



تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني

اعداد

كلاً من

الأستاذ الدكتور / مصطفى كامل خليل

الباحثة / داليا أسامة إسماعيل عبد الوهاب

مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية – كلية الحقوق – جامعة دمياط

العدد السادس يوليو - ٢٠٢٢

المقدمة

نشأت وكالات التصنيف الائتماني بشكلها المعروفة به اليوم منذ أوائل القرن العشرين. وهي تساهم في توفير أسواق مالية شفافة متكاملة، من خلال تقديمها تقييمات مستقلة وموثوقة عن مستوى المخاطر المالية والائتمانية^(١) (التصنيفات الائتمانية)، معبر عنها في صورة درجات^(٢)؛ مما يحمي سلامة الائتمان. وتمثل الدرجات الممنوحة من قبل الوكالات معلومات تساعد المستثمرين والمقرضين والمُصدِّرين^(٣) والحكومات على اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية. جدير بالذكر، أن سوق التصنيف الائتماني العالمي يخضع لهيمنة ثلاث وكالات

^{١٠} تعرف المخاطر الائتمانية على أنها خسائر محتملة بسبب فشل المقترض بالالتزام التعاقدى بسداد ديونه.

See: Hamdi, A., Dewi, N., & Herwany, A. (٢٠١٤). The Comparison Analysis of Determinant Sovereign Credit Rating and its Impact to Stock Market (Evidence for the Emerging Market Countries). Available at SSRN ٢٤٢٠٧١٨, p.٤.

^{٢٠} تأخذ درجات التصنيف شكل حروف أبجدية غالبًا، بدءًا من AAA (أعلى تصنيف ائتماني) نزولًا حتى D (أقل تصنيف ائتماني)، على سبيل المثال AAA، AA، A،
^{٣٠} المُصدِّر هو أي كيان يقوم بإصدار أو ضمان إحدى الأوراق المالية أو يقوم بتقديم أي شكل من أشكال الدعم للائتمان الذي يُشكل أساس الورقة المالية. ويتضمن المصطلح أيضًا المؤسسات الأم أو المؤسسات التابعة المملوك غالبية أسهمها لأحد المُصدِّرين".

See: Moody's Investors Service, Code of professional Conduct, January ٢٠٢١, p.٧

تصنيف وهي S&P (تأسست عام ١٩٠٦)، و Moody's (تأسست عام ١٩٠٩)، وأخيراً Fitch (تأسست عام ١٩١٣)، وكلها أمريكية.

يمكن أن تكون وكالات التصنيف جهات فاعلة مفيدة في الأسواق المالية بالنظر إلى الدور الذي تقوم به. ومع ذلك، على مدى العقود الماضية كانت الوكالات نقطة محورية لانتقاد الاقتصاديين والسياسيين ووسائل الإعلام وغيرهم. فكما يزعمون فقد لعبت دورًا حاسمًا في الأزمات المالية، بسبب عدم قدرتها على منح الكيانات المصنفة التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها. وما من شك في أن وكالات التصنيف الائتماني لها مكانتها الرائدة رغم ما عليها من ملاحظات فهي ليست محل اتفاق بين الجميع، فهي جزء من السوق العالمي ساهمت في بنائه ولها نصيب من أزماته وكوارثه.

ومن ثم أصبح لزامًا إما البحث عن البديل لوكالات التصنيف الائتماني أو إصلاح نموذج عملها لتلبي الهدف الأساسي الذي نشأت من أجله، ألا وهو توفير المعلومات الوافية لإنارة الطريق أمام المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين.

أولاً: أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من كونها تتناول بالبحث مؤسسات تلعب دورًا مهمًا في مجال المالية الدولية.

ثانيًا: أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق هدف أساسي يتمثل في التعرف على أبرز الانتقادات الموجهة لوكالات التصنيف الائتماني، وأهم الجهود المبذولة في سبيل إصلاح نشاط التصنيف الائتماني.

ثالثاً: مشكلة الدراسة وتساؤلاتها:

بعد اتساع نشاط وكالات التصنيف الائتماني، وامتداده ليشمل معظم الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وتزايد دورها وأهميتها، على الرغم من فشلها في التنبؤ بعدد من الأزمات ومسؤوليتها عن حدوث البعض الآخر وأمام السعي الدؤوب لأغلبية المُصدِّرين لتعزيز أدائهم من أجل الحصول على تصنيف ائتماني مرتفع يمكنهم من البقاء في الصدارة. وفي ظل غياب الدراسات التي تعني بالتصنيف الائتماني. من هنا تبلورت إشكالية الدراسة في طرح السؤال الرئيسي التالي:

ما هي الانتقادات الموجه لوكالات التصنيف الائتماني وما هي الجهود المبذولة في سبيل إصلاحها؟

رابعاً: منهج الدراسة:

تم اتباع عدد من المناهج حسب ما تطلبته خصوصية وطبيعة هذه الدراسة، فاعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي من خلال تحليل نصوص القوانين ذات الصلة والمنهج المقارن وذلك من خلال المقارنة بين الجهود التنظيمية المختلفة.

خامساً: خطة الدراسة:

تتكون الدراسة من مبحث يضم مطلبين وخاتمة، وذلك على النحو التالي:

- المبحث الأول: النقد الموجه لوكالات التصنيف الائتماني والجهود المبذولة للإصلاح
 - المطلب الأول: النقد الموجه لوكالات التصنيف الائتماني
 - المطلب الثاني: الجهود المبذولة لإصلاح نشاط التصنيف الائتماني
- خاتمة الدراسة

● قائمة المصادر والمراجع

المبحث الأول

النقد الموجه لوكالات التصنيف الائتماني والجهود المبذولة للإصلاح

وضعت الأزمات الأخيرة -التي تم اعتبار وكالات التصنيف الائتماني جزءاً منها- الوكالات في مركز المناقشات المتعلقة بمشاكل النظام المالي. بعد أن كان يتم اعتبارها -حتى وقت قريب- عاملاً فعالاً للحد من مشاكل المعلومات في السوق الائتماني ولتحسين قرارات الاستثمار. أدت الأزمة الآسيوية وبعض حالات إفلاس الشركات إلى التشكيك في مدى جودة التصنيفات. تلى ذلك انهيار سندات الرهن العقاري والذي كان سبباً لزيادة الانتقادات.

تساءلت الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي والمنظمات الدولية عن أداء سوق التصنيف الائتماني ووضعوا بعض اللوائح لإزالة العيوب التي تعتري سوق التصنيف الائتماني.

يذكر Henry Waxman أثناء تحقيقه في الأزمة المالية عند استجوابه للمسؤولين التنفيذيين لوكالات التصنيف الثلاث الرائدة "تحتل وكالات التصنيف الائتماني مكانة خاصة في أسواقنا المالية، وكسرت وكالات التصنيف رابطة الثقة هذه".^(١)

^{١٠} Ryan, J. (٢٠١٢). The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation. SWP Working Paper, Op.Cit, p.٩.

يتناول هذا المبحث النقد الموجهة لوكالات التصنيف الائتماني، والجهود المبذولة لإصلاح نشاط التصنيف الائتماني، من خلال المطالبين التاليين:

المطلب الأول: النقد الموجه لوكالات التصنيف الائتماني.

المطلب الثاني: الجهود المبذولة لإصلاح نشاط التصنيف الائتماني.

لمطلب الأول

النقد الموجه لوكالات التصنيف الائتماني

على الرغم من الوظائف المفيدة التي توفرها وكالات التصنيف الائتماني، تعرضت وكالات التصنيف الائتماني العالمية الثلاث التي تستحوذ على أكثر من ٩٥% من الحصة السوقية لنشاط التقييم في الاقتصاد العالمي - باعتبارها المهيمنة على سوق التصنيف- إلى الكثير من الانتقادات بخصوص طبيعة أدائها ومدى حيادها وشفافيتها ومصداقية ما تمنحه من تقييم لمختلف المؤسسات، حيث يرى الكثير من المحللين أن وكالات التصنيف الائتماني العالمية ساهمت من خلال عدة أسباب في تغليب المتعاملين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتج عنها تعرضهم إلى حالة إفلاس، امتدت نتيجة للعولمة المالية إلى مختلف المتعاملين نظرًا لترابط وتشابك العلاقات المالية، مما أدى إلى تعرض الاقتصاد العالمي لأزمة مالية حادة غير مسبوقة منذ أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩م.

إن التناقض بين سلسلة الأحداث التي أثبتت فشل وكالات التصنيف في إنجاز مهمتها، وتطوير أعمالها المزدهرة، يثير بلا شك مسألة مقاومة الوكالات للانتقاد. ومن المفارقات تعزز دورها مع كل أزمة تصنيف. فعلى الرغم من الفشل الذي اتسمت به أعمالهم في السنوات الأخيرة، إلا أن هذا لا يمكن أن يُقال عن

أرباحهم. ويمكن إبراز أهم الانتقادات الموجهة لوكالات التصنيف الائتماني فيما يلي:

أولاً: التحيز الأمريكي (The U.S American bias):

يتعلق أحد أبرز الانتقادات التي تواجهها وكالات التصنيف الائتماني الدولية بنقص الوعي الثقافي والتوجه المتمركز حول الولايات المتحدة.

في سياق الأزمة المالية الآسيوية تم انتقاد وكالات التصنيف الائتماني لعدم قدرتها على فهم الممارسات التجارية الآسيوية. اشتكت الحكومات الآسيوية من تخفيضات التصنيفات السيادية، والتي اعتبروها مدفوعة بمعايير الولايات المتحدة، وبالتالي كتدخل غير مشروع في شؤونهم السياسية الداخلية.^(١)

يقع المقر الرئيسي لوكالتي S&P و Moody's -أكبر وكالتي تصنيف ائتماني- في الولايات المتحدة. ويُستدل على التحيز الأمريكي من هذا الموقع الجغرافي.

أصبح Folker Hellmeyer -كبير المحللين في بنك Bremer Landesbank- معروفًا بانتقاده الشديد لوكالات التصنيف الائتماني، واصفًا إياها بحماة المصالح الأمريكية. بالنظر إلى أن وكالات التصنيف أنفسهم جزء من النظام المالي المركزي للولايات المتحدة وإعداده المؤسسي، فإن غريزة الحفاظ على الذات لديهم هي الحفاظ على النظام. فعلى الرغم من المديونية المرتفعة للولايات المتحدة، والتي تعد أعلى من تلك الموجودة في بعض الدول ذات التصنيف الائتماني المتدني، فإن وكالات التصنيف الائتماني ليست مهتمة بالتشكيك في الجدارة الائتمانية لدولتها.^(٢)

^{١٠} Mennillo, G. (٢٠١٦). Sovereign ratings and the solvency of states: a case of structural power, (Doctoral dissertation, Universität of St). Gallen. p.٧١.

^{٢٠} Mennillo, G., Op.Cit, p.٧٢.

وجد باحثون أدلة -لاسيما في أعقاب الأزمة المالية العالمية- على منح وكالات التصنيف الائتماني التي تتخذ من الولايات المتحدة مقرًا لها الدول الأوربية تصنيفات سيادية صارمة للغاية مقارنةً بالتصنيف السيادي للولايات المتحدة. لذلك لا يطالب هؤلاء الباحثين بالمزيد من المنافسة فقط، ولكن أيضًا بمزيد من التنوع في مقر الثلاث الكبرى. هذا التنوع الذي من شأنه أن يجعل التصنيفات أكثر موضوعية وموثوقة.^(١)

كما انتقدت حكومات الاتحاد الأوروبي وصناع السياسة في البنك المركزي الأوروبي الثلاث الكبرى باعتبارها عدوانية في تصنيف دول منطقة اليورو، مما أدى إلى تفاقم الأزمة المالية السيادية. وزعموا أن التقييمات السلبية قد سرعت من أزمة الديون السيادية الأوروبية بانتشارها عبر البرتغال وإسبانيا وأيرلندا واليونان.^(٢)

يمكن القول إنه في ضوء هذا التحيز الأمريكي المفترض لاحتكار القلة المهيمن على صناعة التصنيف، فإن دعوة الممارسين والأكاديميين إلى مشهد أكثر تنوعًا لوكالات التصنيف يعد أمرًا مفهوميًا.

