

## وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية : إعادة تنظيم أم تضارب مصالح؟ أ. خالد مقدم<sup>1</sup>

### ملخص :

يعرض هذا المقال دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية، وتأثير نتائج هذه الأزمة على إعادة النظر في القوانين التي تحكم هذه الوكالات من خلال الاعتراف بها من طرف الهيئات التنظيمية المحلية والإقليمية، ضبط خدمات التصنيف والاستشارات، المسؤولية القانونية والتي قد تعتبر أكثر التغييرات تأثيراً على الوكالات، إضافة إلى التوجه نحو إنشاء وكالات محلية وإقليمية لكسر احتكار الوكالات الأمريكية التي تهمت بالخلفية الإيديولوجية والسياسية لتصنيفاتها.

**الكلمات المفتاحية :** تصنيف ائتماني، جدارة ائتمانية، وكالات التصنيف الائتماني، أزمة مالية، سندات .

### Abstract :

After the financial crisis the credit rating agencies have been among the institutions most targeted for heightened regulatory oversight, the Reform has become an important issue. This paper analyzes the role of credit rating agencies in the financial crisis , and the reform after this crisis. Keywords : credit rating, credit worthiness, credit rating agencies, financial crisis, bond issuance.

JEL Classification :G24, G01, K22

### تمهيد :

برزت العديد من المؤسسات المتخصصة في مجال الأبحاث وتقديم الاستشارات، وتوريد المعلومات، هدفها التقليل من أخطار عدم تماثل المعلومات، ومن بين هذه المؤسسات ظهرت وكالات التصنيف الائتماني والتي شهدت منذ نشأتها تطوراً من حيث دورها في الاقتصاد العالمي ومن حيث الاهتمام بتنظيم هذا الدور والذي غالباً ما كان محل انتقاد وإعادة تنظيم بعد كل أزمة تمس الأسواق المالية كانت فيها الوكالات إحدى المتهمين. فكيف كان دورا وكالات التصنيف في الأزمة المالية العالمية؟ وما هي آثار الأزمة على وكالات التصنيف الائتماني؟ ولمعالجة هذه التساؤلات تم صياغة المقال وفق العناصر التالية :

<sup>1</sup> - خالد مقدم: أستاذ مساعد بجامعة ورقلة.

1. دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية العالمية؛
2. القوانين التنظيمية لوكالات التصنيف الائتماني، قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.
- 1- دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية العالمية : يمثل التصنيف الائتماني رأياً يعبر عن تقييم مخاطر الائتمان للمقترضين من الشركات والحكومات والجهات المصدرة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت من خلال تحليل المعلومات ذات الصلة، والمتاحة عن المصدرين والمقترضين، والظروف الاقتصادية المحيطة بهذه العملية،<sup>1</sup> ويتم من قبل مؤسسات متخصصة (وكالات التصنيف الائتماني) في إنتاج معلومات تخص تصنيف المؤسسة والقروض السيادية، حيث أنها تقوم بنشر هذه المعلومات للعمامة، كما أنها لا تشارك بالاككتاب في هذه المخاطر.<sup>2</sup>

**1- 1- جودة التصنيف الائتماني :** أصبحت مختصرات التصنيف الائتماني معروفة ومتداولة في معظم أسواق رأس المال، ودخل مصطلح "تصنيف ائتماني يدرجة Aaa لغة عالم المال. رغم أن التصنيف هو في نهاية الأمر مجرد رأي،<sup>3</sup> إلا أن الحصول على تصنيف من هذه الدرجة Aaa يعني تحقيق نجاح للإصدارات المالية، بفوائد منخفضة، وشروط مريحة، و في نفس الوقت تمثل مردودية مضمونة، ومخاطر تكاد تكون معدومة بالنسبة للمستثمرين ؛ كما أن هذه الدرجة تمثل تحدي كبير من أجل تحقيقه فهي تطلب ملاءة مالية عالية، يصعب تحقيقها أو المحافظة عليها في ظل التقلبات الاقتصادية، وعدم اليقين المحيط بقطاع الأعمال ؛ حيث تتفاعل الأسواق بشكل متفاوت مع التغيرات التي قد تحدث في درجات التصنيف من وكالة إلى أخرى، أشارات دراسة (Cantor and Parker 1996)<sup>4</sup> إلى أن إعلان التصنيف السيادية لـ موديز أكثر تأثير من ستندرا أند بورز، كما توصلت دراسة أخرى إلى عدم التساوي في ردات الفعل لتغيير التصنيفات السيادية.

تتفاعل الأسواق بشكل كبير مع تغييرات فينش وستندار أند بورز عند تخفيض التصنيف مقارنة بموديز والتي تتفاعل معها الأسواق بشكل أفضل في حالة رفع أو تخفيض التصنيف؛ ففي دراسة تتبععت سجل موديز في التنبؤ بالإخفاق في السداد على مدى 25 سنة ( 1970 إلى 1994)، تبين أن كلما انخفضت فئة التصنيف وطالت فترة حيازة السند كلما ارتفع معدل الإخفاق المتوقع، فبالنسبة لسندات المصنفة Aaa لم يخفق في السداد سوى 0.1 % من مصدري السندات المصنفين بهذه الفئة، وذلك على مدى خمس سنوات، وعلى مدى عشر

سنوات كان معدل الإخفاق أقل من 1%، مقارنة بذلك بلغ معدل إخفاق المصدرين المصنفين بـ B- 28% في المتوسط على مدى خمس سنوات، بينما بلغ 40% في مدى عشرة سنوات.<sup>5</sup> حيث يعبر فشل التصنيف عن رفع أو خفض درجة التصنيف الائتماني بثلاث درجات أو أكثر خلال فترة 12 شهراً.

