

مؤشرات التصنيف الائتماني للأوراق المالية وانعكاساتها على الاستثمار

أ. د. مجدي شهاب

أستاذ المالية العامة والاقتصاد

كلية القانون الكويتية العالمية

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تحديد مضمون التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مع التركيز بشكل أساسي على تناول الانعكاسات التي يمكن أن يحققها التصنيف الائتماني على الاستثمار، وتحاول الدراسة الإجابة عن جملة من التساؤلات الملحة في هذا الشأن، ومن ذلك التساؤل عن معايير ومؤشرات التصنيف الائتماني للأوراق المالية، والوكالات التي تقوم به، وما هي الأوراق المالية الخاضعة لهذا التصنيف.

هذا وتوضح الدراسة المؤشرات التي تقدمها تلك الوكالات، والتي تعبر عن درجة الملاءة أو الجدارة، أي تقدير تجربة بعض الوكالات التجارية المتخصصة لبيان إمكانيات الشركة أو الشخص المالية، ومدى انتمانهما على القرض وقدرتهما على تسديده.

ومن أبرز الوكالات التي تمارس أنشطة التصنيف الائتماني في الوقت الراهن، وعلى الصعيدين المحلي والدولي: وكالة ستاند أند بورن، Standard & Poor's، ووكالة Moody's، ووكالة فيتش Fitch.

وتأتي هذه الدراسة لبيان المهام الإيجابية لمؤشرات التصنيف الائتماني، وما يمكن أن تحققه للاستثمار ولسلامة القرارات التي يمكن أن تتخذ في هذا المجال، كما أن الأمر يمتد لتناول أوجه القصور التي يمكن أن توجه لإدارة وكالات التصنيف الائتماني.

كلمات دالة: التصنيف الائتماني، مؤشر التصنيف الائتماني، وكالات التصنيف الائتماني، الأوراق المالية.

المقدمة:

شهدت الأسواق المالية العديد من الأزمات الاقتصادية والانهيارات المتوالية، حتى أصبحت الأزمات حدثاً منتظماً، وأنه من النادر أن يمر وقت دون وقوع الأزمة، ومن أحدث الأزمات التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية العالمية أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008 وتداعياتها التي توالى في كافة المراكز المالية في شتى الدول.

ورد في تحليل أسباب الأزمة المالية أن الأمر يرجع إلى: الممارسات غير المنضبطة في أسواق الأوراق المالية، وعمليات المضاربة حتى تعاظمت أسعار الأسهم والسندات، التوسع في القروض من دون ضمانات مكافئة، وتوسع البنوك في منح الائتمان العقاري بما يفوق الاحتياطي الإلزامي لكل بنك، مع قيام الشركات العقارية بتوريق الديون Securitization عبر سندات ذات مخاطر عالية ومشكوك في تحصيلها، وتزايد عدد صناديق التحوط Hedge Funds والمتخصصة في شراء الأدوات المالية الجديدة والمتمثلة في المشتقات⁽¹⁾.

كما أضيف في تحليل أزمة عام 2008 المعروفة بأزمة الرهون العقارية، أن من أسبابها الرئيسية قيام وكالات التصنيف الائتماني Credit rating Agencies (CRA) بتصنيف السندات العقارية تصنيفاً مرتفعاً لا يعبر عن حقيقة الواقع، ومنها على سبيل المثال قيام وكالة Moody's بمنح السندات ذات الديون الخطرة والمشكوك في تحصيلها لأعلى تصنيف ائتماني لديها وهو (AAA)، وهو الأمر الذي دفع البنوك والشركات التي رغبت بالاستثمار في تلك السندات إلى الثقة في تلك التصنيفات وتجاهلت حجم المخاطر، وأفرطت في منح القروض العقارية دون ضمانات كافية، مخالفة بذلك القواعد المعروفة في منح القروض، ومنها وجود الضمانات الكافية لاسترداد أصل الديون وفوائده، وكذلك منح الائتمان للأفراد أو المؤسسات ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة⁽²⁾.

(1) يقصد بالمشتقات أنها: أدوات مالية ليس لها قيمة ذاتية، وإنما تشتق قيمتها من قيمة أصول أو أدوات مالية أخرى ترتبط بها.

(2) علي بن بلعزوز وأحمد مداني، التصنيف الائتماني بين سبب للأزمة العالمية والبحث عن مخرج لها، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة العالمية في منظر الاقتصاد الإسلامي، ديسمبر 2010 على موقع (www.lefpedia.com).
انظر أيضاً:

De Filippis V “Les agences de notation, un thermomètre en question”, libération, 11 mars 2018.

ومن هذا المحدد الأخير لأسباب الأزمة العالمية في 2008 اخترت موضوع الدراسة، وهو التصنيف الائتماني بمنظور متعمق لهذه الوظيفة التي تتولاها شركات عالمية، وأسس تلك التصنيفات وسيناريوهات عملية وكالات التصنيف الائتماني للجهات المصنفة للشركات التجارية، وعلى الأخص في نطاق الأوراق المالية، حيث انحسرت الدراسة على مؤشرات التصنيف الائتماني لتلك الأدوات وانعكاساتها على الاستثمار.

