

CENTRAL BANK OF EGYPT
Egyptian Banking Institute



البنك المركزي المصري
المعهد المصرفي المصري

تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات

منة الله محمود إبراهيم

إدارة البحوث والتوعية

المعهد المصرفي المصري

Accredited by **ABQTA**
A Partnership for Quality®

تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات

منة الله محمود إبراهيم

باحث

إدارة البحوث والتوعية

المعهد المصرفي المصري

الكلمة الافتتاحية

في إطار اهتمام المعهد المصرفي المصري بالبحث العلمي، تتشرف إدارة البحوث والتوعية بالمعهد بتقديم سلسلة من الأوراق البحثية المتخصصة في المجال المصرفي والمالي. المعهد المصرفي المصري هو الذراع التدريبي للبنك المركزي المصري منذ عام 1991، وتتمثل رؤيته في اعتلاء مركز الصدارة بين مراكز التدريب والبحاث في قطاع الخدمات المالية في مصر والدول المجاورة بهدف الاضطلاع بدور محوري في الاصلاح الاقتصادي ودعم الخدمات المالية على المستويين المحلي والإقليمي. ويعمل المعهد المصرفي المصري من منطلق ايمانه بأهمية تنمية الكوادر البشرية وبناء القدرات لتكون جنباً إلى جنب مع الكفاءة المهنية والتقنية.

وتهدف إدارة المعهد من خلال نشر تلك الإصدارات إلى تشجيع الباحثين ونشر الوعي بأهم القضايا والمستجدات في المجال، هذا بالإضافة إلى طرح مجموعة من النتائج والمقترحات التي يمكن تقديمها لصانع القرار. وتعتبر هذه الخطوة من المعهد المصرفي المصري بداية لخطوات مستقبلية تهدف إلى تطوير ودفع عجلة النمو في القطاع المصرفي في مصر على أسس من البحث العلمي الجاد.

وتتناول هذه الورقة البحثية موضوع " تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الازمات"؛ والذي يلقي الضوء على دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الازمات على المستوى الدولي، بعد توضيح انواعها ودورها ومختلف درجات التصنيف الائتماني التي تصدرها، وبالتالي متطلبات اصلاحها في حالة التقصير في اداء دورها بشكل مناسب. كذلك يهدف البحث الى عرض مفهوم صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته، وتأثير تصنيف هذه الوكالات على اقتصاد الدول، وكذلك أهم النقاط التي ينبغي اصلاحها لتقويم دورها وادائها.

وختاماً، نتمنى أن تمثل هذه الأوراق البحثية إضافة قيمة من جانب المعهد المصرفي المصري في مجال البحث العلمي. ونقدم بخالص الشكر والتقدير للدكتورة/سوزان حمدي-مدير عام الإدارة المركزية للأسواق المالية والاستثمار وعضو اللجنة التنفيذية بينك مصر-على مجهودها في مراجعة وتقييم تلك الورقة. كما نتقدم بخالص الشكر للباحثين على الجهد المبذول في إعداد الأوراق البحثية.

إدارة البحوث والتوعية

المعهد المصرفي المصري

3	المقدمة
5	القسم الأول: التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته
5	أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني: معايير وشروط
7	ثانياً: وكالات التصنيف الائتماني: نبذة تاريخية، درجات التصنيف الائتماني ومعناها
21	القسم الثاني: وكالات التصنيف الائتماني والأزمات المالية
22	أولاً: اخفاق وكالات التصنيف في التنبؤ بالأزمة المالية العالمية 2008
26	ثانياً: أزمة الديون السيادية الأوروبية وتعثر اليونان
34	القسم الثالث: متطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني
34	أولاً: وكالات التصنيف الائتماني... البحث عن بديل أم إصلاح؟
43	ثانياً: الإصلاحات اللازمة لاجتتاب الأزمات المالية في المستقبل
45	ثالثاً: الاتهامات الموجه لوكالات التصنيف الائتماني بين المزايا والعيوب
50	القسم الرابع: تصنيف مصر الائتماني
50	أولاً: التصنيف الائتماني لمصر قبل وبعد الثورة
56	ثانياً: أسباب خفض التصنيف الائتماني لمصر
58	ثالثاً: كيف تستعيد مصر تصنيفها الائتماني
62	الخاتمة

المقدمة:

ازدهر نشاط التصنيف الائتماني وتعددت أنواعه في السنوات الأخيرة وحتى الوقت الحالي، وذلك بعد انفتاح الأسواق المالية وتزايد إصدارات المنتجات المالية. و أصبح هناك العديد من الوكالات المحلية و العالمية التي تقوم بصناعة التصنيف الائتماني و إصدار درجات التصنيف الائتمانية، ومن أشهرهم وكالة موديز (Moody's)، وكالة ستاندر اند بورز (Standard & Poor's) ووكالة فيتش (Fitch). وتقوم هذه الوكالات بتقييم قدرة الدول والشركات والمؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها المالية.

وقد اكتسبت هذه الوكالات دوراً هاماً في النظام الاقتصادي العالمي؛ حيث تلعب دوراً محورياً في دعم الشفافية بالأسواق المالية من خلال توفير المعلومات والبيانات لتحديد درجة المخاطر عن طريق ما تصدره من تصنيفات ائتمانية في شكل درجات تصنيف.

وفي إطار قيام وكالات التصنيف الائتماني بوظيفتها وإصدارها للدرجات التصنيفية، تم اهتمها باعتبارها أحد الأطراف المتسببة في اندلاع الأزمات المالية العالمية، نتيجة لفشلها في منح الجهات المختلفة التقييمات التي تستحقها او المبالغة في منح الكثير من التقييمات وذلك قبل وأثناء حدوث هذه الأزمات. وقد ركزت معظم المناقشات التي تناولت دور هيئات التصنيف الائتماني على تضارب المصالح وغيرها من المشكلات المتعلقة بجودة التقييم.

إلا أن وكالات التصنيف العالمية لها مكانتها الرائدة في التأمين ضد المخاطر رغم ما عليها من ملاحظات وهي ليست محل اتفاق بين الجميع. فلا ينبغي الانسياق التام غير الواعي والاندفاع غير المحسوبة عواقبه معها أو ضدها فهي جزء من السوق العالمي ساهمت في بنائه ولها نصيب من أزماته وكوارثه.

ومن هنا فإن عملية التصنيف الائتماني في غاية الأهمية وخصوصاً بعد أن تزايد الإعلان عن مستويات التصنيف التي تصدرها وكالات التصنيف العالمية حتى أصبحت من المعايير المعتمدة لدى البنوك المركزية ولها انعكاساتها على علاقات

البنوك في الأوساط التجارية المحلية والدولية. ومع الأهمية المتنامية للتصنيف الائتماني أصبحت الدول تضعه في قمة اعتباراتها وتسعى إلى أن يعكس التصنيف سلامة أحوالها المالية.

تتبع أهمية البحث من ضرورة الحفاظ على استقرار الاسواق المالية وتجنب مسببات عدم الاستقرار. فمع زيادة الادوات المالية والاستثمارية ذات المخاطر وتنوعها، وقصور كفاءة المعلومات المتوفرة، أصبح من الصعب اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل صحيح. ومن هنا ظهرت وكالات التصنيف الائتماني لحل هذه المشكلة. إلا انها وجهت إليها العديد من الاتهامات والانتقادات حول تعاملها مع الازمات. فساهمت وكالات التصنيف الائتماني في بروز الازمات المالية بدلا من الحد منها بسبب ضعف الرقابة عليها، مما جعل الحكومات تعيد النظر في أدائها وتأخذ في عين الاعتبار نقاط ضعف هذه الوكالات لإصلاحها.

ويهدف هذا البحث الى التركيز على دور وكالات التصنيف الائتماني في ادارة الازمات على المستوى الدولي، بعد توضيح انواعها ودورها ومختلف درجات التصنيف الائتماني التي تصدرها، وبالتالي متطلبات إصلاحها في حالة التقصير في اداء دورها بشكل مناسب. كما يهدف البحث الى عرض مفهوم صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته، وتأثير تصنيف هذه الوكالات على اقتصاديات الدول، هذا بالإضافة إلى أهم النقاط التي ينبغي إصلاحها لتقويم دورها وادائها.

وتتمثل التساؤلات الرئيسية للبحث في الآتي: هل وكالات التصنيف الائتماني تصنع الازمات ام توأكب الإصلاحات؟ وما هو دور مؤسسات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية؟ وما متطلبات إصلاح ادائها؟ ومن يقيم هذه الوكالات؟ هل يمكن لوكالات التصنيف الائتماني ان تخطئ في تقييمها؟ وما أهمية التصنيفات التي تمنحها مؤسسات التصنيف الائتماني للدول؟ وما تبعات تصنيف الدولة بصورة سلبية؟ وهل يعتبر هذا التسليم للمسؤولية التصنيفية الى هيئات خاصة شكلا من أشكال الإخفاق الحكومي؟ ما تأثير تخفيض التصنيف الائتماني لمصر على الاقتصاد المصري؟

القسم الاول : التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته

أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني : معايير وشروط

تلعب شركات التصنيف الائتماني دوراً أساسياً ومحورياً في الأسواق المالية الحديثة . كما أن لها دوراً أساسياً في دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر . فهذه الشركات تساهم في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقرضين والمقرضين من جانب والمقرضين والمستثمرين من جانب آخر وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر.

تقوم عملية التصنيف الائتماني بدور في تعزيز الثقة المالية للبنوك والمؤسسات المالية، وعدم تعرضها لأخطار عالية تمس قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات تجاه الدائنين. بما أن دور وكالات التصنيف الائتماني يتمثل في تقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين، سواء للشركات أو الحكومات، فإن قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه تعد أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات.

ويعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن:

- قدرة الطرف المقابل ورغبته في الوفاء بالتزاماته المالية.
- قدرة الطرف المقابل لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى.

يمكن للتصنيف الائتماني أن يكون لمؤسسة مالية (بنك أو صناديق الاستثمار أو شركة تأمين) ، لدولة (الجدارة الائتمانية السيادية لها) أو لعملية ائتمانية (قرض). وبالتالي يمكن القول بأن وكالات أو شركات التصنيف الائتماني هي من تتولى عملية إصدار تصنيفات ائتمانية لصالح العميل شركة أو دولة أو هيئة بقصد زيادة الثقة عند مقرضي هذا العميل وتجنيبهم المخاطرة المالية (نبيل حشاد، 2006).

ومن أهم أنواع التصنيف الائتماني :

- **التصنيف الائتماني للقروض:** يتم تصنيف هذا النوع من الفئات وفقاً لمعايير مستعملة من طرف وكالات التصنيف مثل العوائد، القروض الموجودة وتاريخ القرض.
 - **التصنيف الائتماني لبعض العمليات المصرفية و المالية:** التصنيف الائتماني للمدين يهتم بالقدرة أو إمكانية المدين على تسوية التزاماته، والتصنيف الائتماني في هذا المستوى يعطينا معلومات عن الوضعية الحالية للمدين و عليه يمكن تصنيف عملية الإصدار السندي.
 - **التصنيف الائتماني لبعض العمليات بالعملة الصعبة:** التصنيف الائتماني بالعملات الصعبة يقيس إمكانية التسديد بالعملات الأجنبية، على سبيل المثال يظهر هذا النوع من التصنيف بالنسبة للدولة التي تعتمد على اقتصاد المديونية.
 - **التصنيف السيادي " المستوى الأعلى لتصنيف المخاطر بالدولة":** يمكن قياس الملاءة المالية لدولة ما سواء كانت من الدول المتقدمة أو دول العالم الثالث مثلها مثل المؤسسات بشكل عام، ويتم مراعاة أثر القدرة الضريبية على قدرة التسديد ونتائجها وتحديد المستوى الأعلى للاستدانة المقبولة.
- وتتخذ وكالات التصنيف العديد من العوامل والمعايير بالحسبان عند إجرائها للتصنيف واستخراج مؤشرات الجدارة، ومن أهمها :

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
- معدل التضخم: والذي يدل ارتفاعه على اختلالات هيكلية وعدم القدرة على تمويل القروض
- وضع الموازنة العامة
- وضع الميزان الخارجي
- وضع المديونية الخارجية
- وضع التنمية الاقتصادية

• المراجعة التاريخية لعدم السداد

(محمد عبد النبي، 2010)

كما تأخذ تصنيفات الجدارة في الحسبان الأخطار السيادية والتوجهات الحكومية التي قد تؤثر في بيئة الأعمال والعمل المصرفي والاستثمار، إضافة إلى درجة انتظام البيئة السياسية العامة في الدولة، والعلاقات بين السلطتين التنفيذية والتشريعية، كما أنها تركز على درجة ضعف تأثير مؤسسات الحكم وأثره المستقبلي على الدولة في إطار السياسات الكلية. ومن جهة المؤسسات، فإن أبرز العناصر التي تركز عليها وكالات التصنيف في تقييمها لملاءة المؤسسات المالية ولجدارتها الائتمانية هي احتمالية العجز في الوفاء بالالتزامات المالية للغير أو العجز في تحصيل الديون من الغير سواء في المدى الزمني الطويل أم القصير .

ثانياً : وكالات التصنيف الائتماني : نبذة تاريخية ، درجات التصنيف الائتماني و معناها.

نبذة تاريخية

وكان أول ظهور لمؤسسات التصنيف في عام 1909 عندما اصدر «جون مودي» أول تحليل مالي صنف فيه سندات بعض الشركات وفقاً لدرجات أبجدية وسهل هذا التحليل للمستثمرين كثيراً في معرفة درجة ملاءة كل شركة من تلك الشركات وقدرتها على الوفاء بما عليها من ديون. (نبيل حشاد، 2006).

وقد بدأت تلك المؤسسات بفكرة أساسية وبسيطة تتمثل في تلبية احتياجات من يرغب في تلقي معلومات توضح فكرة السندات المصدرة عن شركة ما والعائد عليها وإعطاء تقييم للمستثمرين الذين يريدون الاستثمار فيها.

وبطبيعة الحال لم يكن النظام المالي متقدماً، ولم يكن هناك حتى الحاسبات التي تساعد على حساب العوائد، وبالتالي ساهمت الفكرة في تقييم الاستثمارات بمقابل مادي. وبسبب حداثة التجربة وعدم الوثوق بها، لم يكن المستثمرون على قناعة بدفع مقابل للحصول على تلك المعلومات، ولكن مع مرور الوقت تطور استيعاب مصدري السندات والقروض لأهمية توفير المعلومات للمستثمرين لإقناعهم بالاستثمار.

وازدادت أهمية دور مؤسسات التصنيف في إقناع المستثمرين بأهمية وقوة هذه السندات، وعليه يدفع أصحاب الشركات أموالاً لشركات التصنيف مقابل إعطاء معلومات عن السندات والقروض التي يرغبون في إصدارها .

ومع مرور الوقت، أصبحت تلك الوكالات جواز سفر لكثير من الدول والشركات إلى مختلف الأسواق، وهو الأمر الذي أدى إلى إعطائها قوة فائقة جعلت عديدا من المؤسسات الدولية تعطيها مصداقية، لدرجة أن التشريعات الدولية وهبت تلك الوكالات غطاء لاستخدامها في قياس بعض المخاطر للمؤسسات والشركات المالية.

وخلال فترة الكساد العظيم، وبعد انتهاء الحرب العالمية الثانية توقف سوق السندات العالمية بالكامل حتى فترة السبعينات، وبعد ذلك عاد السوق ولكن ببطء شديد حتى نهاية الثمانينات حيث كان هناك 15 دولة فقط تقوم بالاقتراض من سوق راس المال الأمريكية وحصلت على تصنيف من Moody's Investors Service مثل بريطانيا وفرنسا واليابان وألمانيا وغيرها من الدول الأوروبية ذات الجدارة الائتمانية العالية .

وبعد ذلك انتشر تصنيف الحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع، وبحلول عام 1929 كانت وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service والتي أسسها جون مودي تقوم بتصنيف 50 حكومة تصدر سندات إقراض دولياً، في حين بدأ تصنيف الأفراد انتمائياً في الخمسينيات من القرن الماضي.

وخلال فترة التسعينيات من القرن العشرين وحتى الآن، ازداد نشاط التصنيف الائتماني، وتعددت أنواعه، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم بعملية التصنيف الائتماني وإصدار درجات الجدارة الائتمانية، حيث بلغ عددها في عام 1999 ما يقارب 150 وكالة تصنيف ائتماني منتشرة حول العالم. وأبرز هذه الوكالات وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service ووكالة ستاندرد أند بورز Standard & poor's، ووكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings، وكل منها يمارس نشاطه في تقييم قدرة الدول والشركات والمؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها المالية بصورة دورية فيما يزيد

عن 100 دولة، حيث تنتشر فروع هذه الوكالات التي تتمتع بتأثير قوي في عالم المال واكتسبت ثقة الحكومات والمستثمرين في كثير من دول العالم (World Bank group, 2009).

group, 2009)

شركات التصنيف الائتماني

يبلغ عدد وكالات التصنيف نحو 150 وكالة تصنيف ائتماني منتشرة حول العالم، لكن أشهرها وكالات فيتش وموديز وستاندر أند بورز، وكلها شركات أميركية المنشأ، وتسيطر كل من "ستاندر أند بورز" و"موديز" على تصنيف أكثر من 80% من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو الحكومات.

فيما تعد "فيتش" أقلهما شهرة نسبياً، وبشكل عام تسيطر الشركات الثلاث على نحو 90 الى 95% من سوق إصدار الديون في العالم. وتتمتع الوكالات الثلاث بنفوذ قوي في عالم المال والاعمال، وتعتبر احد أهم اللاعبين في الأسواق المالية وتحديداً في اسواق السندات والديون.

1-وكالة موديز للتصنيف الائتماني Moody's investors service

تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية ، كما انها توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقييم مخاطر الائتمان، وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع انحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف، منهم أكثر من 1000 محلل ائتماني. وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية : 100 تصنيف ائتماني سيادي، 12000 تصنيف للشركات، 29000 تصنيف للسندات المالية العامة، 96000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

فهي مؤسسة نشطة في مجال التحليل المالي للمؤسسات التجارية المصرفية تستحوذ هذه الوكالة على % 40 من حصة السوق في مجال التنبؤ والتقدير لمخاطر القروض على المستوى العالمي. تأسست هذه الوكالة سنة 1909 من طرف John.

