

تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني ومشاكل التصنيف وتحدياته

عادل عبد العظيم حسنين ابراهيم(*)، أ.د فرج عبد الفتاح فرج، د. سماح سيد أحمد المرسي

موضوع الدراسة:

في اعقاب الأزمة المالية العالمية عام 2008، شكلت وكالات التصنيف العالمية الموضوع الاقتصادي الأكثر جدلا على مر سنوات الازمة منذ اندلاعها، وتعرضت للعديد من الانتقادات، منها؛ ضعف قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية ورد الفعل المتأخر في تخفيض التصنيفات الائتمانية. فعلى سبيل المثال، لم تقم بدورها في تحديد المخاطر المرتفعة للأصول العقارية والتي أدت الى ازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت بمثابة الشرارة الاولى للازمة المالية الاقتصادية العالمية.

ويتفاقم تأثير تغييرات التصنيف على أداء الاسواق جراء الاعتماد المفرط على تلك التصنيفات الائتمانية في سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية وخاصة المتعلقة بمخاطر المؤسسات المالية وتصميم عقود القطاع الخاص. وبعيداً عن دور اصدار شهادة التقييم، تعكس البراهين العملية أن التصنيفات الائتمانية السيادية توفر قيمة معلوماتية مفيدة ونافعة.

وتبدو الآفاق المستقبلية لهذه الوكالات بشكل عام سلبية على المدى الطويل، إذ قامت عدة اقتصادات متقدمة تعرضت لتخفيض تصنيفاتها في أصعب ظروف الازمة بالبحث عن بدائل لوكالات التصنيف عبر تكليف المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة المالية العامة والمحاسبة (الانتوساي) بوضع معايير فنية لأدوات (الدين العام) يتم تعميمها جغرافيا في العالم.

أولاً: أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الجوانب التالية:

- 1- الانتقادات المتعددة الموجهة لأساليب ومنهجيات عمل تلك الوكالات الدولية والأهمية الكبرى التي توليها الدول النامية للحصول على تصنيف ائتماني سيادي والاندماج في اسواق المال العالمية.

(*) باحث ببرنامج الدكتوراة بقسم السياسة والاقتصاد بمعهد البحوث والدراسات الأفريقية - جامعة

2- تنتمي المخاطر السيادية إلى فئة القضايا التي يصعب فهمها بسبب عدم نشر أو عدم اكتمال معلوماتها، علاوة على أنها تنطوي على توليفة معقدة التركيب من سياسات الاقتصاد الكلي، والضعف الهيكلي والمؤسسي، وسوء الإدارة، والعدوى الإقليمية مجتمعة ضمن نموذج ذو مستويات عالية من تدفقات التجارة ورأس المال والمعلومات، فقد تم اعتبارها حقيقة مبهمة، وتركت بين أيادي وكالات التصنيف الدولية. ومن ثم يعد فحص كفاءة دور التصنيف الائتماني، أمراً شديداً الأهمية وخاصة لصانعي السياسات.

ثانياً: هدف الدراسة

الهدف من هذا الدراسة هو رصد دور وكالات التصنيف الائتماني الدولية مع الأزمات المالية وبالتالي الوقوف على الاسباب الحقيقية وراء فشل هذه الوكالات في تحقيق الاستقرار المالي في اسواق المال العالمية.

ثالثاً: إشكالية الدراسة

في الوقت الذي تنادي فيه الدول حول العالم نحو تقنين عمل وكالات التصنيف الدولية والإقلال من الاعتماد على تصنيفاتها لأغراض إدارة المخاطر المالية ضمن النماذج الداخلية للمؤسسات المالية والتأمينية والشركات العملاقة كنتيجة طبيعية لظهور عيوب في النماذج المستخدمة لدى تلك الوكالات، ترغب الدول النامية، وخاصة الأفريقية منها، غير المصنفة في الحصول على التصنيف السيادي بغرض النفاذ إلى الاسواق الدولية. الأمر الذي يثير التساؤلات حول جدوى استصدار هذه التصنيفات وما قد يترتب عليها من اثار ايجابية أو سلبية فيما يتعلق بحجم واتجاه التدفقات الرأسمالية وتطور الاسواق المالية المحلية في دول افريقيا جنوب الصحراء.

رابعاً: تساؤل الدراسة

تثير الدراسة تساؤل حول مدى كفاءة التصنيفات الائتمانية السيادية بوجه عام كأداة موثوق بها في التنبؤ بمخاطر تخلف الدول المدينة عن السداد ووقوعها في الازمات المالية.

خامساً: فرضية الدراسة

وجود مجموعة من الأدلة على عدم كفاءة نماذج التصنيف المستخدمة من قبل وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية في التنبؤ بالأزمات ونفادها، وهو ما يؤثر سلباً على الأسواق المالية العالمية والاستقرار المالي.

سادساً: منهج الدراسة

تعتمد الدراسة بالأساس على منهج التحليل الاستقرائي البسيط من خلال تطبيق مفاهيم وأدوات متفق عليها دولياً بغرض قياس مدى استقرار التصنيف الائتماني ودقته ومناسبة توقيتته وكذلك مدى كفاءة نموذج التصنيف المستخدم من قبل وكالات التصنيف الدولية في التنبؤ بالأزمات من عدمه وكيفية قياس هذه الكفاءة.

سابعاً: الإطار المكاني والزمني للدراسة

يتمثل الإطار المكاني لهذه الدراسة في الدول المصنفة ائتمانياً حول العالم من قبل الوكالات التصنيف الدولية الرئيسية (فيتش، موديز، وستاندرد أند بوروز)، أما الإطار الزمني لهذه الدراسة فهو مرتبط إلى حد كبير بالأزمات المالية والاقتصادية بداية من الأزمة الآسيوية (1997) ومروراً بالأزمات المالية للدول فرادى وصولاً للزمة المالية العالمية التي بدأت في الربع الأخير من عام 2008 واثرت بشكل كبير على التصنيف الائتماني للدول وبالتالي على التدفقات الرأسمالية وتطور الأسواق المالية الدولية وبالتبعية في الدول الأفريقية.

أولاً: تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني الدولية في توقع حدوث الأزمات

1 مقدمة:

في أعقاب الأزمة المالية العالمية (2008)، شكلت وكالات التصنيف الدولية الموضوع الاقتصادي الأكثر جدلاً على مر سنوات الأزمة منذ اندلاعها، وتعرضت للعديد من الانتقادات، منها؛ ضعف قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية ورد الفعل المتأخر في تخفيض التصنيفات الائتمانية. فعلى سبيل المثال، لم تقم بدورها في تحديد المخاطر المرتفعة للأصول العقارية والتي أدت إلى أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وكانت بمثابة الشرارة الأولى للزمة المالية الاقتصادية العالمية. ونفاقم تأثير تغييرات التصنيف على أداء الأسواق جراء الاعتماد المفرط على تلك التصنيفات الائتمانية في سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية وخاصة المتعلقة بمخاطر المؤسسات المالية وتصميم عقود القطاع الخاص. وبعيداً عن دور إصدار شهادة التقييم، تعكس

البراهين العملية أن التصنيفات الائتمانية السيادية توفر قيمة معلوماتية مفيدة ونافعة. وتبدو الآفاق المستقبلية لهذه الوكالات بشكل عام سلبية على المدى الطويل، إذ قامت عدة اقتصادات متقدمة تعرضت لتخفيض تصنيفاتها في أصعب ظروف الازمة بالبحث عن بدائل لوكالات التصنيف عبر تكليف المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة المالية العامة والمحاسبة (الانتوساي) بوضع معايير فنية لأدوات (الدين العام) يتم تعميمها جغرافيا على المستوى العالمي.