أهمية الدراسة:

التعريف بمفهوم التصنيف الائتماني، وبيان آليات عمل وكالات التصنيف الائتماني واستعراض نتائجها، وأهمية الحصول على شهادات الجدارة الائتمانية الدولية الجيدة، وأثر تلك الشهادات على جذب التمويل والاستثمارات الأجنبية.

ومن أبرز الوكالات والشركات التي تمارس أنشطة التصنيف الائتماني في الوقت الراهن على الصعيدين المحلي والدولي: وكالة ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's) ووكالة موديز (Moody's)، ووكالة (Fitch) وجميعها شركات أمريكية انتشرت فروعها في كافة الدول، وفي المراكز المالية تحديداً.

هذا وتعتبر وكالة ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's) الأمريكية، الشركة الأكبر في حجم تقديم خدمات التصنيف الائتماني، وهي الشركة الرائدة عالمياً في مجال تقديم الاستشارات المالية والتصنيفات الائتمانية التي تستحوذ عقودها على قرابة 75% من حجم تلك الاستشارات المالية والخدمات⁽³⁾.

وبوصفها وكالة للتصنيف الائتماني فهي تصدر تصنيفها لقياس مدى قدرة شركة أو مؤسسة ما مقترضة على الوفاء بالتزاماتها المالية لدى الجهة المقرضة، أي أن هذا التصنيف هو شهادة بشأن الوضع المالي للجهة المعينة. هذا وقد انعكس على نشاط تلك الوكالات ما طرحته اتفاقية بازل الثالثة، في معايير جديدة لرأس المال والديونية والسيولة لتقوية قدرة القطاع المصرفي في التعامل مع الضغوط الاقتصادية والمالية وتحسين إدارة المخاطر وزيادة الشفافية، لتحقيق الاستقرار المالي⁽⁴⁾.

لقد قدمت تلك الاتفاقية بشكل أساسي المعايير العالمية الخاصة برأس المال، ومن أهم الإجراءات التي وردت بها؛ تعزيز نسبة الموارد الثابتة للبنوك (أو احتياطياتها)، والتي تعتبر من أهم المعايير المعتمدة لقياس المتانة المالية للمؤسسات المصرفية.

(3) De Filippis V., Ibid.

(4) مازالت اتفاقية (بازل III) هي المطبقة، بالرغم من أن اللجنة المختصة قدمت مقترحات جديدة لبازل IV ولكنها لم تدخل حيز التنفيذ، لمزيد من المعلومات، انظر: الطريق إلى بازل 4، في منتدى المصارف العربية 2019، للاطلاع على الرابط التالي: www.almasryalyoum.com تاريخ الدخول: 2020/03/03.

إشكالية الدراسة:

تتمثل في تقييم أسس تقارير التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف للأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتحديد الانعكاسات التي قد تتحقق جراء هذه التقارير على القطاع المالي والاستثماري، سواء أكانت آثاراً إيجابية تحققت جراء هذا النشاط، أم أخرى سلبية⁽⁵⁾.

إنّ النشاط المتقدم يستلزم ضرورة التعرض لجوهر فكرة التصنيف الائتماني، ودور وكالات التصنيف الدولية، وبيان مكونات التصنيف ومحدداته ودلالات التقييم والجدارة الائتمانية. كما يقتضي هذا التقييم أيضاً، تتبع الدور المحوري الذي تقوم به تلك الوكالات في الأسواق المالية العالمية الحديثة، من حيث دعم عنصر الشفافية في تلك الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات المناسبة.

إنّ إلقاء الضوء على ضرورة كفاءة المعلومات والبيانات التي تمنحها تلك الوكالات، يسهم في توضيح مدى إسهام هذا الأمر في حل مشكلة القصور في ثقة تلك المعلومات والبيانات المتداولة بين المقرضين والمقترضين من جانب، والمستثمرين من جانب آخر، وكذلك في الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر.

هذا ولا يمكن إغفال تناول الدور الذي تقوم به عملية التصنيف الائتماني في تقرير الثقة المالية للبنوك والمؤسسات المالية، وعدم تعرضها لأخطار عالية تمس قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات تجاه الدائنين. ويتحقق هنا الأمر من خلال أهم مؤشر تقدمه تلك الوكالات، وهو الجدارة الائتمانية بما تمثله من تقييم المخاطر المتعلقة بإصدار الدين من قبل الشركات المسجلة في الأسواق المالية، وقدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة.

هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى التعرض لجوهر فكرة التصنيف الائتماني، وبيان آليات عمل وكالات التصنيف الائتماني الدولية، وأهمية تحديد الجدارة الائتمانية الدولية للأوراق المالية - موضوع الدراسة - على قرارات المستثمرين، ويأتي ذلك في إطار الحرص على إبراز انعكاسات المؤشرات التي تقدمها تلك الوكالات، دون إغفال بيان أوجه القصور في مهام تلك الوكالات، الأمر الذي قد يؤثر سلباً على الاستثمار.