لدى وكالات التصنيف الحافز لإعطاء درجة تصنيف عالية لمصدرين، فهم يتمتعون بحرية التقدم لوكالة التي قد تعطيهم تصنيف أعلى، إلا أن هذه الوكالة تحتاج لأن تحافظ على سمعتها بين المستثمرين الطالبين لهذا التصنيف، وبالتالي فإن تقديم تصنيف لا يعكس الواقع وتزايد هذه الممارسات يقوض مع مرور الوقت الثقة في عمليات التصنيف ؛ وفي الوكالات<sup>6</sup> وبالتالي فهي تحت ضغط صراع المصالح ؛ فيضغط عملائها لتقديم تصنيفات عالية تحقق أهدافهم من أجل تسويق إصداراتهم من السندات بنجاح وبأقل تكلفة، لأن إرضائهم بهذه التصنيفات المزيفة وغير الدقيقة سرعان ما يكشفها السوق، والذي - قد - يعاقب الوكالات في النيل من سمعتها، بارتفاع تكاليف الدين وصعوبة إصدار سندات جديدة لمصدرين ، والتي كان من الممكن أن تكون أقل لو تم تصنيفها بصورة صادقة.

**1-2 الفشل الذي يلاحق وكالات التصنيف الائتماني :** اتهمت الوكالات بأنها من المشاركة في العديد من الأزمات والتقلبات التي شهدتها الأسواق والاقتصاديات العالمية، وهذا من جهتين، حيث أعطت أو فشلت في تقديم تصنيفات تعكس الحقائق الاقتصادية. كما أن تحركها وإعادة مراجعة تصنيفها كان متأخر مع بوادر ظهور هذه الأزمات، مما زاد في حدة التقلبات.

**1-2-1 الأزمة الآسيوية (1997-1998) :** أعتبر تخفيض التصنيف الائتماني الجماعي الذي مس عدد من الأسواق الناشئة الآسيوية بين جويلية 1997 ونوفمبر 1998، بأنه أكبر تخفيض في تاريخ عملية التصنيف الائتماني السيادي، كما أطلق عليه البعض بـ أزمة التصنيف الائتماني، وفشل في التصنيف، كانت انتقادات المشاركين في السوق أن الوكالات لم تتساهل فقط في استشراق مواطن الضعف لبلدان التي وقعت في الأزمة، ولكنها استجابت أيضا إلى التطورات السلبية ببطء شديد، حيث أنه لم يتم تخفيض درجات التصنيف لتلك البلدان إلا بعد بدء الأزمة، مما زاد من حدة تقلبات أسعار السوق وعدم استقرارها ؛ حيث انتقد صندوق النقد الدولي الضعف في المنهجية الإحصائية المتبعة، والتي تحتاج إلى تحسين

كبير في تقنيات تقييم المخاطر، ووضع سيناريو شامل للتحليل، إضافة إلى تحليل الحساسية واختبارات الضغط.<sup>7</sup>

فشلت وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمة الآسيوية والمكسيكية، أنها لم تؤخذ بعين الاعتبار الالتزامات الطارئة والاعتبارات المتعلقة بالسيولة الدولية، حيث اعترفت موديز فيما يخص الأزمة الآسيوية أنها قد واجهتها مجموعة جديدة من الظروف التي تتطلب تحولا في ما يلي :<sup>8</sup>

- التركيز بشكل كبير على مخاطر الديون قصيرة الأجل على الجدارة الائتمانية للدول ؛
- التركيز على هوية المقترضين فيما يخص الديون قصيرة الأجل في الدول ؛
- التركيز على المخاطر الناتجة عن ضعف النظام المصرفي ؛
- الاهتمام أكثر بهوية السلوك المحتمل للدائنين الأجانب، فيما يخص الديون قصيرة الأجل.
- زيادة الحساسية للمخاطر الناتجة عن أزمة مالية في بلد واحد، والذي يمكن أن يؤدي إلى آثار العدوى لدول أخرى.

أشارت الدراسات إلى وجود ارتباط وثيق بين التصنيفات الائتمانية وانخفاض عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية. حيث أشارت دراسة (1996) Cantor and Packer إلى أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ؛ التضخم ؛ ومستوى الديون الخارجية ؛ الماضي الائتماني(حالة العجز الماضية) والتنمية الاقتصادية تفسر التصنيفات جيدا. وفي دراسة متابعة وجدت أن هذه العوامل تفسر بشكل كاف التصنيفات في عامي 1996 و1997، ولكن أن هناك متغيرات إضافية على ما يبدو أصبحت في عام 1998 تلعب دورا كبيرا في عملية التصنيف، وهي أصول البنوك كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، والفوارق في سعر الفائدة (الناتجة عن تغير أسعار الصرف المتوقعة).<sup>9</sup>

