podstawie których inwestorzy oceniają ich wiarygodność finansową (współczesny model emitent płaci – *issuer-paid*) (Korzeb i in., 2019, s. 24).

Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd przyjęła w 1975 r. regulacje dotyczące minimalnych wymogów kapitałowych, które obowiązywały zdecydowaną większość inwestorów instytucjonalnych. W kolejnych latach zakres obowiązywania tych przepisów był rozszerzany (Langhor Langhor, 2008, s. 384, 429-468). Ocena jakości posiadanych portfeli inwestycyjnych instrumentów dłużnych oparta została na zewnętrznych ratingach. Jednocześnie komisja stworzyła oficjalny rejestr agencji ratingowych funkcjonujący pod nazwą NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) – „krajowych statystycznych organizacji kwalifikacyjnych", oraz przyjęła, że do oficjalnych celów regulacyjnych mogą być stosowane ratingi przyznawane tylko przez firmy znajdujące się na tej liście. Statut ten przyznano firmom: Fitch Ratings, Moody's Investor Service oraz Standard & Poor's, które przez wiele kolejnych lat były jedynymi agencjami ratingowymi wpisanymi do tego rejestru (Korzeb i in., 2021, s. 31-32).

Stopniowe przyjmowanie i rozszerzanie zakresu obowiązywania takich regulacji prawnych zaczęło kreować sztywny popyt na usługi agencji ratingowych. Obligatoryjne stosowanie zewnętrznych ratingów w celach regulacyjno-nadzorczych zwiększyło zapotrzebowanie na tego typu usługi. W konsekwencji znacznie ułatwiło to w latach 70. XX w. trzem wiodącym agencjom ratingowym na szybkie i skuteczne przejście z wcześniejszego modelu biznesowego inwestor płaci na znane nam współcześnie rozwiązanie emitent płaci oraz przyczyniło się do utrwalenia oligopolistycznej struktury tego rynku.

Współcześnie agencje ringowe, przede wszystkim tworzące „wielką trójkę" (Standard & Poor's, Moody's Investor Service oraz Fitch Ratings), oraz oferowane przez nie produkty stały się istotną, integralną i nieodłączną częścią współtworzącą infrastrukturę wielu zarówno krajowych, jak i międzynarodowych rynków finansowych, bez której ich sprawne funkcjonowanie nie byłoby możliwe. Są one jednymi z najważniejszych pośredników dostarczających informacje, którymi są ich opinie (ratingi) o tysiącach emitentów i instrumentów dłużnych obecnych na globalnych rynkach finansowych (Mullard, 2012, s. 87 - 91). Oprócz agencji z „wielkiej trójki" funkcjonuje co prawda ok. 150 innych firm ratingowych, jednak większość z nich ma znaczenie tylko lokalne. Prowadzą działalność gospodarczą w jednym kraju lub specjalizują się w ocenie danego, zazwyczaj wąskiego, niszowego typu instrumentu finansowego. Znaczenie tych agencji i ich wpływ na rynki finansowe jest bardzo mały. W grupie tej funkcjonuje co prawda kilka podmiotów, które mają w Stanach Zjednoczonych statut krajowej statystycznej organizacji kwalifikacyjnej i są wpisane przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd na listę NRSRO i od lat starają się utrzymać na rynku i konkurować z agencjami ratingowymi tworzącymi „wielką trójkę", jednak ich udział w globalnym rynku usług ratingowych jest niewielki. Od wielu lat nieprzerwanie rynek ten jest zdominowany przez agencje tworzące „wielką trójkę", które łącznie mają ok. 95% udziału w tym sektorze (Korzeb i in., 2021, s. 32-36). Rynek agencji ratingowych jest przykładem jednego z najbardziej skoncentrowanych (zoligopolizowanych) rynków w skali całej planety.

Działalność agencji ratingowych spotkała się w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat kilkukrotnie z falami ostrej krytyki, która ostatecznie doprowadziła do uchwalenia wielu istotnych zmian prawnych, w wyniku których funkcjonowanie globalnego rynku usług ratingowych się zmienia. Największe kontrowersje związane z działalnością agencji ratingowych wystąpiły:

a) w trakcie kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r.,
b) na przełomie 2000 i 2001 r. podczas skandalu związanego ze stosowaniem agresywnej księgowości („kreatywnej" księgowości) w niektórych korporacjach międzynarodowych, co doprowadziło m.in. do bankructwa Enronu w grudniu 2001 r. oraz WorldComu w lipcu 2002 r. w Stanach Zjednoczonych,
c) podczas wielkiego kryzysu finansowego w latach 2008-2009,
d) w trakcie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro w latach 2010-2012.