ومع ذلك، هناك عدد من الحجج التي تدعو للتشكيك في نقد وكالات التصنيف المتمثل في التحيز الأمريكي منها ما يلي:

- التقييم الجيد لمديونية الصين ووضعها الاقتصادي الممنوح من قبل هذه الوكالات.^(٣)

^١ Ibid, p. ٧٣.

^٢ Koulafetis, P. (٢٠١٧). *Modern credit risk management: Theory and practice*, Palgrave Macmillan, London, Pp.٧٥-٧٦.

^٣ مغازي عبدالرحمان: "دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم المالية وأثرها علي سير الأوراق المالية الدولية"، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس -كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد ٣، ٢٠١٣، ص ٥٥.

- تخفيض وكالة S&P التصنيف الائتماني للولايات المتحدة في أغسطس ٢٠١١ إلى (+AA) - للمرة الأولى في التاريخ- أي بواقع درجة واحدة^(١) وقيام وكالة Fitch في أكتوبر ٢٠١٣ بوضع التصنيف الائتماني للولايات المتحدة تحت المراقبة السلبية.^(٢)

ثانيًا: ضعف المنافسة (Lack of Competition):

على مستوى الولايات المتحدة، لا تشكل وكالات التصنيف احتكارًا للقلة. ففي الولايات المتحدة، هناك فقط ١٠^(٣) وكالات تصنيف مسجلة (كمنظمات تصنيف إحصائي معترف بها على الصعيد الوطني) من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية ويمكنها العمل في جميع أنحاء الولايات. داخل أوروبا، هناك ١٦^(٤) وكالة تصنيف مسجلة -وهي نفس الوكالات الدولية الثلاث أضف إليهم ١٣ وكالة (معظمها وكالات ألمانية).^(٥)

^(١) "النظام الأمريكي الاجتماعي والإستراتيجي المأزوم"، كنوز للنشر والتوزيع، د. جهاد عودة،^(١) ٢٠١٤، ص ١٣٤.

^(٢) Koulafetis, P., Op.Cit, p.٧٦.

^(٣) أصبح هذا العدد حاليًا -وحتى كتابة هذه السطور- ٩ وكالات، حيث أكملت شركة Morningstar, Inc -الشركة الأم لوكالة Morningstar Credit Ratings, LLC عملية الاستحواذ على DBRS. في نوفمبر ٢٠١٩، قدمت وكالة MCR إشعارًا بالإنسحاب من التسجيل بالهيئة (والذي أصبح ساريًا في ديسمبر ٢٠١٩)، وقدمت DBRS تحديثًا لنموذج NRSRO لإضافة MCR كشركة تصنيف تابعة.

See: U.S. Securities and Exchange Commission, ٢٠١٩ Summary Report of Commission Staff's Examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization, January ٢٠٢٠, p.٧.

^(٤) يوجد حاليًا -وحتى كتابة هذه السطور- ٢٧ وكالة مسجلة في الاتحاد الأوروبي.

^(٥) Raimbourg, P., & Salvadè, F. (٢٠١٧). Reforming Rating Agencies, In *Financial Regulation in the EU*, Palgrave Macmillan, Cham, p.٣١٢.

أما حول العالم فيوجد حوالي ١٣٠ وكالة تصنيف ائتماني. ومن ثم -مع خبرة أكثر من ١٠٠ عام- تهيمن وكالتا S&P و Moody's على صناعة التصنيفات في جميع أنحاء العالم هيمنة تشكل احتكارًا ثنائيًا، أو في أحسن الأحوال، احتكارًا للقلة إذا تم تضمين Fitch. ونظرًا لأن هناك حاجة عادةً إلى تصنيفين لإصدار ديون مصنفة، فإن الشركتين الرئيسيتين لا تتنافسان مع بعضهما البعض^(١). يحاول بعض المنافسين -مثل Japan Credit Rating- تحدي هذه الوكالات لكن لا تزال الثلاث الكبرى مهيمنة على صناعة التصنيف^(٢).

وهنا يُثار تساؤل لماذا الأمر كذلك؟ أولاً: لأسباب اقتصادية. إذ يعتمد سوق التصنيف إلى حد كبير على السمعة التي يتم بناؤها على مدى عقود. يتم اختيار الوكالات من قبل المشاركين في السوق. والمستثمر بدوره يقدر جودة عمل الوكالة بناءً على نتائجها، وعلى الوكالة العمل لفترة طويلة قبل أن يثق بها المستثمرون. بطبيعة الحال فإن الوكالات الثلاث Moody's و S&P و Fitch هي أقدم الوكالات^(٣). نتيجة لذلك يواجه الوافدون الجدد في سوق التصنيف عبء الاضطرار أولاً إلى تطوير وتحقيق سجل حافل لاكتساب المصدقية من قبل المشاركين في السوق^(٤).

ثانيًا: لأسباب تنظيمية. كان لعمل السلطات تأثيران: إنشاء سوق جديد لوكالات التصنيف من خلال تصفية الشركات المُصرح لها قانونًا بتصنيف جهات

^{١٠} Ryan, J. (٢٠١٢). The Negative Impact Of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, Op.Cit, p.٨.

^{٢٠} Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٢.

^{٣٠} Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, Pp.٣١٢-٣١٣.

^{٤٠} Wittenberg, T. (٢٠١٥). Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework. *European Business Organization Law Review*, ١٦(٤), p.٦٧٦.

الإصدار، وجعل هذا السوق الجديد احتكارًا للقلة من خلال حصر عدد وكالات التصنيف المُصرح لها في رقم صغير.^(١)

فمنذ عام ١٩٣٦ في الولايات المتحدة قرر منظمو البنوك أن البنوك – متى كانت ستحتفظ بأي سندات- يمكنها فقط الاحتفاظ بالسندات ذات التصنيف الاستثماري، وبالتالي يحظر عليها الاستثمار في "السندات المضاربة" على النحو الذي تحدده "كتيبات التصنيف المعترف بها"^(٢)، جعل ذلك البنوك تمتلك سندات ذات درجة استثمارية، وفي الوقت نفسه، وضع هذا المرسوم وكالات التصنيف في موقع مركزي. في فرنسا أيضًا، يجب تصنيف سندات التوريق المهيكل. وفي الأونة الأخيرة أعطت اتفاقية بازل II دورًا مهمًا للتصنيفات الخارجية الصادرة عن وكالات التصنيف.^(٣)

ساهمت هذه القواعد والاتفاقيات بقوة في نمو قطاع التصنيف. وفي الوقت نفسه، حددت السلطات الوكالات المخول لها إجراء التصنيف. أنشأت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في عام ١٩٧٥ فئة جديدة وأطلقت عليها "منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني"، وعينت الثلاث الكبرى فقط ضمن هذه الفئة على الفور، وظلت وحدها فقط حتى عام ٢٠٠٠^(٤). وقررت الهيئة أن التصنيفات الصادرة فقط عن وكالة تصنيف معترف بها هي التي يمكن استخدامها لأغراض تنظيمية. إلى جانب عدد من اللوائح الأخرى، كان تأثير هذه الإصلاحات هو منح هذه الوكالات الثلاث سلطة شبه تنظيمية^(٥). وفي أوروبا،

^{١٠} Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٣.

^{٢٠} White, L. J. (٢٠١٠). Markets: The Credit Rating Agencies, Op.Cit, p.٢١٣, Romano A., Op.Cit, Pp.٤٥٧-٤٥٨, Cankaya S., Op.Cit, p.٤٤٧.

^{٣٠} Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٣.

^{٤٠} Ibid, Bayar, Y. (٢٠١٤). Recent Financial Crises And Regulations On The Credit Rating Agencies", *Research in World Economy*, ٥(١), p.٥٠.

^{٥٠} Romano A. (٢٠١٧). Credit (Rating Agencies. In *Encyclopedia of Law and Economics*, Springer, New York, NY, p.٤٥٨.

فعلت السلطات الأوروبية نفس الشيء من خلال الاعتراف ب ١٦ وكالة يمكنها العمل في جميع أنحاء أوروبا. (١)

يمكن القول إن هذه العوامل مجتمعة أدت إلى إنشاء احتكار قلة لوكالات التصنيف مع سوق محمية. وهنا يُثار تساؤل بشأن عواقب هذا الهيكل السوقي؟

كنتيجة لهيكل سوق احتكار القلة، تميل رسوم التصنيفات إلى أن تكون أعلى مما ستكون عليه في بيئة تنافسية. إذ تستطيع الوكالات الرائدة فرض رسوم كبيرة على جهات الإصدار. (٢)

تتعلق النتيجة الثانية بالسمعة. من الواضح أنه في بداية عمل وكالة التصنيف، تحتاج الوكالة إلى الاهتمام كثيرًا بسمعتها -التي يراها الاقتصاديون كثرمن يجب دفعه لدخول قطاع التصنيف (ومن ثم كحاجز أمام دخول المنافسين)، ولكن -وكما أسلفنا- هناك حاجز آخر للدخول وهو الاعتراف القانوني وتسجيل الوكالة ضمن فئة المنظمات المعترف بها. هذا الحاجز التنظيمي الذي يبدو -على المدى القصير على الأقل- بمثابة حماية كافية للوكالات الدولية ومصدرًا للتخفيف من القيود المفروضة على سمعتها. يمكن أن تكون تأثيرات السمعة ضمانةً للجودة (إلى حد ما) فقط إذا كانت السمعة هي العائق الوحيد (أو على الأقل الأكثر الأهمية) للدخول إلى القطاع، وبالطبع ليس هذا هو الحال بالنسبة لوكالات التصنيف الائتماني. ومن ثم قد تؤدي الحماية التي تمنحها الجهة المنظمة إلى تنافس هبوطي بين الوكالات، وهو ما يتعارض بوضوح مع الهدف من مثل هذه الحماية. (٣)

أما النتيجة الثالثة فتتعلق بضعف الحافز لتطوير طرق ومنهجيات تصنيف جديدة. فالتهديد بفقدان السمعة كنتيجة لإصدار تصنيفات متدنية

^١ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٣.

^٢ Wittenberg, T., Op.Cit, p.٦٧٦.

^٣ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٣.

الجودة لن يجدي نفعًا طالما لا يوجد منافسون متساوون في الجدارة يمكن للمشاركين تحويل نشاط التصنيف إليهم.^(١)

مفاد ذلك أن كل محاولة لكسر هذا الاحتكار تبقى بلا جدوى، وذلك بسبب صعوبة حصول الوكالات على الاعتراف القانوني والذي يخول لها تصنيف الإصدارات والسندات التي يتم طرحها في الأسواق المالية. أضف إلى ذلك، أنه بفرض حصول هذه الوكالات على الاعتراف القانوني، فإن هذا الاعتراف يبقى بلا قيمة مالم تحصل على ثقة المستثمرين. كما أن حكومات العالم تتعامل مع واحدة من هذه الوكالات الثلاث كأمر بديهي مفروغ منه.

ثالثًا: ضعف المساءلة (Lack of Accountability):

لقد ثبت أن وكالات التصنيف الائتماني تتمتع بقوة هائلة في الأسواق المالية. فرغم أن التصنيفات تستند ظاهريًا إلى معايير ثابتة وموثوقة، إلى أنه لطالما ادعت الوكالات أن تصنيفاتها لا تمثل سوى آراء حول الجدارة الائتمانية النسبية ولا يمكن التحقق منها في المحاكم. ومن ثم فإن التصنيف يعتمد على معلومات غير قابلة للتحقق وغير قابلة للتدقيق مع عدم السماح للمُصدّر بأي حق بالرجوع القانوني.^(٢)

يُشكل هذا دفاع مشترك ترفعه وكالات التصنيف عند مقاضاتها من قبل المستثمرين والمُصدّرين. وله قوة خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية نظرًا لأن حرية التعبير محمية بشكل مباشر بموجب التعديل الأول لدستور الولايات المتحدة^(٣). فضلًا عن الحماية الممنوحة بموجب القسم ١١ من قانون الأوراق

^{١٠} Wittenberg, T., Op.Cit, p. ٦٧٦.

