変貌する米国格付会社のビジネスモデル
－市場から評価されるデータ事業の強化－

橋口　達、坂上　聖奈

▌要　約▐

1. 近年、金融市場におけるデータの重要性が一層高まっている。規制当局に提出するデータの粒度や頻度は高まり、他社との差別化のためのデータへの投資の重要性も増している。データ事業を巡る買収は活発化しており、その中で格付会社が重要な役割を担っている。
2. 信用格付市場は、金融危機以降、米国の証券規制における格付の参照が取り除かれるなどの環境変化があったが、現在も S&P グローバル、ムーディーズ、フィッチの寡占が続いている。他方、S&P グローバルとムーディーズは、データ事業を中心とする新たなビジネスモデルを構築することで、市況に左右される格付事業への依存度を下げてきた。
3. S&P グローバルは、不採算事業の売却や IHS マークイットとの合併を通じて、信用格付以外の事業に注力してきた。現在は、金融市場においてデータ販売に留まらない、金融市場の業務効率化を図るソリューションの提供者として、グローバル市場の活性化に寄与している。
4. ムーディーズは、統合リスク評価を標榜し、現在では、信用リスクに留まらず、気候変動リスクやサードパーティ・リスクの理解、評価、管理、低減を支援する企業に変貌した。
5. 金融危機以降の両社の株価は、大手金融機関を大きくアウトパフォームする。格付事業の高収益性や、格付以外の事業の安定性や成長性が市場から高く評価されている様子が窺える。両社の取組は、市況に影響を受けやすい金融グループにとっても、金融資本市場における自身の役割を再定義し、市場から評価される事業ポートフォリオを構築するにあたり、参考になるものと思われる。

野村資本市場研究所　関連論文等

・伊藤健・佐藤広大・（監修）関雄太「資産運用におけるオルタナティブ・データ活用の可能性と課題」『野村資本市場クォータリー』2019 年秋号。
・小立敬「米国 SEC の格付会社規制に関する最終規則及び再提案」『資本市場クォータリー』2009 年春号。

Ⅰ 金融市場におけるデータ事業を巡る買収の活発化

近年、金融市場におけるデータの重要性が一層高まっている。欧州連合（EU）の第 2 次金融商品市場指令（MiFIDⅡ）では金融商品の取引データの報告が求められるようになり、バーゼル委員会は銀行に対してデータ管理の高度化を要請するなど、規制当局に提出が求められるデータの粒度や頻度は年々高まっている。一方、データ解析技術の進歩やクラウドの普及を受けて、より大量のデータを扱い、知見を抽出することが可能となってきた中、他社との差別化のためのデータへの投資の重要性が増している。例えば、2010 年代には、AI（人工知能）やビッグデータを資産運用に活用する資産運用会社も散見されるようになった。また、銀行は融資判断や稟議書作成等に AI を用いるようになっている。

足元では、大手資産運用会社のブラックロックが 2024 年 6 月、非公開市場のデータ提供会社プレキンを 25.5 億ポンドで買収することを発表し、注目された。近年、事業多角化を図る取引所や格付会社、プライベート・エクイティ（PE）ファームを中心に、市場の成長性に期待して、データ関連事業を買収する動きが活発化している（図表 1）。

図表 1　データ関連事業を巡る主な買収の事例

発表時期	買収企業	被買収企業	被買収企業の主な事業概要
2015 年 7 月	マグロウ・ヒル・ファイナンシャル（S&P グローバルの前身）	SNL ファイナンシャル	金融業界、メディア業界など複数の業界に特化した詳細なデータを提供
2015 年 7 月	アイプリオ	アイレベル	非公開市場の分析、ポートフォリオ管理サービスなどを提供
2015 年 10 月	インターコンチネンタル取引所	インタラクティブ・データ・コーポレーション	金融データを提供
2016 年 10 月	モーニングスター	ピッチブック	非公開市場に関するデータを提供
2017 年 5 月	ムーディーズ	ビューロー・ヴァン・ダイク	非公開市場に関するデータを提供
2017 年 9 月	ナスダック	eVestment	資産運用業界に関するデータを提供
2018 年 1 月	ブラックストーン	トムソン・ロイター　ファイナンシャル・リスク（F&R）部門	企業、金融商品に関するデータ、分析サービス、電子取引基盤などを提供
2018 年 3 月	S&P グローバル	ケンショー・テクノロジーズ	人工知能による財務データ分析を提供
2018 年 5 月	IHS マークイット	アイプリオ	金融データ、分析などを提供
2018 年 5 月	フィッチ	フルクラム・ファイナンシャル・データ	レバレッジド・ファイナンスやディストレスト債に関するデータを提供
2018 年 6 月	ウォーバーグ・ピンカス	リオーグ	企業の債務再編に関するデータを提供
2018 年 8 月	ムーディーズ	レイス	商業用不動産データを提供
2019 年 8 月	ロンドン証券取引所	リフィニティブ（旧トムソン・ロイター　F&R 部門）	企業、金融商品に関するデータ、分析サービス、電子取引基盤などを提供
2020 年 3 月	ナスダック	ソロビス	ポートフォリオ分析サービスなどを提供
2020 年 11 月	S&P グローバル	IHS マークイット	金融データやソリューションを提供
2022 年 6 月	ペルミラ	リオーグ	企業の債務再編に関するデータを提供
2024 年 2 月	S&P グローバル	ビジブル・アルファ	投資リサーチに関する情報を集約するプラットフォームを運営
2024 年 6 月	ブラックロック	プレキン	非公開市場に関するデータを提供

（注）　S&P グローバルと IHS マークイットの事例は、発表当時は「買収」とされたが、その後「合併」に改められた。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

被買収企業が提供してきたデータや分析の対象範囲は、企業の株価や財務といった伝統的な金融データから、いわゆるオルタナティブ・データまで様々であり[1]、市場参加者が必要とするデータの領域が深化・多様化してきている様子が窺える。被買収企業は、買収企業の顧客基盤に対してサービスを提供することで、自社の成長を目指しているケースが多い。PE ファーム傘下に入り、企業価値を高めてから買収される事例も散見される。

買収企業を見ると、米国の格付会社や証券取引所の存在も目立つ[2]。格付会社は、米国での活動にあたり、原則として公認格付機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organization、NRSRO）として米国証券取引委員会（SEC）に登録して、その規制・監督に服する。米国では、2008 年のグローバル金融危機の反省から、ドッド・フランク法において、NRSRO に対してガバナンス強化や開示強化を要求したり、SEC の諸規則・開示様式から格付の参照が取り除かれるなどの規制環境の変化があった[3]。