Z perspektywy lat wyraźnie widać, że we wszystkich tych sytuacjach adekwatność przyznawanych ratingów oraz tempo i zakres ich aktualizacji wyraźnie odbiegały od realiów. Amerykańskie korporacje

Enron i WorldCom miały ratingi na poziomie inwestycyjnym jeszcze na kilka dni przed ogłoszeniem upadłości. Z perspektywy początków XXI w. były to przykłady największych bankructw w historii Stanów Zjednoczonych.

Podobna sytuacja miała miejsce w trakcie wielkiego kryzysu finansowego. Drastycznym tego przykładem był bank inwestycyjny Bear Stearns, który zbankrutował, mając jeszcze kilka dni wcześniej rating na poziomie inwestycyjnym, czy bank inwestycyjny Lehman Brothers', którego krótkoterminowe papiery dłużne miały rating inwestycyjny jeszcze rankiem 15 września 2008 r., to jest w dniu ogłoszenia upadłości tej instytucji. Ponadto masowe nadawanie zawyżonych ratingów na najwyższych poziomach inwestycyjnych skomplikowanym instrumentom strukturyzowanym w pierwszej dekadzie XXI w. było jedną z fundamentalnych przyczyn, która spowodowała narastanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych oraz – choć w mniejszym zakresie – w niektórych innych państwach, co jest powszechnie uznawane za jeden z podstawowych powodów, który doprowadził do wybuchu tego kryzysu (Gannon, 2013, s. 1017-1019). Reasumując, należy stwierdzić, że od ok. 30 lat jakość ratingów oraz funkcjonowanie tego rynku jest przedmiotem szerokiego zainteresowania zarówno ze strony praktyków, jak i środowisk akademickich.

4. Charakterystyka rynku usług ratingowych w latach 2007-2021

W latach 2007-2021 liczba agencji ratingowych wpisanych przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd na oficjalną listę NRSRO zmniejszyła się z 10 do 9 podmiotów. Statut ten miały agencje ratingowe tworzące „wielką trójkę": Standard & Poor's (S&P), Moody's Investor Service (Moody's) oraz Fitch Ratings (Fitch), które komisja uważała za duże agencje, pozostałe podmioty uznawane za średnie: A. M. Best Rating Service (A. M. Best), Dominion Bond Rating Service (DBRS), Kroll Bond Rating Agency (KBRA), która we wcześniejszych latach prowadziła działalność gospodarczą pod nazwą LACE Financial Corporation (LACE), oraz agencje określane przez komisję jako małe: Egan-Jones Ratings (EJR), HR Ratings de Mexico (HR) i Japan Credit Rating Agency (JCR). Ponadto do połowy 2019 r. na liście tej znajdowała się jeszcze agencja Morningstar Credit Rating (Morningstar), funkcjonująca poprzednio pod nazwą Realpoint, która po przejęciu firmy Dominion Bond Rating Service zdecydowała się na kontynuację działalności pod tą marką. Struktura rynku usług ratingowych w 2007 r. przedstawiona jest w tab. 1. Tabela 2 zawiera dane dla 2014 r. Z kolei w tabeli 3 zanalizowano sytuację na rynku ratingu w 2021 r.

Tabela 1. Liczba ratingów przyznanych przez poszczególne agencje oraz zakres świadczonych przez nie usług na koniec 2007 r.

Nazwa agencji	Liczba przyznanych ratingów oraz zakres świadczonych usług					Razem
	instytucje finansowe	firmy ubezpieczeniowe	korporacje niefinansowe	instrumenty strukturyzowane	emitenci suwerenni	
S&P	44 800	6 900	28 900	197 700	967 600	1 245 900
Moody's	79 125	4 871	15 865	72 278	787 781	962 920
Fitch	70 000	6 500	25 000	110 000	175 000	386 500
A.M. Best	3	6 129	2 696	54	-	8 882
DBRS	855	35	590	840	45	2 365
EJR	62	46	803	-	-	911
JCR	155	32	559	68	85	899
LACE	18 000	100	10	246	58	18 414
R&I	100	36	629	214	89	1 068
Realpoint	-	-	-	10 235	-	10 235
Razem	213 000	24 649	75 052	394 635	1 930 658	2 638 094
Indeks HHI	2 974	2 488	3 055	3 629	4 259	3 778

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, b.d.).