2- التصنيفات السيادية:

تعتبر التصنيفات السيادية بوجه عام أداة موثوق بها في التنبؤ بمخاطر تخلف الدول المدينة عن السداد². ومع ذلك، خلص العديد من الباحثين إلى أن وكالات التصنيف لم تكن قادرة على التنبؤ بوقوع الأزمات بأنواعها المختلفة ومن ثم لم تكن قادرة على تحذير المشاركين في السوق من الوقوع الوشيك لهذه المخاطر مع بداية الاضطرابات المالية والازمات³. واثبتت هذه الازمات ان وكالات التصنيف تتبع الدورات الاقتصادية في إعطاء درجات التصنيف الائتماني (ترفعه وقت الازدهار بينما تخفضه وقت الركود) نظرا لأنها تعتمد بشكل رئيسي على المعلومات العامة المتاحة في السوق حيث قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض التصنيف السيادي لعدد من الدول الاسيوية بدرجات كبيرة. وذلك على عكس الدور المنتظر من وكالات التصنيف الائتماني والمفترض أن يسلط الضوء على حالات تدهور وضعف الأداء الاقتصادي للدول المصنفة قبل حدوث الازمة. كما ان محددات التصنيف خلال الازمة الاسيوية كانت تركز على العوامل التالية⁴: (معدل التضخم، نسبة الديون الخارجية إلى الصادرات، حالات التعثر السابقة، تفاوت سعر الفائدة بين عملتين، وسعر الصرف الحقيقي). وان اخفاها في توقع ازمة المكسيك والازمة المالية الاسيوية يعود إلى انها لم تأخذ بالاعتبار

²وفقا لوكالة ستاندرد أند بورز (2007a) فإن 16.3% في المتوسط من التصنيف السيادي، الفئة " BBB " على مدى السنوات الثلاثين الماضية (1975-2006)، فقد ترتيبه نحو فئتين أو أكثر. أما بالنسبة التصنيف السيادي، الفئة " B "، فإن حوالي الثلث منها تم تخفيضه للفئة التوقف المختار SelectedDefault. وقد وجدت كافة الدراسات، التي اجرتها وكالة ستاندرد اند بورز والتي تناولت حالات التوقف عن السداد، علاقة واضحة بين جودة الائتمان والتخلف أو التوقف عن السداد، فكلما ارتفع التصنيف كلما قل متوسط حالات التخلف أو التوقف عن السداد تاريخيا، والعكس صحيح.

³For example, see Reisen and Maltzan (1999) and Reihard (2002).

⁴Marwan Elkoury, "credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries", UNCTAD Discussion Paper No. 186, 2008, P.171.



الالتزامات العرضية Contingent Liability واعتبارات السيولة العالمية .International Liquidity

- وقد قام Stiglitz, Liu, & Ferri عام 1999⁵ بدراسة توضح دور وكالات التصنيف الائتماني في الازمة المالية التي حدثت في عام 1997 عن طريق بناء نموذج يبين مدى قصور التصنيف الائتماني توقع الازمة المالية من خلال حساب التصنيفات الائتمانية المتوقعة ومقارنتها مع التصنيفات الائتمانية المحسوبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:
- قبل حدوث الازمة المالية: ان التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي تم حسابها كانت اقل من التصنيفات الائتمانية المحسوبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني.
 - خلال الازمة المالية: ان التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي تم حسابها كانت تنسجم إلى حد كبير مع التصنيفات الائتمانية المحسوبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني.
 - بعد الازمة المالية: ان التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي تم حسابها كانت اعلى من التصنيفات الائتمانية المحسوبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني. وهذا ادى إلى تفاقم الازمة المالية لهذه الدول من خلال زيادة تكلفة الاصلاح اللازمة لمعالجة الازمة.
- تعتبر كل هذه المخاوف ذات صلة من وجهة نظر مفهوم الاستقرار المالي، وذلك في حالة أن يؤثر التصنيف الائتماني فعلياً في أداء الأسواق، وأن يكون غير دقيق و/أو توقيتته متأخراً. وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن التصنيفات الائتمانية السيادية تؤثر في الأسواق فعلياً، على الرغم من أن أكثرها يأتي من خلال اعلان التحذيرات الائتمانية (مثل اعلان أن لدولة ما "نظرة مستقبلية غير مستقرة او سلبية" Outlook أو وضع دولة ما على قائمة "المراجعة" Reviews، أو قائمة "المراقبة اللصيقة" Watches) مقارنة بتأثير التغييرات الفعلية للتصنيفات الائتمانية ذاتها. وكحقيقة واقعة، فإن التغييرات الفعلية للتصنيفات الائتمانية ذاتها تؤثر فعلياً في أداء الاسواق في حالة تجاوز التصنيف الدرجة الاستثمارية، وهو ما يدعم الإصلاحات الموجهة نحو تقليل الاعتماد على التصنيف الائتماني

⁵Ferri, G., Liu, L. G., & Stiglitz, J.E., "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", **Economic Notes**, 28 (3), 335-355, 1999.

في إدارة المخاطر داخل المؤسسات المالية، لأن هذه التأثيرات الضخمة لا تعكس بالضرورة المعلومات الجديدة المتوفرة بصورة كاملة.

3-تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني الدولية في توقع حدوث الازمات

في أعقاب الأزمة العالمية المالية والاقتصادية الأخيرة وتخفيض التصنيف الائتماني السيادي لبعض الدول الأوروبية، تم إثارة عدد من التساؤلات حول جدوى دور وكالات التصنيف الائتماني ومدى دقتها في تقييم المخاطر الائتمانية، خاصة وأنه قد سبق توجيه اتهام لهذه الوكالات في اواخر حقبة التسعينيات ليس فقط بالتأخر والبطء في تغيير التصنيف الائتماني السيادي لدول الازمات المالية إلا بعد حدوث الكارثة، ولكن أيضا كونها تتبع الدورات الاقتصادية ومن ثم تساير الاتجاهات الدورية Pro-cyclical في منحها للتصنيف الائتماني. فعلى سبيل المثال، أثبت Larrain, Reisen and Von Matzen (1997) ⁶ في أعقاب وقوع الأزمة المكسيكية (1994-1995)، أن دور وكالات التصنيف الائتماني الدولية يأتي كرد فعل لوقوع الازمات أو تخلف دولة ما عن سداد التزاماتها ويعجز عن التنبؤ أو توقع مثل هذه الازمات. كما اثبتت الازمات إن اخفاق تلك الوكالات في توقع ازمة المكسيك والأزمة المالية الآسيوية يرجع في الأساس إلى أنها لم تأخذ في اعتبارها الالتزامات العرضية واعتبارات السيولة العالمية. وفيما يلي نستعرض بعض الأمثلة على الازمات التي لم توفق وكالات التصنيف الائتماني في توقع حدوثها.

أ. التصنيف الائتماني والازمة المالية⁷ التي حدثت عام 1997:

بدأت الازمة المالية الآسيوية عام 1997 بانهيار عملة تايلاند Thai Baht ثم تبعها انهيار عملة الفلبين Peso وعملة ماليزيا Ringitt وعملة اندونيسيا Rupee. وامتدت الازمة لتشمل عملات دول أخرى مثل الدولار السنغافوري وهونج كونج ولكن بدرجات متفاوتة، إضافة إلى انهيار العديد من المؤسسات المالية والشركات الصناعية والتجارية وافلاسها. وقد تبع تلك الازمة؛ كل من

⁶Larrain, G., Reisen, H., & Maltzan, J, "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", OECD Working Paper No. 124, OECD Development Centre, 1997.