1-2-2 إنرون وفشل التصنيف : ارتبطت مكافأة المدير التنفيذي في المتوسط ارتباط وثيقاً بالقيمة السوقية لشركته ؛ وقد ارتفع متوسط الرسمة السوقية لإحدى شركات مؤشر ستاندرد أندبور 500 من أقل من ملياري دولار في عام 1980 إلى 26 مليار دولار في عام 2006 ؛ وكانت القيمة السوقية الإجمالية لأكثر عشر شركات في مؤشر ستاندرد أندبور 260 مليار دولار في عام 2006 ؛ وقيل أن مكافأة المديرين التنفيذيين في تلك الشركات الأمريكية الكبرى زادت بنسبة 10% سنويا فيما بين 1993 و2006 ؛<sup>10</sup>فالحصول على نتائج مرضي

السوق وأصحاب المصالح هي من مهام المدير التنفيذي، إلا أن تحقيق الثقة والترويج لهذه النتائج والإنجازات هي من مهام الوسطاء والإعلام المالي والذي تدرج تحته وكالات التصنيف الائتماني.

إن المتنوع للانهييار السريع لأسهم إنرون مقارنة بالتصنيفها يجد غموضاً لا يبرره إلا الفشل في التصنيف يخفي ورائه تعقيداً في الهيكل المالي للشركات الحديثة قابله إجراءات تصنيف روتينية وتضرب للمصالح ؛ فسر أسهمها الذي كان يبلغ في أوت 2000 بـ 90 دولاراً، انخفض إلى 60 دولاراً في شهر أبريل من 2001، ثم إلى 33 دولاراً في 16 أكتوبر 2001 وهذا بعد إفصاح الشركة عن خسائر في الربع الثالث وبعد الإعلان عن تعديل الأرباح لفترة 1997-2000 انخفضت أسهمها إلى 8 دولارات ثم في 2 ديسمبر دخلت في إجراءات الإفلاس، من جهة أخرى حافظت إنرون على تصنيفات من درجة الاستثمار من قبل الوكالات الثالثة، وهذا قبل أربعة أيام فقط من تاريخ الدخول في إجراءات الإفلاس.

أعتبر انهيار إنرون فشل كبير لوكالات التصنيف، وهذا لان كان بإمكانها الحصول على معلومات وتفصيل أكبر والتحقق من صدقها وفق لما يخوله لها القانون، فبرغم من إدعاءها بأن المدراء قدموا معلومات مغلوطة ، لا أنه من شبه المؤكد أن التمييز في تلك المعلومات كان ليكشف حقيقة انرون<sup>11</sup>، فعندما ترتكب الوكالات المصنفة ضمن منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها وطنياً أخطاء غالباً ما تزعم أن المديرين التنفيذيين في الشركة كذبوا عليها، إلا أن وظيفة الوكالات هي التأكد من صحة المعلومات التي يحصلون عليها والتوصل إلى استنتاجات بناء على التحليل الخاص بها.<sup>12</sup>

1-2-3 الأزمة المالية العالمية 2008 : لقد ظهرت الأزمة المالية العالمية في وقت كان فيه المجتمع الدولي عاجزاً عن ضبط الاقتصاد المعولم بقواعد عالمية جديرة بالثقة، ولاسيما فيما يتعلق بالعلاقات المالية الدولية وسياسات الاقتصاد الكلي. وكان من الأسباب التي أسهمت في حدوث الفقاعات المضاربة، بدءاً بفقاعة أسعار العقارات في الولايات المتحدة ؛ السياسة النشطة التي أريد بها رفع الضوابط التنظيمية عن الأسواق المالية في العالم أجمع، والتي أقرتها الحكومات على نطاق واسع في مختلف أرجاء العالم ؛ ومما ساعد على تعميم المخاطر وفصلها - ونشر المعلومات المتعلقة بها - اللجوء إلى " طرح سندات الاقتراض "بوسائل منها السندات المدعومة برهون عقارية ؛<sup>13</sup>

في 10 جويلية 2007، خفضت وكالة موديز 399 سند من سندات الرهن العقاري المدعومة (RMBS) Residential Mortgage Backed Securities بقيمة أصلية تبلغ 5.2 مليار دولار كما قامت ستاندرد اند بورز بوضع 612 سند من سندات الرهن العقاري المدعومة (RMBS) بقيمة أصلية 7.3 مليار دولار تحت المراجعة للخفض. في اليوم التالي، موديز تضع 5 مليار دولار من التزامات الديون المضمونة Collateralized Debt Obligations (CDOs) على قائمة المراجعة للخفض. شكلت هذه الأحداث بداية لسلسلة من عمليات الخفض التي مست المنتجات المالية المركبة خلال عام 2007 و 2008 و 2009. وبحلول جوان 2010 وصلت قيمة التخفيضات 2.5 ترليون دولار بالنسبة لسندات الرهن العقاري المدعومة (RMBS) ؛ و 564 مليار دولار من التزامات الديون المضمونة (CDOs) .