(Fons, Jerome S., 2002) Moody

2-وكالة Standard & Poor's للتصنيف الائتماني :

تعتبر احد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الاسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الافضل، من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقييم المخاطر والابحاث المختلفة التي تخص الاستثمار . يعمل لديها ما يزيد عن 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلد حول العالم، بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية في سنة 1922. وتملك واحدا من أهم مؤشرات الاسهم الامريكية وهو مؤشر "S&P 500". كما تنشر هذه الوكالة 48 تقريراً للاستعلام في السوق المالي تسمى بـ The outlook.

فهي شركة خدمات مالية ومقرها في الولايات المتحدة، وهي فرع لشركات مكغرو هيل التي تنشر البحوث والتحليلات المالية على الأسهم والسندات. ولها مؤشرات عامة في عدد من البورصات العالمية الرئيسية كالأميركية والأسترالية والكندية والإيطالية والهندية. يعود تاريخ الوكالة إلى سنة 1860 مع اصدار هنري فارنم بوور كتاباً عن "تاريخ السكك الحديدية والقنوات في الولايات المتحدة" .

ويقدم هذا الكتاب محاولة لجمع معلومات كاملة عن الوضع المالي والتشغيلي لشركات السكك الحديد في الولايات المتحدة. وفي 1906 أسس لوثر لي بليك Bureau Standard Statistics مكتب الإحصاء القياسي بهدف توفير المعلومات المالية عن شركات خارج نطاق سكك الحديد.

وقد اندمجت كلا من شركتي بور وستاندرد ستاتيستك مكونة شركة ستاندرد أند بورز وكان ذلك في سنة 1941. وفي سنة 1966 استحوذت مجموعة شركات مكغرو هيل عليها وهي الآن تغطي قطاع الخدمات المالية. **Standard & Poor's,2004**

3-وكالة Fitch للتصنيف الائتماني :

وكالة التصنيف فيتش هي مؤسسة تقييم دولية، وهي مؤسسة مختلطة أمريكية و بريطانية، يتواجد هيكلها في نفس الوقت بنيويورك ولندن.

تعد وكالة فيتش احد أهم الوكالات التي تقدم التصنيفات الائتمانية في معظم الاسواق المالية العالمية، تغطي اكثر من 150 بلد حول العالم. أنشئت نتيجة لاندماج شركتي فيتش و ابكيا سنة 1997، ومن ثم الاندماج مع Duff & Phelps و Thomson Financial Bank watch في سنة 2000.

وهي شركة فرعية مملوكة بالكامل لشركة هيرست، في 12 أبريل 2012 قامت هيرست بزيادة حصتها في مجموعة فيتش إلى 50٪، وقد تأسست الشركة من قبل جون نولز فيتش في 24 ديسمبر 1913 في مدينة نيويورك بأسم شركة فيتش للنشر. (Fitch Ratings,2010)

وتعود سيطرة هذه الشركات الثلاث إلى قرار أصدرته هيئة الأوراق المالية الأمريكية **U.S. Securities and Exchange Commission** في عام 1975 باعتبار هذه الشركات كشرركات معتمدة من قبل الهيئة، حيث إن كثيراً من المؤسسات المالية وشركات التأمين لا تستثمر إلا في سندات ذات تصنيف عال، فإن أسهل طريقة من قبل المصدرين للسندات لإثبات جدارتهم الائتمانية هو أن يحصلوا على تصنيف ائتماني من شركة أو اثنتين من هذه الشركات الثلاث لتصبح هذه الشركات الثلاث أشبه بمؤسسات محتكرة للتصنيفات الائتمانية حول العالم.

وقد بدأ نفوذ هذه الوكالات العالمية في الانتشار واكتسبت أهمية بالغة داخل سوق الدين والسندات سواء الحكومي أو القطاع الخاص بعد العام 1975 وهو العام الذي صادف القانون الذي أصدرته هيئة الأوراق المالية الأمريكية الذي اعتمد هذه الشركات الكبرى مزوداً لخدمات التصنيف الائتماني، ويلزم بعض الصناديق الاستثمارية والمؤسسات المالية بالاستثمار في أدوات الدين ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة.

وقد ترتب على ذلك قيام الشركات العالمية بالسعي بشتى الطرق للحصول على تصنيفات ائتمانية مرتفعة حتى تكون ديونها مرغوبة من قبل شريحة كبيرة من المستثمرين. إلا أن الهيئة عادت خلال العام 2008 لتصدر مشروع قانون للحد من تعارض المصالح في هذا القطاع المهم يركز على زيادة الإفصاح العام والإفصاح عن

النموذج المعتمد في التحليل والإجراءات المعتمدة في إعادة التقييم وعدم إلزام بعض الصناديق الاستثمارية على شراء السندات أو الديون ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة.

هذا بالإضافة إلى عمل مراجعة شاملة لجميع التقييمات الخاطئة التي تمت من قبل هذه الوكالات للوقوف على أسباب هذه الأخطاء. وقد قام الاتحاد الأوروبي كذلك أسوة بالولايات المتحدة في شهر مايو 2012 بإصدار قانون لإنشاء أول هيئة رقابية أوروبية يُعهد لها بوضع المعايير والقواعد اللازمة للرقابة والإشراف على الوكالات وكسر احتكارها، وإجبار الوكالات الراغبة في العمل في دول الاتحاد الأوروبي على زيادة الشفافية والإفصاح عن المعايير والإجراءات المتبعة فيها التي تكفل حماية جمهور المستثمرين.

كما أضافت اتفاقية بازل II المزيد من نفوذ الثلاث شركات الكبار. وتركت الاتفاقية للمصارف الحق في اختيار أسلوب التصنيف الداخلي (Internal rating based-approach)، لتصنيف الأصول المرجحة بحسب درجة المخاطر، وأجازت للمصارف استخدام الأسلوب النمطي أو المعياري (Standardized approach)، أيضاً، أي أجازت لها حق الرجوع إلى الثلاثة الكبار لتصنيف ما لديها من أصول. ولم يثق المراقبون في سلامة أسلوب التصنيف الداخلي، وذلك لأن المصارف تميل عادة إلى التقليل من شأن المخاطر سعياً منها إلى خفض الملاءة المالية التي يتعين عليها الاحتفاظ بها لمواجهة احتمال تخلف المدين عن الدفع، لذا يمكن القول إن اتفاقية بازل II قد دفعت المصارف إلى تأكيد مصداقيتها من خلال الاستعانة بخدمات الثلاثة الكبار، وساهمت، بلا قصد منها، في تعزيز نفوذهم (محمد عبد النبي، 2010).

التصنيف الائتماني حسب الوكالات

التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات

Fitch⁴ و S&P ، Moody's

التوصيف	التصنيف	
	S&P/ Fitch	Moody's
أعلى مستويات الجودة (احتمال 2% لحالة عدم السداد)	AAA	Aaa
جودة مرتفعة (احتمال لا يتعدى 4% لحالة عدم السداد)	AA	Aa
أعلى فئة في الجودة المتوسطة (احتمال عدم السداد لا يتعدى 10%)	A	A
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa
أدنى مستوى في شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba
فئة المضاربة	B	B
جودة ضعيفة	-	Caa
درجة مضاربة مرتفعة	CCC-CC	-
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca
سندات دخل (أقل السندات جودة)	C	-
أدنى درجة (لا يتم تسديد الفوائد)	-	C
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD-DD	-

المصدر: عاطف وليم اندراوس، اسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، 2008.

أنواع التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع متعددة من درجات التصنيف، فقد ازدادت أنواعها بشكل كبير لتتماشى مع تطور السوق المالية العالمية، ولتلبية الطلب المتزايد عليها من قبل مختلف الأطراف المعنية في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية، وتحديد احتمالات التأخر عن السداد، والخسارة الناجمة عنها. ويمكن حصر أنواع التصنيفات الائتمانية من خلال تقسيمها إلى عدة معايير: - الفترة الزمنية - الأداة المصنفة - الجهة المصنفة - طالب التصنيف الائتماني.

(European Securities Markets Experts Group, 2008)

❖ حسب معيار الفترة الزمنية: يقسم التصنيف الائتماني وفقاً لهذا المعيار إلى
التصنيف الائتماني الطويل الأجل والتصنيف الائتماني القصير الأجل ، كما
يلي:

• التصنيف الائتماني الطويل الأجل: Long-Term Credit Ratings يعبر
التصنيف الائتماني الطويل الأجل عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات فترة
الاستحقاق سنة أو أكثر، ويحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى.

• التصنيف الائتماني القصير الأجل: Short-Term Credit Ratings يعبر
التصنيف الائتماني للفترة القصيرة عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات
فترة الاستحقاق والتي لا تزيد عن 13 شهراً، ويحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات
المالية قصيرة المدى. وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني رموزاً للدلالة على درجات
التصنيف الائتماني للفترة القصيرة مختلفة عن الرموز المستخدمة للدلالة على درجات
التصنيف الائتماني للفترة الطويلة.

❖ التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة: تقسم التصنيفات الائتمانية
وفقاً لهذا المعيار إلى التصنيف الائتماني السيادي، والتصنيف الائتماني
للمصارف، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين، ودرجات التصنيف
الائتماني الوطنية، وتصنيفات الاسترداد، وتصنيف السندات، وتصنيف الدعم
للمصارف، والتصنيف الائتماني لسقف البلد، وتصنيف الأدوات المالية
المركبة، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين الوطنية.

❖ التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة المصنفة: ينقسم التصنيف الائتماني
وفقاً لهذا المعيار إلى التصنيف الائتماني الداخلي، والتصنيف الائتماني
الخارجي، وتصنيف الهيئات الرسمية على النحو التالي:

• التصنيف الائتماني الداخلي: Internal Credit Ratings تقوم العديد من
المؤسسات المالية وخصوصاً المصارف بعملية التصنيف الائتماني الداخلي وتقييم
المخاطر لعملائنا من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتاحة والمتوفرة. وقد
شجعت لجنة بازل للإشراف المصرفي المصارف على القيام بتصنيف الائتماني

الداخلي لأنها تملك بعض المعلومات الداخلية والتي يتعذر على وكالات التصنيف الائتماني الوصول إليها.

• **التصنيف الائتماني الخارجي: External Credit Ratings** وهي عمليات التصنيف التي تقوم بها وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف الائتماني، والتي تعبر عن رأي وكالة التصنيف في تقييم المقدرة المالية على الوفاء بالديون، ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.

• **تصنيف الهيئات الرسمية:** تقوم بعض الهيئات الرسمية بنشر توقعاتها حول احتمال تعثر الشركات في بلد معين خلال السنتين أو السنوات الثلاث التالية. ومثال على ذلك: مصرف فرنسا، والذي يقوم منذ عام 1995 بحساب مؤشر التعثر BDFI score 2 ونشره لـ 90000 شركة صناعية فرنسية والذي يعكس احتمال توقفها عن السداد خلال السنوات الثلاثة التالية.

❖ **التصنيف الائتماني حسب معيار الطلب:** يقسم التصنيف الائتماني وفقاً لهذا المعيار إلى **التصنيف الائتماني المطلوب، والتصنيف الائتماني غير المطلوب، وذلك كما يلي:**

• **التصنيف الائتماني المطلوب: Solicited Rating** يمكن للجهات المختلفة أن تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطائها درجات التصنيف الائتماني لها أو لإصداراتها المالية، وبالتالي تقوم بتوفير المعلومات اللازمة والضرورية لوكالة التصنيف الائتماني، وذلك من أجل إظهار ملاءتها الائتمانية الجيدة، والذي يؤدي إلى زيادة فرص نجاح إصداراتها المالية وتسويقها بالشكل الأفضل، والوصول إلى مصادر التمويل ذات التكلفة الأقل.

• **التصنيف الائتماني غير المطلوب: Unsolicited Rating** يمكن لوكالات التصنيف الائتماني أن تقوم بعملية التصنيف الائتماني لأي بلد أو شركة أو إصدار دون طلب من الجهات المعنية أو رغبتها بذلك، وهذا الحق مكفول لوكالة التصنيف الائتماني في الدستور الأميركي تحت بند حرية التعبير.

و تقوم وكالات التصنيف في هذه الحالة بإعلام المستثمرين والجهات المعنية بالحالة الائتمانية للدولة أو الشركة أو الأداة المالية المصنفة. وتعتمد وكالات التصنيف في إصدار درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب على المعلومات العامة المتاحة في السوق، مثل التقارير السنوية والحسابات المالية المنشورة، والتي عادةً ما تكون غير كافية ، مما يؤدي إلى إجبار المصدر على التعاقد معها ودفع تكاليف التصنيف في حال حصوله على درجة تصنيف ائتماني غير مناسبة بالنسبة له، وبالتالي يقوم بتوفير المزيد من المعلومات لوكالة التصنيف الائتماني. وعادة ما تكون درجة التصنيف الائتماني المطلوب أعلى من درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب، لأن الأخيرة تستند على المعلومات العامة المتاحة فقط (Bhatia, Ashok Vir, 2002).

ويعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفته مؤشراً لمدى قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم والتي قاموا باستثمارها. وتغطي وكالات التصنيف الائتماني طيفاً واسعاً من الحكومات والشركات والمصارف وشركات التأمين والأوراق المالية والالتزامات المالية المتنوعة الأخرى من خلال إعطائها درجات التصنيف الائتماني.

وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية حروفاً أبجدية للدلالة على جودة الائتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية، وهي:

• **درجة الاستثمار Investment Grade**: وهي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (A ,Aa ,Aaa , Baa) وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (A, AA , AAA, BBB) بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف.

• **درجة المضاربة Speculative Grade**: وهي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (C ,Ca ,Caa ,B ,Ba) بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (C ,CC ,CCC ,B ,BB) بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف (المصرفيون، مايو 2013).

كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية داخل كل درجة تصنيف، حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من **Aa** إلى **Caa** هي **1** أو **2** أو **3**، ويشير الرقم **1** إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم **2** على منتصف درجة التصنيف، والرقم **3** إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. في حين تضيف وكالات ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف + أو - إلى درجات التصنيف الائتماني من **AA** إلى **B** للتعبير عن مستوى الجودة الائتمانية ضمنها. (Standard & Poor's, 2004)

كما يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من درجات التصنيف الائتماني وهما درجات التصنيف الائتماني العامة والتي تستخدم المقياس العالمي للتصنيف، ودرجات التصنيف الائتماني الخاصة مثل درجات التصنيف الائتماني للمصارف، وشركات التأمين، ودرجات التصنيف الائتماني الوطنية. تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتعيين حالة مشاهدة التصنيف واتجاه التصنيف للإصدارات المالية المصنفة كما يلي: (Fitch Ratings, 2010)

• مشاهدة التصنيف Rating Watch: تشير حالة مشاهدة التصنيف إلى قيام وكالة التصنيف بمراقبة درجة التصنيف الائتماني، وبالتالي هناك احتمال كبير لتغييرها في الفترة القصيرة. وهناك ثلاثة اتجاهات لحالة مشاهدة التصنيف، وهي:

- **إيجابي (Positive):** تشير إلى احتمال رفع درجة التصنيف الائتماني.
- **سلبي (Negative):** تشير إلى احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني.
- **تطور (Evolving):** تشير إلى إمكانية رفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها أو تثبيتها. وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن لوكالة التصنيف أن ترفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفضها دون أن توضع في حالة مشاهدة التصنيف (Rating Watch) إذا كان هناك ما يبرر ذلك.

وبشكل عام فإن حالة مشاهدة التصنيف تتم خلال الفترة القصيرة أي خلال 90 يوماً، تسبق للتغيرات المرتبطة بالإصدارات المالية المصنفة أو تتبعها، وهي فترة

جمع معلومات إضافية واستخدامها لإجراء تحليل التصنيف الائتماني. ويخرج الإصدار من حالة مشاهدة التصنيف عندما يتم نشر التصنيف وذلك إما برفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها أو تثبيتها.

• **اتجاه التصنيف Rating Outlook**: تشير حالة اتجاه التصنيف إلى احتمال قيام وكالة التصنيف بتغيير درجة التصنيف الائتماني خلال الفترة الطويلة والتي تمتد من سنة إلى سنتين.

وهناك أربع حالات لاتجاه التصنيف، وهي:

- **مستقر (Stable)**: تشير إلى احتمال بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة.
- **إيجابي (Positive)**: تشير إلى احتمال رفع درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة.
- **سلبي (Negative)**: تشير إلى احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة.
- **تطور (Developing/Evolving)**: نادراً ما يأخذ اتجاه التصنيف حالة (تطور)، وهذا يتم إذا كان هناك تردد فيما بين الحالتين أكان إيجابياً أم سلبياً، أي فيما بين رفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها في الفترة الطويلة.

وتوضع الورقة المالية بحالة اتجاه التصنيف (**Rating Outlook**) إذا كان هناك تغيرات في الظروف المحيطة بها، ولكنها غير واضحة بدرجة كبيرة.

توجد عدة إجراءات للتصنيف الائتماني تقوم بها وكالات التصنيف والتي تتعمق بإصدار درجات التصنيف الائتماني، وهي:

• **تثبيت التصنيف Confirmed**: تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد خرجت من لائحة مشاهدة التصنيف بعد أن تمت مراجعته، ولم يتم إجراء أي تغيير ضروري له.

• **تأكيد التصنيف Affirmed**: تشير إلى بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها، ويتم اللجوء إليها بعد ما يلي: - مراجعة رسمية لدرجة التصنيف الائتماني. - الحصول على معلومات جديدة تخص الورقة المالية. - أحداث مهمة حدثت في السوق مثل التغييرات في البيئة القانونية، أو حالات استحواذ مهمة، أو حدوث اضطرابات في السوق.

كما أن هناك معايير تستخدم مع التغيير في اتجاه التصنيف (المصرفيون، مايو 2013)

• **خفض درجة التصنيف الائتماني Downgrade**: تشير إلى قيام وكالة التصنيف بتخفيض درجة التصنيف الائتماني.

• **انتهاء عملية الدفع Paid In Full**: إذا سددت قيمة الورقة المالية فإنها لا تعد مصنفة من قبل وكالة التصنيف الائتماني، سواء أوصلت لتاريخ الاستحقاق أم سددت قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق.

• **تفعيل مشاهدته التصنيف Rating Watch On**: تعني أن الإصدار قد وضع في حالة مشاهدة التصنيف، ويجري تصنيفه من قبل وكالة التصنيف الائتماني.

• **تحديث حالة اتجاه التصنيف Revision Outlook**: ترمز إلى أن حالة اتجاه التصنيف قد تغيرت.