⁷تعرف الازمة المالية بأنها حالة اضطراب تصيب النظام المالي لدولة معينة أو مجموعة من الدول وتتبعه حدوث سلسلة من الانهيارات في الاسواق والمؤسسات المالية ومن ثم اختلال النظام المالي والنظام الاقتصادي بالتالي تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة أو عجز في ميزان المدفوعات أو زيادة معدلات البطالة أو غيرها من الاختلالات الجوهرية في الاقتصاد.



أزمة روسيا (1998) ثم أزمة البرازيل (1999) وأزمة الأرجنتين (2000). وقد سلطت هذه الازمات الضوء على اخفاقات وكالات التصنيف في توقع الازمات المالية قبل حدوثها إضافة إلى تسببها في تفاقم تلك الازمات بعد ان قامت بتخفيض درجات التصنيف الائتماني خلال الازمة ومن ثم زيادة تكلفة التمويل اللازمة لعملية الإصلاح الاقتصادي.

وبالاستناد إلى تعريف "فشل التصنيف Failed Rating" كما عرفه Bhatia (2002)⁸ على أنه "حالة تخفيض تصنيف الالتزامات بالعملة الأجنبية طويلة الأجل أو رفعه بنحو ثلاثة درجات أو أكثر خلال فترة تقدر بأي اثني عشر شهرا متصلة". وبالنظر إلى التصنيفات السيادية بالعملة الأجنبية للفترة الطويلة الصادرة عن الوكالات الثلاثة خلال الفترة 1997-2002 والتي يبينها الجدول رقم (1)، يتبين ما يلي، [علما بأن الاخفاق في التصنيف كان اقل حالا خلال الفترة (1999-2002) مقارنة بالفترة (1997-1998)]؛ اخفقت الوكالتان في توقع الازمة الاسيوية، واخفقت وكالة ستاندرد أند بورز في توقع ازمتي الأرجنتين وروسيا، بينما اخفقت وكالة موديز في توقع أزمة روسيا.

يبين الجدول تخفيضات وتحسينات متعاقبة بنحو ثلاثة أو أكثر درجات على أساس الاجماليات على مدار 12 شهرا خلال الفترة 2007 حتى يونيو عام 2010،

⁸Bhatia, A., V., "Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation", **IMF Working Paper**, Washington D.C: WP/02/170, P.37, 2002.



باستثناء التخفيضات او التحسينات في أو خارج أو خلال أو بين التصنيف CCC او Caa وبين التصنيفات الأقل.

- **إندونيسيا؛** تم التخفيض من قبل وكالة موديز في 20 مارس 1998 بدلا من 21 ديسمبر 1997، بينما تم ذلك بمعرفة ستاندرد أند بورز في 11 مارس 1998 بدلا من 10 أكتوبر 1997.
- **كوريا؛** تم التخفيض من قبل وكالتي فيتش وستاندرد اند بورز خلال الفترة (أكتوبر 1997 إلى ديسمبر 1997)؛ وبعد ذلك وقعت سلسلة من التحسينات على تصنيفها بين فبراير 1998 ويناير 1999.
- **ماليزيا؛** تم التخفيض من قبل وكالتي موديز وستاندرد اند بورز خلال الفترة (ديسمبر 1997 إلى سبتمبر 1998).
- **رومانيا؛** تم التخفيض من قبل وكالة موديز في 6 نوفمبر 1998 بدلا من 14 سبتمبر 1998، بينما تم ذلك بمعرفة ستاندرد أند بورز في 19 أكتوبر 1998 بدلا من 20 مايو 1998.
- **روسيا؛** تم التخفيض من قبل وكالة موديز في 21 أغسطس 1998 بدلا من 11 مارس 1998، بينما تم ذلك بمعرفة ستاندرد أند بورز في 13 أغسطس 1998 بدلا من 9 يونيو 1998.
- **تايلاند؛** تم التخفيض من قبل وكالة موديز في 21 ديسمبر 1997 بدلا من 8 أبريل 1997، بينما تم ذلك بمعرفة ستاندرد أند بورز في 8 ديسمبر 1998 بدلا من 3 سبتمبر 1997.
- **الارجنتين؛** تم التخفيض من قبل وكالة ستاندرد أند بورز في 12 يوليو 2001 بدلا من 14 نوفمبر 2000.
- **اوروجواي؛** تم التخفيض من قبل وكالة موديز في 31 يوليو 2002 بدلا من 3 مايو 2002، بينما تم ذلك بمعرفة وكالة ستاندرد أند بورز في 26 يوليو 2002 بدلا من 14 فبراير 2002.

كما يتضح من الجدول المشار إليه نماذج عن اخفاقات تلك الوكالات. فعلى سبيل المثال، أنخفض تصنيف كوريا السيادي خلال الأزمة المالية الآسيوية في المتوسط أربعة درجات ونحو عشر درجات في التصنيف خلال فترة ثلاثة شهور (حجم تغييرات على التصنيف الانتماني السيادي غير مسبوق). وفي حالة تايلاند، خفضت ستاندرد أند بورز تصنيف الالتزامات السيادية بالعملات الأجنبية طويلة

الاجل بأربعة درجات خلال فترة أربعة شهور. وهو ما يبعث بإشارات، وفقاً لـ Bhatia، تدل على عدم قدرة وكالة التصنيف على التقييم بدقة في اوقات الأزمات المالية.

ب. التصنيف الائتماني والازمة المالية العالمية (2008)؛

لعبت وكالات التصنيف الائتماني دوراً هاماً في حدوث الازمة المالية العالمية الأخيرة والتي اندلعت جراء ازمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية (سبتمبر 2008)⁹، حيث أخفق ملايين المقترضين لشراء العقارات هناك في سداد التزاماتهم تجاه المصارف مما ادى إلى لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي وصلت تبعاتها إلى أوروبا وآسيا، حيث اطاحت في طريقها بعدد من اكبر المصارف والمؤسسات المالية العالمية¹⁰. ولم تستطع وكالات التصنيف الائتماني التنبؤ بالمخاطر الائتمانية واخفقت في تعديل التصنيفات الائتمانية لتتوافق مع ظروف السوق نظراً للأخطاء التي ارتكبتها في عملية التصنيف الائتماني نظراً لتضارب المصالح بينها وبين الجهات المدينة مما أثر على ثقة المتعاملين في السوق ومصدقية التصنيفات الائتمانية التي تقدمها.

⁹ في تقرير لشركة ارنست اند يونغ العالمية عن اسباب الازمة العالمية جاءت وكالات التصنيف في المرتبة العاشرة بوصفها أحد اهم اسباب الازمة بعد الرهن العقاري وانهيار المؤسسات الأمريكية. ويمكن الحكم على مدى انتشار الازمة جغرافياً وعمقها من خلال استعراض بعض تداعياتها على عدد من الدول، ومن أهمها؛ تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي خلال الربع الأخير (2008) في كل من؛ الولايات المتحدة الأمريكية (بمعدل 6.2%)، فرنسا (1.2%)، ألمانيا (2.1%)، إيطاليا (1.8%)، وبينما فقدت الاستثمارات السعودية في السوق الأمريكي حوالي 40% من قيمتها البالغة 405 مليار دولار، انخفضت اسعار المنازل في دبي خلال الربع الأخير (2008) بمعدل 8%. وبينما اغلقت الصين العديد من مصانعها وعطلت الملايين من عمالها، تدهورت صادرات تاوان بمعدل 42% (2008) مقارنة بلعام السابق. وترتب عليه، هبوط اسعار النفط بين يوليو وديسمبر (2008) بما يعادل 69%، وانخفاض تدفقات راس المال الخاص إلى دول الاسواق الناشئة بمقدار النصف تقريباً لتبلغ 467 مليار دولار عام 2008 مقارنة بنظيرتها عام 2007.