اتفقت العديد من الدراسات ولجان التحقيق أن للوكالات مساهمة كبيرة في الأزمة المالية نظرا للدور الذي تلعبه في نشاط أسواق المال العالمية، من حيث طبيعة عملها في احتكار القلة ؛ وتضارب المصالح ؛ وضعف القوانين. حيث ساهمت هذه التصنيفات في الأزمة من خلال :<sup>14</sup>

- إن التصنيفات الائتمانية المضخمة التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى زيادة إصدار الأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة مثل الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري السكنية، والأوراق المالية المضمونة بمجموعة من أدوات الدين المختلفة ؛
- أن متطلبات رأس المال القانونية تركز في جزء منها على التصنيف الائتماني لأصول المؤسسات المالية، وبالتالي فإن التصنيفات الائتمانية المضخمة التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى انخفاض نسبة الأصول التي يجب أن تحتفظ بها المؤسسات المالية، وهذا أدى إلى زيادة مستوى المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها هذه المؤسسات.
- أن الانخفاض السريع لدرجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة والتي بدأت في عام 2007 قد أدت إلى حدوث الصدمات للمؤسسات المالية، حيث أثرت على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية وأدت إلى حدوث مشكلات في السيولة. بالإضافة إلى ما سبق يمكن ان نشير إلى أسباب أخرى وهي كالتالي :<sup>15</sup>

1- الشفافية : تم انتقاد مستوى الشفافية بشأن تصنيف الأصول المدعومة ؛ وهذا فيما يخص عدم كفاية الإفصاح من قبل وكالات التصنيف الائتماني في منهجياتها ؛ الافتراضات الرئيسية ومعايير التقييم ؛ حيث أثارت التساؤلات بشأن :

- ما إذا كانت وكالات التصنيف الائتماني تقدم الكشف الكافي، لعدم وجود العناية اللازمة للتحقق من البيانات لتزويدهم لإصدار التصنيف ؛
- لا توفر وكالات التصنيف الائتماني للمستثمرين، الأداء التاريخي بشأن تصنيفاتها، وإمكانية التحقق منها ومقارنتها بسهولة ؛
- ما إذا كانت وكالات التصنيف الائتماني تقدم إفصاحا كافيا حول قيود إجراء تصنيفاتها، وبذات فيما يخص العناية المهنية في الحصول على كل المعلومات التي تمكنها من القيام بهذه التصنيفات.

2- جودة عملية التصنيف : وقد أثرت ثلاث نقاط :

- الإمكانات المتوفرة لإجراء عملية تقييم الأصول المالية المدعومة : شهدت الفترة 2002 إلى 2006 نمو كبير في التزامات الديون المضمونة (CDOs) وسندات الرهن العقاري المدعومة (RMBS) في نفس الوقت كانت هذه المنتجات المالية تزداد تعقيداً، حيث حولت وكالات التصنيف مجرات هذه الزيادة في الحجم وفي التعقيد، ومع هذا فإن هذه المحاولات لم تكون كافية من جهة، ومن جهة أخرى استمرت عملية إصدار التصنيفات ؛ وبالتالي وجود تفاوت زمني بين إصدار التصنيفات ومراجعتها بعد فهم محتوى هذه المشتقات ؛
- ممارسات الوكالات فيما يخص العناية المهنية وما يتعلق بالمعلومات المقدمة حول القروض والسندات المدعومة COD's وهذا بعدم قيامها بأي إلتماس للعناية الواجبة للتحقق من دقة أو جودة البيانات التي تستند إليها القروض RMBS المصنفة ؛ كما أنها لم تطلب إجراء العناية الواجبة من المصدرين لضمان سلامة أو موثوقية المعلومات المقدمة.
- منهجية تقييم السندات والأصول المالية المدعومة، قلة الخبرة مقارنة بالسندات التقليدية، مما أدى بها إلى الاعتماد على نماذج قد لا تغطي كل أبعاد الأخطار التي تتضمنها هذه الأصول.

3- **تضارب المصالح** : تحصل الوكالات على إيراداتها من تقديم خدمة التصنيف لمصدري تلك السندات والديون ؛ بالتالي فشبهة محاولة إرضاء العملاء قائمة، في حين أن المستثمرين يرغبون في الحصول على تصنيفات دقيقة تمكنهم من اتخاذ القرارات المناسبة ؛ ومع التعقيدات المتزايدة للمنتجات المالية أصبح من الصعب تحديد المخاطر الكامنة فيها؟ لهذه أصبح المستثمرين بحاجة ماسة إلى التوجيه من وكالات التصنيف الائتماني، ولكن في كثير من الأحيان لا يتم التصنيف دون ضغوط من الجهات المصدرة والبنوك الاستثمارية والبنوك التجارية.

في ظل هذه الضغوطات تبقى السمعة حافزا قويا بما فيه الكفاية لوكالات للحفاظ على مستويات عالية من الكفاءة والموضوعية. أما الجانب الثاني لتضارب المصالح فهو إقدامها على تقديم استشارات لعملاءها من أجل تحسين تصنيفها، وفي هذا الإطار علق الرئيس السابق للجنة الأوراق المالية Arthur Levitt ((تلعب وكالات التصنيف الائتماني دور المدرب والحكم في لعبة الدين، فهي تصنف الشركات والمصدرين، وتحصل منهم على أتعابها، أما في حالة الأدوات المالية المهيكلية التي تمكن من توريق الرهون العقارية عالية المخاطر، فهي تساعد في بناء هذه المنتجات من أجل الحصول على أعلى التصنيفات الممكنة).<sup>16</sup>