• **رفع درجة التصنيف الائتماني Upgrade**: تشير إلى قيام وكالة التصنيف برفع درجة التصنيف الائتماني.

• **التوقف عن التصنيف Withdrawn**: تعبر عن حالة التوقف عن التصنيف الائتماني، وبالتالي لم يعد الإصدار مصنفاً من قبل وكالة التصنيف الائتماني، ويرمز له .WR

• **نشر التصنيف Published**: تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد تم نشرها على الموقع الإلكتروني لوكالة التصنيف.

• لا يوجد تصنيف ائتماني NR: ترمز إلى أن وكالة التصنيف الائتماني لا تقوم بتصنيف الإصدار المالي.

و بالرغم من أن هيئات التصنيف الائتماني شركات خاصة، فقد توسع دورها في إطار التنظيم المالي منذ سبعينات القرن الماضي ، وخاصة مع عقد اتفاقية بازل II الدولية لتقييم محافظ البنوك حسب مستوى المخاطر التي تتعرض لها أصولها وتحديد رأس المال الإلزامي بناء عليها. وكان الهدف من اتفاقية بازل II هو زيادة دقة المعايير التنظيمية المطبقة ومن أهم المبررات التي استند إليها إدراج تقييمات هيئات التصنيف الائتماني، هو الاعتقاد بأنها تتيح منهجا أكثر تطورا لقياس مخاطر لائتمان مقارنة بالممارسة التنظيمية الأيسر والتي تتمثل في تحديد رأس المال الإلزامي علي أساس نسبة مئوية ثابتة من مجموع الأصول؛ وهو المنهج المنصوص عليه في اتفاقية بازل I السابقة والذي كان يسمح بقدر من التمييز أقل بكثير (أماني بورسلي، 2013).

وقد حاولت الصين أن تلحق بعض شركاتها بشركات ووكالات التصنيف الائتماني الكبرى لكن محاولتها باءت بالفشل إلا أن الصين لم تأبه لذلك. ويوجد في هذا البلد بالفعل ثلاث وكالات لتصنيف الائتمان، أما الأولي فهي شركة " تشنجزين" الدولية للتقييم التي تمتلك وكالة "موديز" 49% من أسهمها، والثانية وكالة " تشاينا ليانهي" لتقييم الائتمان المملوكة بنسبة 49% لشركة " فيتش رينينجز إنك"، أما الثالثة والأكثر إثارة للاهتمام فهي وكالة " داجونج" وهي تعمل عن كثب مع الحكومة الصينية، وأحيانا يمكن أن تكون بمثابة درع واق، وعلي وجه التحديد ما تعتبره الصين نوعا من " السيادة الوطنية". وقد رفضت هيئة الرقابة علي أسواق الأوراق المالية الأمريكية طلبا تقدمت به وكالة " داجونج" لتصبح بمثابة "هيئة وطنية معترف بها للتصنيف الإحصائي"، لكن داجونج لم تتمكن في ذلك الوقت من التوافق مع شروط القوانين الخاصة بالأوراق المالية الفيدرالية. كما زعمت أنها ستجد نفسها مجبرة علي إزالة " أسرار الدولة" من الوثائق التي طلبتها "هيئة الأوراق المالية الأمريكية" (Financial Times, 2012).

القسم الثاني : وكالات التصنيف الائتماني والأزمات المالية

أصبحت هيئات التصنيف الائتماني جزءا لا يتجزأ من المشهد المالي لأنها تمسك بمفتاح الدخول إلي أسواق رؤوس الأموال الخاصة. فهذه الشركات الخاصة تقوم بتقييم المخاطر الائتمانية التي تواجه الشركات والحكومات الساعية إلي الاقتراض وإصدار أوراق مالية تدر دخلا ثابتا، علي غرار السندات. وقد أصبح الاعتماد علي هذه الهيئات راسخ الجذور حتي أن المقترضين المحتملين غالبا ما يتعين عليهم الحصول علي تقدير لمرتبتهم الائتمانية قبل محاولة تدبير الأموال اللازمة في أسواق رأس المال. ويستترشد المقرضون المحتملون بهذه التقديرات لمعرفة الجدارة الائتمانية للمقترض، مما يسأهم في تحديد الفائدة، أو السعر الذي يجب أن يدفعه المقترض مقابل الحصول علي التمويل. وتعد قدرة المصدر علي الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات. ولقد ذاع صيت وكالات التصنيف الائتماني خلال السنوات الماضية عبر سلسلة من الأحداث بدأت بفشلها في تقدير المخاطر المتعلقة بسندات الرهون العقارية والسندات الهيكلية والتي أدت إلي نشوء الأزمة المالية العالمية في نهاية عام 2008 مما ترتب عليه تعرض تلك الوكالات لانتقادات واسعة ، والواقع أن العديد من المنتجات المالية المرتبطة بالقروض العقارية، والتي صنفها المؤسسات، باعتبارها منتجات آمنة أثناء سنوات الرواج والازدهار، تبين في نهاية المطاف أنها كانت خطيرة إلي حد مهلك. ومنذ عام 2010 تركزت الوكالات على الديون السيادية الأميركية والأوروبية، وقد أطلق الخفض غير المسبوق من قبل «ستاندرد أند بورز» للتصنيف الائتماني الأمريكي من درجة AAA الممتازة التي حظيت بها واشنطن لعقود، إلى طفرة بيع عالمية للأدوات المالية واضطراباً في أسواق الكرة الأرضية غير مسبوق منذ أواخر 2010. ومنذ أواسط 2010، خفّضت الوكالات تصنيفات اليونان والبرتغال وإيرلندا إلى مستويات دنيا، فاتهمت الوكالات بمفاقمة أزمة منطقة اليورو. (International Monetary Fund, 2010)

واتخذت الولايات المتحدة وأوروبا تدابير لتنظيم الوكالات الثلاث الرئيسية وضمن تمتعها بمزيد من الشفافية والتنافسية. فأصدرت واشنطن في 2010 قانوناً

لتأسيس «مكتب التصنيفات الائتمانية» في «لجنة السندات والصرف» ليعمل على محاسبة الوكالات وحماية المستثمرين والأعمال. أما الاتحاد الأوروبي فأسس في مطلع 2011 هيئة مستقلة باسم «السلطة الأوروبية للسندات والأسواق» مكلفة بتنظيم نشاطات وكالات التصنيف وفقاً لمعايير الاتحاد الأوروبي. (Council on foreign relations, 2013)

أولاً : اخفاق وكالات التصنيف في التنبؤ بالأزمة المالية 2008

قامت وكالات التصنيف الائتماني خلال الفترة بين 2004-2007 بتصنيف عشرات الآلاف من إصدارات السندات المدعومة بالرهن العقاري والتي قامت البنوك بإصدارها عن طريق تجميع عدد كبير من قروض الرهن العقاري للأفراد. واعتمدت وكالات التصنيف على معايير تقييم تفترض استمرار الارتفاع في أسعار العقارات وبالتالي توقعت احتمالات منخفضة لحدوث تعثر جماعي في سداد القروض العقارية. ونتيجة لذلك منحت وكالات التصنيف الكثير من السندات المدعومة بالرهن العقاري تصنيفات مرتفعة عند AAA، وهو ما أدى إلى زيادة الطلب عليها بافتراض أنها استثمارات آمنة وبالتالي انخفضت أسعار الفائدة على الرهن العقاري وارتفع حجم الفقاعة في سوق العقارات. كما استطاعت وكالات التصنيف تحقيق أرباح ضخمة خلال هذه العملية من الرسوم التي كانت تدفعها البنوك المُصدرة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. (European securities markets experts group, 2008)

ومع تراجع سوق العقارات في نهاية 2006 وزيادة حالات التعثر تزايد، خاصة فيما يتعلق بالقروض العقارية عالية المخاطر، استمرت وكالات التصنيف الائتماني في منح تصنيفات مرتفعة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. ولكن فجأة قامت وكالات التصنيف في يوليو 2007، وبشكل متزامن، بإجراء تخفيضات كبيرة في التصنيفات الائتمانية لآلاف السندات المدعومة بالرهن العقاري، وهو الأمر الذي أرغم الكثير من المؤسسات الاستثمارية على بيع استثماراتها في هذه السندات بسبب القوانين التي تمنعها من الاستثمار في سندات عالية المخاطر.

ويمكن القول أن هذه الخطوة كانت بداية الأزمة التي أدت في سبتمبر 2008 إلى انهيار بنك "ليمان براذرز" ومما ترتب عليه حالة من الركود في الاقتصاد العالمي نتيجة لفقدان الثقة بين البنوك وفي أسواق الدين . وفي أعقاب ذلك، جاء قانون فرانك Dodd Frank Act في الولايات المتحدة خلال 2010 ليلغي الاعتماد على تصنيفات وكالات التصنيف في التشريعات الأمريكية ويطلب هذه الوكالات بمزيد من الشفافية. غير أن الكونغرس الأمريكي لم يفرض إجراءات للتعامل مع قضية تضارب المصالح الناجمة عن تلقي وكالات التصنيف رسوم من المؤسسات المُصدرة للسندات مقابل تصنيف هذه السندات، حيث يرى بعض المراقبين أن هذه الرسوم كان لها دور في التقييمات السيئة للسندات المدعومة بالرهن العقاري. غير أن وكالات التصنيف تؤكد أن معاييرها الداخلية واهتمامها بالمحافظة على سمعتها يلغي تأثير هذا التضارب في المصالح. (مصطفى العمراني، 2010)

وقد أدت الأزمة المالية وحالة الركود في الاقتصاد العالمي إلى ارتفاع كبير في العجز في ميزانيات العديد من الدول المتقدمة وزيادة مديونيتها، وهو ما زاد من الشكوك حول تصنيفاتها السيادية المرتفعة منذ وقت طويل . وخلال الأزمة المالية العالمية، تعرضت الوكالات الثلاث لمسائلات في الكونغرس وواجهت دعاوى قضائية من مستثمرين متضررين، إذ اشتبه الكثيرون بأنها أصدرت تصنيفات مضللة. كذلك اتُهمت بخفض تصنيف السندات المرتبطة بالسوق العقارية الأمريكية إلى مستويات يعتبرها المستثمرون بمثابة نصيحة بسحب استثماراتهم ، بعدما كانت تصنفها AAA وبلغت قيمة السندات العقارية التي خفضت «موديز» تصنيفها 869 بليون دولار. (Financial times, 2012).

وفي السياق ذاته، كان بنك ليمان براذرز - الذي يعتبر الكثيرون إفلاسه الشرارة التي أطلقت الأزمة- قد حصل على تصنيف ائتماني AAA وهو الأعلى بين البنوك الاستثمارية في أمريكا وعلى مستوى العالم من فيتش و موديز وستاندر اند بورز ، وتبعاً لذلك استقطب ودائع استثمارية كبرى من دول الخليج العربي وأوروبا والصين ودول آسيا، وبلغ سعر سهم بنك ليمان براذرز 200 دولار في أسواق المال

الأميركية، ومع انفجار أزمة البنك وسماع الادارة المالية الأمريكية بإفلاسه انخفض سعر سهم البنك الى 0.2 دولار (مدانى احمد،2013).

وقد تم البحث في أسباب الأزمة المالية العالمية، من خلال التقرير الصادر في يناير 2011 من اللجنة الخاصة المشكّلة من قبل مجلس الشيوخ الأمريكي لهذا الغرض، و توصلت اللجنة إلى أن سبب الأزمة لم يكن جشع المصارف الكبيرة فقط، بل كذلك جشع واستهتار وكالات التصنيف الائتماني الكبرى.

وفي فبراير 2013 أعلن النائب العام الأمريكي أن وزارة العدل قامت برفع دعوى مدنية في المحكمة الفيدرالية، ضد وكالة التصنيف الائتماني "ستاندر أند بورز"، مطالبة إياها بدفع 5 مليارات دولار كتعويض مالي عن الأضرار التي لحقت بالوكالات الحكومية الأميركية المعنية بالاستثمار بسبب هذه الوكالة. وعلى غرار وزارة العدل، قامت 15 ولاية أميركية برفع قضايا مشابهة ضد نفس الوكالة في محاكم محلية أخرى. إلا أن البعض يرى أن الدافع وراء هذا الكم الهائل من القضايا سياسي، وذلك انتقاماً من الوكالة لأنها قامت في سبتمبر 2011 بتخفيض القدرة الائتمانية للولايات المتحدة من "AAA" إلى مستوى "AA"، بعد أن قررت الوكالة أن خطة التعزيز المالي التي أقرها الكونغرس والإدارة الأميركية، ليست كافية لتحقيق الاستقرار في آليات الدين الحكومي على المدى المتوسط **Shreekant (Iyengar,2012)**.

ولقد أصدرت محكمة شمال نيويورك، حكماً في إحدى الدعاوى المرفوعة ضد وكالة "ستاندر أند بورز" و"موديز"، يمكن تلخيصه بأن قيام وكالة التصنيف بإعطاء تقييم لإحدى السندات يعني أن الوكالة قامت بتحليل البيانات على أسس علمية واقتصادية صحيحة، وبالتالي فإن الوكالة مسؤولة عن رأيها ولا يمكنها التذرع بأن تقييمها هو مجرد وجهة نظر غير ملزمة.

وأدعت وزارة العدل الاميركية أن الوكالة أعطت تصنيفات خاطئة مخالفة للحقيقة لبعض السندات، مما أدى لخسارة المستثمرين وبعض الوكالات الحكومية الأميركية المعنية بالاستثمار الحكومي لمليارات الدولارات، بسبب الاعتماد على هذه

التقييمات غير المستقلة وغير المحايدة. ومن الانتقادات الموضوعية الموجهة من قبل وزارة العدل الأميركية لهذه الوكالات، تقاضي الوكالة مقابل مجزياً من الأطراف التي تطلب تصنيفها أو تقييمها أو تقييم سنداتهما. وكذلك فإن وكالات التصنيف تفتقر إلى وجود الشفافية وكفاءة معايير الرقابة الداخلية، فهذه الوكالات لا تقوم بتوثيق الأسباب والمعايير التي اتبعتها لجنة التصنيف التابعة للوكالة لخفض أو رفع تصنيف شركة أو دولة، كما أشارت لجنة مراقبة الأسواق التابعة للاتحاد الأوروبي في تقريرها الذي صدر في مارس 2013. و كذلك اتهم الكونغرس الأميركي بشكل رسمي كبرى وكالات التصنيف الائتماني بأنها كانت أحد الأسباب الرئيسة التي أشعلت فتيل الأزمة المالية بعد أن قامت بجعل القروض العقارية عالية المخاطر قروضا منخفضة المخاطر. وهو ما كان سببا في تورط البنوك بأزمة الرهن العقاري التي تسببت في دمار اقتصادي هائل ماتزال أغلب دول العالم تدفع ثمنه إلى اليوم (BIS, 2009).

وتتنوع الاتهامات الموجهة لهذه الوكالات من باب أنها رهينة من يدفع لها، فبعض الشركات تخصص ميزانية كبيرة جدا لهذه الوكالة أو تلك للحصول على تصنيف عال (AAA)، أو قد تدفع لها لتدمير منافس آخر بتصنيف ضعيف (DDD)، وكذلك قد تستخدم هذه الوكالات؛ كأداة لضرب هذه الدولة أو تلك أو للإطاحة بحكومات من خلال إشعال أزمات اقتصادية في بلدانها، ويمكن القول إن وكالات التصنيف الائتماني لم يعد لها اليوم نفس القوة والمصداقية التي كانت تتمتع بها قبل الأزمة المالية العالمية.

و في الجدول التالي ، نعرض أهم التصنيفات التي منحتها وكالات التصنيف الى البنوك و المؤسسات الأمريكية في بداية الأزمة :

الشركة	التاريخ	الحالة	موديز	ستاندر أند بورز	فيتش
ثيمان براذرز	15/09/2008	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	+A
A.I.G	16/09/2008	حصل على قرض بقيمة 85 مليار دولار من البنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي مقابل حصّة بلغت 79.9%	A2	A-	A
سي تي غروب	23/11/2008	حصل على 20 مليار دولار وتلقى ضمانات على 300 مليار دولار من موجوداته من وزارة الخزانة الأمريكية	Aa3	-AA	-AA
Merrill Lynch	14/09/2008	حصول صفتة للتملك من قبل بنك Bank of America	A2	A	A+
Bear Steams	16/03/2008	حصول صفتة شراء من قبل JPMorgan	Baa1	BBB	BBB

Source: Financial Crisis Inquiry Commission, "Credit Ratings and the Financial Crisis", Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C. (2010), P: 39.

ثانيا : أزمة الاتحاد الاوروبي وتعثر اليونان

إثر الأزمة المالية التي عصفت بأميركا في 2007 - 2008 (أزمة الرهن العقاري) وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، دخلت منطقة اليورو في أزمة ركود اقتصادي. الأمر الذي دفع رؤساء هذه الدول وحكوماتها إلى عقد قمة في باريس في أكتوبر 2008 لدراسة السبل لوضع خطة عمل مشتركة مع البنك المركزي الأوروبي، تؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي في الاتحاد الأوروبي. وقد وضع المسؤولون الأوروبيون آنذاك، خطة لمواجهة الأزمة المالية، هدفت إلى دعم البنوك الأوروبية لمساعدتها على تجاوز الأزمة. وقد تبين بعد ذلك هشاشة منطقة اليورو، خاصة عندما برزت أزمة الديون السيادية مطلع 2009 في اليونان، واسبانيا، والبرتغال، بعدما خفضت وكالات التصنيف المالية درجة السيولة في هذه الدول، مما ترتب عليه رفع فائدة الاقتراض فيها (الاهرام الاقتصادي، 2013).

وقد بدأت مشكلة منطقة اليورو مع وكالات التصنيف حين خفضت «ستاندر أند بورز» في أبريل 2010 تصنيف الديون السيادية اليونانية إلى درجة خطيرة، ما أفقد المستثمرين ثقتهم باليونان وسأهم في تقاوم الأزمة المالية في البلد، وأجبر الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على تقديم حزم إنقاذ ضخمة إلى أثينا. وتكرر الأمر مع إيرلندا والبرتغال.

وتجدر الإشارة إلى أن خفض التصنيف الائتماني لأي دولة في المقام الأول يراجع الثقة في اقتصادها، ويترتب عليه ارتفاع تكلفة الاقتراض بالنسبة للحكومة مما يزيد المشاكل التي كانت سببا في خفض التصنيف.