(5) تقتصر الدراسة على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية للنشاط الاقتصادي الخاص، لا يدخل في نطاقها التصنيف الائتماني للدولة أو للديون السيادية.

منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي بما يتناسب مع موضوع البحث؛ حيث تم تناول التصنيف الائتماني بالوصف من حيث ماهيته، والمعايير التي يستند إليها، وشمل الطرح أيضاً أهم وكالات التصنيف الدولية، مع الإشارة إلى الأوراق المالية التي قد يشملها التصنيف الائتماني، كما اعتمد على المنهج التحليلي النقدي في استخلاص المهام الإيجابية وأوجه القصور لمؤشرات التصنيف الائتماني، وتقييم الجدارة الائتمانية والتميز وانعكاساتها على الاستثمار.

خطة الدراسة:

في ضوء ما سبق، فإنه سيتم تقسيم الدراسة على النحو التالي:

المبحث الأول: التعريف بالتصنيف الائتماني للأوراق المالية

المبحث الثاني: دور وكالات التصنيف الائتماني في توجيه الاستثمار

المبحث الأول

التعريف بالتصنيف الائتماني للأوراق المالية

أظهرت الأزمة المالية العالمية في 2008، الدور المهم الذي تقدمه وكالات التصنيف الائتماني، وأصبحت تلك الوكالات تشغل مكانة مهمة في الاقتصاد العالمي، بما تقدمه من تقييم للأوراق المالية والأسهم التي تتداول بالبورصات العالمية إلى جانب تداول توريق الديون والسندات.

نتناول في هذا المبحث تباعاً: التعريف بالتصنيف الائتماني للأوراق المالية، الأوراق المالية الخاضعة للتصنيف الائتماني، وكالات التصنيف الائتماني.

المطلب الأول

مفهوم التصنيف الائتماني وأهميته ومعايير

يعد تعريف التصنيف الائتماني على قدر كبير من الأهمية في بيان دوره وآثاره على الجهات ذات الصلة، وهو ما سنتطرق له في الفرع الأول، كما تعد معرفة معايير وآليات تطبيقها جوانب مهمة في دراسته، وهو ما سنتناوله في الفرع الثاني، وذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول

ماهية التصنيف الائتماني وأهميته

التصنيف الائتماني أو Credit Rating هو قياس لدرجة الملاءة أو الجدارة الائتمانية Credit Worthiness، وقد تعددت التعريفات لهذا المضمون، ولكنها جميعها متقاربة، فجاء أنها: «تقدير تجربة بعض الوكالات التجارية المتخصصة لتقدير صلاحية شخص أو شركة أو دولة للحصول على القروض، وهي في ذلك تقوم بدراسة الإمكانيات المالية للمقترض ومدى ائتمانه وقدرته على السداد». كما عُرّف التصنيف الائتماني بأنه: «قياس يهدف إلى توفير المعلومات وتقييم مدى ملاءمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية». وعُرّف أيضاً التصنيف الائتماني بأنه: «عملية تسمح بتقدير مخاطر الدفع وعدم الدفع في الأسواق المالية، أو أن التصنيف الائتماني هو رأي وكالة تصنيف في تقدير الملاءة المالية ورغبة مصدر الورقة المالية في الوفاء بالديون في مقابل التزاماته المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي

الوقت المحدد»، وأيضاً جاء من ضمن التعريفات بأن التصنيف الائتماني هو: «مقياس لقدرة الشخص على دفع ديونه»⁽⁶⁾.

وجاء أيضاً في تعريف التصنيف الائتماني وفقاً لهيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF لسنة 2007 بأنه: «رأي لوكالة التصنيف الائتماني CRA لدى القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية مستقبلاً». فضلاً عن أن بنك فرنسا وهو من ضمن الجهات الفرنسية التي تتولى عمليات التصنيف الائتماني قد عرفه بأنه: «تقدير لقدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته وتعهداته المالية في غضون ثلاث سنوات»⁽⁷⁾. ومن ثم فإننا نرى أن التصنيف الائتماني هو: «شهادة تصدر من وكالة تصنيف ائتماني متخصصة تتضمن رأيها في مدى قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية والسندات على الوفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية، وأنها تقييم جدي لدى متانة الأوضاع المالية لمصدري الأوراق المالية».

ومما سبق فإنّ التصنيف الائتماني يتسم بالخصائص التالية:

صدوره من جهة متخصصة: وهي وكالة التصنيف الائتماني CRA، ومن ضمن تلك الوكالات وكالة (موديز Moody's) ووكالة (ستاندرد آند بورز Standard & Poor's) ووكالة (فيتش Fitch)، وقد يكون التصنيف من أحد البنوك المركزية الحكومية مثل بنك فرنسا، وهذه الهيئات تعمل بترخيص وفقاً لشروط الهيئات الرقابية على الأسواق المالية. إنّ التصنيف يعد شهادة: من إحدى وكالات التصنيف الائتماني لدى متانة وقوة المركز المالي للجهة المصدرة للأوراق المالية سواء أكانت دولة، أم شركة، أم هيئة.