1-3-2-1 **تغيير التصنيفات الائتمانية السيادية وردة الفعل الدولية** : عبر احد الكتاب الامريكيين Thomas L Friedman في 28 مارس 1999 في مجلة the New York Times Magazine عن قوة وكالات التصنيف الائتماني " في رأيي هناك اثنان كقوى عظمى في العالم اليوم. هناك الولايات المتحدة وموديز لخدمة تصنيف السندات. يمكن للولايات المتحدة تدميرك عن طريق إسقاط القنابل، ويمكن أن تدمرك وكالة موديز عن طريق خفض درجة السندات الخاصة بك. وصدقوني، ليس من الواضح من هو في بعض الأحيان أكثر قوة".<sup>17</sup>

• بعد صدور قانون مراقبة الميزانية لسنة 2011 خفضت ستندارد اند بورزا التصنيف الائتماني السيادي الأمريكي طويل الأجل إلى AA+، حيث انتقدت وزارة الخزانة هذه التخفيض واعتبرته غير منطقي وأن النظر السياسية أثرت على الجانب الاقتصادي بالإضافة إلى خطأ في التقديرات بـ 2 ترليون دولار، مما أثر تساؤلات حول مدى صدق ونزاهة عمل الوكالات خاصة بعد اعترافها بالخطأ لإ أنها صراحة بأنه لا يؤثر على درجة التصنيف الممنوحة.<sup>18</sup>

• أعلنت ستاندرد اند بورز يوم 11 نوفمبر 2011 انها بصدد تخفيض تصنيف فرنسا من (AAA) إلى AA +. وقد رد القادة الفرنسيين أن الأمر هو خطأ غير مبرر، ودعوا إلى التشدد في تنظيم وكالات التصنيف الائتماني . ثم بدأت ستاندرد اند بورز يوم 13 يناير 2012 بتخفيض تصنيف فرنسا AAA إلى AA +. وهي المرة الأولى منذ 1975 يتم فيها تخفيض التصنيف الائتماني لفرنسا إلى AA + وخفضت أيضا في نفس اليوم تصنيف ثمانية بلدان أوروبية أخرى، حيث أثارت سلسلة التخفيضات التي مست الاتحاد الأوروبي في ظل تفاقم أزمة اليور والديون السيادية ردة فعل تمثلت في إعلان المفوضية الأوروبية عن ضرورة إنشاء وكالات تصنيف أوروبية تتنافس الوكالات الأمريكية؛

تفاوت ردة الفعل حول تصنيفات هذه الوكالات، إلا أنها تضمنت نقطتين : التفكير في إنشاء وكالات تصنيف محلية او إقليمية من أجل منافسة الوكالات الثلاثة الكبار؛ إعادة النظر في القوانين التنظيمية لهذه الوكالات.

**3-3 القوانين التنظيمية لوكالات التصنيف الائتماني :** تتمثل أهمية تنظيم الوكالات في تحديد المسؤوليات وزيادة كفاءة عملها وقد سعت الكثير من الهيئات الوطنية والدولية لتحقيق هذا الهدف :

**3-3-1 نموذج الأعمال في وكالات التصنيف الائتماني :** يتميز نموذج أعمالها بما يلي :

• **الاحتكار :** تسيطر على عمليات التصنيف الوكالات الثلاثة ( الثالث الكبار)، بنسبة قد تصل إلى 90%، هذه السيطرة هي نتيجة لقانون 1975 الذي أقرته لجنة الأوراق المالية الأمريكية والذي أنشأ ما يعرف بوكالات التصنيف المعترف بها، وهذا من أجل ضبط عملية التصنيف وزيادة دقتها، وبرغم من أن عدد الوكالات المعترف بها ارتفع إلى 10 وكالات، إلا أن الحلقة المفرغة لهذه العملية تصعب عملية كسر هذا الاحتكار، وهذا يرجع إلى ما يلي:

- صعوبة حصول الوكالات على الاعتراف القانوني والذي يخول لها تصنيف الإصدارات والسندات التي سيتم طرحها في الأسواق المالية ؛

- ثقة المستثمرين في الوكالات الائتمانية : فلضمان نجاح إصدار السندات والديون يلجأ المصدرين إلى الوكالات المعروفة والكبيرة، وبالتالي فإن الحصول على الاعتراف القانوني لا يكون كافي لتكسير الاحتكار ما لم تحصل تلك الوكالات على ثقة المستثمرين.

• **الوضع القانوني لوكالات التصنيف الائتماني :** صنف المشرع الأمريكي الوكالات ضمن مؤسسات الرأي، فهي كوسائل إعلام لها الحق في إبداء رأيها، حيث صرحت هذه الوكالات بأن تصنيفاتها هي مجرد رأي، وللأسواق والمشاركين فيها حرية اتخاذ القرار ؛ إلا أن حقيقة تفاعل السوق مع المعلومات الواردة لا يمكن تجاوزها.

### 2-3-3 وكالات التصنيف الائتماني والقوانين التنظيمية قبل الأزمة المالية العالمية :

1- **المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية :** نشرت اللجنة التقنية IOSCO في سبتمبر 2003 بيان المبادئ فيما يتعلق بأنشطة وكالات التصنيف الائتماني. وقد صممت لتكون أداة مفيدة لتنظيم الوكالات من خلال صياغة الشروط والظروف التي تعمل فيها وطريقة استخدام آراءها من قبل المشاركين في السوق. وضعت هذه المبادئ الرفيعة المستوى من الأهداف لوكالات التصنيف، والمنظمين، والمصدرين والمشاركين الآخرين في السوق حيث تسعى نحو تحسين حماية المستثمرين وتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في أسواق الأوراق المالية والحد من المخاطر النظامية. وتُرك أسلوب تنفيذ هذه المبادئ مفتوح.<sup>19</sup> وتضم هذه المبادئ ماييلي<sup>20</sup> : جودة وسلامة عملية التصنيف ؛ استقلالية وكالات التصنيف الائتماني وتجنب تضارب المصالح ؛ مسؤولية التصنيف الائتماني اتجاه جمهور المستثمرين والجهات المصدرة.