他方、金融危機以前から、信用格付における S&P グローバル、ムーディーズ・コーポレーション（以下、ムーディーズ）、フィッチ・レーティングス[4]の寡占状態が指摘されてきたが、その状況は今日も大きくは変わっていない。NRSRO に関する SEC の年次報告書[5]によれば、2022 年中に米国において NRSRO が発行した全ての信用格付のうち、件数ベースでは、S&P グローバルが 50.1%、ムーディーズが 31.6%、フィッチが 12.3%を占めた。欧州でも同様に、これら 3 社が市場を寡占する状態が続いている[6]。

こうした寡占が続く中、S&P グローバルとムーディーズは、市況に左右される格付事業への依存度を下げ、新たなビジネスモデルを構築し、市場から高く評価されている。本稿では、両社のビジネスモデルの変貌について整理し、そうした高評価の要因を考察する。

Ⅱ　市場の情報インフラを目指す S&P グローバル

１．S&P グローバルの事業内容

S&P グローバルの 2023 年の収益は、2014 年の約 2.5 倍に相当する 125 億ドルに達したが、後述する IHS マークイットとの合併などを通じて、格付事業が収益に占める割合は、かつての 50%前後という水準から、2023 年時点で 27%程度にまで低下している（図表 2）。

1　オルタナティブ・データとは、一般的に、投資判断において活用される、株価や財務といった伝統的な金融データ以外のデータを指す。詳細は、伊藤健・佐藤広大・（監修）関雄太「資産運用におけるオルタナティブ・データ活用の可能性と課題」『野村資本市場クォータリー』2019 年秋号を参照。

2　証券取引所による非伝統的ビジネスへの取り組みについては、岡田功太「非伝統的ビジネスを推進する ICE 及びナスダック」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号を参照。

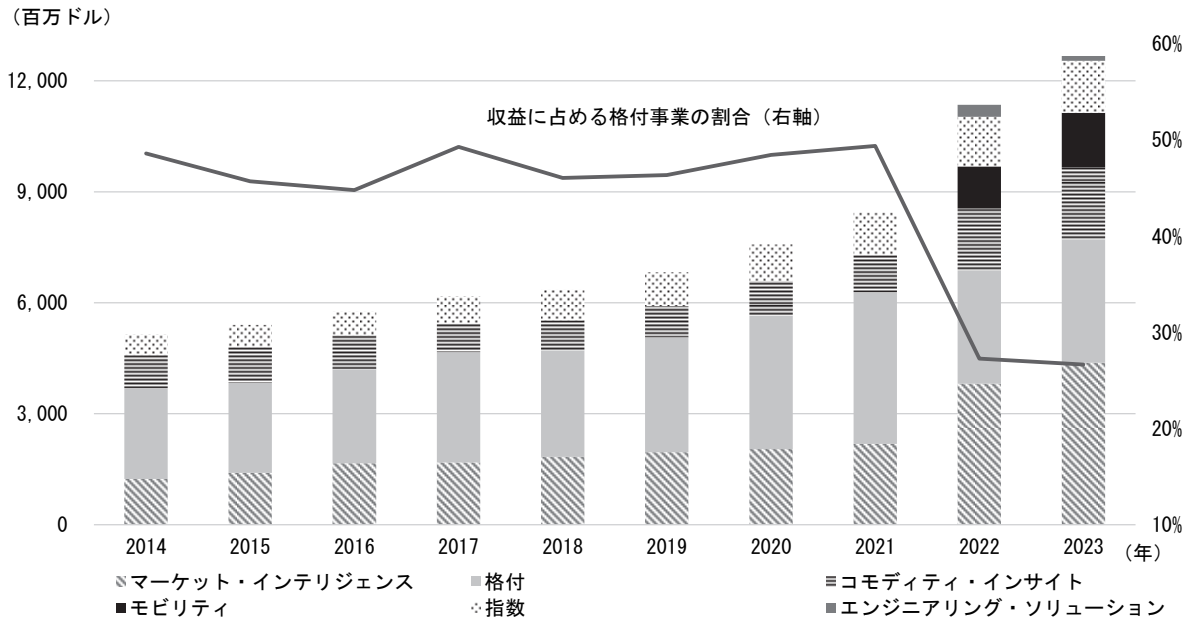
3　詳細は、小立敬「第 13 章　ファイナンシャル・ゲートキーパー　I 格付会社」『図説　アメリカの証券市場 2019 年版』公益財団法人日本証券経済研究所、2019 年 6 月を参照。

4　正確には、S&P グローバルの格付事業を担う S&P グローバル・レーティング、ムーディーズの格付事業を担うムーディーズ・インベスターズ・サービスがそれぞれ NRSRO として SEC に登録している。

5　SEC, “Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,” February 16, 2024.

6　European Securities and Markets Authority, “CRA Market Share Report,” December 20, 2023.

図表 2　S&P グローバルの収益推移（2014～2023 年）



（注）　エンジニアリング・ソリューションは 2023 年に売却されている。
（出所）S&P グローバルより野村資本市場研究所作成

格付以外の事業を見ると、2023 年の収益と全体に占める割合は、マーケット・インテリジェンス（43 億ドル、35%）、コモディティ・インサイト（1,946 億ドル、15.6%）、モビリティ（1,484 億ドル、11.9%）、指数（1,403 億ドル、11.2%）の順である。

現在、S&P グローバルの主たる収益源となっているマーケット・インテリジェンスは、金融機関や機関投資家、事業会社、公的機関、教育機関等を顧客とするデータ事業である。マーケット・インテリジェンスは、金融市場に関するデータ、分析、ソリューションなどを提供する、ブルームバーグやリフィニティブと競合する事業であり、①デスクトップ、②データ・アンド・アドバイザリー・ソリューションズ、③エンタープライズ・ソリューションズ、④クレジット・アンド・リスク・ソリューションズから成る（図表 3）。後述するように、②と③の大部分は、IHS マークイットとの合併で、2022 年以降に新たにマーケット・インテリジェンスに加わったビジネスラインである。また、2022 年のマーケット・インテリジェンスの収益の 95%はリカーリング収益[7]となっており、市況に左右されづらい収益基盤として機能している。

[7] リカーリング型収益とは、一般に、定額制の料金体系と従量課金制の料金体系から得られる収益を指し、都度の取引ごとに対価を得るよりも、継続性が高いとされている。2022 年の S&P グローバルのマーケット・インテリジェンスにおける収益のうち、約 84%が定額制によるもので、約 11%が従量課金制によるものである。