وقد فجرت وكالة ستاندرد آند بورز قبلة في الاسواق بقرارها خفض التصنيف الائتماني لتسع دول في منطقة اليورو من بينها فرنسا. فالصدمة كانت في فرنسا حيث خسرت هي والنمسا تصنيفهما الممتاز AAA مثل ما حدث للولايات المتحدة في 2010 وأصبح AA+ فيما احتفظت ألمانيا وحدها بأفضل تصنيف في منطقة اليورو الي جانب فنلندا ولوكسمبورج وهولندا ، وأصبحت كل دول المنطقة مهددة بخفض جديد في تصنيفها الائتماني. ويعد قرار ستاندرد آند بورز تحديا جديدا لمنطقة اليورو التي تعاني بالفعل من أزمة ديون وعلي الرغم من عدم تأثر المستثمرين كثيرا به، حيث كان مرتقبا أساسا خفض التصنيف لدول أوروبية فإن القرار له تداعيات اقتصادية وسياسية مهمة بالنسبة لمستقبل اليورو (Les Echos, 16/1/2012).

وقد ظهرت بوادر أمل بالنسبة لازمة الديون الأوروبية بعد قيام كل من اسبانيا وايطاليا بمزادات ناجحة لسنداتهما واقترب اليونان من عقد صفقة مع دائنيها من القطاع الخاص لإلغاء جزء من ديونها، مما ساعد علي تخفيف الضغوط علي الاسواق المالية حتي أنه قد بدأ يتردد التوصل الي نقطة تحول ايجابية في الأزمة التي اجتاحت منطقة اليورو.

ولكن جاء قرار ستاندرد آند بورز بخفض التصنيف الائتماني لمجموعة من الدول الأوروبية مع فقدان فرنسا تصنيفها الممتاز AAA بخصه نقطة واحدة وكذلك النمسا وثلاث دول هي: مالطا، سلوفينيا وسلوفاكيا خسرت كل منهم نقطة أيضا في حين خسرت ايطاليا واسبانيا نقطتين علي التوالي واعتبرت ستاندرد آند بورز البرتغال واليونان ضمن الدول "عالية المخاطر" مع نظرة سلبية للتسع دول.

ويعتمد صندوق الانقاذ الأوروبي علي تصنيف فرنسا الممتاز AAA من أجل الحصول علي تصنيف رفيع المستوي وخفض تصنيف فرنسا معناه خفض تصنيف الصندوق مما سيزيد من صعوبة وتكلفة جمع الاموال من الاسواق المالية ومن

صناديق الثروة السيادية. ومن التداعيات المتوقعة لخفض التصنيف الائتماني للدول الأوروبية، تراجع ثقة المستهلكين والاعمال والتي تعاني بالفعل من التراجع . (مداني أحمد، 2013)

وعلي صعيد اسواق الصرف هبط اليورو الي أدني مستوي في 16 شهرا أمام الدولار وهو ما قد يمثل الجانب الايجابي الوحيد لأن خفض قيمة العملة يعطي دفعة للمصدرين الأوروبيين ولكن في ظل إجراء تباطؤ الاقتصاد العالمي إلا أن ذلك لن يكون كافيا لتحفيز النمو اللازم لخفض العجز في الميزانيات الأوروبية والذي بدوره يقنع ستاندرد آند بورز والاسواق بأن دول منطقة اليورو قد استعادت توازن ميزانياتها ولكن مزيج التقشف والنمو البطيء مع ارتفاع الديون يعني أن انخفاض الاخير في التصنيف الائتماني لن يكون الاخير بالنسبة لدول أوروبا وحتى رغم نجاة ألمانيا هذه المرة لكنها سوف تتعرض للتدقيق. (الأهرام الاقتصادي، 2013/02/25)

وقد كشف قرار ستاندرد آند بورز عن صعوبة مشاكل أوروبا علي الصعيد السياسي. كما أن سلب التصنيف الممتاز من فرنسا وإبقاء ألمانيا هي الدولة الوحيدة المصنفة "مستقرة" قد غير التوازن في أوروبا مع فقدان فرنسا لتكافؤها الرمزي مع ألمانيا. وتعتمد رؤية ألمانيا لحل أزمة الديون علي فرض المزيد من القواعد المتعلقة بالسياسة المالية، وقد يؤدي المزيد من تخفيضات الانفاق والتقشف ورفع الضرائب الي تراجع اقتصادات الدول المتعثرة، فمعادلة الاصلاح تلك تفتقر الي نوع من التكامل بين الدول الاعضاء من اجل دفع النمو ومساعدة الاقتصادات الضعيفة، ويتطلب هذا اتحادا ماليا حقيقيا وقد يتضمن سندات يورو او آليات اخري لتقليل الاختلالات الحالية وتعزيز التنافسية.

ويعكس قرار ستاندرد آند بورز مخاطر اتخاذ مثل هذه التدابير حيث انه كلما زاد تكامل بلدان منطقة اليورو أدي ذلك الي مشاركة بعضهم البعض في المشاكل، علاوة على أن خفض تصنيف مجموعة من تسع دول أوروبية يكشف كيف تورطت اقتصادات اقوي مثل فرنسا . كما شكك تقرير للـ Financial Times في صحة الحكم الذي أصدرته وكالة ستاندرد اند بورز الأمريكية للتصنيف الائتماني والذي خفضت بموجبه درجة التصنيف الخاصة بتسع دول أوروبية. وأشار التقرير إلى سعي وكالات

التصنيف الائتماني بالدرجة الأولى للترويج لنفسها إعلامياً من خلال تصنيفاتها الائتمانية للدول، كما دعا الرئيس الفرنسي السابق نيكولا ساركوزي إلى "التروي" في التعامل مع تقارير مؤسسات التصنيف الائتماني الدولية متعهداً بأن هذه المؤسسات لن تحدد السياسات الاقتصادية لبلاده. (Financial Times , 2012).

وهكذا فقد أصبح الاتحاد النقدي عبئاً علي البعض واثار صراعا حول من الذي ينبغي ان يتحمل تكلفة حل الأزمة حيث ترغب المانيا وفرنسا ان تتحمل إيطاليا واسبانيا واليونان عبء التقشف وضبط الميزانية في حين تسعى تلك الدول الي الحصول علي المزيد من حزم الانقاذ. وبناءً على ذلك أكدت محكمة المراجعة المحاسبية الإيطالية إجراء تحقيق مع وكالات التصنيف الائتماني الدولي، بشأن سلسلة قرارات هذه المؤسسات، بخفض تصنيف إيطاليا الائتماني، والتي أضرت بها في ذروة أزمة ديون منطقة اليورو.

وفي حالة اليونان وبعض دول منطقة اليورو الأخرى التي تواجه مشاكل، طالب المستثمرون بأسعار فائدة مرتفعة على ديون هذه الدول. وتزامن هذا الوضع مع تخفيض التصنيفات السيادية لهذه الدول وبالتالي أدى إلى مزيد من الارتفاع في أسعار الفائدة وجعل عملية إعادة تمويل هذه الديون مكلفة جداً ولا يمكن الاستمرار فيها.

وجاء رد المفوضية الأوروبية لشؤون الأسواق الداخلية والخدمات من خلال تقديم مجموعة مقترحات لتنظيم عمل وكالات التصنيف الائتماني. وتتضمن هذه المقترحات إنشاء مؤشر للتصنيفات الائتمانية ومطالبة المؤسسات المُصدرة لأدوات الدين بتغيير وكالة التصنيف الائتماني بشكل دوري مما يعزز من المنافسة في السوق. لكن المفوضية تراجعت عن هذا المقترح وأعطى الاتحاد الأوروبي الحق في إرغام وكالات التصنيف على "تعليق" تصنيفاتها للدول التي تحتاج إلى عمليات إنقاذ مثل اليونان. و لكن بعدما اتهمت وكالات التصنيف بالتهاون بعد أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، تعترم التشدد حيال أزمة منطقة اليورو لا سيما وانه لم يعد من المستبعد تعثر اليونان عن سداد مستحققاتها.

وقد استمرت قصة الديون السيادية في اليونان خلال عام 2011 أيضاً، مع تزايد المخاوف من أن اليونان قد تتعثّر في الوفاء بالتزاماتها من الديون أو قد تطرد من منطقة اليورو، حيث واصلت الدول المقرضة في الزيادة من الضغط على الحكومة اليونانية لكشف النقاب عن إجراءات تقشفية أكثر صرامة للعمل على خفض العجز الضخم في الميزانية و إيصاله إلى المستوى المطلوب. ومع ذلك، ظلت عوائد السندات اليونانية مرتفعة في حين قامت شركات التصنيف الائتماني بتخفيض تصنيفها، و بالتالي فإن العدوى انتقلت تدريجياً إلى دول أخرى مثقلة بالديون مثل البرتغال التي حصلت على مساعدات بقيمة 78 مليار يورو، حتى وصلت الأزمة إلى الاقصاديات الكبيرة و تحديداً إيطاليا و إسبانيا (Wachman, R and Fletcher, N, 2010).

الأسباب وراء تفاقم الأزمات في المنطقة الأوروبية:

- التخفيض المستمر والنظرة المستقبلية السلبية إلى جانب تراجع تقييم الدول المثقلة بالديون في المنطقة الأوروبية.
- عدم الاستقرار المالي في المؤسسات المالية التي لا تزال تعتمد على قروض البنك المركزي الأوروبي لتوفير السيولة.
- تردد واضح بين القادة الأوروبيين بشأن إطلاق خطط حاسمة وشاملة لتسوية أزمة الديون.
- الصدام بين السياسيين لتمرير قوانين لوضع تدابير تقشفية صارمة لخفض العجز الضخم في الميزانية بالإضافة إلى رفض المواطنين الاستجابة لخطط تخفيض الإنفاق.
- العوامل الخارجية مثل سقف الديون و خفض تصنيف الولايات المتحدة الأمريكية من أعلى تصنيف لها، والأزمات الطبيعية في بعض الدول الآسيوية، إلى جانب التباطؤ في النمو العالمي. بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية في منطقة الشرق الأوسط التي دفعت أسعار النفط الخام إلى الارتفاع (مدانى احمد، 2013).

وعلى إثر تأزم الوضع المالي للدول الأعضاء في منطقة اليورو ، أصبح بإمكان البنك المركزي الأوروبي التدخل في السوق الثانوية لشراء سندات الدولة، ولكن بشرط ألا يكون تصنيفها أقل من الرتبة «BBB» ، بمعنى أنها تكون سندات استثمار، ولا تتخطى ذلك لتصبح سندات مضاربة .

وتبعاً للتأثير المعنوي الذي مارسه الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، أجبر البنك المركزي الأوروبي في محاولة منه لتهدئة الأسواق المالية في مايو ٢٠١٠ على قبول السندات اليونانية في إطار عمليات السوق المفتوح، بغض النظر عن تصنيفها الائتماني.

ونتيجة لتهديدات وكالات التصنيف الائتماني بخفض التصنيفات، اعتمد البرلمان الأوروبي قواعد أكثر صرامة لعمل وكالات التصنيف الائتماني. وتهدف هذه القواعد إلى تقليل اعتماد المستثمرين على التصنيف الائتماني الخارجي للديون السيادية، ووضع حد لتضارب المصالح في أنشطة الوكالات، وتحسين الشفافية والقدرة على المنافسة في هذا القطاع. ويأتي اعتماد هذه القواعد الجديدة من قبل أعضاء البرلمان الأوروبي بعد اتفاق تم التوصل إليه مع المجلس الأوروبي، بضرورة تقنين قطاع التصنيف الائتماني بفعل أزمة الديون السيادية الأوروبية التي أظهرت عدم كفاية التشريعات القائمة (Christopher Alessi, Roya Wolverson, 2013) .

فإن تخفيض تصنيف تسع دول في منطقة اليورو من قبل وكالة ستاندرد آند بورز في يناير 2012 أدى إلى المضاربة بالأسواق على احتمال تفكك منطقة اليورو. ولذلك فإن القواعد الجديدة تهدف إلى منع هذا السيناريو من الحدوث مرة أخرى.

وعملاً بالتشريعات الجديدة، يتعين على المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وضع إجراءات داخلية خاصة بها لتقييم المخاطر الائتمانية. وعلى هذه المؤسسات طلب الحصول على تقييم اثنتين من مختلف الوكالات في كل مرة، مع تغيير هذه الوكالات كل أربع سنوات.

وسيسمح لوكالات التصنيف الائتماني بنشر تصنيفاتها للديون في فترات معينة من السنة، مع احترام دقيق لقواعد خاصة، إذ لا يمكن نشر التصنيفات بشأن

الديون السيادية إلا بعد إغلاق جميع الأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي أبوابها، وعلى الأقل ساعة واحدة قبل بدء المعاملات في هذه الأسواق. كما يجب على هذه الوكالات شرح العوامل التي أخذت بالاعتبار في تقييماتها، مع عدم إمكانية تقديم توصيات مباشرة للسياسات الاقتصادية للدول الأعضاء. وقد أصبحت الوكالات - بموجب القواعد الجديدة- مسؤولة عن تصنيفاتها، إذ يمكن للمستثمرين والمؤسسات المالية المطالبة بتعويضات حول التصنيفات التي لا أساس لها من الصحة وتضر بمصالحها. وستنظر بذلك جميع وكالات التصنيف الائتماني العاملة في الاتحاد الأوروبي للائتمثال لهذه القواعد بعد اعتمادها من قبل الدول الأعضاء (IMF,2010)

كما قرر أعضاء البرلمان الأوروبي خطوة أولى نحو إنشاء وكالة للتصنيف الائتماني على المستوى الأوروبي. وستوكل مهمة البحث في سبل إنشاء هذه الهيئة المستقلة إلى المؤسسات الأوروبية الحالية. وستوفر هذه الهيئة للمستثمرين كافة البيانات والتصنيفات المهمة للديون السيادية والمؤشرات الرئيسية للاقتصاد.

وتسيطر وكالات التصنيف الثلاث الكبار، ستاندارد أند بورز وموديز وفيتش بشكل كبير على السوق، كما أن الأسواق والبنوك المركزية والجهات التنظيمية تميل إلى أن تأخذ تصريحاتها بكثير من الجدية. كما أن لديها نماذج عمل متضاربة المقصود بموجبها أن ترشد المستثمرين بتقييماتها، لكنها تتلقى في الوقت ذاته أموالاً من الشركات وبعض الحكومات التي تقيمها وتصنفها.

وعليه فإن الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني قامت بدور سلبي في الأزمة من خلال آليات متعددة: أسعار الفائدة، وعلاوة التأمين، وعلاوة المخاطرة، وتخفيض التصنيف الائتماني، والتوقعات الاحتمالية للمستثمرين.

كما تعد الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني قنوات لانتشار الأزمة من دولة إلى أخرى، نظراً إلى سلوك القطيع الذي تتميز به الأسواق المالية من جهة، وتقلص إمكانات الدعم بين أعضاء الاتحاد الأوروبي، نظراً لاستمرار خطر عدم القدرة على التسديد، خصوصاً بعد إعادة التصنيف الأخير للدول التسع. (Shreekant.

Iyengar,2012)

كثيرًا ما كانت تعطي وكالات التصنيف تصنيف لأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية الأمريكية درجة AAA خلال الفترة التي سبقت الأزمة . الأمر الذي رفع الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى . وحسب هيئة التحقيق في الأزمة المالية التي تتولى التحقيق في أسباب الأزمة المالية، قامت وكالة موديز لوحدها بتصنيف ما قيمته 4.700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية خلال الفترة ما بين عامي 2000 و 2007 ، إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمونة وقد أوضحت رئيس هيئة التحقيق في الأزمة المالية إلى إن توسع وكالة موديز أدى إلى زيادة سعر سهمها ستة أضعاف في الفترة من 2000 الى 2007 . ولم يحقق المستثمرون الذين اعتمدوا على التصنيفات الصادرة عن وكالة موديز درجة كبيرة من النجاح. (Les Echos, 16/1/2012)

- وتعود أسباب مساهمة وكالات التصنيف في نشوء الأزمات المالية إلى ما يلي:
- القيام بإصدار تصنيفات ائتمانية بدرجة منخفضة من الشفافية مع المزيد من التعقيدات نتيجة اعتماد المشاركين في السوق الشديد على تصنيف هذه الوكالات، هذا بالإضافة إلى نمو عروض الديون غير التقليدية في السوق العالمية في فترة قصيرة، وزيادة تدفق الإيرادات والربحية بشكل كبير.
 - الإقبال على منح درجات عالية للتصنيف على الأوراق المالية، بالإضافة إلى الاعتقاد بأن أسعار العقارات سوف يرتفع دائما .
 - فشل وكالات التصنيف في التنبؤ بشكل صحيح، مما دفع الكثير إلى التخلف عن سداد الديون المركبة.
 - اعتماد التصنيف الائتماني على بيانات عامة ومعلومات غير مدققة . فإن وكالات التصنيف ليست ملزمة لتنفيذ العناية الواجبة لتقييم دقة المعلومات وغالبا ما تعتمد على التمثيل و الضمانات غير الكافية من الجهات المصدرة عن نوعية البيانات.
 - انحراف وكالات التصنيف في بعض الأحيان عن مستوى الافتراضات في التصنيفات الفريدة، والضغط للحفاظ على حصتها في السوق وزيادة الأرباح. وقد دفعهم ذلك للتساهل في تطبيق المعايير وتفادي تعيين موظفين

جدد أو الاستثمار في قواعد بيانات جديدة مكلفة ونماذج التقييم (Les).

Echos, 12 /1/2012)

القسم الثالث : متطلبات اصلاح وكالات التصنيف الائتماني

أولاً : وكالات التصنيف الائتماني .. بحث عن بديل أم إصلاح؟

يختلف الخبراء كثيراً حول حاجة الأسواق والاقتصاد العالمي إلى وجود وكالات تساعد المستثمر على تمييز الصالح من الأدوات الاستثمارية، مؤسسات مستقلة فاعلة لديها القدرة الكافية على تسليط الضوء قوياً على المؤسسات والشركات بل حتى الجهات السيادية ليرى المستثمر أيهما أجدر بثقته وأيها يمثل له فرصة الاستثمار الأفضل.