Tabela 2. Liczba ratingów przyznanych przez poszczególne agencje oraz zakres świadczonych przez nie usług na koniec 2014 r.

Nazwa agencji	Liczba przyznanych ratingów oraz zakres świadczonych usług					Razem
	instytucje finansowe	firmy ubezpieczeniowe	korporacje niefinansowe	instrumenty strukturyzowane	emitenci suwerenni	
S&P	61 000	6 800	53 000	85 200	970 200	1 176 000
Moody's	52 049	3 336	41 364	71 504	673 166	841 419
Fitch	46 260	3 011	15 558	42 237	194 086	301 152
A.M. Best	-	7 910	1 526	26	-	9 462
DBRS	10 176	147	3 732	11 497	16 650	42 202
EJR	11 956	1 025	7 013	-	-	19 994
HR	-	-	-	-	277	277
JCR	807	57	2 206	-	399	3 469
KBRA	14 809	49	2 856	2 626	37	20 377
Morningstar	-	-	-	5 542	-	5 542
Razem	197 057	22 335	127 255	218 632	1 854 815	2 420 094
Indeks HHI	2 327	2 608	2 989	2 997	4 164	3 730

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, b.d.).

Na koniec 2021 r. pięć agencji prowadziło działalność w pełnej skali, przyznając oceny: instytucjom finansowym, firmom ubezpieczeniowym, korporacjom niefinansowym, instrumentom strukturyzowanym oraz emitentom suwerennym, podczas gdy cztery pozostałe agencje nie próbowały obejmować swoimi ratingami całego rynku i specjalizowały się w nadawaniu ocen tylko wybranym grupom podmiotów lub emitowanych przez nie instrumentów (dane w tab. 1, 2 i 3). W całym okresie analizy w latach 2007-2021 agencje z „wielkiej trójki" posiadały łącznie ponad 94% udział w rynku (dane w tabeli 4). Do 2020 r. jedyną agencją spoza Wielkiej Trójki, która posiadała ponad 1% udział w rynku była firma Dominion Bond Rating Service (DBRS), do której w 2021 r. dołączyła agencja Kroll Bond Rating Agency (KBRA).

Tabela 3. Liczba ratingów przyznanych przez poszczególne agencje oraz zakres świadczonych przez nie usług na koniec 2021 r.

Nazwa agencji	Liczba przyznanych ratingów oraz zakres świadczonych usług					Razem
	instytucje finansowe	firmy ubezpieczeniowe	korporacje niefinansowe	instrumenty strukturyzowane	emitenci suwerenni	
S&P	52 947	6 919	56 745	37 593	935 801	1 090 005
Moody's	34 003	2 624	33 203	50 815	562 211	682 856
Fitch	32 774	3 148	20 711	34 653	177 403	268 689
A.M. Best	-	7 286	977	5	-	8 268
DBRS	9 704	232	3 254	25 535	22 856	61 581
EJR	5 503	474	8 110	-	-	14 087
HR	789	-	558	-	455	1 802
JCR	928	97	3 148	-	346	4 519
KBRA	1 657	182	455	18 315	9 548	30 157
Razem	138 305	20 962	127 161	166 916	1 708 620	2 162 399
Indeks HHI	2 699	2 687	2 993	2 219	4 192	3 703

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, b.d.).

W 2007 r. „wielka trójka" posiadała łącznie ponad 98-procentowy udział w rynku ratingu. W kolejnych latach systematycznie, ale bardzo nieznacznie malał on, zmniejszając się do 94,4% w 2021 r. (dane w tab. 4). Ponadto do niedawna agencje ratingowe stosowały całkowicie nieprzejrzyste praktyki cenowe. Dopiero w ostatnich latach na stronach internetowych niektórych agencji pojawiły się pewne informacje o orientacyjnych kosztach związanych z przyznawaniem i aktualizowaniem oceny ratingowej.