図表 3　S&P グローバルのマーケット・インテリジェンスの概要

ビジネスラインの名称	2023 年の収益（マーケット・インテリジェンスに占める割合）	概要
デスクトップ	10.9 億ドル （25.0%）	上場企業や非上場企業等の財務情報や業績予想、案件情報、株主情報といったデータや分析、外部リサーチ、ニュース、インサイトを提供
データ・アンド・アドバイザリー・ソリューションズ	13.7 億ドル （31.5%）	様々な資産クラスの価格データや参照データ、購買担当者景気指数（PMI）などの経済データ、低流動性資産のバリュエーション・サービスや、上場発行体向け IR 支援ソリューション、海運・貿易データ、金融機関や TMT（テクノロジー・メディア・テレコム）セクターの詳細情報、ESG（環境・社会・ガバナンス）関連データ、サプライチェーンに関するデータ分析を提供
エンタープライズ・ソリューションズ	11 億ドル （25.3%）	顧客による金融データの管理・分析、リスク特定やコスト低減、KYC（Know Your Customer）や税などの規制遵守などを支援するソフトウェア等を提供。地方債、株式、フィクストインカムのブックビルディング・プラットフォームも運営
クレジット・アンド・リスク・ソリューションズ	0.8 億ドル （18.3%）	機関投資家やデータ・ベンダーに対して、S&P グローバルの格付部門が執筆する格付報告書や関連するデータ、リサーチを販売

（出所）S&P グローバルより野村資本市場研究所作成

コモディティ・インサイトでは、商品・エネルギー市場に関して、主に生産者、トレーダー、仲介業者に対して、ベンチマークやデータ、業界動向に関する分析、コンサルティング・サービスなどを提供している。特にプラッツ[8]のブランド名で発表されるドバイ原油価格やスポット・ブレント（Dated Brent）原油価格などが知られており、現物の取引だけでなく、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）グループなどの商品取引所にベンチマークがライセンス供与され、現金決済先物取引に用いられている。

モビリティでは、主に自動車製造会社や自動車部品製造会社、自動車ディーラー、保険会社や金融機関のアナリストに対して、自動車業界のデータや業界予測、車両識別サービスなどを提供しており、自動車業界の動向把握、自動車の製造や販売に関する戦略立案などに寄与している。同事業は、元々IHS マークイットが有していた。

S&P グローバルの指数事業は、主に、金融機関に対して、S&P500 に代表される指数をライセンス供与することで収益を得ている[9]。指数への連動を図る金融商品を構築したい金融機関は、ライセンス供与を受けることにより、必要なデータと使用許可を得ることができる。ライセンス供与から得られる収益は、概ね、資産運用会社の運用する投資信託や ETF などの残高に比例するが、2022 年末時点で、S&P500 への連動を図る、或いはベンチマークとする金融商品の残高は 11.4 兆ドルに達している。ここ数十年のインデックスファンドの台頭などが追い風となり、同事業の収益は継続的に増加してきた。

[8] プラッツは、ジャーナリストのウォーレン・C・プラットが、1909 年に、原油業界の動向を発信する月刊誌のナショナル・ペトロリウム・ニュースを発刊するために設立された。

[9] S&P グローバルの指数事業は、指数提供会社 S&P ダウジョーンズ・インデックス（SPDJI）により運営されている。2023 年末時点で、SPDJI 株式のうち、S&P グローバルが 73%、CME グループが 27%を保有している。

S&P グローバルは、IHS マークイットとの合併が完了した 2022 年から、「グローバル市場の活性化（Powering Global Markets）」を同社のビジョンとして掲げている。上述のように、S&P グローバルは様々な市場におけるデータやベンチマーク、分析などを発信しており、各市場が適切な機能を発揮するうえで欠かせない情報インフラとなっている。

２．S&P グローバルの歴史

S&P グローバルの歴史を簡単に整理すると、まず、それぞれ信用格付を行っていたプアーズ出版社と、スタンダード・スタティスティクス社が 1941 年に合併し、スタンダード・アンド・プアーズが誕生した[10]。1957 年に S&P500 指数を開発するなど指数事業も手掛けていた同社は、1966 年、金融情報の供給者としてさらなる成長を遂げるため、大手出版会社のマグロウ・ヒルに買収された。なお、マグロウ・ヒルは 1953 年に、コモディティ・インサイトの前身であるプラッツを買収している。

スタンダード・アンド・プアーズは、長らく、マグロウ・ヒル傘下で活動していたが、2009 年に転機が訪れる。マグロウ・ヒルは同年、採算の取れなくなっていた経済雑誌ビジネスウィークをブルームバーグに売却し、金融サービス事業や教育事業により注力していく方針を明らかにした[11]。さらに、2011 年 9 月には、企業価値向上を目的に、主に金融資本市場とコモディティ市場に関する事業を担う会社と、教育事業を担う会社とに分社化する計画を発表した。当時、アクティビストのジャナ・パートナーズがオンタリオ州教職員年金基金と合同で、同社に対して、事業を分割するよう要請していたところであった[12]。

その後、マグロウ・ヒルは、実際に分社化する前の 2012 年 9 月に、教育事業を大手 PE ファームのアポロに 24 億ドルで売却し、マグロウ・ヒル・ファイナンシャルへと改称することを発表した。2013 年 11 月には、現 CEO のダグラス・ピーターソン氏がマグロウ・ヒル・ファイナンシャルの CEO に就任した。マグロウ・ヒル・ファイナンシャルはその後もノンコア事業の売却を続け、2016 年 4 月に、信用格付、マーケット・インテリジェンス、コモディティ事業、指数事業を主軸とする S&P グローバルへと改称した[13]。ピーターソン CEO は、本改称について、マグロウ・ヒルの名称が出版ブランドとして認知されていることを理由に挙げている[14]。

---

[10] プアーズ出版社は、米国鉄道業を財務的および事業的観点から包括的に分析した初の投資ガイド「米国における鉄道と運河の歴史」を出版したヘンリー・バーナム・プアー氏によって 1913 年に創設され、1916 年に信用格付事業を開始した。スタンダード・スタティスティクス社は、ルーサー・リー・ブレーク氏が鉄道以外の産業の情報を発信するために 1906 年に設立され、1922 年には信用格付を開始した。

[11] マグロウ・ヒルは、1993 年には営業収益の 30%程度をビジネスウィーク含むメディア事業から得ていたが、2008 年にはその割合は 6%程度にまで下落しており、ビジネスウィーク単体では 2008 年に 4,300 万ドル程度の損失を計上していた（And Russell Adams, “Bloomberg to Buy BusinessWeek After McGraw-Hill Tires of Losses,” *Wall Street Journal*, October 13, 2009）。

[12] Azam Ahmed, “Activist Investors Take Stake in McGraw-Hill,” *The New York Times*, August 1, 2011.