¹⁰ شملت قائمة أبرز ضحايا الازمة المالية العالمية التي أدت إلى انخفاض حاد في الاسواق المالية العالمية، كل من؛ (1) بنك الاستثمار الأمريكي "ليمان براندرز" الذي اعلن افلاسه بعد اخفاق جهود المسؤولين الأمريكيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في انقاذه، (2) مؤسسة واشنطن ميتشال للخدمات المالية (أكبر الصناديق الأمريكية العاملة في مجال الادخار والاقراض) التي تم بيعها إلى مجموعة جي بي مورغان المصرفية العملاقة بمبلغ 1.9 مليار دولار. (3) شركة AIG (أكبر شركة تأمين في العالم) التي عملت الحكومة الأمريكية على تأمين الجزء الأكبر من نشاطها وذلك بعد شراء ديونها المتعثرة بمبلغ 85 مليار دولار، (4) المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) والتي انهار سعرها في البورصة، (5) بنك HBOS الذي اضطرت الحكومة البريطانية للتدخل لإنقاذه من خلال شرائه بواسطة بنك لويترز بشرائه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني.

جدول رقم (2)؛ فشل التصنيف الائتماني السيادي خلال الأزمة المالية الاقتصادية العالمية
(2010-2007)؛

ستاندرد أند بورز			موديز			فيتش			الدولة
مقدار التغير	التصنيف المعدل	قبل التعديل	مقدار التغير	التصنيف المعدل	قبل التعديل	مقدار التغير	التصنيف المعدل	قبل التعديل	
-7	B-	BBB	-6	B3	Baa3	-6	B-	BBB-	اندونيسيا
-10	B+	AA-				-12	B-	AA-	كوريا
4	BBB-	B+				6	BBB-	B-	كوريا
-5	BBB-	A+	-5	Baa3	A1				ماليزيا
-3	B-	BB-	-3	B3	Ba3				رومانيا
-3	B-	BB-	-4	B3	Ba2	-5	B-	BB+	روسيا
-4	BBB-	A	-5	Ba1	A2				تايلاند
			-3	B2	Ba2				فنزويلا
-4	B-	BB							الأرجنتين
-5	B	BBB-	-6	B3	Baa3				اوروجواي

Source; International Monetary Fund, "World Economic Outlook Report, Chapter three, "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings", P.113, October 2010.

- يبين الجدول تخفيضات وتحسينات متعاقبة بنحو ثلاثة أو أكثر درجات على اساس الاجماليات خلال اية 12 شهرا خلال الفترة 2007 حتى يونيو عام 2010، باستثناء التخفيضات أو التحسينات في أو خارج أو خلال أو بين التصنيف CCC أو Caa وبين التصنيفات الأقل.
- أنطوى تخفيض التصنيف الائتماني السيادي لأيسلندا من قبل وكالة موديز على فترات متداخلة، اشتملت الاولى على الفترة؛ مايو 2008 وحتى نهاية ديسمبر 2008، واشتملت الثانية على الفترة؛ اول ديسمبر 2008 وحتى نهاية نوفمبر 2009. أي أن كلتا الفترتين شملتا على تخفيض 3 درجات في ديسمبر 2008.

تدهورت الجدارة الائتمانية لمنتجات التمويل المركبة منذ يونيو 2007 بصورة متسارعة، حيث بلغ عدد حالات تخفيضات التصنيف الائتماني في نوفمبر 2007 وحده ما يتجاوز 2000 حالة منها؛ حالات تخفيض حاد كثيرة، مع 500 فرع

شهد تخفيض تصنيفه الائتماني أكثر من 10 درجات. وقد وصلت تلك التخفيضات نشاطها بكثافة وعلى نطاق واسع خلال عام 2008. وقد تأثر التصنيف الائتماني لأكثر من 11 ألف ورقة مالية كانت في السابق مصنفة "AAA". وتركز ورقة Efraim Benmelech and Jennifer Dlugosz (2009)¹¹ على دراسة أزمة التصنيف الائتماني لعام 2007-2008. وحاولت وصف انهيار التصنيف الائتماني لأدوات الدين المضمونة ABS. وقدمت أدلة توحى بأن تسويق التصنيف الائتماني قد لعب دورا في الأزمة المالية الأخيرة. كما خلصت إلى أن الفروع أو الأوراق المالية التي تم تصنيفها من قبل وكالة واحدة فقط، وخاصة وكالة ستاندرد أند بورز، كانت أكثر عرضة للتخفيض بشدة بحلول يناير 2008. كما لعبت التصنيفات الائتمانية المبالغ فيها للأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري دورا هاما في حدوث الأزمة المالية من خلال ما يلي:

- التشجيع على زيادة اصدار الاوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة مثل الاوراق المالية المضمونة بالرهون العقارية السكنية والاوراق المالية المضمونة بأدوات الدين (مثل السندات والقروض المصرفية).
- تراجعت نسبة الاصول التي يجب ان تحتفظ بها المؤسسات المالية وارتفع مستوى المخاطر التي تتعرض لها، وذلك نظرا لأن متطلبات بازل الثانية تركز على التصنيف الائتماني لأصول المؤسسات المالية.
- ان الانخفاض السريع لدرجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة والتبيدات 2007 اثرت سلبا على مستوى السيولة لدى تلك المؤسسات وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية.

ج. تدهور التصنيف الائتماني السيادي خلال فترات الازمات

بدأت بيئة التصنيف الائتماني السيادي في التدهور بصورة ملحوظة في 2008، مع اتجاه نزولي قوي بدأ واضحا في سبتمبر 2008. وهو ما يعكسه الشكل رقم (1) بوضوح (حيث تم حساب الاجماليات التراكمية لكافة ردود افعال الوكالات الثلاث فيما يتعلق بالتصنيف السيادي للالتزامات بالعملة الأجنبية على المدى الطويل الصادر لمدة 12 شهرا)، على أن يتم حساب كل اعلان عن نظرة

¹¹Efraim Benmelech and Jennifer Dlugosz, "The Credit Rating Crisis", NBER Working Paper Series, Working Paper 15045, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, June 2009.

مستقبلية Outlook إيجابية (سلبية) على انه يساوي + 1 (-1)؛ بينما يحسب كل اعلان عن وضع الدولة تحت المراجعة لرفع التصنيف (تخفيضه) على انه يساوي +2 (-2)؛ واية تعديلات فعلية إيجابية (سلبية) على التصنيف ذاته تحسب على أنها تساوي +3 (-3).

شكل رقم (1)؛ تعديلات وتحذيرات وكالات التصنيف الدولية ما بعد افلاس بنك ليمان برازرز



Sources: International Monetary Fund, "World Economic Outlook Report", Chapter three, "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings", P.102, October 2010.