إنّ التصنيف يتعلق بالأوراق المالية: والتي تمثل مديونية على مصدرها مثل السندات الدولية، وسندات الخزنة، وسندات التوريد وصكوك التمويل والصكوك الإسلامية. هذا وقد أصبحت عمليات التصنيف الائتماني ذات أهمية كبرى، ليس فقط في الأسواق المالية، بل امتد تأثيرها في الاقتصاد العالمي، وهو الذي تأكد في الأزمة المالية العالمية في عام 2008⁽⁸⁾.

(6) أحمد طلفاح، فهم تصنيف الجدارة الائتمانية، المعهد العربي للتخطيط، دولة الكويت، أبريل 2005، للاطلاع على الموقع التالي: www.kibs.edu.kw

Charles Bergier: le contrôle international de notation financières, thèse de doctorat, Droit université Côte-d'Azur, France 2018, p. 14 et s.

(7) Charles Bergier, 2018, Ibid. p. 16 “ L’Autorité des marchés Financiers AMF a été instaurée par la Loi n° 2003-706 du 1 août 2003, elle régle les acteurs et produits de la place financière Française, elle règlements, autorise, surveille..... elle veille également a la bonne information des investisseurs”. Source : site internet de L’AMF

(8) Charles Bergier, Ibid. P. 18.

وتستند أهمية التصنيف الائتماني على ما يلي :

- قبول هيئات الرقابة على الأسواق المالية لشهادات وكالات التصنيف الائتماني بالنسبة للأوراق المالية.
- انعكاس التصنيف الائتماني على الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال، محدثاً ارتفاعاً أو انخفاضاً.
- تعتمد المؤسسات المالية التي تعمل في مجال الإقراض والاتجار بالديون، مثل صناديق الاستثمار أو البنوك على تلك التقييمات؛ للوقوف على حجم المخاطر الائتمانية التي تواجهها، الوقوف على سلامة أحوالها المالية، كما يعد التصنيف الائتماني المرتفع وسيلة مهمة من وسائل الدعاية، ويعزز الثقة بها، وعدم تعرضها لأخطار عالمية تمس وضعها في السوق وقدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات تجاه الدائنين.
- تسهم المعلومات التي توفرها تلك الوكالات في تيسير قرارات المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يعتمدون على ما توفره تلك الوكالات من تصنيفات ومعلومات حول الأوراق المالية لاتخاذ قرار الاستثمار فيها من عدمه، ومنها قياس مستوى المخاطر المالية، وقدرة المدين على الوفاء بالتزاماته المالية⁽⁹⁾.

الفرع الثاني

معايير التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع متعددة من درجات التصنيف، فقد ازدادت أنواعها بشكل كبير لتتماشى مع تطور السوق المالية العالمية، ولتلبى الطلب المتزايد عليها من قبل مختلف الأطراف المعنية في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية، وتحديد احتمالات التأخر عن السداد، والخسارة الناجمة عنه، ويمكن حصر أنواع التصنيفات الائتمانية من خلال تقسيمها إلى عدة معايير؛ منها الفترة الزمنية- الأداة المصنفة- طلب التصنيف الائتماني⁽¹⁰⁾.

(9) د. طاهر شوقي مؤمن، التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مجلة المعيار، العدد 3، جامعة الإمام مالك، دبي، الإمارات، يناير 2014.

(10) Charles Bergier, Ibid. p. 14 suite.

أولاً- التصنيف حسب معيار المدة الزمنية:

يقسم التصنيف الائتماني إلى طويل الأجل، وقصير الأجل.

1. التصنيف الائتماني طويل الأجل Long Term Credit Rating:

يعبر التصنيف الائتماني طويل الأجل عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان المحتملة خلال فترة الاستحقاق، أي خلال سنة واحدة أو أكثر، وهذا المعيار يحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى، تعد رموز هذا التصنيف هي الأشهر في عالم التصنيف الائتماني، وهي التي تحمل تقييم (AA) حتى (D)⁽¹¹⁾.

2. التصنيف الائتماني قصير الأجل Short Term Credit Rating:

وهو يعبر عن التصنيف الائتماني للفترة القصيرة، وعن رأي وكالة التصنيف في المخاطر المحتملة خلال فترة الاستحقاق، أي خلال فترة لا تزيد عن 13 شهراً، ويحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية القصيرة المدى، وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني رموزاً للدلالة على درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة مختلفة عن الرموز المستخدمة للدلالة على درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة مثل (P-2) أو (P-1).

ثانياً- التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة:

وهذا المعيار معني بالأساس بالتصنيف الائتماني للديون السيادية، والتصنيف الائتماني للمصارف، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين، ودرجات التصنيف الائتماني الوطنية، وتصنيفات الاسترداد، وتصنيفات السندات، وتصنيف الدعم للمصارف، والتصنيف الائتماني لسقف البلد، وتصنيف الأدوات المالية المركبة، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين الوطنية.