2- **الولايات المتحدة الأمريكية :** ارتبط تنظيم الوكالات بالآزمات التي مست أسواقها، بدأ بالقوانين الصادرة بعد الأزمة الاقتصادية 1933-1934، ثم قانون 1975 والذي تم فيه تحديد وكالات التصنيف المعترف بها لدى لجنة الأوراق المالية.

نصت الفقرة 702 من قانون ساربينز أوكسلي ، على تكليف الكونغرس للجنة الأوراق المالية لإصدار "تقرير عن دور ووظيفة الوكالات في تشغيل أسواق الأوراق المالية. وكان ذلك لمعالجة العديد من القضايا المتعلقة بدورها، بما في ذلك تدفق المعلومات في عملية التقييم الائتماني، والعوائق المصطنعة من طرف هذه الوكالات المعترف بها وطنياً لدخول سوق الولايات المتحدة من طرف الوكالات غير معترف بها وتضارب المصالح والممارسات المسيئة<sup>21</sup>.

نتج عن هذا التقرير اعتماد الكونغرس قانون إصلاح وكالة التصنيف الائتماني لسنة 2006 الذي يرمي إلى "تحسين جودة التصنيفات لحماية المستثمرين، وبما يحقق المصلحة

العامة من خلال تعزيز المساءلة والشفافية، والمنافسة في قطاع التصنيف الائتماني، كما تم منح السلطة للجنة الأوراق المالية من أجل تنظيم القوانين واعتماد وتسجيل الوكالات ضمن منظمات التصنيف الائتماني المعترف بها وطنياً. وهذا دون التدخل في إجراءات ومنهجية التصنيف.

1- **الإتحاد الأوروبي** : بعد انهيار شركة إنرون، طلب مجلس الشؤون الاقتصادية والمالية في أبريل 2002 مفوضية الاتحاد الأوروبي لتقييم أنشطة الوكالات. حيث عقدت المفوضية سنة 2003 عدة مناقشات حول هذا الموضوع. في فبراير 2004 دعا البرلمان الأوروبي المفوضية أن ترسل له في 31 جويلية 2005 تقييمها للاحتياجات التشريعية المناسبة لتقديم المقترحات للتعامل مع وكالات التصنيف الائتماني. مع المشورة التقنية للجنة الأوروبية لمنظمي الأوراق المالية، في 11 مارس 2006 نشرت المفوضية ، بيان يحدد موقفها في ما يخص هذه الوكالات.<sup>22</sup> وقد تم معالجة المسائل المتعلقة بوكالات التصنيف الائتماني ضمن المواضيع التالية :<sup>23</sup>

- فيما يخص التوجيهات المتعلقة بالتلاعب في الأسواق وإساءة استخدام المعلومات الداخلية. EC/125/2003 حيث أشارت إلى مسألة الآراء الائتمانية الصادرة عن الوكالات بأنها مجرد رأي ولا تشكل توصية بالمعنى المقصود. كما يتعين على الوكالات النظر في اعتماد السياسات والإجراءات الداخلية المصممة لضمان تقديم تصنيفات ائتمانية تعرض بشكل عادل وصادق، وتؤدي إلى الكشف عن أي مصالح أو علاقات أو تضارب المصالح فيما يتعلق بالأدوات المالية أو الجهات المصدرة. إلا أنه لا يوجد أي متطلبات أو وسيلة لرصد مدى سعي أو امتثال الوكالات لهذه التوصيات ؛
- متطلبات رأس المال واستخدام التصنيف الائتمان الخارجي الذي تقدمه الوكالات المعترف بها، وهذا من أجل تحديد أوزان المخاطر المطبقة التي يمكن أن تتعرض لها الشركة.
- الخدمات المرخص بتقديمها من طرف الوكالات في الأسواق المالية.

3-3-3 القوانين المنظمة لوكالات التصنيف بعد الأزمة : توصلت التحقيقات بشأن دور الوكالات في الأزمة، بأنها مصنع لدرجة التصنيف AAA ، مما زاد من توسع المستثمرين في تلك الاستثمارات التي انهارت فيما بعد، إضافة إلى قلة المنافسة والشفافية في إجراءات

التصنيف وتضارب المصالح ؛ حيث ركزت الإصلاحات القانونية على هذه النقاط، إضافة إلى إمكانية مسألة تلك الوكالات.

1- **المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)** : عدلت المبادئ التي أصدرتها وهذا بهدف دعم قواعد التعامل فيما يخص نوعية وسلامة عملية التقييم، وتضارب المصالح، ومسؤوليات الوكالات تجاه المستثمرين والمصدرين<sup>2</sup> حيث كانت التتقيقات تشمل التدابير الرامية إلى تعزيز جودة عملية التصنيف؛ ضمان إجراء الرصد اللاحقة وتوقيت التصنيف؛ حظر مشاركة المحللين في تصميم الأوراق المالية المهيكلية التي تصنفها وكالاتهم؛ إضافة إلى زيادة الإفصاح.