تباين الاداء عبر الاقاليم الاقتصادية

مع ذلك، انطوت تلك التطورات على تباينات في الأداء عبر الأقاليم الاقتصادية ومستويات الدخل وهو ما يعكسه الشكل رقم (2)، حيث يلاحظ مواصلة اقليمي "أمريكا اللاتينية و" الشرق الاوسط وشمال أفريقيا "تسجيل تصنيفات ائتمانية سيادية إيجابية قبل وبعد واقعة افلاس بنك ليمان برازرز، حيث عكست العديد من اقتصادات الأسواق الناشئة مقاومة ومرونة كبيرة خلال الأزمة. ومن ناحية أخرى، يلاحظ تدهور الاداء الاقتصادي لدول الاقليم الاوروبي، سواء دول الاتحاد الاوروبي (أكثر الاقاليم الاقتصادية تأثرا بالأزمة) أو دول وسط وشرق اوروبا الذي جاء أدائها الاقتصادي ضعيفا للغاية. ومن الجدير بالملاحظة عدم تأثر التصنيف الائتماني السيادي لدول افريقيا جنوب الصحراء، حيث يلاحظ

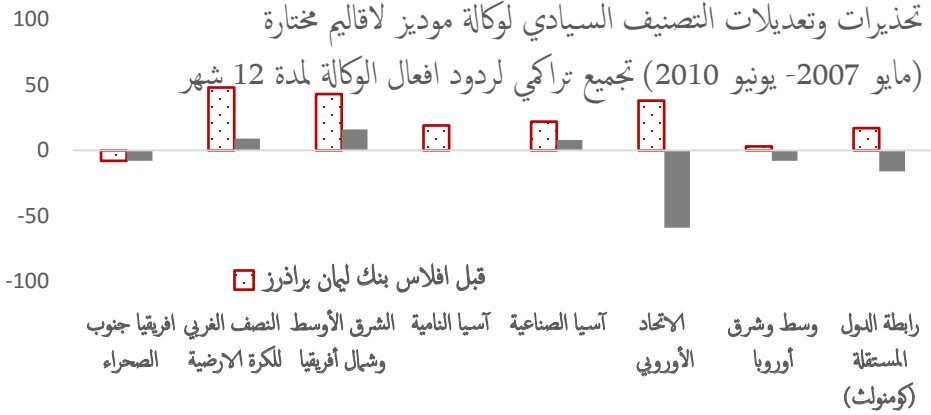
استمرار الاداء الاقتصادي الضعيف المقترن بالتصنيف السلبي للإقليم قبل وبعد افلاس بنك ليمان برانرز.

وانعكاسا للتدهور في التصنيفات الائتمانية السيادية، فوجئت الأسواق ببعض هذه التغيرات السلبية على التصنيفات الائتمانية السيادية، وخاصة حجم التغيير. فمثلا، خفضت موديز (يونيو 2010) التصنيف الائتماني لليونان بنحو اربعة درجات، حيث بدت كخطوة هامة ومفاجئة ترتب عليها اشتعال السوق مع اتساع الفروق بين العوائد على سندات الحكومة اليونانية ونظيرتها الصادرة عن الدول المتقدمة وذلك في أعقاب الحدث. ومع ذلك، عندما وضعت وكالة موديز في ابريل 2011 دولة اليونان على قائمة المراجعة بما يعني احتمال تخفيض تصنيفها الائتماني مرة أخرى على المدى القصير، زادت احتمالية تخفيض التصنيف الائتماني لليونان بعدة درجات مرة أخرى. الأمر الذي يعني أنه لم يحظ التحليل المفصل والمعلومات الكامنة وراء تغيير النظرة المستقبلية للاقتصاد اليوناني بالدرجة الكافية من الاهتمام والدراسة. إن اختبار وفحص التحليل المصاحب للإعلان عن أية تغييرات تطراً على التصنيف الائتماني السيادي من وكالات التصنيف الثلاث يشير إلى تباين العوامل المؤثرة في التصنيف عبر الاقاليم الجغرافية وتختلف من اعلان إلى آخر. فقد جاءت العوامل التقليدية المؤثرة في التصنيف والمرتبطة بمفهوم القدرة على استدامة الدين مثل؛ الموازنة العامة للدولة ورصيد الدين القائم ضمن أكثر المتغيرات الاقتصادية استخداماً لحساب التصنيف وتوزيعه الجغرافي، حيث لعبت هذه العوامل دوراً أكبر في اتجاه التغيرات السلبية التي تطراً على التصنيف مقارنة بالتغيرات الايجابية. وعلى العكس من ذلك، لعبت ظروف التمويل الخارجي والعوامل السياسية أكبر الادوار في تحسن التصنيف أو الاعلان عن نظرة مستقبلية إيجابية¹².

¹²International Monetary Fund, "World Economic Outlook Report, Chapter three, "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings", p 85-122, October 2010.



شكل رقم (2)؛ تحذيرات وتعديلات التصنيف السيادي لوكالة موديز لأقاليم مختارة (مايو 2007- يونيو 2010)



Sources: International Monetary Fund, "World Economic Outlook Report, Chapter three, "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings", P.102, October 2010.

الاقاليم الاقتصادية؛ وفقا للتعريف المستخدم في صندوق النقد الدولي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

ثانياً؛ أهمية استقرار التصنيف الائتماني وطرق حسابه

من المفهوم أن يتميز التصنيف الائتماني بثلاثة سمات أساسية، تتمثل في؛ دقة التنبؤ بتخلف المدين عن السداد، التوقيت المناسب، والاستقرار. لكن، هناك تعارض وتناوب **trade-off** بين الاستقرار وحسن التوقيت، حيث لا يمكن تلبية كلا الشرطين بصورة كاملة في نفس الوقت. ويترتب على التضحية باستقرار التصنيف (تغيير التصنيف بشكل متكرر وسريع)، أن يتكبد المشارك في السوق، جراء اعتماده الكلي على التصنيف الائتماني في اتخاذ قراراته الاستثمارية، تكاليف المعاملات غير المرغوب فيها حيث يعيد توزيع محافظ اصوله الاستثمارية بشكل أكثر تكرارا مما هو مرغوب فيه (Kiff 2013¹³). كما فضل مستخدمو التصنيف استقراره حال المفاضلة بين دقة التصنيف واستقراره، وذلك

¹³ImreLigeti – ZsoltSzórfi, "Methodological issues of credit rating – Are sovereign credit rating actions reconstructible?", **Financial and Economic Review**, Vol. 15 Issue 1., March 2016, pp. 7–32.



لأن تخفيض التصنيف من شأنه أن يؤدي إلى بيع اجباري لأدوات الدين. ويعزى ذلك إلى دور إصدار شهادات التقييم الذي يلعبه التصنيف، وتكاليف المعاملات الناجمة عن تداول أدوات الدين حال تغيير التصنيف لها بصورة متكررة (Mann & Cantor، 2007)¹⁴.

وفي هذا الصدد، اوضحت وكالات التصنيف أن استقرار التصنيف يعتبر هدفاً رئيسياً. وقد ادخلت وكالة ستاندرد أند بورز رسمياً هذا الهدف ضمن المعايير الجديدة لإعادة التصنيف (2010b). وفي محاولة لإرضاء مستخدمي التصنيف، استخدمت وكالات التصنيف عدة آليات لتعزيز استقرار التصنيف. وذلك من خلال الآتي؛

1. التركيز على ترتيب مخاطر الائتمان حسب الرتب أو الدرجة Rank Ordering Credit Risk، بدلاً من التصنيف وفقاً لمصفوفة مقاييس ائتمان محددة Specific Credit Metrics. وبالتالي، فقد تم ابطال مفعول تأثير التقلبات الدورية Cyclical على التصنيفات الائتمانية تلقائياً.