ثالثاً- التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة المصنفة:

ينقسم التصنيف الائتماني إلى ثلاثة أنواع: الأول، التصنيف الائتماني الداخلي. والثاني، التصنيف الائتماني الخارجي. والثالث، تصنيف الهيئات الرسمية.

1. التصنيف الائتماني الداخلي Internal Credit Rating:

تقوم به العديد من المؤسسات المالية وخصوصاً المصارف لتقييم مخاطر عملائها من خلال الاعتماد على المعلومات المتاحة والمتوفرة، وقد شجعت لجنة (بازل للإشراف

(11) Ibid. "AAA" "qualifiant la meilleure note possible attribuée par la plupart des agences de notation financières. p.15 "D", qualifiant la plus base note possible, par la plupart des agences financières.

المصرفي) المصارف على القيام بالتصنيف الائتماني الداخلي؛ لأنها تملك المعلومات الداخلية والتي يتعذر على وكالات التصنيف الائتماني الوصول إليها.

2. التصنيف الائتماني الخارجي External Credit Rating:

تقوم به وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف الائتماني، وهي التي تعبر عن رأي وكالة التصنيف في تقييم المقدرة المالية على الوفاء بالديون، ومقابلة الالتزامات المالية والحالية والمستقبلية في الوقت المحدد.

رابعاً- تصنيف الهيئات الرسمية:

تقوم بعض الهيئات الرسمية بنشر توقعاتها حول احتمال تعثر الشركات في بلد معين خلال السنتين أو السنوات الثلاث التالية، ومن أمثلة ذلك: مصرف فرنسا والذي يقوم منذ عام 1995 بحساب مؤشر التعثر BDFI score ونشره لعدد من الشركات الصناعية الفرنسية، الذي يعكس احتمال توقفها عن السداد خلال السنوات الثلاث التالية، وتتكرر هذه النشرة بصورة دورية⁽¹²⁾.

خامساً- التصنيف الائتماني حسب معيار الطلب:

يقسم إلى التصنيف الائتماني المطلوب، والتصنيف الائتماني غير المطلوب على نحو ما يلي:

1. التصنيف الائتماني المطلوب Solicited Rating:

وهو بناء على طلب الجهات المختلفة والتي لها أن تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطاءها درجات التصنيف الائتماني لها أو لإصداراتها المالية، وبالتالي تقوم بتوفير المعلومات اللازمة والضرورية لوكالة التصنيف الائتماني، وذلك من أجل إظهار ملاءتها المالية الجيدة، والذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة فرص نجاح إصداراتها المالية وتسويقها بالشكل الأفضل، والوصول إلى مصادر تمويل ذات كلفة أقل.

2. التصنيف الائتماني غير المطلوب Unsolicited Rating:

تقوم به وكالات التصنيف الائتماني من تلقاء ذاتها دون طلب أو رغبة بذلك من الجهة المصنفة، سواء أكانت شركة أم إصداراً مالياً، وهذا التصنيف يخدم المستثمرين والراغبين في الاشتراك في أسواق تداول الأوراق المالية، وهو ييسر على المستثمرين توجيه أموالهم للاستثمار في الأوراق المالية الجيدة، كما أنه يوفر لهم تكاليف عملية التصنيف، وهو حق

(12) De Filippis V, Ibid.

مكفول لوكالة التصنيف الائتماني في الدستور الأمريكي تحت بند حرية التعبير⁽¹³⁾.
وتقوم وكالات التصنيف الائتماني في هذه الحالة بإعلام المستثمرين والجهات المعنية الائتمانية الشركة أو الأوراق المالية المصنفة، وتعتمد وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب على المعلومات المتاحة في السوق، مما يؤدي إلى إجبار المصدر على التعاقد معها ودفع تكاليف التصنيف في حالة حصوله على درجات تصنيف ائتماني غير مناسبة بالنسبة له، وبالتالي يقوم بتوفير المزيد من المعلومات لوكالة التصنيف الائتماني، وعادة ما تكون درجات التصنيف الائتماني المطلوبة أعلى من درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب؛ لأن الأخيرة مُستندة فقط على المعلومات المتاحة⁽¹⁴⁾.

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

1. درجة الاستثمار Investment Grade:

وهي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Baa, Aaa, AA, A)، وذلك بالنسبة لوكالة موديز للتصنيف، والرموز (BBB, AAA, AA, A) بالنسبة لوكالتي ستاندرد أند بورز وفيتش للتصنيف.

2. درجة المضاربة Speculative Grade:

وهي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Ba, B, Caa, Ca, C)، والنسبة لوكالة موديز، والرموز (BB, B, CCC, CC, C)، والنسبة لوكالتي ستاندرد أند بورز وفيتش⁽¹⁵⁾. كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية داخل كل تصنيف، حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من (Aa إلى Caa) هي: (1 أو 2 أو 3)، ويشير

(13) Ibid.