[13] 本稿では、特に断りのない限り、マグロウ・ヒル傘下、マグロウ・ヒル・ファイナンシャルであった時期も含め、S&P グローバルの出来事として説明する。

[14] Timothy W. Martin, “McGraw Hill Plans to Shed Family Name After 128 Years,” *Wall Street Journal*, February 4, 2016.

３．マーケット・インテリジェンスの強化

１）IHS マークイットとの合併

S&P グローバルは元々、信用格付を行う中で、多量の企業データを扱っていたことから、主に上場企業の情報を販売する事業を手掛けるようになった。2000 年以降は買収や提携を通じて、ユーザーに対する付加価値を向上するため、データカバレッジの拡大や深化、顧客基盤の獲得を目指す方向での買収や提携が志向されてきた。例えば、2015 年に 22.5 億ドルで買収した SNL ファイナンシャルは、金融業界、テクノロジー・メディア・テレコム業界、不動産業界など複数の業界特化型のデータを有しており、同買収により、利用者がより一層詳細な分析をし、高度な意思決定を行うことが目指された。それでもなお、当時の S&P グローバルのマーケット・インテリジェンスは、ブルームバーグやリフィニティブに水をあけられていた[15]。

こうした中、S&P グローバルは 2022 年 3 月に、IHS マークイットとの合併を完了した[16]。これにより、①マーケット・インテリジェンスの強化、②指数事業の強化、③コモディティ事業の強化[17]、④モビリティ事業の獲得、⑤航空業界や建築業界などに向けたデータ販売やコンサルティング・サービスを行うエンジニアリング・ソリューション事業の獲得が実現した。

本合併で特に重視されたのが、①マーケット・インテリジェンスの強化である。IHS マークイットは元々、債券や CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）、ローンについての価格データや参照データ、iBoxx や CDX に代表される指数、分析などを発信していたが、これらは金融機関によるトレーディングやバリュエーション、リスク管理、金融商品の組成などに活用され、市場に透明性や流動性をもたらしていた。

更に、IHS マークイットは、金融機関や投資家、発行体などに対して、フィクストインカムや株式の新規発行プロセスにおける当事者間でのやり取り、低流動性資産のバリュエーションやポートフォリオ評価、KYC や税に関する規制当局への報告、ポストトレード処理など、様々なプロセスを合理化・簡素化するソリューションを提供することで、市場参加者の業務効率化を後押ししていた（図表 4）。

---

[15] コンサルティング会社のバートン・テイラーによれば、2019 年の金融データ収入は、ブルームバーグが 104.8 億ドル、リフィニティブが 68.4 億ドルに対して、S&P グローバルのマーケット・インテリジェンスが 19.1 億ドル、IHS マークイットが 6.3 億ドルという状況であった（Rochelle Toplensky, “Bloomberg’s Big Challenger Can’t Afford to Slip,” *Wall Street Journal*, January 15, 2021）。

[16] IHS マークイットは、石油やガスなどの資源、自動車含む輸送業界などに関する情報や分析などを発信していた IHS と、金融データ・ソリューションを提供していたマークイットとが 2016 年に合併して誕生した。本合併は、IHS マークイットの株式を S&P グローバルの株式に交換することにより行われた。

[17] コモディティ事業は、探査や採掘、生産といった上流事業に関するデータや分析、コンサルティング・サービスなど。

図表 4　IHS マークイットのソリューション

サービスの名称	概要
ウォール・ストリート・オフィス	ローンや CLO のポートフォリオ管理プラットフォーム、シンジケートローンの関係者に生じる一連の業務プロセスを自動化するサービスを提供
エンタープライズ・データ・マネージャー	取引、運用、リスク、財務、顧客などに関するデータを収集・検証・保管するためのデータを一元管理するサービスを提供
インフォメーション・モザイク	コーポレート・アクション処理とポストトレード処理における一連の業務プロセスを自動化するサービスを提供
アイレベル	オルタナティブ投資に関するデータ収集・管理、ポートフォリオのモニタリングや分析、評価、報告書作成を合理化するサービスを提供
KY3P	サードパーティ・リスク管理に係る業務プロセスを合理化するサービスを提供
グローバル・マーケッツ・グループ	地方債、株式、フィクストインカムの新規発行プロセスを自動化、簡素化するための情報共有プラットフォームを運営

（注）　各サービスは、複数の製品群より構成されている場合がある。
（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

つまり、S&P グローバルのマーケット・インテリジェンスは元々、主に企業データや関連する分析などを提供することで、顧客の投融資の意思判断などを支援してきたが、IHS マークイットとの合併により、フィクストインカム市場における主要な情報インフラになると共に、顧客の業務を効率化するソリューションを入手することで、投融資プロセス全体を包括的に支援する存在になった。

なお、S&P グローバルは、米国司法省などから本合併の承認を得るため、証券識別コードである CUSIP の運営事業や、レバレッジドローン市場のデータ提供事業など複数の事業を売却している[18]。

2）機動的な事業ポートフォリオの入れ替え

上述のように様々な変遷を遂げてきた S&P グローバルだが、足元では、さらなる成長に向けた事業の取捨選択を行っている。過去にも、S&P グローバルは事業ポートフォリオの入れ替えを機動的に行うことで、重点領域の成長を加速してきた。例えば、SNL ファイナンシャルを買収した翌年の 2016 年には、顧客満足度を調査し、調査結果を基に企業に対して商品・サービスの改善提案を行う J.D.パワーを、英国のオルタナティブ投資会社 XIO グループに売却している。

S&P グローバルは、2022 年に IHS マークイットとの合併が完了すると、翌 2023 年には、同合併で加わったエンジニアリング・ソリューションズを、PE ファームの KKR が運用するファンドに 9.75 億ドルで売却した。

[18] S&P グローバルは、CUSIP 運営事業を担っていた CUSIP グローバル・サービシーズを 19.25 億ドルでファクトセットに、レバレッジドローン市場のデータ提供事業を担っていたレバレッジド・コメンタリー・アンド・データ（LCD）を 6.5 億ドルでモーニングスターに売却した。IHS マークイットが有していた石油データの提供会社である OPIS も、ニューズ・コーポレーションに 11.5 億ドルで売却した。