^{٢٠} Ryan, J. (٢٠١٢). The Negative Impact Of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, Op.Cit, Pp. ٩-١٠.

^{٣٠} Lehmann, M. (٢٠١٤). Civil Liability of Rating Agencies: An Inspired Sprout from Brussels, Society and Economy Working Papers ١٥/٢٠١٤, London School of Economics and Political Science, p.٧.

المالية لعام ١٩٣٣.^(١) وبالنظر إلى أن حرية التعبير منصوص عليها أيضًا في الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان وفي ميثاق الحقوق الأساسية فإن هذه الحجة تعتبر ذات أهمية في الاتحاد الأوروبي أيضًا.^(٢)

رأى عدد لا بأس به من المحاكم الأمريكية أن التصنيفات الائتمانية تتمتع بحماية التعديل الأول. ومع ذلك، فقد استبعدت العديد من المحاكم التصنيفات التي تم نشرها لمجموعة مختارة من المستثمرين، على أساس أن الخطاب المحمي بموجب التعديل الأول هو فقط الخطاب العام^(٣). ومع ذلك، نجد أن هذه المفارقة ليس لها أساس منطقي. نظرًا لأنه غالبًا ما يكون من المستحيل التمييز بين الحالات التي يتم توجيه التصنيف فيها إلى مجموعة من تلك التي يتم إتاحتها للجمهور. فضلًا عن أن التصنيف قد يكون موجّهًا في الأصل لمجموعة مختارة ثم يُتاح في وقت لاحق بواسطة وسائل الإعلام.

يتبنى بعض المؤلفين وجهة نظر مفادها أنه لا توجد حاجة لفرض مسؤولية مدنية على وكالات التصنيف الائتماني. وهم يدافعون عن وجهة النظر هذه بزعمهم أن وكالات التصنيف بحاجة للحفاظ على رأس مالها القائم على السمعة (Reputational capital). فتقديم خدمات متدنية الجودة سيعرض وزن وشرعية الوكالات في نهاية المطاف للخطر. وبالتالي، سيكون لديهم حوافز كافية لتجنب الأخطاء. بل إنهم يزعمون أيضًا أن إدخال نظام المسؤولية المدنية سيكون أمرًا خطيرًا لأنه سيزيد من تكاليف وكالات التصنيف الائتماني وبالتالي من المحتمل أن يترتب على ذلك وقف نشاطها.^(٤)

^١ Shapiro J. (٢٠١٦). Credit Rating Agencies, In: *Banking Crises* (pp.٧٠-٧٤), Palgrave Macmillan, London, p.٧١, Hartwall, M. & Pettersson, C. (٢٠٠٥). Reformation of the credit rating industry-Is there a need?, Master Thesis, Lunds university, Lund, Sweden, p.٢٤.

^٢ Lehmann, M., Op.Cit, p.٧.

^٣ Ibid, p.٨.

^٤ Lehmann, M., Op.Cit, Pp.٤-٥.

على نقيض ذلك، تُظهر العديد من الدراسات أنه تم المبالغة في تقدير أهمية رأس المال القائم على السمعة لوكالات التصنيف الائتماني. وهناك عدة أسباب لذلك: ^(١)

- يعتبر حاجز دخول سوق التصنيف الائتماني مرتفع نسبيًا.
- من الضروري لتشغيل وكالة تصنيف توافر استثمار كبير ومعرفة خاصة. وحتى في حالة توفر ذلك، سيستغرق الأمر وقتًا طويلًا وجهدًا كبيرًا لسد الفجوة التي بناها التقدم في السمعة.
- من الصعب على الوافدين الجدد إثبات جودة تصنيفاتهم. وبالتالي، يمكن للوكالات المهيمنة الاعتماد على تردد عملائها في التحول إلى منافسين جدد.
- هناك فجوة كبيرة بين الحوافز قصيرة الأجل وطويلة الأجل لوكالات التصنيف الائتماني. فقد تفضل وكالة التصنيف كسب ربح سريع من المُصدّر بدلًا من الكسب من أرباح طويلة الأجل قائمة على السمعة.

باختصار، يمكن القول إنه لا جدال في أن الخوف من فقدان رأس المال القائم على السمعة يلعب دورًا كبيرًا في سوق التصنيف الائتماني. ومع ذلك، كان هناك العديد من الحجج التي تتحدى فكرة أن هذا الخوف يكفي -في حد ذاته- لردع وكالات التصنيف الائتمانية عن نشر تصنيفات متدنية الجودة.

تتمثل حجة أخرى ضد مسؤولية وكالة التصنيف في أن مثل هذه المسؤولية تفترض السماح للهيئات الحكومية بتخمين دقة التصنيفات. وهناك أسبابان وجيهان على الأقل لسبب عدم قدرة الدولة على ممارسة هذه السلطة بفعالية: ^(٢)

١. أن أجهزة الدولة لا تملك خبراء كأولئك الذين يعملون لدى وكالات التصنيف لتقييم المُصدّرين. كما أن وكالات التصنيف تستخدم أساليب متطورة. ومن غير المحتمل أن تتقن الهيئات العامة -بصفتها محكّمين- هذه الأساليب.

^١ Ibid, p. ٥.

^٢ Ibid, Pp. ٦-٧.

٢. أن الدول قد تواجه تضارب في المصالح عند التصرف بصفة تنظيمية – كمشرفين على الوكالات- وفي الوقت نفسه كمُصدِّرين. ففي مثل هذه الظروف، هناك خطر يتمثل في اساءة استخدام اللوائح التنظيمية لتحسين أوضاعهم كمُصدِّرين. لتجنب هذا التضارب، يجب أن تكون وكالات التصنيف مستقلة عن الدولة عندما تكون هذه الأخيرة خاضعة للتصنيف.

على الرغم من أهمية هذه الحجة، إلا أنها لا تعني أن تصبح وكالات التصنيف معفاة تمامًا من المسؤولية. فرغم حقيقة أنه قد يكون من المستحيل على القاضي إعادة بناء التصنيف بدقة، إلا أنه قد يظل مؤهلاً بدرجة كافية لتقييم ما إذا كان قد تم ارتكاب أخطاء منهجية. على سبيل المثال، قد يكون قادرًا على تحديد ما إذا كان التصنيف يعكس بشكل كاف استخدام جميع المعلومات المتاحة واستنتاج ما إذا كانت الوكالة قد التزمت بنماذج التصنيف الخاصة بها. علاوةً على ذلك، فإن مبدأ الفصل بين السلطات يضمن وجود قاضي مستقل مسؤولاً عن تقييم وكالة التصنيف، وليس الحكومة بصفتها مُصدِّر.^(١)

إجمالاً يمكن القول إن للدولة مبررها لمراقبة أنشطة وكالات التصنيف وفرض المسؤولية المدنية عليها شريطة احترام حدود معينة.

بشكل عام، أدى ضعف المساءلة إلى إعاقة قدرة ورغبة وكالات التصنيف للعمل كوسطاء للمعلومات نظرًا لأنها لا تتعهد بشكل موثوق بسمعة طيبة ورأس مال اقتصادي في حالة فشلها في أداء وظيفتها الأساسية.^(٢)

رابعًا: ضعف استقلالية وكالات التصنيف الائتماني (Lack of Independent CRAs):

تؤكد وكالات التصنيف الائتماني أن استقلالها أمر بالغ الأهمية لدورها. ومع ذلك، لا تفي وكالات التصنيف الرئيسية بهذا المعيار –ألا وهو الاستقلالية- وتتلقى انتقادات بأن لديها تضاربًا راسخًا في المصالح، ناتج عن نموذج عملها.^(١)

^١ Lehmann, M., Op.Cit, p.٧.

^٢ Partnoy, F. (٢٠٠٩). Rethinking regulation of credit rating agencies: An institutional investor perspective, *Council of Institutional Investors*, p.٦.

يولد نموذج المُصدّر يدفع (Issuer-pays) تضارياً في المصالح- هذا النموذج الذي أصبحت الوكالات بمقتضاه تحصل على إيراداتها من المُصدّرين بدلاً من المستثمرين-^(٢) فلوكلات التصنيف مصلحة في توليد الأعمال من الشركات التي تسعى للحصول على تصنيف؛ مما يتعارض مع كل من توفير تقييمات موضوعية، وضمان استقلالية العملية ونزاهة وكالة التصنيف^(٣). كما أن جهات الإصدار قد تهدد بسحب الأعمال من وكالة حاولت جاهدة أداء وظيفتها إلى وكالة منافسة، مما قد يؤدي إلى تحيز إيجابي في التصنيف^(٤)؛ لإبقاء المُصدّر سعيداً ولتجنب خسارة العملاء وجذب المزيد من الأعمال.

أيضاً، هناك فرق بين التصنيفات المطلوبة وغير المطلوبة، بحجة أن الوكالات التي تقدم تصنيفات مطلوبة قد يكون لديها حافز لتعيين تصنيف أعلى. وذلك لأن المُصدّر الذي يسعد بتصنيف مرتفع غير مطلوب قد يكون أكثر احتمالاً إلى أن يصبح مشتركاً ويدفع مقابل التصنيفات المستقبلية (المطلوبة).^(٥)

في هذا الإطار علق Arthur Levitt - الرئيس الخامس والعشرين لهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية- كما هو موثق في كل من الإعلام وهيئة الأوراق المالية "تلعب وكالات التصنيف الائتماني مثل وكالة Moody's ووكالة

^{١٠} Ryan, J. (٢٠١٣). Credit Rating Agencies: are they Credible?. *International Journal of Public Policy*, ٩(١-٢), p.١٣.

^{٢٠} Mullard, M. (٢٠١٢). The Credit Rating Agencies and their Contribution to the Financial Crisis. *The Political Quarterly*, ٨٣(١), p.٨٠.

^{٣٠} Ibid, p.٩١.

^{٤٠} Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (٢٠١٢). Bank ratings: what determines their quality?, Working Paper No ١٤٨٤, European Central Bank, p.٨.

^{٥٠} Ryan, J. (٢٠١٢). The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, Op.Cit p.١١.

S&P ووكالة Fitch دور المدرب والحكم في لعبة الديون، فهم يصنفون الشركات والمُصدِّرين الذين يدفعون لهم مقابل تلك الخدمة." (١)

كان هذا الرأي مؤثراً للغاية في الدراسات السابقة، والمناقشات السياسية، ووسائل الإعلام، لكنه يتجاهل رؤى نظرية رأس المال القائم على السمعة (Reputational capital theory). وفقاً لهذه النظرية، فإن السبب الوحيد الذي يجعل وكالات التصنيف قادرة على فرض رسوم على المُصدِّرين هو أن الجمهور لديه ثقة كافية في نزاهة هذه التصنيفات (٢). من منظور طويل المدى، إذا كانت وكالة التصنيف ستستمر في هذا العمل لفترة طويلة، وإذا كان مستخدمو التصنيفات - عاجلاً أم آجلاً - سيدركون أن تصنيفاتها منحازة لصالح المُصدِّرين، سيتوقف المستخدمون عن الالتفات إلى تصنيفات هذه الوكالة. وستصبح التصنيفات الصادرة عنها بلا قيمة بالنسبة لجهات الإصدار (٣). وبالتالي، فإن عقوبات السمعة ستهدب سلوك وكالات التصنيف وتمنعهم من تضخيم التصنيفات.

ومن ثم، ما لم تكن مكاسب الوكالة على المدى القصير ساحقة، يجب على الوكالة أن تهتم بسمعتها كمزود دقيق لتصنيفات المُصدِّرين على المدى الطويل. في المقام الأول، حتى يجد المستخدمون المحتملون لتصنيفات الوكالة أن المعلومات التي يتم توفيرها قيّمة، وبالتالي يستشعر المُصدِّرون أن خدمات التصنيف التي تقدمها الوكالة ذات قيمة ويكونون على استعداد لدفع ثمنها. وهذا بدوره يعني أن الوكالة يجب أن تكون على استعداد للتخلي عن المكاسب على المدى القصير، من أجل الحفاظ على تلك السمعة طويلة المدى (٤).