ولكن ليس هذا ما يوفره النموذج الحالي لوكالات التقييم الائتماني. فوكالات التقييم الائتماني، أخفقت في تحذير الأسواق من مخاطر رهونات الأمريكية المسببة للأزمة المالية. وأثبتت الأزمة العالمية اخفاق نموذج الوكالات الائتمانية الحالي بما يشوبه من تضارب في المصالح وقصور في الشفافية وغياب الرقابة المستقلة على أداء الوكالات، وبات من المهم إما البحث عن البديل أو اصلاح هذا النموذج لتحقيق وكالات التصنيف الائتماني الهدف الأساسي الذي نشأت من أجله، وهو توفير المعلومات الوافية لإنارة الطريق أمام المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين. فإن دور وكالات التقييم لا شك مهم وحيوي، لكن الأهم اصلاحها بما يخدم مصلحة المستثمرين ومصلحة الاقتصاد العالمي.

إن وكالات التقييم الائتماني اتسمت دوماً بالتفاؤل الزائد عند تقييم أدوات الدين، وأخفقت بالتالي في ادراك عواقب تراجع أسعار العقارات وما تلاه من انهيار لأدوات دين ورهونات عقارية . وبالتالي عندما انهار السوق العقاري في أمريكا تفجرت الأزمة ، وكانت المفاجأة لمؤسسات الاستثمار العالمية أن استثماراتهم لم يعد لها قيمة تذكر بعد أن أدركت وكالات التقييم خطأها وسارعت لخفض التصنيف الممنوح لهذه الوكالات ولأكثر من مرة.

وقد وقعت الوكالات في أخطاء متعددة منها عدم تحري الدقة والاكتفاء ببيانات قديمة في إعداد تقييماتها، خاصة لأدوات الرهونات العقارية في الولايات المتحدة. إلا انه لا يمكن إلقاء اللوم على الوكالات وحدها و لكن ايضا الخطأ الذي وقعت فيه الأسواق عندما اعتمدت كلياً على تصنيفات وكالات التقييم. فالمستثمر غفل أن عليه دراسة وتقييم الاستثمار بدلاً من الاكتفاء برأي جهات تقييم التي قد تفتقر إلى الدقة أو ينقصها الحياد.

وهنا يجب أن نتساءل: من يقيم وكالات التقييم؟

فمن المهم أن تكون هناك جهة مسؤولة عن متابعة أداء وكالات التقييم ومساءلتها، وهذا أمر اتفق عليه خبراء الاقتصاد والأعمال، فمن الخطأ أن يعتمد الجميع من صنّاع قرار وبنوك ومؤسسات استثمارية إلى حكم جهة واحدة غير خاضعة للرقابة ومثقلة فوق ذلك بعبء تضارب حاد في المصالح، فالجهات المصدرة للدين محل التقييم هي العميل الأساسي الذي يوفر للوكالات المصدر الأساسي لرزقها.

واختلفت الآراء حول البديل الأنسب لوكالات التقييم أو الطرق الأفضل لإصلاحها وإخضاعها للرقابة. فمن الممكن أن تقوم وكالة تقييم حكومية على مستوى دولي بالاستحواذ على هذه الوكالات لتصبح تقييماتها بذلك خاضعة لرقابة وإشراف الدولة. و يمكن ان ترفع هذه الوكالات تقاريرها وتخضع لرقابة كاملة من هيئة الأوراق المالية في الولايات المتحدة، تمت الإشارة إلى أهمية وضع حد للتضارب في المصالح من خلال إيجاد بديل لنموذج عملها والخاص بالرسوم التي تتقاضاها من الجهات المصدرة للدين. وذهب البعض للقول إن على وكالات التقييم أن تعمل على زيادة الشفافية والإفصاح فيما يخص آليات التقييم التي توظفها، وخاصة بالنسبة لحدائثة ما تعتمد من معلومات في صياغة تقييماتها، ويجب أن تكون لدى كل وكالة لجنة تقييم ذاتي مستقلة كلياً تعمل على تقييم عملها وقراراتها، بحيث ترفع هذه اللجان تقاريرها بصفة دورية لهيئة الأوراق المالية الأمريكية (Gaillard,2008).

و بغض النظر عن طبيعة الإصلاح الممكن تطبيقه عن آلية الرقابة المناسبة على أداء وكالات التصنيف الائتماني يبقى من المهم دوماً أن تدرك الأسواق أنه من

الخطأ الاعتماد كلياً على تصنيفات هذه الوكالات وتقييماتها، فهي عرضة كغيرها للقصور والخطأ.

ولكن هل العالم بحاجة إلى وكالات التصنيف الائتماني؟

تتبادر العديد من الأسئلة عند الحديث عن وكالات التقييم الائتماني العالمية، وربما أكثرها صعوبة هو درجة الجدارة الائتمانية لهذه الوكالات، ومدى نجاحها وفعاليتها في قياس الأداء الحقيقي للشركات التي تقيمها، وإلى أي درجة نحتاج فعلاً إلى هذه الوكالات؟ وهل يمكن أن يشكل غيابها فعلاً فارقاً في عالم الاقتصاد اليوم؟

في غالبية الحالات تكون الجهات المصدرة للدين إما شركات أو مؤسسات حكومية أو دولاً، وتأخذ وكالات التقييم في اعتبارها لدى وضع تقييم أي جهة درجة الجدارة الائتمانية لهذه الجهة إضافة إلى تأثيرات حركة معدلات الفائدة على إصدارات الدين محل التقييم.

وتحول مع الوقت نهج عمل وكالات التصنيف، فبعد أن كان المستثمر هو من يدفع مقابل التقييمات، صارت الجهات المصدرة للدين هي التي تعين شركات التصنيف لتقييمها ووضع التصنيف المناسب لإصداراتها من الدين. وسأهم ذلك في در المزيد من العائدات على هذه الوكالات، إلا أنه في الوقت نفسه خلق حالة حادة من التضارب في المصالح . وفي عام 2006 أخذت لجنة الأوراق المالية والبورصات في يدها سلطة تنظيم عمل الوكالات، ويرجع ذلك جزئياً إلى إخفاق وكالات التقييم الائتماني في استشفاف المخاطر (Mora,Nada,2006) .

ومع مرور الوقت بات لوكالات التقييم الائتماني ثقلها وصار لقراراتها انعكاسات القوية على الأدوات الاستثمارية والجهات المصدرة للدين، فيكفي خفض تقييم شركة ما لتراجع قيمة سنداتها وترتفع أسعار الفائدة عليها، بل في بعض الأحيان يمكن أن يعني خفض التقييم أن على الصناديق الاستثمارية الخاضعة لتنظيم الهيئة بيع هذه السندات . كما باتت الاقتصادات العالمية خاصة في عهد الأزمة تخشى الأثر المحتمل لخفض تقييمها الائتماني على الأسواق.

وتتخذ قرارات التقييمات الائتمانية عادة لجان تضم عدداً من 5 إلى 8 خبراء ومحللين ماليين، وتبني هذه اللجان قراراتها على أساس معايير مالية وأسس أعمال معتمدة. وعلى الرغم من تأكيدات المستمرة لفعالية وقوة نظم التقييم لديها، فإن الأزمة المالية العالمية كشفت عن خلل في هذه النظم، ومن وقتها تواجه هذه الوكالات حملة انتقادات واسعة. فإن للتقييم والتصنيف الائتماني انعكاساته المباشرة على الأسواق وعلى الاقتصاد بأكمله (Cantor,1996).

إلا أن أسواق السندات والأسواق المالية بصفة عامة نشأت قبل قطاع التقييم الائتماني وعملت بدونها، كما اتصفت هذه الأسواق بالعالمية قبل أن يعرف العالم وكالات التقييم وتصنيفاتها الائتمانية. ويعتبر ذلك إثباتاً كافياً على أن وكالات التقييم لا تعد جزءاً من تاريخ الأسواق المالية.

وقد نشأت أسواق المال فعلياً في هولندا عام 1609 وبدأ تنظيم إصدارات السندات الحكومية التي عرفتها هولندا قبل ذلك بعقود، وفي غضون سنوات بات في هولندا نظام مالي كامل يشمل تقريباً جميع العناصر الأساسية لأسواق المال المعاصرة. وانتقلت التجربة إلى بريطانيا إلى الولايات المتحدة. فعندما بادر جون مودي عندما بادر بإنشاء فكر التقييم الائتماني عام 1909 كانت هناك أسواق سندات تأسست في هولندا من قبل وفي بريطانيا وفي الولايات المتحدة دون أن يحتاج المستثمر إلى خدمات وكالات التقييم الائتماني (BIS,2009).

إن السبب الحقيقي وراء نشأة وكالات التقييم الائتماني يكمن في طبيعة الاقتصاد الأمريكي، فليس من قبيل المصادفة أن الانطلاقة الأولى لهذه الوكالات كانت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان الاقتصاد الأمريكي آنذاك يشهد نهضة واسعة النطاق تطلبت تمويلاً ضخماً وتوسعاً استثنائياً في حجم الإصدارات وقاعدة المستثمرين، فهذه العوامل أبرزت الحاجة في تلك الفترة إلى وكالات التقييم الائتماني، للحصول على المعلومات والبيانات المرجعية الكافية ولزيادة الإصدارات عدداً وحجماً المرجعية الكافية مما دفع هنري بور (مؤسس ستاندرد أند بورز) إلى إصدار نشرة السكك الحديدية في الولايات المتحدة كمرجعية للمستثمرين في أسهم شركات السكك الحديدية الاستثمار الأضخم في تلك الفترة (Gaillard,2008).

أسباب جوهرية للتغيير

فقد ذاع صيت وكالات التصنيف الائتماني خلال السنوات الماضية عبر سلسلة من الأحداث بدأت بفشلها في تقدير المخاطر المتعلقة بسندات الرهون العقارية التي أدت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية في نهاية عام 2008 وتعرضها لانتقادات واسعة على إثر ذلك، وربما كان من نتائج ذلك أن هذه الوكالات صارت تتخذ مواقف أكثر تشددا عن ذي قبل في تقدير المخاطر .

وتعرضت وكالات التصنيف الائتماني للعديد من الانتقادات في السنوات القليلة الماضية لعل أهمها ضعف قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية والبطء أو التأخر في رصد الاتجاهات السالبة التي يتعرض لها بعض مصدري الديون بعد عملية الإصدار وبالتالي رد الفعل المتأخر في تخفيض التصنيفات . كما يتهمها الكثيرون بتضارب المصالح مع مصدري الديون الذين هم في نفس الوقت عملائها الذين يدفعون المال لها مقابل تصنيف اصداراتهم من الديون. وترد وكالات التصنيف بأن ما تقوم به ما هو إلا مجرد رأي محايد مبني على اسس محددة لقياس الجدارة الائتمانية وأن للأسواق الحرية الكاملة في الأخذ بهذا الرأي أو تركه.

وقد ازدادت في هذه الأيام حدة الجدل و النقد الموجه لمؤسسات التصنيف العالمية والدور الذي تقوم به في خفض التصنيفات، مما يقود إلى الحديث عن مزايا هذه الوكالات ومساوئها والإصلاحات المقترحة. أن مؤسسات التصنيف تفتقر إلى المساءلة، حيث تتمتع بسلطة هائلة في مجال أسواق المال كوسيلة مهمة ومؤثرة على قرارات المستثمرين. وعلى الرغم من أن قرارات تلك الوكالات تبدو مبنية على معايير ثابتة فإن الوكالات نفسها تعترف بأن التقييم الذي تقوم به هو في حقيقة الأمر رأي لا يمكن إثبات صحته من عدمه حتى في المحاكم. وهكذا فإن منح مصدر معين احدى التصنيفات هو مبني على معلومات لا يمكن التدقيق فيها ومراجعتها والتحقق من صحتها بدون السماح للمصدر باللجوء إلى القضاء.

وقد تم توجيه الكثير من النقد لمؤسسات التصنيف لعدم توخي المزيد من الجهد والعناية والحرص ولقيامها باتخاذ قرارات سيئة خلال السنوات الماضية. وقد

أثار انهيار الكثير من المؤسسات المالية تزايد المطالبة في بحث دور ومصداقية هذه الوكالات. وكمثال فإن هذه المؤسسات منحت بنك ليمان براذرز تصنيفاً عند مستوى A وذلك قبل انهياره بشهر.

عدم الاستقلالية

وتتمثل أهم أوجه قصور عمل هذه الوكالات في عدم الاستقلالية مما يجعلها عرضة لتعارض المصالح. وهناك فارق بين التصنيفات التي تطلبها مؤسسة معينة وتقوم بدفع أموال مقابل ذلك، غير أن هناك تصنيفات لم تطلبها المؤسسة ولذلك لم تقم بدفع مقابل لها. فإن الملاحظ أن هذه التصنيفات غير المطلوبة غالباً ما تكون منخفضة، وأدى ذلك إلى اتهام الوكالات بأنها تستخدم ذلك وسيلة لابتزاز المؤسسات للمطالبة ودفع مقابل مادي. وأضافت أن التصنيفات غير المطلوبة مبنية على المعلومات المتوافرة بصفة عامة عن الجودة الائتمانية للمؤسسة. وتبدي وكالات التصنيف اهتماماً بالإعلان عن التصنيفات غير المطلوبة من المؤسسات المعنية من أجل إكمال تغطية السوق.

وكذلك اتهم الاتحاد الأوروبي الوكالات الثلاث الكبار بأنها قامت بإصدار تصنيفات تتسم بالعداء في ظل أزمة اليورو. ويواصل الكثير من مسؤولي الاتحاد الأوروبي القاء اللوم على وكالات التصنيف لتسريع أزمة الديون السيادية الأوروبية أثناء انتشارها إلى اليونان وإيرلندا والبرتغال. وأشاروا إلى أن الوكالات الثلاث الكبار تبدي معاملة تفضيلية وتحيزاً لصالح الولايات المتحدة الأمريكية حيث إن هذه الوكالات واصلت بمنح تصنيف AAA حتى 2011 وهو أعلى التصنيفات وذلك على الرغم من أن العجز الكبير والمستويات العالمية للديون العامة للولايات المتحدة الأمريكية.

(Wachman,2010)

وقد طالبت اللجنة الأوروبية بالرقابة والإشراف على نوعية وتوقيت التصنيفات وذلك نظراً لتأثير تصنيفات الديون السيادية على مصداقية الدول ودرجة الثقة في اقتصادها وعلى تكلفة القروض الممنوحة لها. كما يجب أن تعكس هذه التصنيفات الصفات المميزة للدول المختلفة. وطالبت اللجنة وكالات التصنيف بإعداد

جدول زمني مسبق يحتوي على تواريخ نشر التصنيفات السيادية حتى تكون الدول مستعدة لها. وطالبت اللجنة بضمان عدم تحيز التصنيفات وأن تكون وكالات التصنيف عرضة للمساءلة أمام القانون حتى يتمكن المستثمر الذي تعرضت مصالحه للأضرار من مقاضاة الوكالات. ولضمان عدم تعارض المصالح طالبت اللجنة عدم السماح لأي وكالة تصنيف بإصدار تصنيفات لأي مؤسسة تمتلك فيها أكثر من 2% من رأس مالها أو حقوق التصويت. (World Bank crisis response policy briefs,2009)

مزايا وكالات التصنيف

وفيما يلي نشير إلى بعض مزايا وكالات التصنيف الائتماني:

- تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية: ويساعد التصنيف الائتماني المستثمرين بإعطائهم فكره عن مصداقية وجدارة الشركة المصدرة وعوامل المخاطر حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار بالاستثمار من عدمه.
- مزايا تعديل التصنيف: تقوم وكالات التصنيف بصفة دورية بتعديل التصنيف حتى يتمكن المستثمرون من مواصلة أو بيع الاداة الاستثمارية. وعلى سبيل المثال في حالة خفض التصنيف فإنه بإمكان المستثمر البيع وفي حالة رفع أو تثبيت التصنيف يمكن مواصلة الاستثمار. (عبد المطلب،2010)

ولكن عمل وكالات التصنيف الائتماني يتضمن عيوب تؤثر بالسلب على عملية التصنيف :

فعدم وجود مؤشرات موحدة ومعتمدة في التقييم يخلق مساحة واسعة لمن يقوم بعمليات التقييم. وقد تخضع في ظل هذه الأجواء عمليات التقييم للرؤية الشخصية، والأمر يتعلق باقتنصديات دول وقرارات استثمارية، لا تحتمل أن تكون تحت وطأه التقدير الشخصي. ومن الصعوبة بمكان أن تعمل هذه الوكالات تحت مظلة واحدة، ولكن من المقبول أن تتوحد معايير التقييم، حتى يكون التصنيف الصادر معبراً عن واقع حقيقي.

ولذلك يطالب البعض بوجود قوانين منظمة لعمل وكالات التصنيف الائتماني، خاصة في ظل تضارب المصالح، حيث تحصل هذه الوكالات على رسوم نظير إصدارها هذه التقارير. وهو الأمر المثير للجدل، فكيف تحصل تلك الوكالات على رسوم ونضمن حيادها؟ وبالتالي فمن الأفضل أن تخضع هذه الوكالات لضوابط قانونية تضمن عدم تعارض المصالح مع أدائها، بجمعها بين إصدار التصنيفات والحصول على رسوم.

ولقد رُفعت العديد من القضايا من قبل حكومات ومستثمرين على وكالات التصنيف الائتماني، لما ترتب على تقاريرها الخاصة بتقييم الديون بأكبر مما تستحق من جدارة ائتمانية. ولعل الواضح في هذه القضايا ما كان من الولايات المتحدة الأمريكية ضد وكالة ستاندارد أند بورز، حيث دخلت الوكالة في مفاوضات مع وزارة العدل الأمريكية لتسوية القضية نظير دفع مبالغ كبيرة. **(IMF Working Paper,2010)**

فإن مقر وكالات التصنيف الثلاث الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الرغم من التراجعات المتتالية في مؤشرات الاقتصاد الأمريكي منذ بداية الألفية الثالثة، إلا أن التصنيف الائتماني الصادر عن هذه الوكالات للاقتصاد الأمريكي، لا يقل بحال من الأحوال عن AAA+. واستثنائياً الى هذه القاعدة، أصدرت وكالة ستاندارد أند بورز تصنيف يفيد بتراجع التصنيف الائتماني لأمريكا، إلا أن هذا التصنيف لم يستمر طويلاً، حيث تراجعت الوكالة عن هذا التصنيف وأبقت وضع الاقتصاد الأمريكي في أفضل مراتب التصنيف كما كانت من قبل.

ويعد موقف وكالات التصنيف الائتماني في تصنيف الاقتصاد الأمريكي مثيراً للتساؤلات. فهناك اعتبارات اقتصادية لم يأخذها التصنيف في الاعتبار، مثل الخلاف السياسي داخل أمريكا حول وضع الدين والعجز بالموازنة، مما جعل الرئيس الأمريكي أوباما يخفض من قيمة موازنة العام 2013 بنحو 80 مليار دولار. ولو كانت هذه الظروف السلبية قد حدثت في واحدة من الدول الأخرى، لما تأخرت وكالات التصنيف عن إصدار تقاريرها بتخفيض التصنيف الائتماني لهذه الدولة.