そして、S&P グローバルは、2024 年 2 月には、ビジブル・アルファを買収すること[19]、フィンセントリックを売却する意向であることを発表した。フィンセントリックは、元々IHS マークイットが所有していた事業であり、主に、個人投資家を顧客とする証券会社向けに、アプリケーションやウェブサイトを開発していた。

一方のビジブル・アルファは、2015 年 5 月に、バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ、シティグループ、ジェフェリーズ、モルガン・スタンレー、UBS の出資を受け、セルサイド・アナリストのリサーチ・レポートや、分析モデル、コーポレート・アクセスなどを集約し、比較可能にするプラットフォームを運営する企業として設立された[20]。主な利用者はバイサイド投資家であり、200 社以上のセルサイドが参画するビジブル・アルファのプラットフォームを介して、財務諸表などに関する、より詳細な内容の市場コンセンサスを効率的に確認することができる。S&P グローバルは、ビジブル・アルファをマーケット・インテリジェンスに統合し、顧客の投資判断を支援するべく、リサーチ供給のさらなる強化を図る考えである。

このように、S&P グローバルは、事業ポートフォリオを機動的に入れ替えながら、今後、金融データ・ソリューションの領域において、ブルームバーグやリフィニティブに対抗していくことを企図していると思われる。

４．S&P グローバルの成長を支えるテクノロジー

S&P グローバルは現在、その成長戦略において、データとテクノロジーを柱に据えているが、これに寄与しているのが、2018 年に 5.5 億ドルで買収したケンショー・テクノロジーズ（以下、ケンショー）である。

ケンショーは、ハーバード大学博士課程の学生であったダニエル・ナドラー氏とマサチューセッツ工科大学の学生であったピーター・クルスコール氏によって 2013 年に設立された、AI を用いた金融市場の分析・調査システム等を開発する企業である[21]。ケンショーは、2014 年には、労働集約的であった財務データ分析を AI システムで瞬時に行う同社の技術を評価したゴールドマン・サックスから 1,500 万ドルを調達した[22]。翌 2015 年には、JP モルガン、バンク・オブ・アメリカ、モルガン・スタンレー、S&P グローバル、

[19] 買収金額は非公表だが、Financial Times は、ビジブル・アルファの評価額は約 5 億ドル以上であったと報じている（Joshua Franklin, “S&P Global close to acquisition of research platform Visible Alpha,” *Financial Times*, February 20, 2024）。

[20] 2018 年には、HSBC、ゴールドマン・サックス、サンタンデール銀行、BNP パリバ、マッコーリー・グループ、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ、ウェルズ・ファーゴからも出資を受けている。

[21] ダニエル・ナドラー氏は 2013 年当時、ボストン連銀にて勤務しており、過去の政治・経済イベントが金融市場にどのような影響を及ぼしたのかを参照して、類似する現在のイベントが金融市場に及ぼし得る影響について推論するための、効率的かつ効果的な仕組みがないことに不満を覚え、友人のピーター・クルスコール氏らとケンショーを創業した（Goldman Sachs Asset Management, “Interview with Daniel Nadler,” July 2016）。

[22] ゴールドマン・サックスは当時、テクノロジーに注力しており、ケンショーを含む様々な非上場企業に出資していた。詳細は、佐藤広大「海外金融機関に見るイノベーションへの取り組み―ゴールドマン・サックスとウェルズ・ファーゴを中心に―」『野村資本市場クォータリー』2016 年夏号を参照。

シティグループ、ウェルズ・ファーゴから 4,780 万ドルを調達するなど、金融業界から注目される存在になっていた。

実は、S&P グローバルは、マーケット・インテリジェンスや指数事業を展開するうえで、最先端のテクノロジーを活用することの必要性を感じ、2010 年代半ばから、複数のフィンテック企業に対して買収・出資をしていた経緯がある。ケンショーについても、2015 年の出資を通じて、同社の自然言語処理技術（NLP）や AI を用いた、データベースの検索機能の向上、データ収集の自動化の促進などを実現していた。

そうした中で、2018 年のケンショーの買収は、①革新的な製品と知見につながる新たな分析機能の開発、②NLP、可視化、高度な検索機能の活用を通じた、顧客体験の向上と収益成長の加速、③業務プロセスの自動化による生産性の向上、④業務効率化とコスト削減、が目的とされた[23]。一方、ケンショーにとっては、S&P グローバルの有する大規模なデータセットなどを活用することで、自社のテクノロジーを更に磨くことが期待された。

現在、S&P グローバルはケンショーを、AI を活用したイノベーション・ハブと位置付けている。ケンショーの自動音声認識ツールやデータ抽出ツールなどを組み合わせることで、S&P グローバル、またその顧客は、自身の有する、書類や音声、画像などの非構造化データから効率的に情報を抽出し、整理することができる。さらに、ケンショーは S&P グローバルの各事業と連携し、S&P グローバルの有する大規模なデータセットと各事業の有する専門性を生かした、新たなサービス・製品の開発に取り組んでいる。このように、ケンショーは、顧客体験の向上や S&P グローバルの製品開発力、コスト削減に貢献することで、S&P グローバルの今後の成長にとって重要な存在になっている。