W każdym przypadku opłaty pobierane od emitentów są indywidualnie negocjowane. Ustalone ceny stanowią tajemnice kontraktu i nie są podawane do publicznej wiadomości. Nawet wiarygodne informacje historyczne o kosztach ratingów nie są dostępne. Od momentu przejścia w latach 70. XX w. na model biznesowy „emitent płaci" na rynku usług ratingowych nigdy nie występowała realna konkurencja cenowa pomiędzy działającymi tam firmami, mająca na celu rywalizacje o klienta. Stosowanie nieprzejrzystych, skomplikowanych, różnicujących wysokość pobieranych od emitentów opłat polityk cenowych jest typowym przejawem występowania rynku niedoskonale konkurencyjnego, w tym przypadku – oligopolistycznego. Świadczy to o utrzymującym się oligopolu na rynku usług ratingowych oraz niepowodzeniu podejmowanych prób zmierzających do wzrostu konkurencji na tym rynku poprzez jego deoligopolizację. Rynek ten wciąż jest przykładem jednego z najbardziej skoncentrowanych sektorów w skali całej gospodarki globalnej.

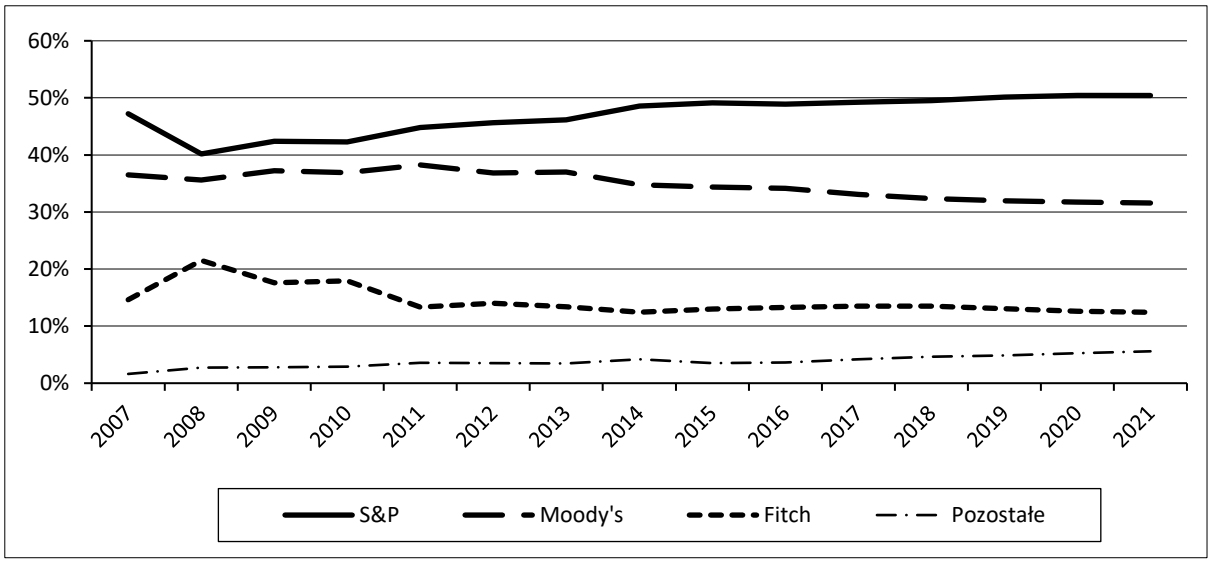
Tabela 4. Liczba przyznanych ratingów oraz udział w rynku na koniec roku (udziały w rynku w procentach, zaokrąglone z dokładnością do dwóch miejsc po przecinku)