(14) Bhatia, Ashok Vir, 2002 Bahtia V(2002) Sovereign Credit methodology: An Evaluation, IMF Working Paper02/170.

(15) مجلة المصرفيون، إدارة البحوث والتوعية بالمعهد المصرفي المصري، دراسة بعنوان ماذا تعرف عن التصنيف الائتماني. العدد 1، القاهرة، مايو 2013.

الرقم 1 إلى الدرجة العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم 2 إلى منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى الدرجة الدنيا ضمن درجات التصنيف، في حين تصنيف وكالة ستاندرد أند بورز ووكالة فيتش علامة سالبة (-) أو موجب (+) إلى درجات التصنيف الائتماني من درجة (AA) إلى درجة (B) للتعبير عن الجودة الائتمانية ضمنه⁽¹⁶⁾.

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، وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بتعيين حالة مشاهدة التصنيف واتجاه التصنيف للإصدارات المالية المصنفة كما يلي:

▪ حالة مشاهدة التصنيف Rating Watch:

تشير حالة مشاهدة التصنيف إلى قيام وكالة التصنيف بمراقبة درجة التصنيف الائتماني الحالية، وبالتالي هناك احتمال كبير لتغييرها في الفترة القصيرة، وهناك ثلاثة اتجاهات لحالة مشاهدة التصنيف هي:

- إيجابي Positive: وتشير إلى احتمال رفع درجة التصنيف الائتماني.
- سلبي Negative: وتشير إلى احتمال تخفيض درجة التصنيف الائتماني.
- تطور Evolving: وتشير إلى إمكانية رفع درجة التصنيف الائتماني أو تخفيضها، وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن لوكالة التصنيف الائتماني 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 التغييرات المرتبطة بالإصدارات المالية المصنفة أو تتبعها، وهي فترة جمع معلومات واستخدامها لإجراء تحليل التصنيف المالي، ويخرج الإصدار من حالة مشاهدة التصنيف عندما يتم نشر التصنيف، وذلك إما برفع درجة التصنيف أو تخفيضها أو تثبيتها⁽¹⁷⁾.

▪ حالة اتجاه التصنيف Rating Outlook:

تشير حالة اتجاه التصنيف إلى احتمال قيام وكالة التصنيف بتغيير درجة التصنيف الائتماني خلال الفترة الطويلة التي تمتد من سنة إلى سنتين، وهناك أربع حالات لاتجاه

(16) Standard & Poor's 2004.

(17) Fitch Rating, 2010.

التصنيف هي:

– **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 بين الحالتين أكان إيجابياً أم سلبياً، أي فيما بين درجة رفع التصنيف الائتماني أو تخفيضه في الفترة الطويلة.

وتوضح الورقة المالية اتجاه التصنيف (Rating Outlook) إذا كان هناك تغييرات في الظروف الحالية المحيطة بها، ولكنها غير واضحة بدرجة كبيرة.

سادساً- إجراءات التصنيف الائتماني:

توجد عدة إجراءات للتصنيف الائتماني تقوم بها وكالات التصنيف التي تتعلق بإصدار درجات التصنيف الائتماني وهي:

1. تثبيت التصنيف Confirmed:

وهي تعني أنّ درجة التصنيف الائتماني قد خرجت من لائحة مشاهدة التصنيف بعد أن تمت مراجعته، ولم يتم إجراء أي تغيير ضروري له.

2. تأكيد التصنيف Affirmed:

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

سابعاً- معايير تستخدم مع التغيير في اتجاه التصنيف:

هناك معايير تستخدم مع التغيير في اتجاه التصنيف وهي:

1. خفض درجة التصنيف الائتماني Downgrade:

وهي تشير إلى قيام وكالة التصنيف الائتماني بتخفيض درجة التصنيف الائتماني.

2. انتهاء عملية الدفع Paid In Full:
إذا سُددت قيمة الورقة المالية فإنها لا تعد مصنفة من قبل وكالة التصنيف الائتماني، سواء وصلت لتاريخ الاستحقاق، أو سُددت قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق.
3. تفعيل مشاهدة التصنيف Rating Watch On:
وتعني أن الإصدار قد وضع في حالة مشاهدة التصنيف، ويجري تصنيفه من قبل وكالة التصنيف الائتماني.
4. تحديث حالة اتجاه التصنيف Revision Outlook:
ترمز إلى أن حالة اتجاه التصنيف قد تغيرت.
5. رفع حالة التصنيف الائتماني Upgrade:
تشير إلى قيام وكالة التصنيف الائتماني برفع درجة التصنيف الائتماني.
6. التوقف عن التصنيف Withdrawn:
تعبّر عن حالة التوقف عن التصنيف الائتماني، وبالتالي لم يعد الإصدار مصنفاً من قبل وكالة التصنيف الائتماني ويرمز له بـ WR.
7. نُشر التصنيف Published:
تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد تم نشرها على الموقع الإلكتروني لوكالة التصنيف.
8. لا يوجد تصنيف ائتماني NR:
يرمز إلى أن وكالة التصنيف الائتماني لا تقوم بتصنيف الإصدار المالي⁽¹⁸⁾.