2- **الولايات المتحدة الأمريكية** : بدأت الجهود لكبح جماح هذه الوكالات في عام 2008 حينما قامت هيئة الأوراق المالية في الولايات المتحدة (SEC) بإصدار مشروع قانون للحد من تعارض المصالح في هذا القطاع المهم، والذي يركز على زيادة الإفصاحات العامة والإفصاح عن النموذج المعتمد في التحليل والإجراءات المعتمدة في إعادة التقييم وعدم إلزام بعض الصناديق الاستثمارية على الشراء من السندات أو الديون ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة، وكذلك عمل مراجعة شاملة لجميع التقييمات الخاطئة التي تمت من قبل هذه الوكالات للوقوف على أسباب هذه الأخطاء. إلا أنه بسبب الضغط من قبل (لوبي) الأعمال، فإن هذا القانون تم اختزاله، واقتصر على منع الوكالات من تصنيف السندات والديون التي قامت بالمشاركة في هيكلتها، ومنع الموظفين العاملين في الوكالة من تلقي هدايا من العملاء بقيمة 25 دولاراً أو أكثر.

وفي ماي 2010 قام مجلس الشيوخ الأمريكي بإصدار قانون لإنشاء مجلس تابع لهيئة الأوراق المالية الأمريكية SEC بحيث يُعهد له بوضع المعايير اللازمة لهيكلية هذا القطاع المهم ووضع المبادئ الأولية لقانون عام 2008 الذي لم يخرج لحيز التنفيذ.

3- **الاتحاد الأوروبي** : أعلنت لجنة الإشراف المالي في 9 ماي 2009 أن على الوكالات أن تكون مسجلة لدى اللجنة الأوروبية لمنظمي الأوراق المالية أو في دولة أخرى تحتكم إلى معايير التسجيل أو الاعتراف لا تقل عن المعايير الأوروبية، وأن نشاطاتها تكون تحت إشراف اللجنة والهيئات المختصة في الدول الأعضاء وضمن القوانين الأوروبية ومبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، كما تم حظر بعض الخدمات الاستشارية؛ وتعزيز

متطلبات الإفصاح والشفافية وتدعيم الحكومة الداخلية وإنشاء بنك معلومات يضم الأداء التاريخي لجميع وكالات التصنيف المسجلة.<sup>24</sup>

وحدت القرارات الأوروبية قوانين القطاع في دول الاتحاد، في ما يتعلق بالمسؤولية المدنية وما كان يمنع الوكالات من طلب محاكمتها في دول تعتبر أن قوانينها ملائمة لها. هذا الإجراء يسمح للمستثمرين بطلب تعويضات عن أضرار محتملة. أما الأهم في ما فرضه البرلمان وهو منع الوكالات من تغيير تقييمها غير المطلوب من قبل الحكومات أكثر من ثلاث مرات سنوياً وفي تواريخ محددة مسبقاً. إضافة إلى منع المستثمرين من حيازة أكثر من 5 % من رأس مال وكالتين مختلفتين، كما تمنع أي وكالة من تصنيف كيان تملك فيه أكثر من 10% وتجبر القواعد الجديدة الوكالات على نشر قراراتها بعد نهاية التداول في الأسواق وساعة واحدة على الأقل قبل فتح الأسواق في الاتحاد الأوروبي، كما يجب إعلام المستثمرين والدول الأعضاء بالحقائق الأساسية والافتراضات المرتبطة بهذه القرارات وذلك لتسهيل فهم أفضل للديون السيادية.

**خلاصة :** تمثل وكالات التصنيف امتحان صعب بنسبة لي مصدري الأوراق المالية والسندات من الشركات أو الدول، فخضوعهم لتقييم والتصنيف يعتبر ضرورة لنجاح خططهم التمويلية ، هذه القاعدة شكلت ضغط على(الشركات والدول) من حيث القدرة الحقيقية على توفير وضع يسمح بالحصول على تلك التصنيفات الجيدة؛ كما أن على الوكالات تقديم تصنيفات تعكس الجدارة المالية الحقيقية لشركات والدول والتي تحصل منها على أتعابها، إلا أن عدم قدرة الوكالات على فهم التعقيد المتزايد لتلك الأوراق المالية والسندات، أو محاولتها المحافظة على عقود التصنيف مع العملاء، قد ينتج عنه تصنيفات لا تعكس الواقع والتي يترتب عليها تضليل المستثمرين.