وكالات التصنيف العالمية بعد الأزمة المالية بين البدائل وأساليب العمل الجديدة

دفعت الأزمة المالية العالمية 2008 الى اعادة فتح نقاشات اقتصادية جديدة تناولت ابسط المفاهيم الاقتصادية وتعدتها الى المنظومة الاقتصادية العالمية بأكملها.

وتبدو الآفاق المستقبلية لهذه الوكالات بشكل عام «سلبية» على المدى الطويل. حيث قامت عدة اقتصادات متقدمة تعرضت لتخفيض تصنيفاتها في اصعب ظروف الأزمة بالبحث عن بدائل لوكالات التصنيف عبر تكليف المنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة المالية العامة والمحاسبة (INTOSAI) بوضع معايير فنية لأدوات «الدين العام» يتم تعميمها في العالم.

وبقدر ما تحصل وكالات التصنيف الائتماني من أهمية في الاوساط الاقتصادية في دول العالم المتقدمة، تقل أهميتها في اقتصاديات الدول النامية. وذلك لمحدودية ادوات الدين العام في هذه الدول وقلة المنتجات الاستثمارية ليقصر دورها على تصنيف الحكومات والبنوك والسندات في حال اصدارها. وبدأ الحديث يكثر مؤخرا في الاوساط الاقتصادية عن البدائل المطروحة لعملية التصنيف الائتماني من قبل الوكالات حيث اصبحت هذه الاوساط تطالب بدور اكبر للأجهزة العليا للرقابة لتحديد الدرجات الائتمانية للدول ودرجة الخطورة المستقبلية للديون السيادية.

كما أن بعد الأزمة تم اصدار عدد كبير من التشريعات المنظمة التي تفرض المزيد من الضوابط على عمل وكالات التصنيف العالمية بما يبعدها عن تضارب المصالح خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية كما تم فرض قانون جديد على عمل هذه الوكالات. لم يقتصر تغيير طبيعة عمل المؤسسات الاقتصادية بعد الأزمة لم يقتصر على وكالات التصنيف وحسب بل طال ايضا العديد من الاجهزة الاخرى واصبح هناك تطور في آليات عمل اجهزة اخرى سواء إدارة المخاطر أو إدارات الميزانيات وحتى المحاسبة. (عاطف وليم اندراوس، 2008).

ثانياً: الإصلاحات اللازمة لتجنب الازمات المالية في المستقبل

دار جدل بعد الأزمة حول دور هيئات التصنيف الائتماني في التصنيف المالي وتم التركيز على قضايا مثل تضارب المصالح وكفاءة الاداء. ومن التساؤلات المطروحة كيفية تحديد هذه الهيئات للمراتب الائتمانية، وما هي الجوانب التي يتم تقييمها، وما إذا كانت المراتب الائتمانية قد تسببت في حالة من الراجح الائتماني وفعاعات الاصول التي نتجت عنها قبل الأزمة وتركت اثرا ضارا على الاقتصاد العالمي. فأصبحت هيئات التصنيف الائتماني جزءاً لا يتجزأ من النظام المالي، حيث أنها تأخذ مكان إجراءات العناية الواجبة بدلا من ان تكون عنصر مكملا لعملية صنع القرار على أساس واضح.

تعزيز التنظيم :

ويتضمن ذلك تعديل القواعد القائمة، مع احتفاظ وكالات التصنيف الائتماني في الأساس بنفس الدور التنظيمي، ويمكن زيادة تشديد القواعد التنظيمية .على سبيل المثال، قد تشترط السلطات على هيئات التصنيف أن تكون أكثر علنية فيما يخص طريقة عملها، وقد تتغير طريقة حصولها على أجرها لحل مشكلة تضارب المصالح، وقد تخضع الرسوم للتنظيم .وفي إمكان الحكومات أن تضع عمليات أكثر فعالية لتقييم واعتماد هيئات التصنيف ومنهجاتها وتعزيز مراقبة الجودة .ويمكن تأسيس مجالس للمستثمرين لكي تطلب تقديرات الجدارة الائتمانية، ففصل بين العملاء وهيئات التصنيف. ويمكن أن تعترف الأجهزة التنظيمية بإمكانية الوقوع في خطأ وأن تضع مستويات مقبولة من الدقة. ومن شأن اعتماد بعض هذه المناهج أو كلها أن يحسن الدقة و سرعة الاستجابة، ويقلل مشكلة تضارب المصالح حينما يكون الكيان الذي يسعى إلى الحصول على تقدير يدفع رسوما في المقابل (BIS,2009).

إصلاحات ما بعد الأزمة

ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على هيئات التصنيف الائتماني، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي .ففي الولايات المتحدة الأمريكية، نص قانون "Dodd-Frank" على تعزيز الإشراف على هيئات التصنيف

الائتماني، لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبط بنموذج المستفيد يدفع. وينص القانون أيضا على ضرورة بحث الاجهزة التنظيمية عن مناهج تقلل الاعتماد على هيئات التصنيف الائتماني والإعداد لإجراء مراجعات منتظمة. ولا يعتزم الاتحاد الأوروبي الحد من الاعتماد على هذه الهيئات، وإنما يسعى بدلا من ذلك إلى توسيع نطاق تنظيم الهيئات وتغيير نموذج عملها. واقترح الاتحاد تشديد القواعد التي تؤثر على عمليات الاعتماد و شروط الإفصاح وتضارب المصالح، بما في ذلك اقتراح إلزام مصدري سندات الدين بتغيير هيئات التصنيف الائتماني بالتناوب كل ثلاث سنوات، أو على اساس سنوي، إذا أجرت هيئة ما أكثر من عشرة تقديرات متتابعة لأدوات الدين الصادرة عنها. وتشمل الاقتراحات الأخرى السماح للجهاز التنظيمي في الاتحاد الأوروبي بحظر نشر تقديرات الائتمان السيادي تحت ظروف استثنائية و إنشاء هيئة تصنيف عامة على مستوى الاتحاد الأوروبي .

(World Economic Forum,2008)

فلقد اتهمت وكالات التصنيف بأنها بطيئة في الرد على احداث الاسواق المالية . لذا نجد بأن من الضروري طرح توصيات لمعالجة تلك الاخفاقات، وعرض مجموعة من التدابير التنظيمية، نوجزها فيما يلي :

-إدارة صراعات المصالح من خلال إصلاحات الحكم في وكالات التصنيف.

- تحسين نوعية التقييم والمنهجيات بالنسبة للتمويل المنظم.

- زيادة الشفافية والإفصاح عن الالتزامات.

- تقديم الرقابة الحكومية المباشرة لتحل محل التنظيم الذاتي.

و يمكن أيضا الإصلاح بتقييم عمل وكالات التصنيف الائتماني القائمة عن طريق :

- قيام السلطات المحلية بالتشجيع على انشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض الضغط الملقى علي الوكالات القائمة، وكذلك يمكن الارتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوي المنافسة ومنع الاحتكار .

- تجنب مشكلة تضارب المصالح بإصدار قواعد للسلوك المهني ، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الاوراق المالية "I.O.S.C.O" بإصدار تلك القواعد التي تلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بعدم التأثير بعلاقتها مع أي طرف في اصدار درجات التصنيف الائتماني .
- زيادة شفافية الاجراءات المتبعة في اصدار درجات التصنيف الائتماني . ولتحقيق هذا الشرط طالبت المنظمة الدولية للجان الاوراق المالية وكالات التصنيف ان تنشر الطرق المتبعة من قبلها في عملية التصنيف الائتماني، وأن تفصح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها وذلك بهدف الارتقاء بالشفافية في الاصدارات التصنيفية التي يشوبها الكثير من الغموض.
- التزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في اصدار درجات تصنيف ائتماني دقيقة، وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها، وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني . (البيلاوي، 2009)

ثالثاً: الاتهامات بين المزايا و العيوب

نجد أن الاعتماد في التنظيم المالي على الدرجات التي تحددها هيئات التصنيف الائتماني هو عملية أشبه بخصخصة العملية التنظيمية، التي تدخل ضمن مسؤوليات الحكومة في الاساس، ويعد تنازلاً من الحكومة عن أحد واجباتها الأساسية للحصول على منافع مزعومة مثل خفض تكاليف التصنيف ورفع درجة الدقة والكفاءة.

يمكن اعتبار هذا التسليم للمسؤولية التنظيمية إلى هيئات خاصة شكلاً من أشكال الإخفاق الحكومي لأن الدولة تقوم فعلياً بنقل سلطتها التنظيمية إلى شركات خاصة . وينطوي هذا المنهج على مشكلات ترجع إلى عدة أسباب:

- هدف هيئات التصنيف الائتماني هو تحقيق الحد الأقصى من الأرباح وتعظيم قيمة ملكية المساهمين . و برغم أن لديها حافزا قويا لتوفير معلومات جديدة بالثقة، فهي غير مكلفة بتوفير معلومات للصالح العام كأي هيئة تنظيمية . وفي

ظل غياب التوافق التام بين الحافز الخاص والواجب العام، تكون هناك احتمالات من حدوث تعارض.

- حتى وإن كانت هيئة التصنيف الائتماني تتمتع بسجل أداء ممتاز، فلا تزال هناك مخاطر من تقلص مصداقية العملية التنظيمية نظرا لاحتمالات الخطأ الكامنة في التصنيفات الائتمانية بسبب اعتمادها على الأحكام التقديرية . وعلى مستوى السوق، إذا تجاوزت إحدى هيئات التصنيف الائتماني مستوى معين من عدم الموثوقية، فسوف تخسر عملاءها وتفشل في نهاية الأمر . غير أن الهيئة إذا كانت جزءا من الاطار التنظيمي، قد تسفر أخطاؤها عن انعكاسات حادة، وحتى إذا أمكن في نهاية الأمر استبعاد هيئة ضعيفة الأداء، فكيف يمكن أن تفشل هيئة تصنيف ائتماني بينما هي جزء من الإطار التنظيمي؟ فمن الذي سيتحمل المسؤولية إذا أدت آراء الهيئة إلى حدوث ازيمات خاصة إذا انتهى الأمر بنقص رؤوس الأموال لدى المؤسسات المالية؟ فالنصنيف الخاطئ يمكن أن يضلل الأطراف المعتمدة عليه، كما يُحتمل أن يرتفع الثمن الذي يدفعونه .وتحرص هيئات التصنيف الائتماني على التنبيه بانتظام إلى أن تصنيفاتها لا تتجاوز كونها آراء بينما هي غير مسائلة عن نتائج استخدام التصنيفات في إطار التنظيم .وربما كانت أكثر فهما لطبيعة المشكلة من السلطات الحكومية. (Stephanou and Salinas, Katz,2009)

- تسبب تغيرات التصنيف الائتماني حركة في الأسواق، فتؤثر على قيمة الأصول ومن ثم رأس المال الإلزامي .وتؤثر هذه التغييرات أيضا على إمكانية استخدام هذه الأصول كضمان .ولكن التغيير قد يسبب زعزعة مفاجئة، ويزيد من التقلبات ، و يؤدي إلى المغالاة في تقدير قيمة الأصول، لاسيما في حالة تخفيض التصنيف الائتماني .ومن ثم، فإدخال تغييرات على التصنيف الائتماني يمكن أن يسبب ازيمات مدفوعة بالتنظيم .علاوة على ذلك، تنتقل عمليات العناية الواجبة من جانب المستثمرين الذين يربطون قراراتهم بالتصنيف الائتماني أو تختفي نتيجة للأهمية الغالبة للتصنيف الائتماني.

- كان لهيئات التصنيف الائتماني تأثير كبير على امتداد فترة طويلة على تحركات السوق بسبب إيمان طالبي الخدمات بها. وتتضاعف قوتها الممكنة بسبب ترسخ دورها في التنظيم. فتزداد المنافسة تشوها في قطاع يغلب عليه احتكار القلة، لأن المستهلكين لا يستفيدون من خلال القدرة على المقارنة بين فئات الأصول المختلفة في ظل نظام تصنيف واحد ، وإنما أيضا بفضل عدم الاضطرار إلى التمييز بين منهجيات هيئات متعددة للتصنيف الائتماني. ويرى المستفيدون من هذه الخدمات أن وجود عدد أقل من الهيئات يجعل الأمور أسهل و أفضل. فضلا على ذلك، حتى إذا كانت هيئات التصنيف الائتماني الخاصة المؤهلة تقوم بواجبها على نحو يلقي الإعجاب، يظل احتمال الخطأ قائما ، بما في ذلك ما إذا كانت تقديرات المراتب الائتمانية تتأثر بوعي أو دون وعي بحصول هيئات التصنيف على أجرها من المقترضين المحتملين وليس من المقرضين المحتملين. ومن السهل أن يؤثر احتمال الخطأ على مصداقية العملية كلها، ويكون الأثر مساويا لما يحدث عند ارتكاب أي مخالفة فعلية.

(Peter S. Rose,1993)

المزايا

تساهم وكالات التقييم في إبراز مراكز القوى في المؤسسات:

وبهذا يمكن لهذه المؤسسات الاقتراض بمعدلات فائدة مناسبة، مما يعني أنها تكافئ الشركة الجيدة على فعاليتها. فهذه الشركات التي تقوم بسداد التزاماتها في موعدها، وبطبيعة الحال فإن توسع هذه المؤسسات يصب في مصلحة النمو الاقتصادي تحذر المستثمر من الأدوات الاستثمارية الخطيرة:

لا يملك كل المستثمرين وسائل بحث ودراسة ومعلومات كافية لتحليل مخاطر كل استثمار ، وهنا تلعب وكالات التصنيف دوراً مهماً في توفير المعلومات اللازمة وتحذير المستثمرين من المخاطر.

تعطي المؤسسات حافزاً للتحسن:

عندما تطلب شركة ما من إحدى وكالات التقييم الائتماني تصنيفها تبادر قبلها إلى تحسين الأداء لتحصل على تقييم أفضل يتيح لها الدخول إلى أسواق الدين العالمية. وفي

حال حصول الشركة على تقييم متواضع، فهذا يمكنه أن يحفزها لتحسين الأداء لرفع التقييم .

العيوب

قصور حاد في آليات التقييم:

لا توجد نماذج معيارية لمنح التقييم الائتماني، وإنما تعتمد الوكالات على أحكامها الخاصة، وللأسف فهي وفي أغلب الحالات لا تصدر احكاماً عالية الدقة، ولذا ترى تفاوتاً في تقييمات الوكالات . ففي الوقت الذي تبادر فيه وكالة من الثلاثة الكبار إلى خفض تقييم ديون دولة أو شركة ما فإنك ترى الوكالتين الأخرين تميلان للحفاظ على التقييم المرتفع لهذه الجهة.

تضارب المصالح:

وهذه من العيوب الأكثر صعوبة فكيف يمكن الاعتماد على أحكام وكالات التقييم مادامت هي إلى اليوم تتقاضى أتعابها من عملائها أي من الشركات الخاضعة ديونها للتقييم الائتماني.

افتقار التقييمات للدقة الكافية:

وهذا ما أثبتته وبكل وضوح الأزمة المالية العالمية بعدما تبين من اخفاق الوكالات الائتمانية بل وقيامها بمنح تقييمات متميزة لما عرف بعد الأزمة باسم الأصول المسمومة.

هيمنة المفرطة:

من أبرز الانتقادات التي توجه لوكالات التقييم الائتماني، الاعتراض على السيطرة المفرطة أو فلنقل الشاملة لها وليست فقط على الأسواق بل الاقتصاد العالمي. لذا يدعو العديد من الخبراء اليوم إلى الحد من صلاحياتها كي لا تحكم العالم كما هو الحال اليوم

ارتفع عدد الجهات المصدرة التي لديها تقييمات ائتمانية بالنسق نفسه، إذ وصل عدد الجهات التي حصلت على تقييمات جديدة عام 1975 إلى 600 جهة ليصل العدد الإجمالي إلى 5500 أما اليوم فيصل عدد الشركات الخاضعة لتقييم وكالة موديز إلى 20 ألف جهة عامة وخاصة في الولايات المتحدة إضافة إلى 1200 جهة خارج الولايات المتحدة. (Council on foreign relations, 2013)

أن ما يدور اليوم من جدل حول أداء هذه الوكالات شيء طبيعي نظرا لدورها السلبي في اوقات الازمات، وتتصدر قائمة النقاشات اليوم القضايا المتعلقة بتوظيف تقييمات الوكالات وتصنيفاتها في صناعة القرارات المنظمة لأداء القطاع. ويمكن أن يؤدي هذا إلى تعميق أثر الأزمات المالية في حال وقوعها، بل ربما يؤدي من الأساس إلى وقوع الأزمات عندما تقوم وكالات التصنيف الائتماني بخفض التقييمات نتيجة لحالات الانكماش الاقتصادي. ويرى خبراء أن توظيف تصنيفات وكالات التقييم الائتماني في عملية صنع القرار التنظيمي أشبه بتفويض هذه الوكالات صلاحيات منح تراخيص للجهات المصدرة، وهذا أمر يجب أن ينظر إليه بالجدية الكافية.

القسم الرابع : تصنيف مصر الائتماني

أولاً: التصنيف الائتماني لمصر قبل و بعد الثورة

شهدت مصر تخفيض تصنيفها الائتماني 6 مرات منذ اندلاع ثورة 25 يناير 2011 ، نظرا لعدم استقرار الرؤية المستقبلية للأوضاع الاقتصادية و السياسية. وقد غيرت مؤسسة «فيتش» التصنيف الائتماني في مطلع يناير 2014 النظرة المستقبلية السلبية لتصنيف ديون مصر طويلة الأجل بالعملة الأجنبية للمرة الأولى منذ يناير 2011 . حيث رفعت المؤسسة تصنيفها للاقتصاد المصري من درجة سالبة إلى مستقرة مع الإبقاء على التصنيف الائتماني السيادي للاقتراض طويل الأجل بكل من العملة الأجنبية والمحلية على درجة «B-» وثبات التصنيف للاقتراض قصير الأجل بالعملة الأجنبية عند درجة «B»، بعد تصنيفها المتدني للاقتصاد منذ ثورة 25 يناير.