2. حساب التصنيف باستخدام أسلوب "من خلال الدورة" (Through The Cycle (TTC بدلاً من طريقة الاعتماد على المعلومات المتوفرة "عند نقطة محددة" Point in time (PIT)، بما يعني من الناحية النظرية أن التصنيف يتم على أساس بقاء قدرة مصدر أداة الدين على سداد التزاماته المالية خلال الدورة الاقتصادية أي محاولة تجنب اثر الدورات الاقتصادية. والذي يهدف إلى رصد دورة الاعمال بأكملها عند تحديد قدرة الدولة ورغبتها في سداد الديون. وهذا يعني أن الوكالات تأخذ في اعتبارها عادة متوسطات لعدد من السنوات في حالة بعض المؤشرات التي يتم بناؤها على أساس القيم التاريخية من جهة وعلى القيم المتوقعة التي تقدرها الوكالة ذاتها، من جهة أخرى. وهذا يضمن أنه بمجرد تحديد التصنيف، يتم تغييره فقط استجابة للعوامل الجوهرية والأساسية مثل؛ تغير الاتجاهات على ارض الواقع أو انتهاج سياسات اقتصادية غير متوقعة. وبدون أن يتأثر بالتغيرات في دورة الأعمال (صندوق النقد

¹⁴Cantor, P. and C. Mann, "Analyzing the Trade Off between Ratings Accuracy and Stability", *Journal of Fixed Income*, Vol. 16, No. 4, 2007, pp. 60-68

2010)¹⁵. وفي إطار هذا النهج، فإن حدوث الركود أو نقص السيولة على المستوى العالمي لا ينبغي، في حد ذاته، أن يؤدي إلى تخفيض التصنيف الائتماني¹⁶.

3. تغيير التصنيف فقط في حالة؛ استمرار التوقعات التي تقترح تغيير التصنيف و/أو أن يكون التغيير المزمع تنفيذه يبلغ أكثر من درجة (Notch) Cantor and Mann (2007)¹⁷.

وفي اعقاب الأزمة المالية العالمية (2008)، بدأت وكالات التصنيف وضع منهجيات جديدة تعتمد على التحول من تطبيق طريقة "من خلال الدورة" (إلى التركيز على طريقة "من خلال الأزمة" Through a Crisis، حيث استخدمت وكالة ستاندرد أند بورز (2010b)¹⁸ لتحقيق هدف استقرار التصنيف سيناريوهات ضغوط افتراضية كمعايير قياسية لتقييم الوضع في مختلف القطاعات وعبر الزمن، على ان يتم بناء كل سيناريو ليكون ذو علاقة وثيقة الصلة بدرجة تصنيف معينة. ويعكس السيناريو الخاص بهذه الدرجة مستوى الضغوط التي يتعرض لها الدولة المدينة، ولتكن AAA، ينبغي أن تكون الدولة قادرة على الصمود دون تعثر. وعلى النقيض من نهج التصنيف "من خلال الدورة"، فإن هدف الاستقرار الجديد يسمح لسيناريوهات افتراضية تؤثر في المكونات الأساسية. وبهذه الطريقة، تصبح معايير التصنيف الائتماني للمخاطر مشروطة بوقوع سيناريوهات متطرفة (بدلاً من أن تكون مشروطة باستمرار الوضع الحالي للاقتصاد الكلي).

وقد تناولت دراسة Pennartz and Snoeij (2012)¹⁹ تقييم وكالات التصنيف الثلاث الرائدة بخصوص السمات الأساسية الواجب توفرها في

¹⁵ IMF, op.cit., P.114.

¹⁶ إحدى التحديات في إصدار تصنيف ائتماني "من خلال الدورة الاقتصادية" (Through The Cycle TTC) تتمثل في كيفية التمييز بين العوامل الدورية والعوامل الجوهرية، ويتشابه هذا التحدي مع ذلك الذي تواجهه البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية.

¹⁷ Ibid., P.66.

¹⁸ Standard and Poors', 2010b, "Methodology: Credit Stability Criteria," Standard & Poor's RatingsDirect, PP. 1-5, May 3, (2010b).

¹⁹ Pennartz, J. – Snoeij, P. J., "Sovereign credit ratings. An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch", Rabobank Working Paper Series, No. 12/2, p.18, 2012.

التصنيف؛ الاستقرار والتوقيت والدقة، حيث فحصت دقة التصنيف لكل وكالة من خلال تقييم قدرة التصنيف التنبؤية لاحتمالات تخلف المدين عن السداد وذلك باتباع أسلوب "الدقة التراكمية"، وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً في الأدبيات الاقتصادية. وبالمثل، حللت التوقيت المناسب فيما يتعلق بتوقع التخلف عن السداد، من خلال تحديد أي الوكالات التي خفضت التصنيف مبكراً للدولة التي تخلفت عن السداد قبل تاريخ تخلفها عن السداد، وكذلك أي الوكالات التي كانت أول من أصدر تصنيف التخلف عن السداد. أما فيما يتعلق بالاستقرار، فقد فحصت مدى سرعة تكرار إدخال تغييرات على التصنيف و/أو حدوث فشل التصنيف ومدى تكرار عمليات انعكاس التصنيف.

جدول رقم (3)؛ أفضل الوكالات أداءً لكل بعد من أبعاد جودة التصنيف؛

أبعاد جودة التصنيف الائتماني		أفضل الوكالات أداءً
مدى دقة التصنيف	على المدى القصير	ستاندرد أند بورز
	على المدى الطويل	موديز
مدى مناسبة توقيت التصنيف		ستاندرد أند بورز
مدى استقرار التصنيف		موديز

Source: Pennartz, J. – Snoeij, P. J. "Sovereign credit ratings. An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch", **Rabobank Working Paper Series**, No. 12/2, p.18, 2012.

ووفقاً لهذا التحليل التجريبي، خلصت الدراسة إلى أن التصنيف الأكثر دقة في التنبؤ بالتخلف عن السداد على الأجل القصير هو تصنيف ستاندرد أند بورز، بينما تصنيف موديز يأتي الأفضل في التنبؤ على فترات زمنية أطول. وقد حقق تصنيف ستاندرد أند بورز أفضل أداء من حيث مناسبة التوقيت فيما يتعلق بالتخلف عن السداد، على الرغم من أن ذلك يرجع جزئياً إلى أن تصنيفها هو الأكثر قسوة في إجراءات التصنيف خلال فترة المراجعة، مما قد يأتي على حساب الاستقرار. وقد جاء أداء وكالة موديز الأفضل من حيث الاستقرار، حيث كان لها أقل تكرار للتخفيض المفاجئ للتصنيف وانعكاس التصنيف.

وتشير البيانات التاريخية إلى أن كافة حالات التخلف عن السداد التي وقعت منذ عام 1975، قد سبقها صدور تصنيف لها دون درجة الاستثمار وقبل توقيت

التخلف عن السداد بنحو عام. وهو ما خلص إليه Reinhart (2002)²⁰ من أن التصنيفات الائتمانية السيادية فشلت منهجيا في التنبؤ بوقوع أزمات العملة ولكنها تبلى بلاءا حسنا في توقع مخاطر التخلف عن السداد. وأشار إلى أن تخفيض التصنيفات الائتمانية السيادية في اعقاب وقوع أزمات العملة، ربما يرجع إلى أن عدم استقرار العملة مما يزيد من خطر التخلف عن السداد. كما وجد أيضا أنه في اقتصادات الأسواق الناشئة هناك صلة قوية بين أزمات العملة والتخلف عن السداد.