Lata	Liczba przyznanych ratingów na koniec roku				Udział w rynku w %			
	S&P	Moody's	Fitch	Pozostałe	S&P	Moody's	Fitch	Pozostałe
2007	1 245 900	962 920	386 500	42 774	47,23	36,50	14,65	1,62
2008	1 255 000	1 112 317	671 947	84 484	40,18	35,61	21,51	2,70
2009	1 231 600	1 081 841	511 735	80 648	42,38	37,23	17,61	2,78
2010	1 190 500	1 039 187	505 024	81 888	42,27	36,90	17,93	2,91
2011	1 170 600	998 878	348 536	93 568	44,82	38,25	13,35	3,58
2012	1 143 300	923 363	350 370	87 551	45,65	36,87	13,99	3,50
2013	1 124 700	901 900	326 257	84 189	46,15	37,01	13,39	3,45
2014	1 176 000	841 419	301 152	101 523	48,59	34,77	12,44	4,20
2015	1 146 932	802 482	303 501	81 685	49,13	34,37	13,00	3,50
2016	1 118 185	781 044	303 525	83 050	48,92	34,17	13,28	3,63
2017	1 078 866	725 684	296 165	91 496	49,21	33,10	13,51	4,17
2018	1 058 211	690 923	288 251	99 232	49,53	32,34	13,49	4,64
2019	1 068 924	681 942	278 254	103 822	50,12	31,97	13,05	4,87
2020	1 077 367	678 138	268 729	112 133	50,43	31,74	12,58	5,25
2021	1 090 005	682 856	268 689	120 849	50,41	31,58	12,43	5,59

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, b.d.).

W badanym okresie wskaźnik HHI dla całego rynku usług ratingowych przyjmował wartości: 3778 w 2007 r., 3 730 w 2014 r. oraz 3 703 w 2021 r., przy czym należy zauważyć, że jego poziom był dość zróżnicowany w poszczególnych segmentach tego sektora. Największą częścią rynku usług ratingowych są oceny przyznawane podmiotom suwerennym (państwa, jednostki samorządu terytorialnego) lub emitowanym przez nie instrumentom. Segment ten odpowiada za ok. 79% wszystkich przyznawanych ratingów. Indeks HHI dla tego rodzaju ocen wynosił 4259 w 2007 r., 4164 w 2014 r. i 4192 w 2021 r. Podstawową przyczyną jego niewielkiego spadku było zdecydowane zwiększenie liczby ratingów przyznawanych podmiotom suwerennym przez jedną agencję spoza „wielkiej trójki", którą była firma Dominion Bond Rating Service. Drugim segmentem rynku usług ratingowych pod względem liczby przyznawanych ocen są ratingi nadawane instrumentom strukturyzowanym, które odpowiadają za nieco ponad 7% wszystkich przyznawanych ratingów. Wskaźnik HHI dla tego rodzaju ocen wynosił: 3629 w 2007 r., 2997 w 2014 r. i 2219 w 2021 r. Kolejnym segmentem rynku usług ratingowych są oceny nadawane instytucjom finansowym lub emitowanym przez nie instrumentom, które odpowiadają za ok. 7% wszystkich przyznawanych ratingów. Dla tej części rynku usług ratingowych indeks HHI kształtował się na poziomie 2974 w 2007 r., 2327 w 2014 r. i 2699 w 2021 r. Ostatnim istotnym segmentem

rynku usług ratingowych są oceny nadawane firmom spoza sektora finansowego lub emitowanym przez nie instrumentom, które stanowią ok. 6% wszystkich przyznawanych ratingów. Wskaźnik HHI dla tego rodzaju ocen wynosił: 3055 w 2007 r., 2989 w 2014 r. i 2993 w 2021 r. Kształtowanie się wartości indeksów Herfindahla-Hirschmana dla całego rynku usług ratingowych oraz poszczególnych istotnych jego segmentów na wysokich poziomach zdecydowanie potwierdza istnienie i utrzymywanie się oligopolistycznej struktury tej branży.



Rys. 1. Udział w rynku poszczególnych agencji ratingowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd: (Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, b.d.).

W badanym okresie obserwować można również pewne zmiany udziałów w rynku usług ratingowych największych agencji tworzących „wielką trójkę" (dane w tab. 4 oraz na rys. 1). Firma Standard & Poor's powiększyła swoją przewagę nad rywalami, zwiększając swój udział w rynku z ok. 47,2% w 2007 r. do ponad 50,4% w 2021 r., stając się niekwestionowanym liderem. Udział Moody's Investor Service w całej branży spadł o prawie pięć punktów procentowych, zmniejszając się z 36,5% w 2007 r. do ok. 31,6% w 2021 r. Trzecia agencja Fitch Ratings również odnotowała spadek udziału w rynku z poziomu ok. 14,6% w 2007 r. do ok. 12,3% w 2021 r., pogłębiając tym samym dystans w stosunku do lidera oraz agencji Moody's. Zmianom tym towarzyszył analizowany już wzrost udziału w rynku pozostałych agencji spoza „wielkiej trójki" o cztery punkty procentowe – z 1,6% w 2007 r. do 5,6% w 2021 r., który nie zdołał jednak przełamać dominującego oligopolu w tej branży.