وأشار التقرير الصادر عن مؤسسة "فيتش" إلى أن انخفاض حجم الدين الخارجي لمصر عند نحو 18.9% من الناتج وامتداد أجله للمدى المتوسط والطويل ومع الشروط الميسرة يعتبر من العوامل الإيجابية أيضاً للاقتصاد المصري. وعلى جانب آخر أشار التقرير إلى أن ارتفاع الدين العام والعجز في الموازنة العامة يعدا من أهم عوامل المخاطر عند تقييم الاقتصاد المصري. (الأهرام، 2014)

وأوضحت المؤسسة أن العوامل الرئيسية التي ستحكم عملية تقييم الاقتصاد المصري صعوداً أو هبوطاً خلال الفترة القادمة يتوقف على مدى تحسن درجة الاستقرار السياسي بما ينعكس إيجابياً على أداء الاقتصاد، والتقدم الذي يمكن أن يحدث في الإصلاحات المالية والهيكلية لخفض عجز الموازنة، بالإضافة إلى تطور أداء ميزان المدفوعات. لذلك يساهم تمسك الحكومة بخارطة الطريقة وإنهاء الاستحقاقات الديمقراطية في الوقت المناسب اسهام في تحسن التصنيف الائتماني للدولة لدى مؤسسات التصنيف المختلفة. وجدير بالذكر ان التزام البنك المركزي المصري والحكومة الحالية بسداد الالتزامات الخارجية للدولة في موعدها المحدد وزيادة تدفقات النقد الأجنبي، يعطى ثقة لمؤسسات التصنيف الدولية في قدرة الدولة على سداد التزاماتها، وهو ما يساهم في رفع التصنيف الائتماني للدولة. لذا فان رفع التصنيف سيحفز تلقائياً عملية اجتذاب تدفقات نقدية رئيسية بشكل واسع.

ويعد رفع النظرة المستقبلية للاقتصاد المصري إلى درجة مستقر، هو الأول الذى قامت به هذه المؤسسة منذ يناير 2011 حيث رفعت وكالة "فيتش" للتصنيف الائتماني تقديرها للنظرة المستقبلية لـ3 بنوك مصرية هي "البنك الأهلي المصري، والبنك الأهلي المصري - بالمملكة المتحدة، والبنك التجاري الدولي" من درجة "سلبى" إلى "مستقر". وأعد فريق الدراسات المصرفية المحلية بقطاع البحوث بالبنك الأهلي المصري تقرير بهذا الخصوص مشيراً بان هذه الخطوة إيجابية للاقتصاد المصري، والذى يعد الجهاز المصرفي أهم قطاعاته، وتنتظره فرص واعدة للنهوض وتحقيق النمو. ولإدراك هذه الخطوة الهامة في تاريخ التصنيف الائتماني لمصر، يجب النظر الي تصنيف مصر الائتماني خلال الثلاث سنوات الماضية منذ اندلاع ثورة 25 يناير وحتى الان .

ففي 2011 ، خفضت مؤسسة موديز درجة تصنيف الديون المصرية 3 مرات من درجة "Ba2" ليصل في آخر 2011 الى "B2"؛ وذلك بسبب المخاوف من تداعيات التدهور الاقتصادي الراهن والاضطرابات السياسية في مصر . وجدير بالذكر بأن الدرجة "B" في تصنيف موديز تعني أن الديون على الدولة تنسم بالارتفاع. وحذرت موديز آنذاك من أن الصورة العامة للاقتصاد المصري سلبية وقد جاء قرار موديز نتيجة لضعف اقتصاد مصر المنعكس في انخفاض احتياطي النقد الأجنبي منذ بداية 2011 . وكانت مؤسسة ستاندارد أند بورز للتصنيف الائتماني ، قد خفضت في 2011 درجة الديون المصرية مرتين من "BB" حتى وصلت الى "B+" في آخر 2011. مستندة في ذلك إلى زيادة مخاطر مرحلة التحول الاقتصادي و السياسي التي شهدتها مصر عقب اندلاع ثورة يناير. اما بالنسبة لمؤسسة فيتش، فقد خفضت درجة الديون المصرية في 2011 3 مرات من "BB+" حتى وصلت الى "BB-" في ديسمبر 2011.

أما في 2012 ، فخفضت وكالة «ستاندرد أند بورز» التصنيف الائتماني طويل الأمد لمصر إلى مستوى (B -) من مستواه السابق عند (B+) . وجاء هذا الخفض نتيجة لتدهور المؤشرات الاقتصادية وتراجع احتياطي النقد الأجنبي وعجز الموازنة . أما بالنسبة لمؤسسة موديز، فاحتفظت بتصنيف السنة الماضية للسندات

الحكومية المصرية وهو B2. ونتيجة الضغط المتزايد على الموارد المالية الحكومية في مصر. خفضت مؤسسة فيتش تصنيفها الائتماني لمصر من "BB-" الى "B+" لتدهور المؤشرات الاقتصادية.

وفي نهاية مارس 2013 ، انخفض صافي الاحتياطات الأجنبية ليصل إلي نحو 13,4 مليار دولار مقارنة بنحو 15,1 مليار دولار في مارس 2012. وقد تسبب ذلك، بجانب الاضرابات السياسية، الى خفض التصنيف الائتماني لمصر من قبل مؤسسات التصنيف الدولية. حيث قامت مؤسسة ستاندارد أند بورز بتخفيض التصنيف الائتماني لمصر إلى "CCC+" بالإضافة الى احتمالية بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة. ونتيجة للتحسن الطفيف في أداء الموازنة، قامت المؤسسة في أواخر 2013 برفع درجة التصنيف الائتماني لمصر إلى "B-" مع احتمالية بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة. كما قامت مؤسسة موديز بتخفيض تصنيف مصر من "B2" الى "CAA1" وأوضحت موديز انه على الرغم من تأكيدات وزارة المالية على التزامها بخفض عجز الموازنة بنسبة 10% من إجمالي الناتج المحلي خلال العام المالي الحالي 2014/2013 ، إلا أن عجز الموازنة سيخطى تلك النسبة . هذا بالإضافة الى قيام مؤسسة فيتش بتخفيض تصنيف مصر من "B+" الى "B" مع نظرة مستقبلية سلبية. **SIS- State information (2014,service)**

وقد جاء بعد ذلك تقرير وكالة فيتش في مطلع 2014، تشير إلى توقعات بتحسن الأداء الاقتصادي في فترة التوقعات التي تمتد عامين. و ذكر التقرير إن المالية العامة تمثل نقطة الضعف الرئيسية للوضع الائتماني السيادي لمصر، بالرغم من أي تحسن نسبي في أداء الموازنة . مما يترتب عليه ضرورة التوقف أمام مخاطر الدين العام ووضع خطة عاجلة للتخفيف من اعبائه ووضع الحلول والبدائل المناسبة لعدم التوسع في الاقتراض المحلي، وكذلك التوقف امام العجز المتفاقم في ميزان المدفوعات ووضع خطة عاجلة لعلاج هذا العجز. وفيما يلي نعرض التصنيفات الائتمانية التي حصلت مصر عليها من قبل وكالات التصنيف قبل و بعد الثورة :

تصنيف مصر الائتماني من 2011-2014

وكالة فيتش للتصنيف الائتماني

غير استثمارية، ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة.	BB+ احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	28/01/2011
غير استثمارية ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة.	BB احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	3/02/2011
غير استثمارية ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة.	BB- احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	30/12/2011
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B+ احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	17/08/2012
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة	B احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	25/06/2013
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة	B- احتمال بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة	31/01/2014

* تصنيف وكالة فيتش للتصنيف + أو - إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير عن مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

* المصدر : <https://www.fitchratings.com>

وكالة ستاندر د اند بور

غير استثمارية ، ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة.	BB احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	1/02/2011
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B+ احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	24/11/2011
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	10/02/2012
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B- احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	24/12/2012
جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، و احتمال حدوث حالة عدم السداد.	CCC+ احتمال بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة	9/05/2013
مخاطرة ، جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية	B- احتمال بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها في الفترة الطويلة	15/11/2013

* تضيف وكالة ستاندر د اند بورز للتصنيف + أو - إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير عن مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

*المصدر : www.standardandpoors.com

وكالة موديز للتصنيف الائتماني

جودة ائتمانية دون المتوسط، ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة	Ba2 احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	31/01/2011
جودة ائتمانية دون المتوسط، ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة	Ba3	16/03/2011
جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B1	27/10/2011
جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B2 احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	12/09/2012
جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.	B3	12/02/2013
ذات جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وهناك احتمال لحدوث حالة عدم السداد	CAA1 احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني في الفترة الطويلة	24/07/2013

* تصنيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa هي 1 أو 2 أو 3، ويشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم 2 على منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف.

* المصدر : <https://www.moody's.com>

ثانياً : أسباب خفض التصنيف الائتماني لمصر

دائماً ما تتعرض الدول في أعقاب الثورات والتغير في المسار السياسي، لخلل في مسار الأداء الكلي لقطاعات الدولة الإنتاجية فيؤثر ذلك بالتالي علي الأداء الاقتصادي للدولة ككل، وهو ما تمر به مصر في المرحلة الحالية. فيما يلي نستعرض بعض العوامل التي أثرت بالسلب علي الأداء الاقتصادي للدولة بعد أن شهدت البلاد ثورتين متتاليتين في 11 فبراير 2011 و في 30 يونيو 2013 (Ahram Online,2013).

Online,2013)

- تراجع الحالة الأمنية في الأشهر الأولى التي أعقبت ثورة يناير 2011، الأمر الذي أدى الي توقف العجلة الإنتاجية في العديد من القطاعات، وسأهم ذلك في زيادة أعداد البطالة، وتراجع الدخل القومي.
- الازدياد الحاد في حالات الاعتصامات والمطالبات الفئوية.
- الخلل الكبير في معالجة الحكومة لسعر صرف الجنيه، والذي أدى إلى خسارة نحو 18% من قيمته أمام العملات الأجنبية، مما أثر بالسلب علي قيمة العجز بالموازنة العامة للدولة، فضلاً عن العجز في تدبير العملات لتسديد واردات مصر السلعية، وسأهم خلق في سوق موازية لسعر الصرف الرسمي.

وقد ساهمت العوامل السابقة بشكل مباشر في تدهور التصنيف الائتماني الخاص بمصر، وما تبعه من ارتفاع أسعار فائدة القروض التي تبرمها مصر سواء من الداخل أو الخارج. علاوة على هروب الاستثمارات، وتراجع معدلات النشاط السياحي، وانخفاض الاحتياطي النقدي بصورة كبيرة وتعويض جزء منه عبر الاقتراض من دول إقليمية فضلاً عن تزايد عجز الموازنة العامة للدولة لضعف ما كانت عليه في موازنة 2010-2011. كما أدت الضغوط الشعبية الي التباطؤ والحذر في اتخاذ إجراءات عاجلة من شأنها ضبط الحالة الاقتصادية، وتدعيم الاحتياطي النقدي الأجنبي، وتركز مفتاح الحل في السعي لإبرام اتفاق قرض صندوق النقد الدولي، الذي يعد شهادة ثقة دولية في قدرة الاقتصاد علي النهوض والتعافي، إلا أن هذا الحل تراجع بشكل كبير،

وحل محله انقاز آخر تمثل في معونات وقروض دول عربية كالسعودية التي ساندت الاقتصاد المصري في أعقاب ثورة 30 يونيو 2013.

بجانبا المخاطر السيادية للدول، هناك أيضا نوعان من المخاطر كثيرا ما يستخدمان بشكل متبادل ويؤثران بشكل ما في التصنيف الائتماني الذي تحصل عليه الدولة، وهي المخاطر السياسية Political Risk ومخاطر الدولة Country Risk . وتشمل المخاطر السياسية تأثير الأحداث السياسية، والمواجهات الداخلية والخارجية للدولة و تأثيرات العوامل الاجتماعية مثل عدم الاستقرار. ويتمثل تأثير المخاطر السياسية على احتمال قيام الدولة المدينة بفرض قيود على الصرف الأجنبي أو قيود على تحركات رؤوس الأموال أو أن تقوم الدولة بفرض ضرائب إضافية على المستثمرين، أو في بعد الأحيان تجميد الأصول المملوكة للمستثمرين أو مصادرتها. أما مخاطر الدولة فهي تعبر عن احتمالية تعرض الشركات العاملة لتأثير المناخ الاستثماري السلبي في الدولة. (OECD,1997)

وكما عرضنا في الأقسام السابقة، وتجدر الإشارة إلى وجود شبه اتفاق على فشل مؤسسات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمات العالمية، استنادا إلى عمليات التصنيف التي تمت بعد الأزمة والتي خفضت التصنيفات الائتمانية للعديد من الدول والمؤسسات الدولية، بل إن بعض عمليات تخفيض التصنيف قد ساهمت في زيادة الأزمة. وقد استندت الوكالات الدولية عند تخفيضها لدرجة الجدارة الائتمانية لمصر إلى عدد من الأسباب :

- تصاعد أحداث العنف واستمرار الانفلات الأمني وعدم الاستقرار السياسي وتعطيل العمل والإنتاج واستمرار المظاهرات الفئوية.
- استمرار تدهور أرقام المتغيرات الاقتصادية الرئيسية وفي مقدمتها الموازنة العامة والتي تجاوز العجز فيها الحد الآمن ليصل إلى ما يزيد عن 10 % من الناتج القومي وكذا ميزان المدفوعات الذي تفاقم العجز به ليصل إلى 9.7 مليار دولار و هو رقم لم تشهده مصر من قبل وكذا استمرار تدهور السياحة والاستثمارات المباشرة وغير المباشرة وخاصة الأجنبية منها وارتفاع حجم البطالة والتضخم وفقد ثلث الاحتياطي من النقد الأجنبي .

ثالثاً : كيف تستعيد مصر تصنيفها الائتماني

رفع التصنيف الائتماني يتطلب معه العمل الجاد والإنتاج وتحسين الأوضاع الأمنية وتحقيق حالة الاستقرار المجتمعي الذي يؤهل بدوره إلى زيادة معدلات النمو الناتج المحلي الإجمالي، وكذا خفض معدلات عجز الموازنة العامة.

و لذلك يجب على الحكومة وضع خطة جديدة تشمل العديد من التغييرات لتحفيز الاستثمار ويكون من ضمنها الإشارة الواضحة إلى تحسن تصنيف مصر الائتماني عالمياً لعودة الاستثمار الأجنبي والعربي المباشر. ومن جانب آخر يجب تحسين صورة مصر لدى مجتمع الأعمال الدولي والمستثمرين والدول بصفة خاصة، نظراً أن المخاطر التي تعرض لها الاقتصاد المصري بدأت تنخفض تدريجياً، بدليل النظرة المستقبلية الايجابية والمستقرة للتصنيف الائتماني ، مما يعطى إشارة للمستثمرين والمجتمع الدولي، لعودة الاستثمار في مصر. أما عن قرض صندوق النقد الدولي ، عند وجود حكومة أخرى بعد الانتخابات الرئاسية و البرلمانية القادمة فمن الممكن عودة المفاوضات مرة أخرى وذلك بعد الانتهاء من بناء مؤسسات الدولة. فإن رفع التصنيف سيسهل ويسمح لمصر التفاوض مع صندوق النقد الدولي، بشرط إعادة بناء مؤسستنا الدستورية في السنوات القادمة. إضافة إلى عمل برنامج للإصلاح الاقتصادي والهيكلية لـ 3 سنين القادمة لتشجيع المستثمرين العرب والأجانب على الاستثمار.

ولا شك أن الاقتصاد المصري قد تأثر عقب اندلاع الثورة ، ولأن الاقتصاد والسياسة وجهان لعملة واحدة فقد تأثر الاقتصاد المصري بالتغيرات السياسية الجذرية التي حدثت في المجتمع المصري. فنجد أن العام الأول للثورة المصرية قد شهد انخفاض في التصنيف الائتماني لمصر خمس مرات وهو ما يعنى عدم قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير. كما شهد انخفاض حاد في ميزان المدفوعات نتيجة انخفاض الصادرات المصرية وزيادة الواردات من الخارج وانخفاض الدخل العام الذى انخفض من 14 مليار دولار سنوياً ليصبح في نهاية عام 2011 حوالى 2.8 مليار دولار. كذلك انخفضت قيمة العملة المصرية في مواجهة الدولار في حدود 12%. هذا بالإضافة إلى تأثر الاقتصاد المصري بزيادة الديون الخارجية من 34 مليار دولار إلى

36 مليار دولار وزيادة الدين الداخلي بما يساوي حدود 100 مليار جنيه مصري. كما خسرت البورصة المصرية 200 مليار جنيه مصري. إلا أن الثورة في حد ذاتها لم تكن وراء ما حدث من أزمات في الاقتصاد المصري و لكن ما شهدته المرحلة الانتقالية من انفلات أمني أثر بالسلب على السياحة وحركة الإنتاج وتوقف أكثر من 4600 مصنع في المدن الصناعية المصرية، وقد ساهمت كل تلك العوامل في تفاقم الأزمة. (Bank Audi, 2013)

ولكن رغم ذلك هناك تفاؤل بأن الاقتصاد المصري قادر على تحقيق النمو والتقدم وهذا التفاؤل مبنى على أساس إمكانيات مصر التي تؤهلها إلى الانطلاق السريع نحو التقدم والتنمية. فإن المستوى الاقتصادي لأى دولة غير ثابت وإنما يسير بين نقاط قوة وضعف ومن ثم سيكون هناك انطلاق للاقتصاد المصري بعد وضوح الرؤية السياسية المستقبلية في مصر.

فإن الاستقرار سينعكس على النمو الاقتصادي ومناخ الاستثمار وبالتالي ينعكس على زيادة التصنيف الائتماني لمصر لمستوى أعلى وبمنظرة مستقبلية أكثر إيجابية. فإنه مع مرور الوقت ستتحول العوامل التي خفضت تصنيف مصر الائتماني سابقاً إلى عوامل لرفع هذا التصنيف، إلا أن هناك ضرورة قصوى الآن لبذل المزيد من الجهود التي تهدف الى حماية تصنيف مصر فينبغي أن نذكر مراراً أنه من بين أهداف الحكومة الجديدة معالجة قضايا اقتصادية متعددة من خلال تحقيق إنجازات كثيرة، وليس لإنقاذ التصنيف أو حمايته ولكن لرفع مستوى الاقتصاد المحلى ككل.