اختبار وفحص مدى استقرار التصنيف الائتماني؛

تشير البيانات التاريخية للتصنيف الصادر عن وكالة ستاندرد أند بورز للفترة (1975-2016) بالنسبة للدول، والفترة (1980-2016) بالنسبة للشركات والبنوك إلى الاستنتاجات التالية (تتشابه مع تلك التي تم استخلاصها من تحليل مماثل لوكالتي فيتش وموديز (Kiff، Nowak، Schumacher) ولكن عن الفترة (1975-2010)؛

1. أن التصنيفات الائتمانية الأعلى أكثر استقرارا عن نظيرتها الأدنى، وأن التصنيفات الائتمانية السيادية للدول أكثر استقرارا من نظيرتها للشركات والبنوك والكيانات الاقتصادية الأخرى.
2. أن علامات عدم استقرار التصنيف تتواجد بقوة خلال فترات اشتداد الضغوط على السوق، مما يشير إلى أن تقنيات استقرار التصنيف المطبقة تعمل بكفاءة أقل خلال مثل هذه الفترات.
3. أن التخفيض الكبير (ثلاثة درجات أو أكثر) تركز في فئات الدرجة الاستثمارية، على الرغم من أنه من المفترض لمثل هذه التصنيفات الأعلى أن تكون أكثر استقرارا، حسب تصميم النموذج، عن نظيرتها الأقل. وهو ما يسلط الضوء على حقيقة أن المخاطر تمثل مقياس تطوعي يشترط لوقوعها حدوث سيناريوهات محددة حتى يصبح هذا المقياس ذو معنى ومغزى. وعلى الرغم من أن التصنيف باستخدام طريقة "من خلال الدورة" هي بطبيعتها أكثر استقرارا من التصنيف باستخدام طريقة "عند

²⁰Reinhart Carmen M., Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings", NBER Working Paper 8738, Cambridge, MA 02138 January, PP.1-35, 2002.

نقطة محددة"، تبقى مشكلة تعرض هذه الطريقة لخطر عدم مسابرة الواقع
للتجاهات الدورية نتيجة تأثير الانقطاع المفاجئ للتصنيف Cliff
Effect. وذلك في حالة تخفيض التصنيف الذي يعقبه تدهور في الجدارة
الائتمانية لمصدر أداة الدين، مما يستلزم تخفيض أكثر للتصنيف
الائتماني.

ثالثاً؛ مشاكل تتعلق بعملية التصنيف

أشار Castillo وآخرون (2004)، إلى العيوب المرتبطة باستخدام الخدمات
التي تقدمها وكالات التصنيف، والتي أصبحت واضحة في أعقاب الأزمة المالية
الاسيوية (1998/1997)، حيث كان من المفترض الآتي؛

اولاً؛ من المفترض أنترسل وكالات التصنيف إشارات إلى السوق عن حالات
تغيير المخاطر بموجب التصنيفات الصادرة لدول وشركات الازمة. ولكنها غالباً
ما كانت تتبع الازمة ولا تقود السوق في تقييم المخاطر، بما نتج عنه تقلبات في
التدفقات الرأسمالية الدولية والاضطرابات الاقتصادية في العديد من الاقتصادات
الناشئة. فبمجرد أن تواجه دولة مدينة صعوبات اقتصادية ومالية، سرعان ما يبدأ
السوق في بيع أدوات الدين الصادرة عنها، تتبعها وكالات التصنيف بتخفيض
تصنيفها الائتماني السيادي بما يؤدي إلى تخوف المستثمرين وانسحاب رؤوس
الاموال إلى الخارج وتفاق مال أوضاع الاقتصادية في هذه الدولة. وهو ما أطلق
عليه المحلل وتأثير الانقطاع المفاجئ للتصنيف Cliff Effect.

ثانياً؛ ينظر إلى الطبيعة الاحتكارية لسوق التصنيف الائتماني من قبل العديد من
المراقبين على ان الوكالات لديها شعور دائم بالرضا عن مستوى الأداء والانجاز.
ويعزى بطء استجابة وكالات التصنيف إلى تسارع التغيير في مخاطر الكيانات التي
يتم تصنيفها. وغالباً ما تلجأ وكالات التصنيف الثلاثة لتقييم سلوك بعضها البعض
قبل أن تلجأ لتعديل التصنيفات الصادرة عنها، كما أنها دائماً لا تنحرف عن
"متوسط الصناعة" الذي يتصف باحتكار القلة²¹. ولعل الاخفاق في الكشف عن
تدهور الجدارة الائتمانية في شركة Enron والمؤسسات المالية خلال الازمة
العالمية يمثل ابلغ مثال على العواقب الوخيمة لسلوك صادر عن سوق تنقصه

²¹ أحمد مدني، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية ومتطلبات
اصلاحها"، الاكاديمية العربية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10،
يونيو 2013، ص 53-61.

المنافسة. فقد صنفت وكالات التصنيف الثلاث ديون العديد من المؤسسات المالية التي لعبت دورا رئيسيا في الازمة العالمية ضمن درجة الاستثمار، بل ولم يتم إعادة تقييم تلك المؤسسات، التي كانت تحتفظ بالأوراق المالية المضمونة بالرهونات العقارية أو كانت مؤمنة عليها، حتى أغسطس 2007 (باستثناء بنك Lehman Brothers الذي تم تخفيض تصنيفه في يونيو 2007).

ثالثا؛ قد يكون هناك تضارب مصالح بين تقديم تصنيف مستقل والحاجة إلى تحقيق أرباح تجارية، حيث تصنف وكالات التصنيف على أنها شركات هادفة للربح وتهيمن على إيراداتها رسوم إصدار التصنيف التي يتحملها الجهة المصدرة. ولذا فإن الحاجة للحفاظ على علاقة تجارية جيدة مع الجهات المصدرة لأدوات الدين يمثل حافز قوي وراء امكانية تساهل الوكالات في تقييم تلك الجهات المدينة. كما أشار Bhatia (2002)²² إلا أن تقديم تلك الوكالات لخدمات المشورة أدى إلى تفاقم هذه المشكلة. ورضوخا للضغوط الهادفة للربح، لجأت الوكالات لتبسيط عملياتها وتخفيض تكلفة العمالة مما أثر بالسلب على دقة تحليل المخاطر. كما لاحظ AlenHost, Igor Cvečić, and VinkoZaninović (2012)²³، اعتماد المحللين على نتائج دراسات صندوق النقد الدولي وبنوك الاستثمار ووكالات التصنيف الأخرى، بما يوفر تقارب في وجهات النظر ونتائج التحليل.

²²Bhatia, A., V., op.cit., P.43.

²³Alen Host, Igor Cvečić, and VinkoZaninović, "Credit Rating Agencies and their Impact on Spreading the Financial Crisis on the Eurozone", **EKON. MISAO PRAKSA DBK**, Vol. 2, PP. 639-661, November 27. 2012.

جدول رقم (4)؛ درجات التصنيف لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إعلان إفلاسها:

الشركة	التاريخ	حالة الإفلاس أو الانتفاذ	موديز	S&P	فيتش
ليمان براندرز	15 سبتمبر 2008	إعلان إفلاس	A2	A	A-
A.I.G	16 سبتمبر 2008	قدم البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي قرض بمبلغ 85 مليار دولار مقابل حصة قدرها 79.9%	A2	A-	A
سي تي جروب	23 نوفمبر 2008	قدمت وزارة الخزانة الأمريكية 20 مليار دولار + ضمانات 300 مليار دولار من أصوله	Aa3	AA-	AA-
Merrill Lynch	14 سبتمبر 2008	صفقة حيازة بواسطة بنك أوف أميركا	A2	A	A+
Bear Steams	16 مارس 2008	صفقة حيازة بواسطة JPMorgan	Baa1	BBB	BBB

Source; Financial Crisis Inquiry Commission, Preliminary Staff Report "credit rating and the Financial Crisis", Washington D.C., 2010, P40.