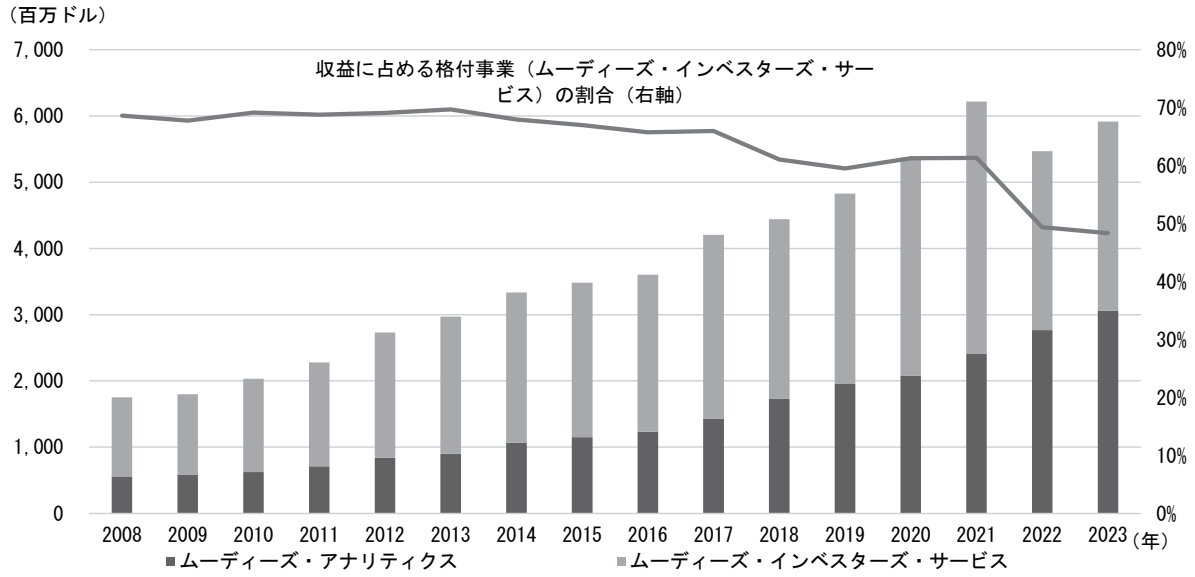
Ⅲ 統合リスク評価を標榜するムーディーズ

１．ムーディーズの事業内容

ムーディーズも、S&P グローバルと同様に、格付事業からの多角化を図ってきた。ムーディーズは、2008 年から 2023 年にかけて、①格付事業を担うムーディーズ・インベスターズ・サービス（MIS）と、②格付以外の事業を担うムーディーズ・アナリティクス（MA）から成る体制を敷いてきた。2008 年の収益を見ると、MIS の収益が 12 億ドル、MA の収益が 5 億 5 千万ドルと、MIS の占める割合は 69%程度であったが、2023 年には、MIS の収益が 28.6 億ドル、MA の収益が 30.5 億ドルと、MIS の占める割合は 48%程度にまで低下し、MA の収益が全体の 52%程度を占めるようになっている（図表 5）。

[23] S&P Global, “S&P Global to Acquire Kensho,” March 7, 2018.

図表 5　ムーディーズの収益推移（2008～2023 年）



（出所）ムーディーズより野村資本市場研究所作成

MA は、①データ・アンド・インフォメーション（D&I）、②リサーチ・アンド・インサイツ（R&I）、③ディシジョン・ソリューションズ（DS）、の 3 つのビジネスラインから成り、銀行や保険会社、資産運用会社、事業会社、公的機関まで様々な主体が利用している。2023 年の収益を見ると、①が 7.9 億ドル、②が 8.8 億ドル、③が 13.8 億ドルとなっており、特に③DS が MA の大きな収益源になっている。

D&I は主に、公開・非公開企業に関するデータや有価証券に関するデータ、格付データを提供しており、R&I は主に、経済データ・モデルや信用リスク・モデル、クレジットリサーチ、ストラクチャード・ファイナンス向けソリューション[24]を提供している。

DS は、①バンキング・ソリューション、②インシュランス・ソリューション、③KYC ソリューションから成る。いずれも、D&I と R&I で提供されるデータ群や知見を活かし、特定のユースケースに対するソリューションとして提供している点に特徴がある。

バンキング・ソリューションでは、銀行を中心とした 2,900 社以上に対して、融資やポートフォリオ管理、財務管理、当局への報告や規制遵守といった業務の自動化や効率化を支援するソフトウェアを提供している。例えば、融資では、ローン申請手続き、契約書面や当局への報告書類の作成、借り手の信用評価、コベナンツ管理など、融資実行前から実行後にかけて発生する一連の業務をデジタル化、自動化することで、銀行等が経営資源をより効果的なところに配置し、競争力を高めることを支援している。

インシュランス・ソリューションは、保険会社、再保険会社、保険ブローカーなど 800 社以上に対して、保険の引受や、財務管理、会計、当局への報告や規制遵守といった業務

[24] ストラクチャード・ファイナンス向けソリューションでは、主に証券化商品の市場参加者に対して、裏付けとなる各ローンやローンプールのキャッシュフローに関するデータ、証券化商品の取引データ、発行や管理などに係る様々な業務を自動化するツールなどを提供している。

の自動化や効率化を支援するソフトウェアを提供している。

KYC ソリューションは、銀行や保険会社、事業会社、公的機関など 2,100 社以上に対して、顧客やサプライヤーに関する情報収集、これらの情報を基にしたデューデリジェンス、継続的なモニタリングといった KYC／AML（アンチ・マネー・ローンダリング）に係る手続きを自動化、効率化するソフトウェアを提供している。昨今のサードパーティ・リスク管理への要請の高まり[25]が、成長要因の一つとされている。

DS の特徴として、クラウド上で展開される SaaS（Software as a Service）の形態を採用していることが指摘できる。SaaS とは、一般に、ソフトウェアを利用者側に導入するのではなく、提供者側で稼働しているソフトウェアを、インターネット経由で、利用者がサービスとして利用する状況を指す。これにより、利用者は、個々のソフトウェアの購入やインストール、保守、運用、アクセス権限管理などに係る手間が取り除かれ、また事業環境の変化に対してより迅速かつ効果的に対応することなどが期待される。一方、提供者であるムーディーズにとっても、SaaS は、定額制であるため、安定的な収益につながる。実際、MA の 2023 年収益のうち 94%がリカーリング収益となっている[26]。

現在、ムーディーズは、指数関数的に増大するリスクに関する主たる情報源になることを使命に掲げている。現代社会において、インターネットや貿易、商取引などを介して、各企業や国家が結びつきを強めるようになった分、サプライチェーンは複雑化し、ある企業や国家に影響する一つのリスクが、時間をかけて他のリスクを引き起こしていくというドミノ効果が生じやすくなっている。ムーディーズは、これを、指数関数的にリスクが増大する時代と呼んでおり、データや分析、ソリューションの提供を通じて、顧客が様々なリスクを理解し、評価し、管理し、低減できるよう努めている。

２．非公開企業データ・ベンダー買収と KYC ソリューション強化

ムーディーズは、1909 年に出版した書籍において、鉄道会社が発行する債券の信用力を表すものとしてアルファベット記号を用いた格付を使ったことから、格付事業の会社として成長してきた。1995 年には、企業の信用リスクを定量化し、管理するサービスを開始し、金融機関や事業会社、投資家に販売するようになっていった。

2008 年 1 月に、ムーディーズは、格付会社である MIS と、信用リスクの管理サービス提供や格付データの販売などを担う MA から成る二部門制を敷いた。当時、米国などの規制・監督当局において格付会社に対する不信感が高まっており、それを受けて、格付会社の独立性を担保する狙いがあった。