5. Przyczyny oligopolizacji rynku usług ratingowych

Rynek usług ratingowych zawsze charakteryzował się silną koncentracją i oligopolistyczną strukturą. Od jego powstania w początkach XX w. nigdy nie działało na nim więcej niż kilka liczących się firm. Podstawową przyczyną występowania i trwałego utrzymywania się takiej sytuacji są ogromne bariery wejścia. Za ich główne źródło uważa się (Korzeb i in., 2019, s. 48-50):

a) występowanie bardzo dużych korzyści skali,
b) obecność efektu doświadczenia, uczenia się (dynamiczne korzyści skali),
c) głęboka wiara inwestorów w reputację globalnych agencji ratingowych tworzących „wielką trójkę", powszechna międzynarodowa rozpoznawalność ich marek oraz silne przywiązanie inwestorów do świadczonych przez nie usług,

d) polityka regulacyjno-nadzorcza prowadzona w wielu państwach, która poprzez tworzenie przepisów prawnych ogranicza możliwość wykorzystywania ratingów do celów regulacyjno-nadzorczych tylko do ocen przyznawanych przez uznane i zarejestrowane agencje wpisane na oficjalne listy, czego sztandarowym przykładem jest funkcjonujący od 1975 r. w Stanach Zjednoczonych rejestr NRSRO.

Szacunki Komisji Europejskiej sprzed kilku lat wskazują, że minimalne niezbędne środki potrzebne do utworzenia wiarygodnej międzynarodowej agencji ratingowej, która próbowałaby wejść na ten dość hermetyczny rynek, wynoszą od 300 do 500 milionów euro w ciągu pierwszych 5 lat jej funkcjonowania (Candelon i in., 2014, s. 4-5), bez jakichkolwiek gwarancji na powodzenie takiego przedsięwzięcia gospodarczego. Rynek usług ratingowych charakteryzuje się występowaniem bardzo dużych naturalnych barier wejścia. Ponadto wielu badaczy podkreśla, że największe bariery wejścia na rynku usług ratingowych istnieją po stronie popytu (Gannon, 2013, s. 1019). To inwestorzy, chcąc korzystać z usług trzech największych agencji, których symbole i klasy ratingu są powszechnie rozpoznawalne, znane i dość zrozumiałe, tworząc od wielu już lat pewien globalny standard, uniemożliwiają przełamanie oligopolistycznej struktury tego rynku.

6. Zakończenie

W badanym okresie udział agencji ratingowych tworzących „wielką trójkę" w globalnym rynku usług ratingowych nieznacznie zmalał – z ok. 98,3% w 2007 r. do ok. 94,4% w 2021 r. Do 2020 r. jedyną agencją spoza „wielkiej trójki", która miała ponad 1-procentowy udział w rynku, była firma Dominion Bond Rating Service, do której w 2021 r. dołączyła agencja Kroll Bond Rating Agency. Pomimo wielu deklaracji oraz podejmowania różnych inicjatyw (np.: ze strony Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w Stanach Zjednoczonych, Komisji Europejskiej, Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, niepowodzenia utworzenia europejskiej agencji ratingowej czy nieudanej próby tworzenia krajowych agencji ratingowych, w tym Polskiej Agencji Ratingowej) nie udało się zatem przełamać oligopolu trzech najważniejszych agencji ratingowych i rynek ten wciąż pozostaje przykładem jednej z najbardziej skoncentrowanych (zoligopolizowanych) branż w skali całej gospodarki globalnej. Ponadto w ostatnich latach systematycznie rośnie udział w rynku agencji Standard & Poor's kosztem spadku udziałów rynkowych agencji: Moody's Investor Service i Fitch Ratings. W przyszłości może to doprowadzić do ukształtowania się na tym rynku oligopolu z wyraźnym liderem i naśladowcami. Przeprowadzone w artykule badanie jednoznacznie potwierdza utrzymywanie się oligopolistycznej struktury tej branży, co stanowi realizację celu badawczego tej pracy.