^{١٠} Vincentelli, I. (٢٠٠٧). Credit Rating Agencies and Financial Stability, ١٧ November, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=١٢٩٩٠٤١>, Pp. ٢٩-٣٠.

^{٢٠} Romano A., Op.Cit, p. ٤٥٨.

^{٣٠} White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System, Op.Cit, p. ١٦

^{٤٠} Ibid, Pp. ١٦-١٧.

بيد أنه وإن كانت نظرية رأس المال القائم على السمعة تساعد في تفسير احتكار القلة، إلا أنها لا تقدم تفسيرًا مقنعًا لسبب وجوب أن يكون لدى وكالات التصنيف حافزًا كافيًا لإصدار تصنيفات عالية الجودة في مثل هذه البيئة، وذلك للأسباب التالية:

- أن نظرية رأس المال القائم على السمعة تستند إلى فكرة أن المستثمرين متطورون بدرجة كافية لتحديد متى يتم تضخيم التصنيفات. وبالتالي، إذا كان جزء كبير من المستثمرين غير مطلع ولا يمكنه تحديد التصنيفات غير الدقيقة، فإن عقوبات السمعة تصبح غير فعالة إلى حد كبير.
- كنتيجة لكون التصنيفات المرتفعة مرتبطة بمزايا تنظيمية، فقد يهتم المُصدِّرون بشراء تقييمات مرتفعة، بغض النظر عما إذا كان المستثمرون يثقون في هذه التصنيفات. بالتالي، عندما تكون الفوائد التنظيمية المرتبطة بالتصنيفات المرتفعة كافية، فإن وكالة التصنيف قد تجد أنه من المربح التوقف عن الحصول على أي معلومات وتسهيل المراجعة التنظيمية من خلال تضخيم التصنيف. ^(١)
- قد تكون المكاسب على المدى القصير -أو على الأقل تبدو- كبيرة بما يكفي. وبالتالي، يكون قلق وكالة التصنيف بشأن السمعة على المدى الطويل بلا قيمة مقارنةً بالمكاسب التي تستطيع الوكالة جنيهاً على المدى القصير. ^(٢)

بالإبقاء على ما تقدم، يمكن القول إن نموذج المُصدِّر يدفع يترتب عليه العديد من المشكلات، بالنظر لكونه يخلق حوافز لا يمكن التوفيق بينها جزئيًا. فمن ناحية لوكالات التصنيف الائتماني الحافز لإعطاء درجة تصنيف ائتماني مرتفعة للمُصدِّرين مخافةً أن تفقد زبائنهم من المُصدِّرين، ومن أجل بناء علاقة جيدة معهم. فهم يتمتعون بحرية التقدم للوكالة التي قد تعطيهم أعلى تصنيف، وهو ما يؤدي إلى تضليل المستثمرين والمساهمة في حدوث الأزمات المالية. إلا

^١ Romano, A., Op.Cit, Pp. ٤٥٨-٤٥٩.

^٢ White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System, Op.Cit, p. ١٧.

أنه من ناحية أخرى، تحتاج هذه الوكالة لأن تحمي مصداقيتها مع المستثمرين وتحافظ على سمعتها لأن تصنيفاتها لن تكون ذات قيمة في السوق. وبالتالي، فإن تقديم تصنيف لا يعكس الواقع وتزايد هذه الممارسات يُقوض مع مرور الوقت الثقة في عمليات التصنيف وفي الوكالات.^(١)

جادلت وكالات التصنيف الائتماني دفاعًا عن نموذج عملها بأن هذا النموذج لا يولد تضاربًا في المصالح؛ نظرًا لأن جهات الإصدار الفردية تميل إلى أن تكون قليلة، حيث إنهم يولدون حوالي ١% فقط من إيرادات وكالات التصنيف الائتماني^(٢). فلديها أكثر من ذلك بكثير لتخسره بتعرض سمعتها للخطر مما يجب أن يكسبه من إرضاء عميل واحد^(٣). فهم ينفقون الكثير من المال والجهد عند بداية عملهم لتحقيق سمعة طيبة مع المستثمرين وهذه السمعة تمثل فعليًا أصولهم الرئيسية. بحيث يمثل تدمير هذا الأصل من خلال التواطؤ مع المُصدِّرين استراتيجية سيئة^(٤). فاعتماد التصنيفات غير الواقعية يؤدي مع مرور الوقت إلى تقويض ثقة المستثمرين في هذه الوكالات، لأن السوق سيكشف مع الوقت عمليات التصنيف المغشوشة مما يضر بسمعة الوكالة.

كانت هذه الحجة مقنعة عندما كانت وكالات التصنيف تصنف سندات الشركات. ولكن بعد عام ٢٠٠٠، أصبح العمل الرئيسي للوكالات هو تصنيفات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري والتزامات الديون المضمونة، وبالنظر إلى سيطرة ١٢ مُصدِّر للأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري على السوق،

^١ De Haan, J., & Amentbrink, F. (٢٠١١). Credit rating agencies, DNB Working Paper No ٢٧٨, p.٨.

^٢ Mullard, M., Op.Cit, p.٨٠.

^٣ Hunt, J. P. (٢٠٠٨). Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement, *Columbia Business Law Review.*, ٢٠٠٩ (١), p.٣٢.

^٤ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٠.

والذين يمثلون ٨٠% من صفقات وكالات التصنيف، عندئذ تصبح خسارة الصفقة الواحدة مصدر قلق كبير لوكالة التصنيف الائتماني^(١). في هذا السياق، كان هناك قدر أكبر من الفاعلية للتهديد من قبل مُصدّر الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري بسحب أعماله -السندات التي يجب تصنيفها بالإضافة إلى الحجم الكبير من السندات المستقبلية المتوقع إصدارها- إلى وكالة مختلفة إذا لم تتم الموافقة على طلبه للحصول على تصنيف أفضل للسندات الحالية.^(٢)

وفي محاولة منها لدرء التهمة الموجهة إليها تذكر وكالات التصنيف أنه "أثناء الدفع، من أجل الحماية من تضارب المصالح المحتمل، يتم تحديد عدد من التدابير الوقائية، منها، أن مجموعة من المتخصصين تقوم بالتفاوض بشأن شروط عملية التصنيف، في حين تقوم مجموعة أخرى بإجراء تحليل مخاطر التصنيف الائتماني. ولكن ذلك مردوداً عليه بأنه وإن هناك مجموعتين يُعهد إلى كل منهما القيام بعمل معين، إلا أنها في النهاية وكالة تصنيف ائتماني واحدة أو كيان واحد يعملون فيه جميعاً من أجل تعظيم الأرباح".^(٣)

خامساً: التباطؤ (Sluggishness):

تم انتقاد وكالات التصنيف الائتماني لعدم تقديمها التصنيفات في الوقت المناسب. تم انتقاد وكالات التصنيف خلال أزمة جنوب شرق آسيا لعدم تقديم أي إشارات إنذار مبكر، ولكن ببساطة اتباع رأي غالبية المشاركين في

^١ Mullard, M., Op.Cit, p.٨٠.

^٢ White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and Their Role in the Financial System, Op.Cit, p.١٨.

^٣ Baresa, S., Bogdan, S., & Ivanovic, S. (٢٠١٢). Role, Interests and Critics of Credit Rating Agencies, *UTMS Journal of economics*, ٣(١), p.٨٠.

السوق والاستجابة للأزمة من خلال مراجعة التصنيفات بسرعة كبيرة (على سبيل المثال، خفضت وكالة S&P تصنيف كوريا الجنوبية ثلاث درجات في يوم واحد)^(١). وحدث الأمر نفسه عام ٢٠٠٢، فقبل ٤ أيام من إفلاس Enron، كان تصنيفها لا يزال جيدًا. وأيضًا ما حدث لبنك 'Lehman Brothers' خلال الأزمة المالية^(٢) والذي تم تصنيفه ضمن فئة (A) قبل شهر واحد من انهياره^(٣). ويمكن القول إن لهذا الموقف الراكد ثلاث عواقب تتمثل في:^(٤)

١. لن يتم تحذير المستثمرين في الوقت المناسب من إفلاس المُصدِّر. وحتى بفرض عدم إفلاس المُصدِّر، فإن ذلك يؤدي إلى تقسيم المستثمرين بين أولئك الذين يمكنهم تقدير مستوى المخاطر التي يواجهها المُصدِّر بأنفسهم (المستثمرون المطلعون) -دون مساعدة الوكالات- والمستثمرين الآخرين. بحيث يستفيد الأول من حقيقة أن الأخير يتم إبلاغه في وقت متأخر عن طريق بيع السندات التي سيتم تخفيضها بسعر مرتفع.
٢. انتقال الثروة بين المستثمرين (المطلعين وغير المطلعين).
٣. إذا لم تقم وكالات التصنيف بإبلاغ المستثمرين في الوقت المناسب، فإن سوق السندات بالكامل سيصبح غير خاضع للتنظيم وتصبح فائدة وكالات التصنيف محدودة للغاية.

^١ Ryan, J. (٢٠١٣). Credit Rating Agencies: are they Credible?, Op.Cit, p.١٣.

^٢ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٥.

^٣ Partnoy, F., Op.Cit, p.٣.

^٤ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٥.

ولكن لماذا يستمر هذا التباطؤ في تعديل التصنيفات الائتمانية؟ تزعم وكالات التصنيف أنها تقدم منظوراً طويلاً المدى - للتقييم خلال الدورة (Rate through the cycle) - بدلاً من تقديم تقييم محدث. تشير هذه الاستراتيجية إلى أن وكالات التصنيف ستتأخر دائماً في إدراك أي حركة معينة ليست مجرد جزء أولي من دورة قابلة للعكس (Reversible cycle)، ولكنها تمثل بدلاً من ذلك بداية تدهور أو تحسن مستمر.^(١)

ذكر تقرير مجلس اللوردات كيف أدت طريقة العمل المسايرة للدورة بطبيعتها إلى تفاقم أزمة الديون السيادية الأوروبية ودفعت العديد من الدول الأوروبية إلى حافة الإفلاس^(٢). ويُعتقد أن هناك مجموعة من الأسباب الكامنة وراء مثل هذه الممارسة تتمثل في:^(٣)

- استجابة لدائرة المستثمرين المؤسسيين لوكالات التصنيف. فمن الواضح أن هؤلاء المستثمرين يرغبون في استقرار التصنيفات؛ لتقليل الحاجة إلى إجراء تعديلات متكررة ومكلفة، فعدم وجود تغييرات متكررة يسمح للوكالات بالحفاظ على عدد أقل من الموظفين.
- قد لا يمانع المستثمرون الخاضعون للتنظيم (مثل البنوك وشركات التأمين وغيرهم من الجهات الخاضعة للتنظيم) التصنيفات غير الدقيقة، بل إنهم -في

^١ White, L. J. (٢٠١٠). Markets: The Credit Rating Agencies, Op.Cit, p.٢١٨.

^٢ Ryan, J. (٢٠١٣). Credit Rating Agencies: are they Credible?, Op.Cit, p.١٣.

^٣ White, L. J. (٢٠١٠). Markets: The Credit Rating Agencies, Op.Cit, Pp.٢١٨-٢١٩.

الواقع- قد يفضلون الاستثمار في السندات التي تحمل تصنيفات يعتقد السوق أنها متضخمة، لأن مثل هذه السندات تمكنهم من الحصول على عوائد أعلى (من خلال تحمل مخاطر أكبر) ومع ذلك لا تزال تبدو ضمن حدود السلامة التنظيمية.

- سيفضل مُصدّرو الأوراق المالية -الذين يدفعون رسوم وكالات التصنيف- بالتأكيد عدم خفض التصنيف. ومع ذلك يرى بعض الاقتصاديين، أن تباطؤ وكالات التصنيف يعود إلى الثلاثينيات على الأقل، أي قبل فترة طويلة من تحول نموذج عملها إلى المُصدّر يدفع.