رابعاً؛ تحديات صناعة التصنيف الائتماني

نظراً إلى الدور المهم الذي تلعبه وكالات التصنيف في النظام المالي العالمي، فإنه من الأهمية بمكان استعراض بعض التحديات الهامة التي تحيط بصناعة التصنيف الائتماني ومنها:

- ضعف المنافسة: تواجه وكالات التصنيف عقبات في الدخول إلى صناعة التصنيف الائتماني التي تفرضها السلطات المحلية فعلى الرغم من وجود ما يزيد عن 150 وكالة تصنيف ائتماني حول العالم إلا أنه لم يتمكن سوى بضع وكالات من استخراج ترخيص لجنة الأوراق المالية والتداول الأمريكية بوصف كل منها وكالة تصنيف احصائية معترف بها وطنياً. ناهيك عن حاجة الوكالات الجديدة إلى الوقت لبناء سمعتها واكتساب ثقة المتعاملين في الأسواق المالية. وكان من النتائج السلبية لضعف المنافسة أن ارتفعت تكلفة استصدار التصنيف، ضعف الابتكار في صناعة التصنيف، انخفاض جودته، علاوة على مشكلة تضارب المصالح والممارسات الضارة بالمنافسة.

- تضارب المصالح **Conflict of Interests**: بدأت المشكلة منذ عام 1970 عندما قامت لجنة الاوراق المالية والتداول الامريكية بتغيير الجهة التي تتحمل تكاليف اصدار التصنيف من المستثمر إلى المصدر بما يمثل 90% من إيرادات وكالات التصنيف. ثمة مصدر آخر للمشكلة قد يحدث حال تقديم وكالات التصنيف الخدمات الاستشارية للجهات المصدرة والتي قد تسدد قيمة مرتفعة لهذه الخدمات مقابل حصولها على تصنيف مرتفع، مما يؤثر على استقلالية التصنيف وموضوعيته. ولذا أصدرت المنظمة الدولية للجان الاوراق المالية²⁴ **International Organization of Securities Commissions (IOSCO)** قواعد السلوك المهني التي تلزم الوكالات بالألا تتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع عملائها في اصدار التصنيف الائتماني²⁵.
- الشفافية **Transparency** ومحاسبة المسؤولية **Accountability**؛ نظرا لأن صناعة التصنيف تتسم بالغموض حول المنهجيات والاجراءات التي تتبعها الوكالات في اصدار درجات التصنيف وبالتالي يتعرض المستثمر والمقترض لمخاطر عدم دقة التصنيف، فقد أصدرت المنظمة الدولية للجان الاوراق المالية قواعد السلوك المهني لوكالات التصنيف والتي تقضي بضرورة نشر هذه الوكالات لمنهجياتها المستخدمة في عملية التصنيف وانشاء قواعد خاصة بها بهدف زيادة شفافية عملية التصنيف بما يمكن المتعاملين في السوق من تقييم جودة التصنيف وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني.

²⁴ انشئت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية في عام 1983 وتضم لجان اسواق الأوراق المالية لأكثر من 95% من الاسواق المالية حول العالم وتقدم مساعدات فنية لأعضائها فيما يتعلق بتنظيم أسواق الأوراق المالية.
²⁵ قدمت الادارة الامريكية قانونا للكونجرس بغرض اتخاذ اجراءات ضد وكالات التصنيف كونها ضمن اللاعبين المسؤولين عن الازمة المالية العالمية تهدف إلى الغاء تعارض المصالح بين ها وبين عملائها لأنها زادت من حدة الازمة نتيجة منح الأوراق المالية عالية المخاطر والمتعلقة بالقطاع العقاري الأمريكي درجات تصنيف مرتفعة بخلاف ما تستحق ومن بين مواد القانون الأمريكي مادة تمنع وكالات التصنيف من تقديم الخدمات الاستشارية مقابل اتعاب أو رسوم إلى المؤسسات التي تصنف منتجاتها المالية. كما تلزم بعض مواد القانون تلك الوكالات ضرورة الافصاح عن اية رسوم تحصل عليها، إضافة إلى الزام المصارف بالإعلان عن التصنيفات الأولية التي حصلت عليها.

خامساً؛ الخلاصة والتوصيات

أن وقوع الازمات المالية تباعا أدى إلى توجيه انتقادات كبيرة إلى وكالات التصنيف الائتماني العالمية بسبب عدم قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية وتأخر رد فعلها في تخفيض تصنيفات الدول التي واجهت مخاطر ائتمانية ومن ثم ازمات مالية. وذلك نظراً لأن وكالات التصنيف لم تكن قادرة على التنبؤ بوقوع الأزمات بأنواعها المختلفة ومن ثم لم تكن قادرة على تحذير المشاركين في السوق من الوقوع الوشيك لهذه المخاطر مع بداية الاضطرابات المالية والازمات.

أظهرت البراهين العملية أن التصنيف الائتماني لديه القدرة على ترتيب المخاطر الائتمانية السيادية بدرجة أدق، ولكن لا يجب توقع اتساقها مع احتمالات محددة للتخلف عن السداد أو غيرها من المقاييس الكمية لمخاطر التخلف عن السداد. وذلك لأن وكالات التصنيف الائتماني لا تستهدف هذه المقاييس المحددة لقياس التصنيفات الائتمانية للدول أو الشركات، على الرغم من افتراض العديد من مستخدمي هذه التصنيفات الائتمانية، بما في ذلك واضعي ومصممي اللوائح والقواعد المنظمة للعمل، بأن هناك علاقات محددة ومستقرة بين التصنيفات الائتمانية وهذه المقاييس الكمية لمخاطر التخلف عن السداد. وبالتالي، فُلق الرسالة الرئيسية من هذه الدراسة توصي بوجود النظر إلى التصنيف الائتماني السيادي على أنه أداة ضمن أدوات عديدة لقياس المخاطر الائتمانية وليس الاداة الوحيدة او المهيمنة على هذه المهمة. وفي ضوء ما تقدم، صدرت العديد من التوصيات بشأن التغلب على تحديات استمرار وكالات التصنيف الائتماني في القيام بالدور المنوط بها دون أن يترتب عليه مزيد من عدم الاستقرار المالي سواء على المستوى العالمي أو الاقليمي أو على مستوى الدول فرادى؛

- تقليل الاعتماد على التصنيف الائتماني في تصميم اللوائح التنظيمية الداخلية بشكل تدريجي وإلى أقصى حد ممكن، حيث ينبغي أن تستمر جهود صناع السياسات لبلوغ هذا الهدف. وحيثما أمكن إزالة أو استبدال ما يشير إلى التصنيفات الائتمانية في القوانين واللوائح المنظمة، وفي سياسات البنوك المركزية المنظمة للضمانات المصرفية.
- ينبغي تجنب آلية استخدام التصنيف الائتماني في تصميم العقود الخاصة، بما في ذلك الحدود القصوى الداخلية المتعلقة بسلطات مدير الاستثمار والسياسات المتبعة للاستثمار. ومع ذلك، ينبغي أن ندرك أن صغار