المطلب الثاني

وكالات التصنيف الائتماني

تتمتع وكالات التصنيف الائتماني بأهمية كبرى نظراً للدور الذي تقوم به لتوجيه المستثمرين حول مدى قوة الأوراق المالية المصدرة، وأصبحت شهاداتها محل تقدير الشركات والدول المصدرة للأوراق المالية، إنَّ كثيراً من البورصات العالمية تشترط

(18) مجلة مصرفيون، مرجع سابق.

لقبول الأوراق المالية التي تشتمل مديونية على عدة شروط، منها شهادة وكالة التصنيف الائتماني من إحدى الوكالات المعتمدة بتلك البورصات⁽¹⁹⁾.

هذا ويقصد بوكالات التصنيف الائتماني (CRA) Credit Rating Agencies، الشركات التي تقوم بإبداء ملاحظاتها على الشركات والبنوك أو المستثمرين المصدرين لصكوك الدين، كما عرفها البعض بأنها وكالات دورها تقدير مخاطر عجز المقرضين للديون المالية، والمقرضين قد يكونون مشروعات عامة أو خاصة أو الدولة أو هيئاتها العامة، وأيضاً بأنها الوكالات التي تتحمل طلب المشروعات الخاصة أو الدولة أو الهيئات العامة الراغبة في إبداء ملاحظاتها لدى خطر القدرة على السداد للمقرضين والالتزام بمواعيد السداد⁽²⁰⁾.

ومن سمات وكالات التصنيف الائتماني أنها جهات متخصصة في تصنيف الأوراق المالية، وقد تتخذ شكل الشركة أو البنك، وفي الكويت نجد أن قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 أورد أنه: «يعد نشاط وكالة تصنيف ائتماني من الأنشطة التي لا يجوز مزاولتها إلا بعد الحصول على ترخيص الهيئة»⁽²¹⁾، ورد تعريف آخر أن: «وكالات التصنيف الائتماني هي جهات متخصصة (شركة أو بنك) مرخص لها بإصدار شهادات تبدي فيها رأيها عن متانة المركز المالي للجهات المصدرة للأوراق المالية التي تمثل مديونية وإعطاء درجات لأوراقها المالية وفقاً للدرجات المعتمدة لديها وتقدير مدى إمكانية القدرة على سداد الديون والوفاء بالتعهدات المالية الحالية والمستقبلية».

ثم أصبحت تلك الوكالات وسيلة الشركات إلى مختلف الأسواق، وهو الأمر الذي أعطاها قوة فائقة جعلت العديد من المؤسسات الدولية تعطيها مصداقية، لدرجة أن التشريعات الدولية أعطت تلك الوكالات غطاء لاستخدامها في قياس بعض المخاطر للمؤسسات والشركات المالية، وبعد ذلك انتشر تصنيف الحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع، وبحلول عام 1929 كانت وكالة موديز لخدمة المستثمرين Investors Moody's Service والتي أسسها جون مودي تقوم بتصنيف 50 حكومة تصدر سندات إقراض

(19) بدأ ظهور مؤسسات التصنيف الائتماني في عام 1909 عندما أصدر John Moody أول تحليل مالي، صنف فيه سندات بعض الشركات وفقاً لدرجات أجدية، وقد سهل هذا التحليل للمستثمرين كثيراً في معرفة درجة ملاءة كل شركة من تلك الشركات وقدرتها على الوفاء بما عليها من ديون، انظر:

Commission européenne, Communication de la commission sur les agences de notation (2016/c) mars, 2016 p. 2.1.

(20) Commission européenne, Ibid. "agences de rating" est une autre appellation pour les agences de notation.

(21) المادة رقم (63) من قانون هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم 7 لسنة 2010، وهذا ونجد أن قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 في مصر، أورد أنه: «يعد نشاط وتقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية من أنشطة الشركات العاملة في مجال تقييم وتصنيف الأوراق المالية».

دولية، في حين بدأ تصنيف الأفراد ائتمانياً في الخمسينيات من القرن الماضي.

وخلال فترة الكساد، وبعد انتهاء الحرب العالمية الثانية، توقف سوق السندات العالمية حتى فترة السبعينيات، ثم عاد منذ بداية الثمانينات حيث كان هناك 15 دولة فقط في العالم تقوم بالافتراض من سوق رأس المال الأمريكية، وحصلت على تصنيف من وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service مثل المملكة المتحدة وفرنسا واليابان وألمانيا وغيرها من الدول ذات الجدارة الائتمانية العالمية، وخلال فترة التسعينيات من القرن الماضي وإلى الآن ازداد نشاط التصنيف الائتماني، وتعددت أنواعه وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم بعملية التصنيف الائتماني وإصدار درجات الجدارة الائتمانية⁽²²⁾.