سادسًا: الصلابة (Toughness):

في بعض الحالات -التي تُبَت عدم توقع الوكالات لانخفاض الجدارة الائتمانية- حاولت تعويض هذا العمى من خلال خفض التصنيف بشكل صارم والذي لا يبدو أنه مبرر. على سبيل المثال، تم إلقاء اللوم على وكالات التصنيف خلال الأزمة الآسيوية لجعل الأزمة أسوأ مع تصنيفات أكثر صرامة. كان الأمر نفسه بالنسبة للإصدارات المورقة، والتي تم تخفيض تصنيفها بشكل كبير بعد بداية الأزمة المالية العالمية^(١). وكذلك هو الحال أيضًا بالنسبة لأزمة الديون السيادية الأوروبية فقد تم انتقاد وكالات التصنيف باعتبارها عدوانية في تصنيف دول منطقة اليورو، مما أدى إلى تفاقم الأزمة المالية^(٢).

^١ Raimbourg, P., & Salvadè, F., Op.Cit, p.٣١٥.

^٢ Koulafetis, P., Op.Cit, p.٧٥.

المطلب الثاني

الجهود المبذولة لإصلاح نشاط التصنيف الائتماني

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورًا حيويًا في النظام المالي خاصةً فيما يتعلق بحماية مصلحة المستثمرين من حيث موثوقية التصنيفات التي يتم تعيينها، كما أن لها دور أيضًا في تقليل عدم التماثل المعلوماتي بين المُصدِّرين والمستثمرين. وبالتالي فمن الضروري أن تكون وظائفهم محددة ومنظمة بشكل جيد.

تمثل الأسباب الرئيسية لفشل سوق التصنيف في هيكل سوق احتكار القلة، وعدم تناسق معلوماتي كبير بين المُصدِّرين، ووكالات التصنيف الائتماني ومستخدمي التصنيفات، وتضارب المصالح المتأصل في أي نموذج أعمال يمكن تصوره، وأهمية دور التصنيفات في الشهادة، مما يعني أن المشاركين في السوق الذين يستخدمون التصنيفات لأغراض تنظيمية قد لا يهتمون كثيرًا بجودة التصنيف طالما أن السلطات الإشرافية راضية.

الملاحظ أنه على الرغم من ظهور أعمال التصنيف الائتماني في القرن العشرين ودورهم الحيوي في النظام المالي وأوجه القصور الواضحة لسوق التصنيف الائتماني هذه. إلا أن وكالات التصنيف الائتماني كانت لا تكاد تخضع لأي تنظيم رسمي أو رقابة حتى ما قبل الأزمة المالية العالمية. ومع ذلك، فقد بدأ

بالفعل نقاش حول التدابير التنظيمية المحتملة لأعمال التصنيف في التسعينيات^(١). وعليه فإن صناعة التصنيف ظلت ذاتية التنظيم لفترة طويلة.

بعد كل الأزمات التي ساهمت وكالات التصنيف الائتماني في نشوبها، أصبح من المقبول الآن القول إن بنية تنظيم وكالات التصنيف الائتماني تحتاج إلى الإصلاح. يتناول هذا المطلب الجهود المبذولة في هذا الصدد على النحو التالي:

أولاً: اللوائح الدولية لوكالات التصنيف الائتماني (International regulations on the Credit Rating Agencies):

بحلول عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ ظهر إجماع دولي واسع النطاق على أن هناك حاجة إلى مشاركة السلطات التنظيمية في سوق التصنيف. كانت نتيجة هذه المناقشة الموجة الأولى من التنظيم، بدءاً من بيان المبادئ المتعلقة بأنشطة وكالات التصنيف الائتماني (Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies) الصادر عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية^(٢) (IOSCO) والأهم من ذلك مدونة قواعد السلوك المهني لوكالات التصنيف الائتماني (Code of Conduct Fundamentals for)

^١ Theis, A., & Wolgast, M. (٢٠١٢). Regulation and reform of Rating Agencies in the European Union: An Insurance Industry Perspective. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, ٣٧(١), p.٥٤.

^٢ : هي منظمة تمثل العشرات من المنظمين العالميين تركز على وضع معايير IOSCO
التنظيم المالي وتقارير تقييم دور وكالات التصنيف في الأسواق.
See: Partnoy, F., Op.Cit, p.٦.

المنظمة. كان الهدف من المدونة توفير إطار للتنظيم الذاتي من قبل وكالات التصنيف من خلال وضع حد أدنى من المعايير المقبولة عالمياً لوكالات التصنيف.^(١)

في الاتحاد الأوروبي، تم استكمال المدونة الصادرة عن المنظمة بإطار طوعي تم إنشاؤه عام ٢٠٠٥ من قبل لجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية (CESR)^(٢) لرصد الامتثال لأحكام المدونة والتقارير السنوية المقدمة من قبل المنظمين إلى المفوضية الأوروبية.^(٣) (EC)

أدت الموجة الأولى من التنظيم الذاتي لوكالات التصنيف الائتماني إلى جهود كبيرة بالفعل من قبل وكالات التصنيف الائتماني لتحسين سلوك أعمالهم. طورت وكالات التصنيف الرئيسية مدونات السلوك الفردية التي تضمنت إلى حد كبير الأحكام الصادرة عن المنظمة^(٤). قامت وكالتي Moody's و S&P - استجابةً لمدونة قواعد السلوك المهني الصادرة عن المنظمة - بنشر مدونة السلوك المهني الخاصة بهم في النصف الثاني من عام ٢٠٠٥، وبالتالي موائمة سياساتهم

^١ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, Pp.٥٤-٥٥.

^٢ كانت لجنة مستقلة من منظمي الأوراق المالية الأوروبية أنشأتها المفوضية CESR: الأوروبية في ٦ يونيو عام ٢٠٠١. والتي تعد جزءاً من النظام الأوروبي للرقابة المالية. تم استبدالها بهيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية اعتباراً من ١ يناير عام ٢٠١١.

See: <https://www.esma.europa.eu/>

^٣ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٥.

^٤ Ibid.

وإجراءاتهم مع مدونة المنظمة. نشرت الوكالتان في ربيع ٢٠٠٦ أول تقرير لهما عن تنفيذ مدونة السلوك.^(١)

كما خضعت وكالات التصنيف لإطار الرصد الخاص بمنظمي الأوراق المالية الأوروبية. وأمكن ملاحظة تحسينات كبيرة في المعايير في سوق التصنيف، على سبيل المثال فيما يتعلق بشفافية المنهجيات، كما دخلت وكالات التصنيف بشكل متزايد في حوار مع المشاركين في السوق.^(٢)

بيد أنه سرعان ما ظهرت أوجه قصور في الإطار التنظيمي الجديد، الذي اعتمد كلياً على التنظيم الذاتي وضغط السوق (على السمعة). فقد ثبت عدم كفاية العديد من أحكام المدونة. وأصبح من الواضح أن هناك حاجة إلى شكل من أشكال التوجيه الإشرافي بشأن تفسير بعض الأحكام. وتمثل أهم العيوب في عدم وجود أي آلية للنفوذ. ففي الحالات التي ثبت فيها أن ضغوط السمعة من قبل المشاركين في السوق والإلزام الطوعي من قبل السلطات الإشرافية غير كافيين لضمان الالتزام بالمعايير الدنيا المنصوص عليها في المدونة، لم تكن هناك طريقة لحث وكالات التصنيف على تغيير سلوكها في السوق.^(٣)

تزامن الدور الإشكالي لوكالات التصنيف فيما يتعلق بتصنيفات الأوراق المالية المهيكلية المضمونة بالرهن العقاري—والتي ظهرت للضوء مع أزمة الرهن العقاري عام ٢٠٠٧- والمناقشة اللاحقة حول تنظيم أكثر صرامة لوكالات

^١ Elkhoury, M. (٢٠٠٨). Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, No. ١٨٦, Geneva, p. ١٢.

^٢ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p. ٥٥.

^٣ Ibid, Pp. ٥٥-٥٦.

التصنيف الائتماني مع الملاحظة السابقة بشأن عدم كفاية الإطار الطوعي للمدونة الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.^(١)

وبعد فترة وجيزة في مايو ٢٠٠٨- تم تقديم المدونة في تعديل جزئي.^(٢) حيث قامت المنظمة بعض المبادئ لا سيما تلك المتعلقة بتصنيفات منتجات التمويل المهيكل وتضارب المصالح^(٣). ومع ذلك، ظلت المدونة لا تحتوي على قواعد محددة تتعلق بالمنهجيات، فقد حددت فقط الاعتبارات الرئيسية التي يجب على وكالات التصنيف الائتماني أن توليها اعتبارًا أثناء عملية التصنيف.^(٤)

في ربيع عام ٢٠٠٩، اتفقت مجموعة العشرين (G٢٠) على الحاجة إلى تقديم نظام تسجيل وإشراف على وكالات التصنيف الائتماني استنادًا إلى مبادئ مدونة المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، مما أدى إلى بدء اتجاه عالمي لإنشاء إطار تنظيمي صارم لوكالات التصنيف الائتماني (الموجة الثانية من تنظيم وكالات التصنيف الائتماني).^(٥)

كما تم تأسيس مجلس الاستقرار المالي (FSB) بعد قمة مجموعة العشرين الثانية كخلفية لمنتدى الاستقرار المالي (FSF). وقد أقر المجلس مجموعة من المبادئ بهدف تقليل الاعتماد المفرط للسلطات والمؤسسات المالية على التصنيفات الائتمانية في أكتوبر ٢٠١٠؛ للحد من التهديدات التي يتعرض لها الاستقرار المالي والتي يمكن أن تنشأ من عواقب تضمين التصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف في القوانين واللوائح وممارسات السوق. كما

^١ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

^٢ Troisi, A. (٢٠١٥). Credit Rating Agencies, In *Italian Banking and Financial Law*, Palgrave Macmillan, London, p.١٨٨.

^٣ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

^٤ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٤.

^٥ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

اقترحت لجنة بازل للرقابة المصرفية تقليل الاعتماد المفرط على تصنيفات وكالات التصنيف الائتماني في إطار رأس المال التنظيمي.^(١)

ثانياً: اللوائح الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني في الولايات المتحدة

Regulations on the Credit Rating Agencies in the United States):

كانت اللائحة الأولى المتعلقة بوكالات التصنيف من قبل السلطات العامة الأمريكية هي حظر استثمار البنوك في الأوراق المالية المضاربة عام ١٩٣٦، ثم تم اعتماد لوائح مماثلة لشركات التأمين خلال الأربعينيات والخمسينيات، ولصناديق المعاشات التعاقدية خلال السبعينيات.^(٢)

بصرف النظر عن هذه اللوائح، لم يتم وضع لوائح هامة لوكالات التصنيف الائتماني حتى عام ١٩٧٥. وهو العام الذي فيه أنشأت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية فئة جديدة أطلقت عليها منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني كما سبقت الإشارة-^(٣) ومن ثمَّ تحديد التصنيفات المقبولة لأغراض التنظيمية^(٤)-وقامت بتعيين S&P وMoody's وFitch ضمن هذه الفئة على الفور. أصبح تعيين هذه الوكالات عائقاً كبيراً لدخول سوق التصنيف الائتماني، وظلت الثلاث الكبرى وحدها فقط

^١ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٤.

^٢ White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role In The Financial System, Op.Cit, pp.١٠-١١.

^٣ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٤.

^٤ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٥.