Literatura

Candelon, B., Gautier, A. i Peti, N. (2014). Market Power In the Credit Rating Industry: State of Play and Proposal for Reforms. *CPI Antitrust Chronicle*, *2*.

Czarny, E. (2006). *Mikroekonomia*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Dou, J. L. i Ye, B. (2018). A Note on Cournot Competition In Differentiated Oligopolies. *Journal of Theoretical Economies*, *A8*.

Dziawgo, D. (2010). *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym.* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Erto, F. (2014). The Theory of Endogenous Market Structures. *Journal of Economic Surveys*, *28*(5).

Gannon, J. T. (2013). Let's Help the Credit Rating Agencies Get It Right: A Simple Way to Alleviate a Flawed Industry Model. *Annual Review of Banking and Financial Law*, *27*.

Gayer, A. (2017). Endogenous Duopolies. *Economics Letters*, *159*.

Hou, D. S., Lardon, A. i Driessen, T. S. H. (2017). Stackelberg Oligopoly TU-Games: Characterization and Non-emptiness of the Core. *International Game Theory Review*, *19*.

Kamiński, B. i Latek, M. (2016). On Asymmetric Bertrand Duopoly with Price Uncertainty. *International Journal of Economic Theory*, (12).

Korzeb, Z., Kulpaka, P. i Niedziółka, P. (2021). *Agencje ratingowe i catingi kredytowe. Problemy i wyzwania u progu trzeciej dekady XXI wieku.* CeDeWu.

Korzeb, Z., Kulpaka, P. i Niedziółka, P. (2019). Deoligopolizacja rynku agencji ratingowych oraz inne inicjatywy na rzecz poprawy jakości zewnętrznych ratingów w kontekście oddziaływania agencji ratingowych na stabilność finansową. *Materiały i Studia*, (333).

Langhor, H. M. i Langhor, P. T. (2008). *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant.* New York: Wiley.

Lawrance, J. W. (2010). Markets. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, *24*(2).

Mullard, M. (2012). The Credit Rating Agencies and Their Contribution to the Financial Crisis. *The Political Quarterly*, *83*(1).

Rao, T. V. S. R. (2015). Strategic Behavior of Firms in Differentiated Oligopoly. *International Journal of Applied Behavioral Economics*, (4).

Raporty roczne Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (US Securities and Exchange Commission) poświęcone agencjom ratingowym z lat 2008-2022. (b.d.). https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency lub https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/

Tao, A. Y., Wang, X. H. i Yang, B. Z. (2018). Duopoly Models with a Joint Capacity Constraint. *Journal of Economics*, *125*(2).

U. S. Securities and Exchange Commission. Raporty roczne: Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations oraz Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, z lat 2008-2022. Pobrane 12 i 16 maja 2023 z www.sec.gov/ocr/reportspubs/

Wako, T., Otha, H. (2015). Bowley Duopoly Under Vertical Relations. *Pacific Economic Review*, *20*.

Yu, W. i Yu, Y. (2018). The Stability of Bayesian Nash Equilibrium of Dynamic Cournot Duopoly Model with Asymmetric Information. *Communication in Nonlinear Science and Numerical Simulations*, *63*.

Oligopolisation on the Rating Services Market

Abstract: The paper focuses on the rating services market. Its most important aim is to analyze the oligopolistic structure of this industry in the year 2007-2021. The study was based on data from the U. S. Securities and Exchange Commission covering registered rating agencies listed on the NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations). Furthermore, in the theoretical and historical part of the work selected literature of the subject devoted to the fields of rating services market and the oligopoly were used. The continued dominance of the Big Three (Standard & Poor's, Moody's Investor Service and Fitch Ratings) on the rating services market, which share in the entire industry in particular years of the research fluctuated between 94,4% and 98,3%, significantly proves the persistent oligopoly on this market. The rating services market remains an example of one of the most concentrated sectors in the global economy. In the work the analysis of secondary data (desk research) and the study of the selected literature were used.

Keywords: rating, rating agencies, oligopoly