[25] サードパーティ・リスク管理とは、一般に、外部委託先や調達先、サービス利用先といった第三者との取引等から生じるリスクについて管理することを指す。金融当局や国際基準設定団体は、近年のデジタル化に伴い、金融機関がサードパーティへの依存を深めているのではないかとの懸念を強めており、例えば、金融安定理事会（FSB）は、2023 年 12 月、金融機関によるサードパーティ・リスク管理と当局の監督を強化するためのツールキットを公表している。

[26] MA におけるリカーリング収益は、定額制の料金体系から得られる収益と、ソフトウェア維持に係る収益から成る。

金融危機を受けて、2010 年代には各法域において、銀行や保険会社に対して従前よりも厳格な規制が次々に課されるようになり、金融機関は、リスク管理高度化などのため、MA の提供する金融機関の信用リスク管理や規制要件遵守を支援するソフトウェアを更に活用するようになった。また、金融危機の市場混乱機には信用収縮の中で新規投資を手控える動きが続いたために、リサーチや格付データに対する投資家需要も一時落ち込んだが、金融市場の混乱が落ち着くにつれ、投資家需要は再び高まっていった。

MA の成長を更に後押ししたのが、2017 年に 30 億ユーロで買収したビューロー・ヴァン・ダイク（BvD）である。アムステルダムを拠点とする BvD は、提携先の 160 社以上の情報提供会社や公開情報からデータを収集・標準化した上で販売しており、特に非公開企業を広くカバーする企業データベースを構築していることで著名であった。現在も、BvD のデータベースは、MA のデータ・アンド・インフォメーションの中核である。同買収は、MA にとっては、中小企業にまでデータカバレッジを拡大することや BvD の顧客である事業会社や政府機関に接点を持つこと、BvD にとっては、ムーディーズの傘下に入ることで欧州域外の顧客基盤に接点を持つことが期待された。MA の収益は、2016 年には 12.3 億ドルだったが、BvD 買収を経て、2018 年には 17.3 億ドルと約 1.4 倍に増加した。

さらに、BvD の企業データベースには、財務情報に加え、KYC／AML において欠かせない非公開企業の実質的支配者や PEPs（外国の政府等の要人）等を特定する機能も含まれていた。それを活かして BvD は、金融機関や事業会社、コンサルティング会社、政府機関などに対して、KYC／AML を支援するソリューションも提供していた。

MA は、BvD 買収を契機に、KYC／AML 関連事業者を相次いで買収した。サードパーティ・リスク管理を含めた KYC／AML に関する当局からの要請の高まりや金融犯罪の巧妙化により市場の成長が見込めること、KYC／AML サービス市場が分断されているため、ワンストップでの対応が付加価値向上につながると判断したことが要因と考えられる。コンサルティング会社のバートン・テイラーによれば、2023 年の KYC／AML のデータ・サービス収入において、MA は業界第 3 位であり[27]、一定の成果を収めているといえる。

３．ソリューション事業への注力と今後目指す成長の好循環

MA は、BvD 買収以降、気候データや商業用不動産データの提供会社を買収することなどを通じて、データやリスク管理の範囲拡大に努めてきたが、2019 年には、ムーディーズ・アナリティクス・ナレッジ・サービス（MAKS）を欧州の PE ファームであるエクイストーン・パートナーズに売却した。MAKS は、銀行や資産運用会社、コンサルティング会社に対して、データの収集・分析・加工といった業務の外注サービス[28]を提供していた。

[27] 1 位はレクシスネクシス、2 位はロンドン証券取引所グループとされている（Burton Taylor, “Anti-Money Laundering/Know-Your Customer Data & Services Global Market Share 2024,” August 2024）。

[28] 同サービスは、KPO サービスとも呼ばれる。詳細は、沼田優子「KPO（Knowledge Process Outsourcing）―インドの頭脳を借りる米国金融サービス業者―」『資本市場クォータリー』2008 年秋号を参照。

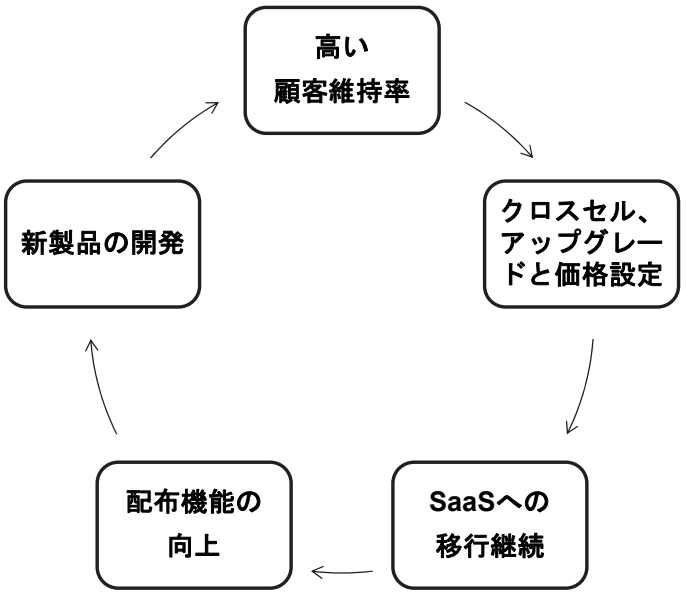
MA は、MAKS の売却により、金融データ、ソリューション事業により一層注力することを決断した。

ムーディーズは、統合リスク評価を標榜する一環で、2021 年 9 月、損害保険会社と再保険会社に気候・自然災害リスクのモデリングと分析を提供する RMS を 20 億ドルで買収した。ムーディーズは従前、生命保険会社を主な保険会社顧客としてきたため、顧客基盤の拡大も期待された。MA はその後、RMS の有する気候変動の物理的リスク・モデルを生かし、移行リスクに知見のあるマッキンゼーと協力して、銀行に対して、気候変動を考慮した信用評価、気候変動ストレステストとシナリオ分析、気候変動関連開示といったソリューションの提供を開始している。この他、MA は、サイバーセキュリティ・リスクの可視化サービスを手掛けるビットサイトへの出資を行うなど、顧客がより多様なリスクを把握できるよう努めている。

MA は、現在、成長を加速するべく、図表 6 のような好循環を生むことを目指している。高い顧客維持率によって顧客基盤を強固にしたうえで、クロスセルや製品のアップグレードとそれに伴う価格設定の見直し、SaaS への移行により収益の安定性と成長性を高め、獲得した収益の一部をデータやソフトウェアの配布機能向上や新製品の開発に充当することで、顧客満足度を高め、顧客維持率を更に向上させるという好循環が企図されている。