هذا التضارب في المصالح يعتبر من أهم المسائل التي تتخبط في صناعة التصنيف الائتماني، والتي نتج عنه العديد من حالات الفشل في التصنيف كان آخرها الأزمة المالية العالمية، والتي اتهمت الوكالات بأن لها دور فعال في حدوثها، هذا الاتهام يترتب عليه إعادة النظر في دورها ونشاطاتها في الأسواق العالمية و هذا من خلال :

- إعادة النظر في القوانين التنظيمية كوجوب التسجيل في الهيئات المحلية المختصة، تحديد توقيت الإعلان عن التصنيفات، تظهر هذه القوانين تغليب الشكل القانوني على الجوهر الاقتصادي والذي قد يؤدي إلى تصنيفات لا تعكس الواقع.
- زيادة إمكانيات المساءلة القانونية لهذه الوكالات، يرفع من تحفظها وخوفها مما قد يُحجم عملها في تصنيف الأدوات المالية المعقد، وبالتالي عدم تكافؤ الفرص بين المستثمرين، وتعزيز نشاط المؤسسات الاستثمارية الكبيرة على حساب باقي المستثمرين
- زيادة عدد الوكالات وكسر الاحتكار، يؤدي إلى زيادة عدم تمثيل المعلومات، في حين تتوجه الأسواق العالمية إلى التكامل والاندماج، خاصة و أن هذا التوجه هدفه هو إنشاء وكالات تعكس الواقع المحلي أو الإقليمي مرتبط بالأسواق العالمية، إضافة إلى أن هذا توجه لا يصب في مصلحة توحيد منهجية التصنيف والتي قد تزيد من اختلاف التصنيفات لنفس الجهة بين تلك الوكالات ، والذي قد يؤثر على قرارات المستثمرين .

#### الإحالات والمراجع :

- 1-The IOSCO, Final Report, The role of credit rating agencies in structured finance markets, May 2008, P 3
- <sup>2</sup> J.P. Krahnen, M. Weber, Generally accepted rating principles: A primer, Journal of Banking & Finance 25 (2001), p (5.6)
- <sup>3</sup> - جون أ.بون، كيف تعمل مؤسسات التقييم الدولية على تدعيم الأسواق المالية ص 178 تم الاطلاع عليه يوم ( 2012/11/15 ) متوفر على الرابط : <http://www.cipe-arabia.org>
- <sup>4</sup> Cantor, R., Packer, F., 1996. Determinants and impact of sovereign credit ratings. Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, October, pp. 1-15
- 1 Rasha Alsakka, Owain ap Gwilym, Leads and lags in sovereign credit ratings, Journal of Banking & Finance, VOL(34), (2010); p 261
- 5- جون أ.بون، مرجع سابق، ص ص ( 188-189 )
- 6- Richard Cantor, Moody's investors service response to the consultative paper issued by the Basel Committee on Bank Supervision 'A new capital adequacy framework'; Journal of Banking & Finance 25 (2001), P 179
- <sup>7</sup> Roman Kräuss, Sovereign Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises, Center for Financial Studies Frankfurt/Main, February 2000 , P5 Consulté le 07/11/2012 Electronic copy available [www.soc.uoc.gr/econ/wpa/docs/CFS-WP1.pdf](http://www.soc.uoc.gr/econ/wpa/docs/CFS-WP1.pdf)
- <sup>8</sup> Marwan Elkhoury , the UNCTAD, Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries, No. 186, January 2008,p 4 Consulté le 17/11/2012 Electronic copy available at : [http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf), 4
- <sup>9</sup> Amadou N.R. Sy, Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?, Journal of Banking & Finance 28 (2004), p( 2848-2849)
- <sup>10</sup> آلان جرينسبان، عصر الاضطراب، ترجمة أحمد محمود، دار الشروق، مصر، 2007، ص 514

- <sup>11-</sup> Carol Ann Frost ,Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies, March 15, 2006,p 27 Consulté le 08/11/2012 Electronic copy available [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=904077](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904077)
- <sup>12-</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، 2009،الإسكندرية، ص400.
- <sup>13-</sup> مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، الأزمة الاقتصادية العالمية : أوجه القصور النظمية و التدبير العلاجية المتعددة الأطراف ( موجز تنفيذي)، نيويورك، 2009 ، الوثيقة رقم UNCTAD/GDS/2009/1، ص 4
- <sup>14-</sup> رامي زعتري، التصنيف الائتماني وأفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، دراسة تطبيقية رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2011، غ منشورة، ، ص ص (103-104)
- <sup>15-</sup> Stéphane ROUSSEAU , Regulation Credite Rating Agencies After the financial Crisis : The Long and Winding Road Toward Accountability, Capital Markets Institute , Rotman School of Management, University of Toronto,, July 23, 2009, p (21-24) Consulté le 09/11/2012 Electronic copy available at : <http://ssrn.com/abstract=1456708>
- <sup>16-</sup> Ignacio A. Vincentelli V, Credit Rating Agencies and financial Stability, 2007,p (29-30) Consulté le 06/11/2012 Electronic copy available : <http://ssrn.com/abstract=1299041>
- <sup>17-</sup> Roman Kr·aussl, Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?, Journal of Financial Stability 1 (2005), p355
- 18-John Bellows, U.S Department of the Treasury, Treasury Notes, Just the Facts: S&P's \$2 Trillion Mistake 08/11/2011 Consulté le 07/11/2012 Electronic copy available at : <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx>
- <sup>19-</sup> The IOSCO, Op.Cit, p 1
- <sup>20-</sup> Ibid, P 3
- <sup>21-</sup> Marwan Elkhoury , Op.Cit,p12,
- <sup>22-</sup> ESME's report to the European Commission, Role of Credit Rating Agencies, June 2008.p6 Consulté le 05/11/2012 Electronic copy available [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf),
- <sup>23-</sup> Ibid.p( 6-7)
- <sup>24-</sup> The World Bank, Note Number 8, Credit Rating Agencies, No Easy Regulatory Solution, October 2009, p1 Consulté le 07/11/2012 Electronic copy available <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note8.pdf>