منظمات تصنيف إحصائي معترف بها على الصعيد الوطني حتى عام ٢٠٠٠. لم تكن هناك قواعد واضحة حول إجراءات الموافقة، كما لم توجد أيضًا متطلبات خاصة تتعلق بالشفافية وتضارب المصالح وجودة أعمال التصنيف الائتماني.^(١)

في أوائل القرن الحادي والعشرين أصبح الكونجرس مهتمًا بوكالات التصنيف الائتماني وبفئة منظمات التصنيف المعترف بها على وجه الخصوص. بحلول عام ٢٠٠٥، عيّنت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية وكالتين إضافيتين كمنظمات تصنيف معترف بها. لكن استمرار عدم رضا الكونجرس عن إجراءات الهيئة لتعيين منظمات التصنيف المعترف بها أدى إلى إصدار قانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني (Credit Rating Reform Act) عام ٢٠٠٦^(٢) (الذي دخل حيز النفاذ في عام ٢٠٠٧)، وهو إصلاح أساسي للنظام غير الرسمي لمنظمات التصنيف المعترف بها^(٣)؛ بهدف تحسين جودة التصنيف وحماية المستثمرين وتعزيز المساءلة والشفافية والمنافسة في سوق التصنيف الائتماني بعد فشل الثلاث الكبرى في تصنيف شركات مثل Enron و Worldcom التي توجهت نحو الإفلاس. اهتم القانون بإصدار واستخدام التصنيفات الائتمانية، وتمثلت التغييرات الرئيسية فيما يلي:^(٤)

١. قدم القانون نظامًا رسميًا لتسجيل وكالات التصنيف كمنظمات تصنيف إحصائي معترف بها على الصعيد الوطني من أجل زيادة عدد هذه الوكالات وبالتالي زيادة المنافسة بين وكالات التصنيف. ففي حين أنه لطالما حددت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية الوكالات المعترف بها على مر

^١ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٤.

^٢ White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role In The Financial System, Op.Cit, pp.١١-١٢.

^٣ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٥.

^٤ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٤.

التاريخ، إلا أن القانون منح وكالات التصنيف الحق في التقدم بطلب تعيينها ضمن هذه الفئة إلى الهيئة.

٢. تفويض هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في ممارسة بعض الرقابة والإشراف على وكالات التصنيف. مُنحت الهيئة سلطة مراقبة وكالات التصنيف فيما يتعلق بتبني المنظمات المعترف بها سياسات وإجراءات محددة لمنع إساءة استخدام المعلومات غير العامة، وإدارة تضارب المصالح المحتمل.

يتطلب القانون أن تضع هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية معايير أو مؤهلات واضحة لوكالات التصنيف الائتماني لكي يتم تعيينها ضمن فئة المنظمات المعترف بها، وعملية موافقة شفافة^(١)، وتقارير سنوية من هذه المنظمات، وتقييمات الهيئة السنوية لهذه المنظمات.^(٢)

وبعد أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة والأزمة المالية العالمية، تم سن قانون دود فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك لعام ٢٠١٠ (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of ٢٠١٠)، الذي اعتُبر جهدًا واسعًا لإصلاح التنظيم المالي في الولايات المتحدة، وذلك درءًا لحدوث أزمة مالية مماثلة.^(٣)

تم تضمين مجموعتين رئيسيتين من الأحكام المطبقة على وكالات التصنيف في مئات الصفحات من هذا التشريع. طلبت إحدى المجموعتين من المنظمين الماليين الفيدراليين فحص اعتمادهم التنظيمي على التصنيفات و - حيثما أمكن - سحب الإشارات إلى التصنيفات في لوائحهم وتطوير وسائل بديلة

^{١٠} تلقت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية أخيرًا الرسالة ووافقت على عدد إضافي من منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني، بحيث أصبح عددهم اليوم - وحتى كتابة هذه السطور - ٩ وكالات تصنيف.

^{٢٠} White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role in the Financial System, Op.Cit, p. ١٢.

^{٣٠} Ibid, p. ١٣.

لتحقيق أهدافهم التنظيمية الاحترازية. تحرك المنظمون الفيدراليون ببطء. ولكن بحلول أوائل عام ٢٠١٦، أزال جميع منظمي البنوك الأمريكية وهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية تلك الإشارات. ومع ذلك، لا تزال وزارة العمل الأمريكية تعتمد على التصنيفات في تنظيمها الاحترازي لصناديق المعاشات التقاعدية، كما واصلت الهيئات التنظيمية لشركات التأمين في الولايات الخمسون - التي لم يشملها قانون Dodd-Frank - الاعتماد على التصنيفات.^(١)

أما المجموعة الثانية من الأحكام فقد وسعت السلطات التنظيمية لهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في مواجهة وكالات التصنيف الائتماني: على وجه التحديد منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني. تم توجيه الهيئة لزيادة تدقيقها لقضايا تضارب المصالح المحتمل لهذه المنظمات، وتحسين شفافية هذه الوكالات المتعلقة بما يفعلونه، وكيف يفعلونه، وما هو تاريخ إنجازاتهم على المدى الطويل فيما يتعلق بتقييماتهم.^(٢)

لم ينص قانون Dodd-Frank على أي أحكام تنظيمية من شأنها أن تؤثر بشكل مباشر على التصنيفات. فالمفترض - من الأساس - أن تكون اللائحة التنظيمية حول عمليات التصنيف وليس نتائج التصنيف.^(٣)

إجمالاً عالج قانون Dodd-Frank مسألة زيادة المساءلة وتضارب المصالح ودقة التصنيفات، والاعتماد على التصنيفات من قبل الوكالات الفيدرالية، والإفصاح العام عن منهجيات التصنيف الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني. وتمثلت أهم الاعتبارات فيما يلي:^(٤)

● إنشاء مكتب للتصنيف الائتماني داخل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية الذي يشرف على منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على

^١ Ibid.

^٢ Ibid, Pp. ١٣-١٤.

^٣ Ibid, p. ١٤.

^٤ Bayar, Y., Op.Cit, Pp. ٥٤-٥٥.

- الصعيد الوطني، ويدير قواعد الهيئة فيما يتعلق بممارسات التصنيف الائتماني لهذه المنظمات.
- تفويض هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية بإلغاء تسجيل وكالات التصنيف الائتماني في حالة تقديم تقييمات سيئة بمرور الوقت.
 - قيام هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية بفحص منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني مرة واحدة على الأقل سنويًا وإعلان النتائج للجمهور.
 - قيام منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني بالإبلاغ عن إجراءاتها ومنهجياتها المستخدمة في عملية التصنيف الائتماني.
 - قيام منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية بالمعلومات المتعلقة بموثوقية المعلومات ودقتها وجودتها، بما في ذلك المعلومات المقدمة من أطراف ثالثة ومستخدمه في إصدار التصنيفات.
 - يُطلب من منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني وضع ضوابط داخلية من شأنها أن تُطبق، وتُنفذ، وأن تحافظ على سياسات وإجراءات ومنهجيات التصنيف الائتماني، وأن يكون لكل منظمة مجلس إدارة، نصفه على الأقل مستقلون عن المنظمة المعنية.
 - أن يكون للمستثمرين الحق في رفع دعاوى خاصة ضد وكالات التصنيف الائتماني بسبب الإخفاق المُتعمد أو المتهور.
 - يُطلب من محلي التصنيف اجتياز الاختبارات المؤهلة والحصول على تعليم مستمر.
 - التخلص من استخدام التصنيفات الصادرة عن منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها على الصعيد الوطني من قبل العديد من المتطلبات القانونية والتنظيمية، وبالتالي تقليل الاعتماد المفرط على التصنيفات وتشجيع المستثمرين على إجراء تحليلهم الخاص.
- وضعت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية إجراءات لتطبيق هذه التفويضات التنظيمية، بما في ذلك الفحوصات السنوية للمنظمات المعترف بها. بحيث يتعين على كل منظمة من هذه المنظمات تقديم تقرير سنوي إلى الهيئة، والذي يُتاح للجمهور من خلال رابط على الموقع الإلكتروني

للهيئة. ويُصدر مكتب التصنيفات الائتمانية التابع للهيئة تقارير سنوية عن أنشطة المنظمات المعترف بها وعن الفحوصات السنوية. وإذا كشفت هذه الفحوصات عن مشاكل خطيرة، يمكن فرض غرامات وحظر المنظمة المعنية من تصنيف فئة معينة حتى يتم معالجة المشكلة. وبالفعل فرضت الهيئة غرامات كما فرضت الحظر في حالات محددة.^(١)

كما تبنت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عددًا من القواعد الجديدة المتعلقة بالتقارير السنوية الخاصة بالضوابط الداخلية، وتضارب المصالح فيما يتعلق بممارسات البيع والتسويق، والمراجعات عند مغادرة محللو الائتمان منظمة التنصيف، والغرامات والعقوبات، والإفصاح عن إحصاءات الأداء ومنهجيات التصنيف وتطبيقها، والإفصاح عن البيانات والافتراضات التي تقوم عليها التصنيفات الائتمانية، من بين أمور أخرى، الإفصاح عن العناية الواجبة لطرف ثالث، وتدريب المحلل واختباره، والتطبيق المتسق لرموز التصنيفات والتعريفات.^(٢)

الجدير بالملاحظة أن قانون Dodd-Franck قد زاد من تعرض وكالات التصنيف للمسؤولية بشكل كبير^(٣). ونتيجةً لذلك قد يزداد سوء المحتوى الإعلامي للتصنيفات. فعندما يكون التهديد بالمسؤولية خطيرًا، يكون لوكالات التصنيف الائتماني حافزًا لإصدار تصنيفات متحفظة، لأنه من غير المحتمل أن تُحملهم المحاكم مسؤولية التصنيفات المتحفظة. بعبارة أخرى فإن المسؤولية المتوقعة التي قد تواجهها وكالات التصنيف بإصدار تصنيفات مضخمة أكبر من تلك التي تواجهها بإصدار تصنيفات متحفظة.

من ناحية أخرى إذا طُلب من وكالة التصنيف تغطية جميع الخسائر الخسائر المتكبدة جراء إفلاس مصدر مصنّف، فإن هذه الوكالة قد تفلس على

^{١٠} White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role in the Financial System, Op.Cit, p. ١٤.

^{٢٠} Bayar, Y., Op.Cit, p. ٥٥.

^{٣٠} Romano A., Op.Cit, p. ٤٦٠.

الفور تقريبًا لأن تعثر جهة إصدار واحدة كبيرة قد يتسبب في خسائر بما يتجاوز أصولها.^(١)

ثالثًا: اللوائح الخاصة بوكالات التصنيف الائتماني في الاتحاد الأوروبي

**Regulations on the Credit Rating Agencies in the)
European Union):**

قام الاتحاد الأوروبي بإصدار أول نهج تنظيمي لوكالات التصنيف الائتماني عقب فضيحة Enron. لكن المفوضية الأوروبية انتهت إلى أنه لا توجد حاجة إلى مبادرات تشريعية وأن مدونة السلوك الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية كانت كافية في ذلك الوقت (عام ٢٠٠٦). ومع ذلك، لاحظ الاتحاد الأوروبي وجود نقاط ضعف خطيرة في قواعد الاتحاد الأوروبي المعمول بها آنذاك بشأن التصنيفات الائتمانية بعد الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وبدأ في إصدار لوائح خاصة بوكالات التصنيف الائتماني^(٢). حيث كشفت الأزمة المالية أن التنظيم الذاتي القائم على الامتثال الطوعي لقواعد المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية لم تكن كافية لمعالجة السلوك المتعنت لوكالات التصنيف الائتماني.^(٣)

ابتكرت المفوضية اقتراحًا لوضع لائحة بشأن وكالات التصنيف الائتماني في نوفمبر عام ٢٠٠٨. ومن ثم كان هناك اعتراف بضرورة أن يكون الإطار القانوني للاتحاد بشأن وكالات التصنيف الائتماني مشابهًا للإطار الذي دخل حيز التنفيذ في يونيو ٢٠٠٧ في الولايات المتحدة. في سبتمبر عام ٢٠٠٩، تم تبني اقتراح المفوضية -مع تعديلات مختلفة- من قبل البرلمان الأوروبي (EP)

^{١٠} Ibid, p. ٤٦٠.

^{٢٠} Bayar, Y., Op.Cit, p. ٥٥.

^{٣٠} Wittenberg, T. Op.Cit, p. ٦٧١.