وقد أوقف رفع تصنيف مصر الائتماني في 2013 سلسلة التخفيض المستمر في التصنيف، خاصة عقب الثورة، وهو الأمر الذي سيعزز الثقة ويؤثر علي سلامة السياسات النقدية الرشيدة للبنك المركزي المصري، التي أسهمت في استقرار سوق الصرف، والاستخدام الأمثل للاحتياطي الأجنبي، مما أدى إلي استقراره عند مستوى مطمئن، خاصة مع حزمة المساعدات الخليجية، وهو ما يغطي استيراد السلع الأساسية لما يزيد علي 3 أشهر.

ومن الخطوات اللازم اتخاذها لتحسين وضع مصر الاقتصادي: (State

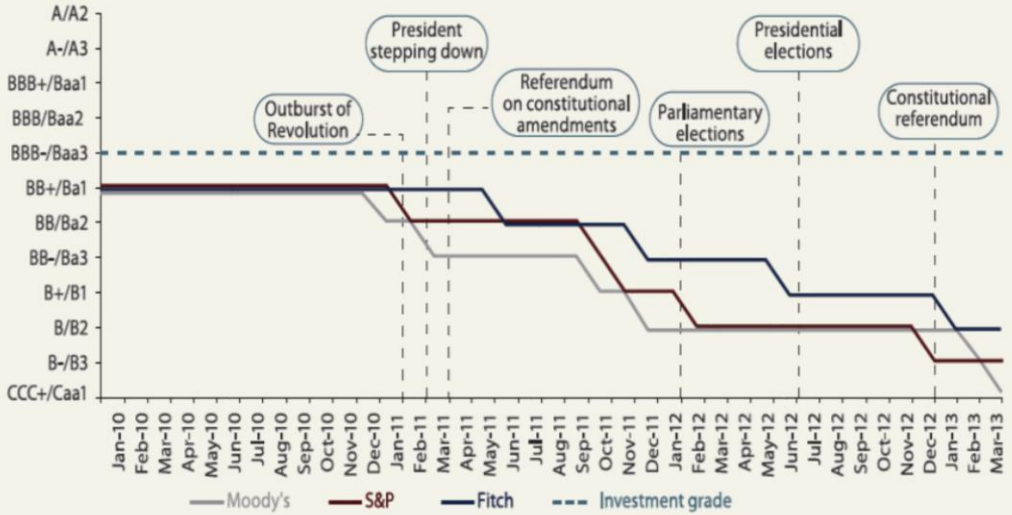
(2014,information service

- علاج الانفلات الأمني والسعي بخطى قوية وثابته نحو التحول السياسي إلى نظام ديموقراطي سليم وبناء دولة المؤسسات وإقامة دولة على احترام حقوق المواطنة بشفافية وتحقيق العدل والعدالة الاجتماعية.
- البحث عن آليات جديدة للعمل ودوران عجلة الإنتاج في جميع قطاعات الاقتصاد القومي .
- التوقف أمام مخاطر الدين العام ووضع خطة عاجلة للتخفيف من أعبائه وكذلك وضع الحلول والبدائل المناسبة لعدم التوسع في الاقتراض
- خلق بيئة جاذبة للاستثمار ومنها على سبيل المثال مراجعة كافة القوانين والتشريعات المتعلقة بالشأن الاقتصادي بغرض خلق بيئة ملائمة تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية.

وعلى الرغم من أهميه هذه التقارير الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني، إلا أن تاريخها يدعونا لإعادة النظر في مدى الأخذ بنتائجها في الاعتبار، فقبل ثوره 25 يناير كانت هذه الوكالات تصدر تقاريرها بشكل إيجابي عن أداء الاقتصاد المصري، بينما كان واقع هذا الاقتصاد يقول إنه يعاني على عده مستويات، مثل تزايد عجز الموازنة، وزيادة الدين العام المحلي، وعدم كفاءه تخفيض الإنفاق العام، وتزايد معدلات الفقر والبطالة، وتراجع مساهمة القطاعات الإنتاجية في الناتج المحلي الإجمالي، وغيرها من المشكلات الهيكلية، مما جعل تقارير هذه الوكالات محل شك، أو أنها تأخذ بمجموعه من المؤشرات غير معبره بشكل دقيق عن أداء اقتصاديات الدول أو الشركات الفعلي.

وعالميا تكرر هذا السيناريو، فقبل وقوع الأزمة المالية العالمية في أغسطس 2008 كانت وكالات التصنيف العالمية تمنح البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية درجة ممتاز +AAA، وثبت بعد وقوع الأزمة أن المؤسسات الأمريكية لم تكن تستحق هذا التصنيف حيث كانت تعاني مراكزها المالية من مشاكل حاده وحالات تعثر أدت في النهاية لانتهيارها. ويتضح في الرسم البياني التالي تطور التصنيف الائتماني في مصر حسب الاحداث الطارئة على المجتمع المصري :

EGYPT'S CREDIT RATING EVOLUTION



Sources: Rating Agencies, Bank Audi's Group Research Department

الخاتمة:

رغم فقدان وكالات التصنيف الائتماني لوضعها المتميز وزيادة التشريعات التي تحكم عملها، فإنها، وبخاصة أكبر ثلاث وكالات، ستستمر في القيام بدور حيوي نظراً لأن البدائل الأخرى لتقييم المخاطر في الأسواق لا تقدم بديل كافي للتصنيفات الائتمانية.

ولم تكن وكالات التصنيف الجهة الوحيدة التي عجزت عن التنبؤ بحدوث الأزمات المالية، بل فشلت أيضاً أطراف رئيسية أخرى في النظام المالي- البنوك والمستثمرون والجهات التشريعية في التنبؤ بها. وذلك بالرغم من أن تركيز هذه الأطراف على تقييم المخاطر الائتمانية كان يتطلب أن يؤدي إلى اتخاذ مستويات أعلى من الحذر. ولهذا فإن الدرس الذي يجب أن نتعلمه للمستقبل هو عدم التخلي عن التصنيفات الائتمانية، بل يجب فقط تحسين أساليبها ومعاييرها بالتزامن اهتمام المستثمرين بالأدوات الأخرى لتقييم المخاطر.

وقد يكون غياب عامل عدم تعارض المصالح، واحد من أهم العوامل التي أدت إلى فشل عمل بعض مؤسسات التصنيف العالمية التي قامت بمنح تصنيفات جيدة لاستثمارات مالية ذات مخاطر عالية وجدارة ائتمانية منخفضة خلال فترة الأزمة، إلا أن هذا لا يعني أن التصنيف الائتماني لا يعتبر أداة ضرورية ولازمة لألية عمل السوق بكفاءة أعلى. والأزمة التي مررنا بها أثبتت مدى الحاجة إلى وجود، شركات تصنيف محلية مستقلة تعمل بحيادية وموضوعية، وقوانين ولوائح ونظم تفرض التصنيف على جميع الشركات المدرجة والصناديق الاستثمارية بهدف تعزيز عنصر الشفافية للمستثمرين ومساعدتهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الخاصة بفرز وتصنيف الشركات وفقاً للملاءة والجدارة الائتمانية والمخاطر.

ولقد دار جدل بعد الأزمة المالية في 2008 حول دور هيئات التصنيف الائتماني في التنظيم المالي وانصب التركيز على تضارب المصالح وكيفية تحديد هذه الهيئات للمراتب الائتمانية، الجوانب التي يتم تقييمها، وما إذا كانت المراتب الائتمانية

قد تسببت في زعزعة استقرار الاسواق المالية و انتاج فقاعات الأصول التي نتجت عنها قبل الأزمة وحدثت أثرا سلبياً بعد الأزمة.

لذا اتجهت أصابع الاتهام إلى وكالات التصنيف الائتماني العالمية، حيث أثيرت العديد من الشكوك بشأن مدى شفافية تلك الوكالات . وقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن وجود عيوب كثيرة بعمليات التصنيف التي تجريها تلك الوكالات، وكذلك الإجراءات المتبعة في هذه التصنيفات . فيستلزم الأمر وجود هيئة رقابية لتقييم وكالات التصنيف الائتماني نفسها بعد أن بات واضحاً أن عملها يفتقر في الكثير من الحالات إلى الشفافية .وتزايدت هذه المطالب مع الاتهامات التي وجهت إلى تلك الوكالات محملة إياها جزءاً من المسؤولية عن الأزمة المالية وتداعياتها، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

أما ما زاد من حدة الأزمة المالية في منطقة اليورو فهو الدور السلبي الذي قامت به الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، وأدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة وزيادة المخاطرة من طرف أغلب الدول في منطقة اليورو، وخصوصاً تلك التي تعاني من الأزمات المالية كالليونان، والبرتغال، وإيرلندا، وإسبانيا، بالإضافة إلى تخفيض تصنيف الديون العمومية من طرف وكالات التصنيف الائتماني، مما زاد من حدة ارتفاع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين وصعوبة الحصول على التمويل اللازم عن طريق الأسواق المالية.

وانفجرت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو بسبب الإفراط في المديونية من طرف الحكومات والهيئات التابعة لها، حتى أصبحت بعض الحكومات غير قادرة على تسديد خدمات الديون، بمعنى إفلاسها وخصوصاً في ظل القرارات التي اتخذتها وكالات التصنيف الائتماني بإعادة تصنيف الديون العمومية للدول الأعضاء في المنطقة .وبما أن تخفيض التصنيف يعني بالنسبة إلى المستثمرين ارتفاع خطر عدم التسديد ، فإن ارتفاع الخطر يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على الاستثمار .وعليه، فإن الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني مارست دوراً حيوياً في التأثير السلبي في الأزمة وتعميقها.

وإزاء هذا الوضع ، ينبغي تعديل القواعد الخاصة بعمل شركات التصنيف مثل زيادة تشديد القواعد التنظيمية. علي سبيل المثال، قد تشترط السلطات علي هيئات التصنيف أن تكون أكثر علنية فيما يخص طريقة عملها. وقد تتغير طريقة حصولها علي العائد لحل مشكلة تضارب المصالح. وفي إمكان الحكومات أن تضع عمليات أكثر فعالية لتقييم هيئات التصنيف ومنهائجياتها ومراقبة الجودة. ومن الممكن أن تضع الأجهزة التنظيمية مستويات مقبولة من الدقة، برغم ما قد يثيره هذا الأمر من تساؤلات حول إمكانية الطعن أو طلب تعويض في حالة عدم الدقة في التقدير. ومن شأن اعتماد بعض هذه المناهج أو كلها أن يحسن الدقة وسرعة الاستجابة، ويقلص تضارب المصالح.

وفي غياب تضارب مصالح هيئات التصنيف الائتماني الخاصة، ستتحسن الشفافية والقدرة علي التنبؤ. وأي إصلاح لهيئات التصنيف الائتماني يجب أن يكون جزءا من عملية إصلاح شامل أوسع نطاقا للتنظيم نظرا لأوجه الإخفاق التنظيمي الكثيرة التي تم تحديدها في أعقاب الأزمة المالية العالمية عام 2008.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- أماني بورسلي (2013)، التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2: www.capstandards.com
- حازم الببلاوي (2009)، سمات الأزمة المالية الحالية وعلاقتها بالأزمات السابقة المثيلة، ورقة عمل مقدمة في ندوة الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، عمان، مركز دراسات الشرق الأوسط <http://www.aabfs>
- خليفة ادهم (2014)، جريدة الاهرام ، " مصرفيون وخبراء:تقرير فيتش سينعكس إيجابيا علي تشجيع الاستثمار "، 5 يناير.
- خليفة ادهم (2013) ، جريدة الاهرام ، "رفع التصنيف الائتماني لمصر لأول مرة منذ 14 عاما"، 16 نوفمبر.
- خليل الشماع (1990)، مقررات لجنة بازل حول كفاية رأس المال (الملاءة المالية) واثرها على المصارف العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت.
- شريفة عبد الرحيم (2013) ، جريدة الأهرام المسائي، "مؤسسات التصنيف الائتماني. بين الوهم والموضوعية"، 19 فبراير.
- عاطف وليم اندراوس (2008) ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى.
- عبد المطلب عبد الحميد (2010) ، " الائتمان المصرفي ومخاطره: منهج متكامل "، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، السلسلة الحديثة للبنوك وصناديق الاستثمار والبورصة.
- محمد احمد عبد النبي(2010) ،"الرقابة المصرفية". http://www.eulc.edu.eg/eulc_v5/Libraries/LibCataloging/ExportMarcRecords.aspx?fn=exportSelectedIDs&frameName=&ScopeID
- مدانى احمد(2013) ، " دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية و متطلبات اصلاحها "، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، الجزائر، العدد 10.
- مجلة المصرفيون (2013) ، إدارة البحوث و التوعية بالمعهد المصرفي ، "ماذا تعرف عن التصنيف الائتماني؟"، العدد الأول.

- مصطفى العمراني (2010) ، الأزمة الاقتصادية العالمية ، المركز الدولي ، عمان.
- نبيل حشاد (2005) : " دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية " ، مركز بحوث دراسات مالية ومصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان.
- نبيل حشاد (2006)، " دليلك الى التصنيف الائتماني الخارجي و التصنيف الائتماني الداخلي " ، اتحاد المصارف العربية ، سلسلة موسوعة بازل.
- نعمان الزياتي (2013) ، جريدة الاهرام الاقتصادي ، " شركات التصنيف الائتماني استغفلت العالم "، 25 فبراير.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

- Bank Audi (2013), Egypt economic report, Group research department, March 26.
- Bank for International Settlements Basel Committee on Banking Supervision (BIS) (2009), "Stocktaking on the Use of Credit ratings," Joint Forum Working Group on Risk Assessment and Capital, Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision (2001), The Internal-Rating Based Approach, Consultative Document, (BIS).
- Bhatia V., (2002), "Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation," IMF Working Paper 02/170.
- Cantor R. and Packer F. (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," *FRBNY (Federal Reserve Bank of New York) Economic Policy Review*, 2(2).
- Christopher A., Roya W., (2013) "The Credit Rating Controversy", Council on foreign relations:
<http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>
- Deya A. (11 May 2013), Ahram Online, " Decline and fall of Egypt's credit ratings ",:
<http://english.ahram.org.eg/NewsContentPrint/3/0/7113>

6/Business/0/Decline-and-fall-of-Egypt's-credit-ratings-A-histor.aspx

- ESME (European Securities Markets Experts Group), 2008, ***“Role of Credit Rating Agencies”***, Report to the European Commission.
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf.
- Fan Diwan A. (2012), Severe impact of a new era in the international credit rating agencies, Financial times : <http://www.4eqt.com/vb/thread309833.html>
- Financial Crisis inquiry commission (2010), “Credit ratings and the financial Crisis “, Washington, preliminary staff report, 2 June.
- Fitch Ratings (2010), “Sovereign Rating Methodology,” Fitch Ratings Master Criteria Report, August 16: www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=547765.
- Fons S., (2002), “Understanding Moody’s Corporate Bond Ratings and Rating Process,” Moody’s Investors Service: <http://v3.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2001400000389218.pdf?frameOfRef=corporatefor>.
- Haque N., Mark N. and Mathieson D. J. (1998). “The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings,” IMF Working Paper, WP/98/46.
- International Monetary Fund (2010), “The uses and abuses of sovereign credit rating”, Global financial stability report: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf>


- Journal of Economic Behavior and Organization (2005), "Avoiding the Rating Bounce: Why Rating Agencies are Slow to React to New Information," Vol. 56, No.3.
- Katz J., Emanuel S., and Constantinos S., (2009), "Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions," World Bank Crisis response Policy Briefs, Note Number 8, Washington.
- Kiff J., Sylwia N., and Liliana S., (2010), "Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings," IMF Working Paper, Washington: International Monetary Fund.
- Larrain G., Helmut R. and Julia V. M., (1997), "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Rating," OECD Development Centre, Working Paper.
- Maher H. (2002), "The Significance of Basel 1 and Basel 2 for the Future of the Banking Industry with Special Emphasis on Credit Information." Presented in the Credit Alliance/ Information Regional Meeting in Amman, April.
- Mora N. (2006). "Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?" Journal of Banking and Finance, 30(7), 2041-2062.
- Peter S. Rose, Jone W. Kolari & Donald R. Fraster, (1993) Financial Institutions & Managing Financial Services, Boston: Irwin, Fourth Edition.
- Reinhart M. (2001). "Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crisis," International Monetary Fund, MPRA Paper 7410, October, University Library of Munich.
- Shreekant I. (2012), "The Credit Rating Agencies Are They Reliable? A Study of Sovereign Ratings", vikalpa, volume 37 No 1, January- March.
- Sovereigns Ratings List:
<http://countryeconomy.com/ratings>


- Standard & Poor's (2004), "Financial Institutions Criteria: Bank Rating Analysis Methodology Profile", Standard & Poor's, NY.
- State information service(2014), "Fitch Ratings upgrade Egypt outlook to stable", :
<http://www.sis.gov.eg/En/Templates/Articles/tmpArticleNews.aspx?ArtID=75118#.U14OWIX8IdU>
- The World Bank Group(2009), Credit Rating Agencies, No Easy Regulatory Solutions, Note Number 08, October:
<http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note8.pdf>
- Understanding Standard & Poor's Rating Definitions (2014)," Standard & Poor's Ratings Direct June 3:
www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Understanding_Rating_Definitions.pdf.
- Wachman R. and Fletcher N. (April 2010). "Standard & Poor's Downgrade Greek Credit Rating to Junk Status," :
<http://www.guardian.co.uk/business/2010/apr/27/greece-credit-rating-downgraded>
- World Economic Forum (2008), "The Financial Development Report", World Economic Forum", Geneva.

ثالثاً: المراجع باللغة الفرنسية

- Brana S. (2012), «A l'origine, une Crise financière suivie d'une récession,» Les Echos, Hors-série no.8 (12/01/2012).
- Chatignox C. (2012), «La Décision de standard et poor's risque de renforcer les divisions au sein de la zone euro,» *Les Echos*, (16 /01/2012)
- Gaillard N. (2008)., «Marchés Financiers et agences de notations,» Cahiers Français, no. 366.

العنوان: ٢٢ شارع د. أنور الهفتي - مبنى طيبة ٢٠٠٠ تليفون: ٢٤٠٥٤٤٧٢ (٢٠٢٠)
فاكس: ٢٤٠٥٤٤٧١ (٢٠٢٠)

<https://www.facebook.com/#!/EgyptianBankingInstitute> 

<http://twitter.com/ebitweets> 

للإستفسار حول معلومات متخصصة في البحوث والتوعية وركتية المعهد المصرفي المتخصصة للعاملين بالبنوك
يرجى إرسال بريد إلكتروني على: research@ebi.gov.eg

www.ebi.gov.eg