ムーディーズは、2024 年 3 月に、格付事業を担っていた MIS を「ムーディーズ・レーティングス」に、リスクや金融に関する情報や企業データを提供してきた MA を「ムーディーズ」に変更することを発表した。収益面で MA が MIS を上回ったこと、上述の、指数関数的に増大するリスクに関する主たる情報源になるという目標を表したものと考えられる。

図表 6　ムーディーズ・アナリティクスの目指す好循環



（出所）ムーディーズより野村資本市場研究所作成

Ⅳ 市場から高評価を得るデータ事業

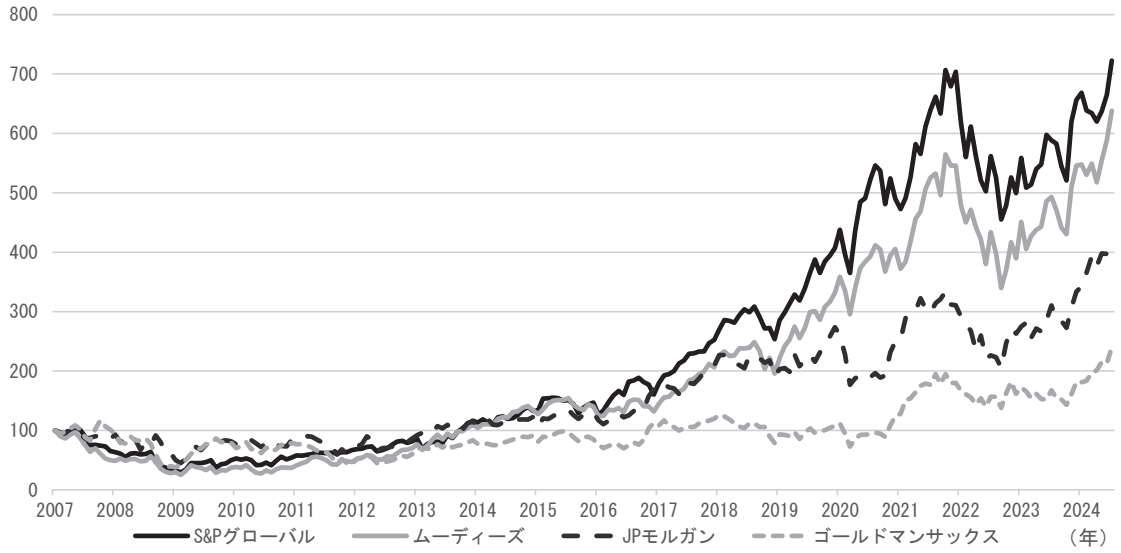
S&P グローバルは、不採算事業の売却や IHS マークイットとの合併などを通じて、マーケット・インテリジェンスを中心とする信用格付以外の事業に注力してきた。現在では、金融市場においてデータ販売に留まらない多様なソリューションの提供者として、グローバル市場の活性化に寄与している。ムーディーズは、統合リスク評価を標榜し、現在では信用リスクに留まらず、気候変動リスクやサードパーティ・リスクの理解、評価、管理、低減を支援する企業に変貌した。

他方、両社の祖業ともいえる格付事業の収益は、直近 10 年間で増加してきた。S&P グローバルの格付事業の収益は、2013 年の 22.7 億ドルから 2023 年には 33.2 億ドルに増加し、ムーディーズの格付事業の収益も 2013 年の 20.7 億ドルから 2023 年には 28.6 億ドルに増加しており、両者とも格付事業に置ける営業利益率は、概ね 50%を超えて推移している。図表 7 の通り、S&P グローバルとムーディーズは、JP モルガンやゴールドマン・サックスなど大手金融機関に対して、大きくアウトパフォームしてきた。

S&P グローバルとムーディーズの株価は、2008 年のグローバル金融危機後に大きく下落した。市況の悪化に加え、信用格付への過度な依存を防ぐべく、SEC の諸規則・開示様式から格付の参照が取り除かれたことや、信用格付の中でも収益性が高かった証券化商品への需要減が見込まれたことなどが、両社にとっては逆風だったと思われる。

しかし、2010 年代半ばごろから、S&P グローバルとムーディーズは市場から再評価され始める。2024 年 7 月末時点で、S&P グローバルの時価総額は 1,552 億ドルに達しており、

図表 7　S&P グローバル、ムーディーズ、JP モルガン、ゴールドマン・サックスの株価推移



（注）　それぞれ、2007 年 1 月末時点の株価を 100 として指数化し、2024 年 7 月までの値を示している。
（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

同 1,700 億ドルのゴールドマン・サックスに肉薄している。ムーディーズの時価総額も830億ドルに達している。

両社の格付事業における優位性と収益性が今日にかけて維持されてきたことに加え、格付以外の事業の安定性や成長性が、こうした市場からの評価につながってきたと思われる。2010 年代、S&P グローバルは、出版事業や教育事業を分離することで、市場の情報インフラとしての立ち位置を明確化してきた。またムーディーズは、金融規制強化などを追い風に MA の収益を伸ばし、BvD 買収により、非公開企業のデータと KYC／AML 支援ソリューションを入手した。2020 年当時にクレディスイスのアナリストであったケビン・マクベイ氏は、両社がデータ革命におけるポジションを築いているとして評価している[29]。図表 1 で示したようなデータ関連事業を巡る買収の活発化も、近年の米国資本市場において、銀行や保険といった規制負担の重い業種よりも、データ事業のような規制負担が比較的軽い事業の方が市場価値が高まりやすいと認識されていることを受け、金融グループが積極的に参入していることを示していると解釈できよう。

S&P グローバルとムーディーズは、もはや、自身を単なる格付会社とは認識していない。ムーディーズの描く成長の好循環は、IT 企業を彷彿とさせる。また両社は、データの販売に加え、市場参加者の業務効率化を図るソリューションを提供することで、市場活性化に寄与しながら、収益の安定的な成長を実現してきた。こうした両社の取り組みは、市況に影響を受けやすい金融グループにとっても、金融資本市場における自身の役割を再定義し、市場から評価される事業ポートフォリオを構築するにあたって、参考になるものと思われる。

[29] Felice Maranz, “Moody’s, S&P Global New Buys at Credit Suisse on Data Revolution,” *Bloomberg*, May 29, 2020.