والمجلس ودخل حيز التنفيذ باعتباره اللائحة (EC) رقم ١٠٦٠ / لسنة ٢٠٠٩ (CRA I) في ديسمبر عام ٢٠٠٩.^(١)

جعلت اللائحة الأولى (CRA I) تسجيل وكالات التصنيف الائتماني العاملة في الاتحاد الأوروبي إلزاميًا، لكن لم يكن واضحًا من سيشرف على هذه الوكالات^(٢). من أجل التسجيل يتعين على هذه الوكالات الامتثال لأحكام صارمة، ولا سيما فيما يتعلق بالحوكمة المؤسسية وسلوك الأعمال والشفافية.^(٣) كان الهدف من هذه اللائحة تقليل أو على الأقل إدارة تأثير تضارب المصالح المحتمل، وتحسين مستوى شفافية عمليات التصنيف، وضمان وجود إشراف فعال. على سبيل المثال، ألزمت المحللون بالتحقق من كفاية جودة المعلومات المستخدمة في تحديد التصنيف الائتماني وموثوقيتها من أجل ضمان أعلى مستوى من العناية في المراحل الأولى للاجتماع مع العميل.^(٤)

بعد ذلك بعام، دخلت اللائحة (EU) رقم ١٠٩٥ / لسنة ٢٠١٠ حيز التنفيذ، بإنشاء الهيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA) - خلفًا للجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية - كهيئة مستقلة في الاتحاد الأوروبي، من أجل المساهمة في الحفاظ على استقرار النظام المالي للاتحاد الأوروبي. اعتبارًا من يناير ٢٠١١، أصبحت هي المسؤولة عن تسجيل وكالات التصنيف الائتماني والإشراف عليها.^(٥)

^١ Ibid.

^٢ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٥, Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

^٣ Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

^٤ Troisi, A., Op.Cit, Pp.١٨٨-١٨٩.

^٥ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٥, Wittenberg, T., Op.Cit, Pp.٦٧١-٦٧٢.

استلزم إنشاء الهيئة -بدوره-^(١) والحاجة إلى وجود لائحة كاملة تتعلق بنشاط التصنيف الائتماني إدخال تعديلات على اللائحة الأولى (CRA I). فقام المنظم الأوروبي نتيجة لذلك بإصدار لائحتين إضافيتين: اللائحة رقم ٥١٣/ لسنة ٢٠١١، واللائحة رقم ٤٦٢/ لسنة ٢٠١٣.^(٢)

في مايو ٢٠١١، تم اعتماد اللائحة الثانية (EU) رقم ٥١٣/ لسنة ٢٠١١ (CRA II)، التي منحت هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية سلطة إشراف حصرية على وكالات التصنيف الائتماني المسجلة في الاتحاد الأوروبي^(٣)، وسلطة فحص طلبات القبول في إجراءات التسجيل، وتقرير القبول أو الرفض المحتمل، وتحديث قائمة الوكالات المصرح لها بالعمل على الأراضي الأوروبية. كما أتاحت لها بالإضافة إلى ذلك طلب المعلومات وإجراء التحقيقات المتعلقة بوكالات التصنيف الائتماني، ومخاطبة أي فرد مشارك في شهادة الجدارة الائتمانية والكيانات المصنفة والأطراف الثالثة ذات الصلة وكذلك الأطراف الثالثة التي تعهد إليها وكالات التصنيف الائتماني بأداء وظائف أو أنشطة تشغيلية، واتخاذ الإجراءات اللازمة ضد وكالات التصنيف التي تنتهك اللائحة الأولى (CRA I). بما في ذلك توفير صلاحيات التفتيش وتوقيع العقوبات المخولة لنفس السلطة، والتي قد تقرر إلغاء (أو تعلق مؤقتاً) تسجيل وكالة تصنيف عند تورط الأخيرة في انتهاكات سلوكية واستراتيجية وتشغيلية^(٤). كما تطلب اللائحة الثانية من مُصدري منتجات التمويل المهيكّل توفير الوصول إلى المعلومات لجميع وكالات التصنيف الائتماني المهمة بالإضافة إلى وكالات

^١ Wittenberg, T., Op.Cit, p. ٦٧٢.

^٢ Troisi, A., Op.Cit, p. ١٨٩.

^٣ Wittenberg, T., Op.Cit, p. ٦٧٢.

^٤ Troisi, A., Op.Cit, p. ١٩٠.

التصنيف الائتماني المعنية بهدف تشجيع التصنيفات غير المطلوبة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة المنافسة في أسواق التصنيف الائتماني.^(١)

بعد عامين، قام المشرع في الاتحاد الأوروبي بتعديل اللائحة الأولى للمرة الثانية من خلال إصدار اللائحة الثالثة (EU) رقم ٤٦٢ / لسنة ٢٠١٣ (CRA III)، التي دخلت حيز التنفيذ في يونيو ٢٠١٣^(٢)، بهدف معالجة المخاوف التنظيمية المتعلقة بسوق التصنيف الائتماني، بما في ذلك الاعتماد المفرط من قبل المستثمرين وشركات الخدمات المالية على التصنيف الائتماني، وتضارب المصالح والحواجز الكبيرة أمام دخول صناعة التصنيف من قبل وكالات تصنيف ائتماني جديدة.^(٣)

ركزت الهيئة التنظيمية في الواقع على إدارة تضارب المصالح من جانب المُقيمين، وعلى المعلومات المتعلقة بمنتجات التمويل المهيكل، وكذلك طرق معالجة تصنيف الديون السيادية. وذلك في ضوء المزيد من النزاهة والشفافية والمساءلة والإنصاف والاستقلال الإداري للوكالات.^(٤)

تستحدث اللوائح التزام تناوب (Rotation) الوكالات المتخصصة المسؤولة عن تقييم عمليات إعادة التوريق (Re-securitization) الخاصة بنفس المُصدّر. الحد الزمني الذي حدده المشرع بأربع سنوات، يؤثر على مدة العلاقة التعاقدية بين المُصدّر والمقيّم من أجل منع استمرار العلاقات طويلة الأمد التي قد تؤثر سلبًا على دقة التصنيفات. من الواضح أن السبب الرئيسي لهذه القاعدة هو نية منع حدوث حالات مشكوك في حيادها ناشئة عن وجود علاقات تتسم بالتقارب المفرط بين الأطراف المتفاوضة.^(٥)

^١ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٥.

^٢ Wittenberg, T., Op.Cit, p.٦٧٢.

^٣ Bayar, Y., Op.Cit, p.٥٥.

^٤ Troisi, A., Op.Cit, p.١٩٠.

^٥ Ibid, Pp. ١٩٠-١٩١.

يمكن أن يؤدي هذا الالتزام بالتناوب إلى تحقيق فوائد محتملة لسوق التصنيف بأكمله، من حيث زيادة المنافسة وتقليل تأثير انغلاق العملاء، فعادةً ما يمتنع العملاء عن تغيير وكالة التصنيف الائتماني خوفاً من أن مثل هذا القرار من شأنه أن يثير مخاوف المستثمرين بشأن جدارتهم الائتمانية. كما لا ينبغي إغفال حقيقة أن التناوب على فترات منتظمة للعلاقات بين العملاء والوكالات يسمح حتى للوكالات الصغيرة بالحفاظ على علاقات تعاقدية مع فئات مختلفة من المُصدِّرين مع تجنب الآثار السلبية للولاء المفرط إلى شركة واحدة.

في ضوء الفورة الهائلة للنشاط التشريعي حتى الآن، من المتوقع إجراء مزيد من التعديلات بشكل معقول في السنوات القادمة.^(١)

تولت هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية السلطة التنظيمية الأساسية. وتشبه أنماط التنظيم -التي تتطلب التسجيل والتركيز على تضارب المصالح والشفافية- تقريباً ما تم تطويره في الولايات المتحدة. وكما هو الحال في الولايات المتحدة، لم تكن هناك جهود تنظيمية من شأنها التأثير على مستويات التصنيف نفسها.

بيد أنه وعلى عكس الولايات المتحدة، لا يزال التنظيم الاحترازي للمؤسسات المالية يعتمد إلى حد كبير على استخدام تصنيفات وكالات التصنيف (للسندات المحتفظ بها في محافظ تلك المؤسسات المالية) لتحديد كفاية رأس المال لتلك المؤسسات.^(٢)

^١ Wittenberg, T., Op.Cit, p. ٦٧٢.

^٢ White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role in the Financial System, Op.Cit, p. ١٦.

كما أن الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق في محاولة منها للحد من هيمنة الثلاث الكبرى، أضافت متطلبًا مثيرًا للاهتمام. فإذا طلب المُصدِّر أو طرف ثالث ذا صلة تصنيف إصدارات السندات الخاصة به من أكثر من وكالة تصنيف، فإن الهيئة تتطلب من المُصدِّر أو الطرف ثالث ذا الصلة النظر في تعيين وكالة تصنيف واحدة على الأقل لا تتجاوز حصتها السوقية من التصنيفات ١٠% من إجمالي حصة السوق في الاتحاد الأوروبي، أي أنها بالطبع لن تكون واحدة من الثلاث الكبرى. وفي حالة عدم قيام المُصدِّر أو الطرف الثالث ذا الصلة بتعيين تصنيف صادر عن وكالة تصنيف مع ما لا يزيد عن ١٠% من الحصة السوقية تتطلب اللائحة توثيق هذا القرار^(١). ولعل ما تبتغيه الهيئة من هذا المتطلب زيادة المنافسة في سوق التصنيفات الائتمانية من خلال تشجيع المُصدِّرين أو الأطراف ذات الصلة على اللجوء إلى وكالات تصنيف ائتماني أصغر.

ومع ذلك، تكشف المقارنة أن الحصة السوقية المجمعة للثلاث الكبرى لعام ٢٠١٩ كانت هي نفسها تقريبًا في كل من الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. حيث بلغت هذه النسبة ٩٣,٤% في الاتحاد الاوربي وفي الولايات المتحدة ٩٥,١% كما يتضح من الجدول رقم (١٢) أدناه.

^{١)} ESMA, Report on CRA Market Share Calculation, ٣٠ November ٢٠١٨, p.٣.

الجدول (١٢): الحصة السوقية للثلاث الكبرى في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة لعام ٢٠١٩

الحصة السوقية للوكالة في الولايات المتحدة	الحصة السوقية للوكالة في الاتحاد الأوروبي	وكالة التصنيف الائتماني
٥٠,١%	٤٦,٢٦%	S&P
٣٢,٠%	٣٢,٠٤%	Moody's
١٣,٠%	١٥,١٠%	Fitch
٩٥,١%	٩٣,٤%	الإجمالي

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

ESMA, Report on CRA Market Share Calculation, ٣٠ November ٢٠١٨, p.٦, SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December ٢٠٢٠, p.١١.

في العديد من البلدان الأخرى، تم وضع أنظمة تنظيمية لوكالات التصنيف الائتماني (أستراليا واليابان). وفي حالة وجود تنظيم من قبل فقد تم تشديده. وعلى الرغم من أن هناك العديد من الاختلافات بين الأساليب التنظيمية، إلا أن أهداف تنظيم وكالات التصنيف الائتماني متشابهة جدًا، بحيث تعكس المبادئ المقبولة دوليًا التي طورتها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والتعاون الدولي طويل الأمد للهيئات التنظيمية في ضوء الطابع العالمي لأعمال وكالات التصنيف الائتماني.^(١)

^{١٠} Theis, A., & Wolgast, M., Op.Cit, p.٥٦.

الملاحظ أن هذه اللوائح بشكل عام تسمح لجميع وكالات التصنيف الائتماني المعنية وغير المعنية بالوصول لجميع الوثائق والبيانات التي يوفرها المُصدِّرون. ولكن لا يبدو أنه من الممكن تقديم تصنيف بدون دوافع اقتصادية. لذلك لن يكون هذا الإجراء فعالاً.

أيضاً على الرغم من أن اللوائح الجديدة قد زادت من عدد وكالات التصنيف الائتماني، بحيث أصبح عدد منظمات التصنيف الائتماني المعترف بها في الولايات المتحدة -حتى كتابة هذه السطور- ٩ وكالات تصنيف ائتماني، في حين بلغ هذا العدد ٢٧ وكالة تصنيف في الاتحاد الأوروبي، إلا أن الثلاث الكبرى لا تزال مهيمنة على سوق التصنيف الائتماني بحصة تصل لأكثر من ٩٠%. وبالتالي فإن مجرد نشوء وكالات جديدة لن يقضي على سطوة ونفوذ مثلث التصنيف الشهير. لأن معظم حكومات العالم تتعامل مع واحدة من هذه الوكالات الثلاث الشهيرة كأمر بديهي مفروغ منه.

علاوةً على ذلك، لم تتضمن هذه اللوائح أي اعتبارات حول تغيير نظام الدفع الحالي والذي كان أحد الأسباب الرئيسية وراء فشل وكالات التصنيف الائتماني. كما لم يكن هناك أي تنظيم خاص بمعالجة عدم مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني غير الدقيقة. فقط أعطت اللوائح للمستثمرين الحق في رفع دعوى خاصة ضد وكالات التصنيف الائتماني -فقط- في حالة الإخفاق المُتعمَّد أو المتهور.

وعلى الرغم من كل المآخذ السابقة إلا أن الآثار الإيجابية للتدابير التنظيمية الجديدة -جنباً إلى جنب مع الضغط السوقي والسياسي على وكالات التصنيف- أصبحت واضحة بالفعل. على سبيل المثال، اتخذت وكالات التصنيف الائتماني المزيد من التدابير واسعة النطاق لتحسين منهجياتها ومعايير الامتثال الداخلية، ومقدار المعلومات المتاحة حول منهجيات وإجراءات وأنواع التصنيف المقدمة من وكالات التصنيف الائتماني. حيث تقوم وكالات التصنيف الائتماني اليوم بنشر منهجيات التصنيف بشكل دوري مع إجراء تعديلات سنوية تقريباً.

الخاتمة

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورًا فريدًا في النظام المالي. حيث تقلل تقييمااتهم الائتمانية المستقلة إلى حد كبير من عدم تماثل المعلومات وتكاليف المعلومات، وبالتالي تقلل الحواجز التي تحول والوصول إلى أسواق رأس المال وتحقق نظام مالي أكثر كفاءة. وأصبح من المعترف به الآن على نطاق واسع التأثير الذي تحدثه مثل هذه التصنيفات على الأسواق. إلا أنه من ناحية أخرى متى ارتكبت هذه الوكالات أخطاء، فإن هذه الأخطاء يكون لها عواقب وخيمة بل ربما يصل الأمر إلى نشوب أزمة مالية كما حدث في حالات كثيرة. ببساطة تمثل وكالات التصنيف سلاح ذو حدين.

ورغم تأكيد خبراء ماليون تراجع مصداقية وكالات التصنيف الائتماني بعد ما ثبت عدم صحة التصنيفات التي تمنحها، وعدم حياديتها وموضوعيتها فيما تتوصل إليه من تصنيفات خاصة على المستوى السيادي للدول، وما أكدته تداعيات الأزمة المالية العالمية التي عصفت باقتصاديات العالم وكانت وكالات التصنيف سبباً فيها إلا أنها ورغم ذلك لا تزال الشر الذي لا بد منه.

يسلم الجميع أن التصنيف ليس بحقيقة مطلقة وإنما مجرد توقع لوضع المؤسسة المالي فقد تخطى وكالة التصنيف أو قد تصيب، ورغم ذلك تبقى مؤشرات الجدارة الائتمانية أهم المعايير لتقييم احتمالات خطر عدم السداد، فهي حماية للاستثمار. ولوكالات التصنيف أثر كبير في الأسواق المالية، لإمكاناتها الكبيرة المادية والبشرية وخبرتها الكبيرة في مجال إجراء التصنيفات الائتمانية. وقد انتهت الدراسة إلى مجموعة من النتائج وعدد من التوصيات على النحو التالي:

النتائج

- تهيمن ثلاث وكالات أمريكية يطلق عليها الثلاث الكبرى (The big three) على سوق التصنيف الائتماني هيمنة تشكل احتكار القلة، هذا الوضع الذي يجعل من الصعب على وكالات التصنيف التي يتم إنشاؤها حديثاً وليس لها تاريخ طويل في القطاع أن تكتسب المكانة اللازمة التي تمكنها من المنافسة.
- تتمثل الأسباب الرئيسية لفشل سوق التصنيف في هيكل سوق احتكار القلة، وتضارب المصالح المتأصل في أي نموذج أعمال يمكن تصوره، وأهمية دور الشهادة، بمعنى أن استخدام المشاركين في السوق التصنيفات لأغراض تنظيمية يؤدي إلى القليل من الاهتمام بشأن جودة التصنيف طالما أن السلطات الإشرافية راضية.
- نموذج المُصدّر يدفع، بالإضافة إلى إمكانية التسوق للحصول على التصنيف المفضل، والمزايا التنظيمية المرتبطة بالتقييمات المرتفعة، وعدم وعي بعض المستثمرين، كلها أمور تخلق حوافز لوكالات التصنيف الائتماني لتضخيم تصنيفاتها. وعليه فإن حث وكالات التصنيف على إصدار تقييمات دقيقة ليس بالمهمة السهلة.
- على الرغم من العديد من الإجراءات القانونية والتنظيمية ضد وكالات التصنيف الائتماني وكل الضغط السلبي لا تزال الثلاث محافظة على هيمنتها على السوق.

التوصيات

- الحد من الاعتماد التنظيمي على التصنيفات الائتمانية.
- استمرار استخدام التصنيفات لتلبية المتطلبات التنظيمية للمؤسسات المالية يفترض من وكالات التصنيف وضع تنظيم لأنفسها. فيجب على وكالات التصنيف الائتماني العالمية أن تقوم بعملية تقييم ذاتي، بمعنى ضرورة وجود رقابة ذاتية داخل وكالات التصنيف.
- يجب أن يعيد إطار السياسة تعريف دور وكالات التصنيف الائتماني في تصنيفها باعتباره مجرد آراء.
- العمل على تنظيم عقد التصنيف الائتماني بما يسمح بتحديد التزامات الأطراف وحقوقهم وحالات المسؤولية والإعفاء منها.

- توحيد لوائح التصنيف الائتماني داخل منظمة شاملة واحدة مع مسؤوليات إضافية وصلاحيات جديدة.
- انشاء وكالات مستقلة تقوم بإصدار تصنيفات ائتمانية لوكالات التصنيف كما هم دأبوا على إعطاء تصنيفات للآخرين حفاظاً على مبدأ الحيادية والموضوعية على المستوى العالمي.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

i. الكتب:

١. جهاد عودة، "النظام الأمريكي الاجتماعي والإستراتيجي المأزوم"، دار كنوز للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠١٤.

ii. المجلات والدوريات:

١. "الرئيس الأمريكي يلاحق مؤسسات التصنيف الائتماني"، البيان الاقتصادية، شركة البيان للطباعة والنشر والتوزيع، العدد ٤٥٣، ٢٠٠٨.
٢. مغازي عبد الرحمان: "دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم المالية وأثرها على سير الأوراق المالية الدولية"، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس -كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد ٣، ٢٠١٣، ص ٣٣-٦٦.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

Books:

١. Koulafetis, P. (٢٠١٧). Modern credit risk management: *Theory and practice*, Palgrave Macmillan, London.
٢. Kruck, A. (٢٠١١). Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance, Palgrave Macmillan, London.
٣. Raimbourg P., & Salvadè, F. (٢٠١٧). Reforming Rating Agencies. In *Financial Regulation in the EU* (pp. ٣٠٩-٣١٩). Palgrave Macmillan, Cham.
٤. Romano A. (٢٠١٧). Credit (Rating Agencies. In *Encyclopedia of Law and Economics* (pp.٤٥٦-٤٦٢), Springer, New York, NY.
٥. Shapiro J. (٢٠١٦). Credit Rating Agencies, In: *Banking Crises* (pp.٧٠-٧٤), Palgrave Macmillan, London.
٦. Taupin, B. (٢٠١٢). Perpetuating the Regulatory Order in the Credit Rating Industry, In *Finance: The Discreet Regulator* (pp.٨٥-١٠٩), Palgrave Macmillan, London.

- V. Troisi, A. (٢٠١٥). Credit Rating Agencies, In *Italian Banking and Financial Law* (pp. ١٨٤-١٩٤), Palgrave Macmillan, London.

Thesis:

١. Hartwall, M. & Pettersson, C. (٢٠٠٥). Reformation of the credit rating industry-Is there a need?, Master Thesis, Lunds university, Lund, Sweden.
٢. Mennillo, G. (٢٠١٦). Sovereign ratings and the solvency of states: a case of structural power, (Doctoral dissertation, Universität of St). Gallen.

Articles:

١. Baresa, S., Bogdan, S., & Ivanovic, S. (٢٠١٢). Role, Interests and Critics of Credit Rating Agencies, *UTMS Journal of economics*, ٣(١), ٧١-٨٢.
٢. Bayar, Y. (٢٠١٤). Recent Financial Crises And Regulations On The Credit Rating Agencies”, *Research in World Economy*, ٥(١), ٤٩.
٣. De Haan, J., & Amtenbrink, F. (٢٠١١). Credit rating agencies, DNB Working Paper No ٢٧٨.

٤. Elkhoury, M. (٢٠٠٨). Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, No.١٨٦, Geneva.
٥. ESMA, Report on CRA Market Share Calculation, ٣٠ November ٢٠١٨.
٦. Hamdi, A., Dewi, N., & Herwany, A. (٢٠١٤). The Comparison Analysis of Determinant Sovereign Credit Rating and its Impact to Stock Market (Evidence for the Emerging Market Countries). *Available at SSRN* ٢٤٢٠٧١٨.
٧. Hau, H., Langfield, S., & Marques-Ibanez, D. (٢٠١٢). Bank ratings: what determines their quality?, Working Paper No ١٤٨٤, European Central Bank.
٨. Hunt, J. P. (٢٠٠٨). Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement, *Columbia Business Law Review.*, ٢٠٠٩ (١).
٩. Lehmann, M. (٢٠١٤). Civil Liability of Rating Agencies: An Insipid Sprout from Brussels, *Society and Economy*

Working Papers ١٥/٢٠١٤, London School of Economics and Political Science.

١٠. Mittal, R. K., & Bhalla, V. K. (٢٠١٠). Role of the credit rating agencies in the financial market crisis. *Journal of Development and Agricultural Economics*, ٢(٧), ٢٦٨-٢٧٦.
١١. Mullard, M. (٢٠١٢). The credit rating agencies and their contribution to the financial crisis, *The Political Quarterly*, ٨٣(١), ٧٧-٩٥.
١٢. Moody's Investors Service, Code of professional Conduct, January ٢٠٢١.
١٣. Partnoy, F. (٢٠٠٩). Rethinking regulation of credit rating agencies: An institutional investor perspective, *Council of Institutional Investors*.
١٤. Ryan, J. (٢٠١٢). The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation. SWP Working Paper, ١-١٩.
١٥. Ryan, J. (٢٠١٣). Credit Rating Agencies: are they Credible?. *International Journal of Public Policy*, ٩(١-٢), ٤-٢٢.

- ١٦.Theis, A., & Wolgast, M. (٢٠١٢). Regulation and reform of rating agencies in the European Union: An insurance industry perspective. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, ٣٧(١), ٤٧-٧٦
- ١٧.U.S. Securities and Exchange Commission, ٢٠١٩ Summary Report of Commission Staff's Examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization, January ٢٠٢٠.
- ١٨.U.S. Securities and Exchange Commission, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Office of Credit Ratings, December ٢٠٢٠.
- ١٩.Vincentelli, I. (٢٠٠٧). Credit Rating Agencies and Financial Stability, ١٧ November, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=١٢٩٩٠٤١>, ١-٣٥.
- ٢٠.White, L. J. (٢٠١٠). Markets: The credit rating agencies, *Journal of Economic Perspectives*, ٢٤(٢), ٢١١-٢٦.
- ٢١.White, L. J. (٢٠١٨). The Credit Rating Agencies and their Role In the Financial System.

٢٢. Wittenberg, T. (٢٠١٥). Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework, *European Business Organization Law Review*, ١٦(٤), ٦٦٩-٧٠٩