كما أن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بإصدار شهادات بمدى جودة الأوراق المالية وجودة مُصدرها، وأن تلك التقييمات التي تضعها الوكالات تكون وفق معايير محددة للوصول إلى الدرجة الائتمانية، وأصبحت وكالات التصنيف الائتماني أحد العوامل الهامة في الأسواق المالية، وهي جزء من السوق العالمي وقد أسهمت في بنائه، كما أن لها نصيب في أزماته، وقد تلعب دوراً مؤثراً في توجيه المستثمرين إلى الأوراق المالية والشركات بناءً على درجاتها.

وهناك وكالات كثيرة متخصصة في التصنيف الائتماني بعضها محلي والبعض الآخر دولي، ولكن أهم هذه الوكالات وأكبرها هي وكالة ستاندرد آند بورز ووكالة موديز ووكالة فيتش حيث تستحوذ تلك الوكالات الثلاث على حوالي 95% من حجم سوق التصنيف الائتماني حول العالم، وتتناول تلك الوكالات على النحو التالي⁽²³⁾:

الفرع الأول

وكالة ستاندرد آند بورز Standard & Poor's

هي وكالة للمعلومات المالية يعود تاريخ نشأتها إلى عام 1860 بهدف مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال التصنيف الائتماني، ومن خلال تحليل المؤشرات وأبحاث الاستثمار وتقدير المخاطر. وهي مسجلة لدى هيئة الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية SEC منذ عام 1975، ومسجلة في الاتحاد الأوروبي AEMF في أكتوبر

(22) د. نبيل حشاد، دليلك إلى التصنيف الائتماني الداخلي والتصنيف الائتماني الخارجي، اتحاد المصارف العربية، سلسلة موسوعة بازل، 2016، المعهد المصرفي www.ebi.gov.eg، البنك المركزي المصري، ص 45.

(23) De Filippis V, Ibid.

2011، ومسجلة في الكويت والعديد من الدول العربية⁽²⁴⁾.

وتعتمد وكالة ستاندرد آند بورز في تصنيفاتها على درجات ورموز تحدد مدى جودة الأوراق المالية، ومدى إمكانية الجهات المصدرة لها على الوفاء بمستحققاتها وأداء التزاماتها المالية المترتبة عليها، وتختلف هذه الدرجات والرموز بحسب مرتبة التصنيف، ولكل رمز أو درجة دلالة معينة، وتقوم الوكالة بتقسيم الأوراق المالية المدينة إلى نوعين هما: أوراق طويلة الأجل، وأوراق قصيرة الأجل، وسنتناول النوعين حسب ما يلي:

أولاً- درجات تصنيف الأوراق المالية طويلة الأجل:

تعتمد الوكالة في هذا التصنيف على درجات تعبر فيها عن تقديرها للمقدرة المالية للمصدرين للأوراق المالية التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وتحدد مخاطر عدم الدفع خلال تلك الفترة، وعادة ما يصدر التقرير سنوياً ما لم تحدث ظروف تبرر إصداره بغير هذا التوقيت، وتقوم الوكالة بتقسيم الدرجات إلى قسمين هما درجة استثمارية Investment Grade ودرجة مضاربة Speculative Grade على النحو التالي:

الجدول رقم (1)

الدرجة الاستثمارية لدى P & S

الدرجة أو الرمز	التفسير
AAA	الجودة الائتمانية الأعلى وأقل مخاطر ائتمانية «احتمال لا يتعدى 2% لعدم السداد»
AA	جودة ائتمانية قوية ومخاطر عدم السداد منخفضة جداً «احتمال لا يتعدى 4% لعدم السداد».
A	جودة ائتمانية قوية ومخاطر عدم السداد منخفضة جداً «احتمال لا يتعدى 10% لعدم السداد».
BBB	جودة ائتمانية متوسطة ومخاطر عدم السداد مقبولة.
BBB-	جودة ائتمانية متوسطة ومخاطر عدم السداد مقبولة، ولكن مع نظرة سلبية في ظروف اقتصادية تؤثر على قدرتها على السداد والوفاء بالتزاماتها المالية.

المصدر: مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه، مجلة الاقتصاد، العدد 134، تاريخ 2016/03/15، موقع www.aliqtisadi.com.

(24) SEC, Securities and Exchange commission, AEMF: autorité Européenne des marchés financiers, Charles Bergier, Ibid. p. 6.

ومن الجدير بالذكر أنّ تلك الوكالات وهي بصدد التصنيف الائتماني للدول (خارج نطاق الدراسة) قد أوردت في تقريرها لعام 2020 حول التصنيف الائتماني السيادي لدولة الكويت أنه يمثل (AA-) مع تغير النظرة المستقبلية من مستقرة إلى سلبية بسبب التحديات التي فرضتها جائحة كورونا، لمزيد من التفاصيل انظر: www.aljarida.com 19-07-2020.

الجدول رقم (2)

درجة المضاربة لدى S & P

الدرجة أو الرمز	التفسير
BB+	ذات مخاطر مضاربة وجودة دون المتوسطة مع نظرة مستقبلية إيجابية.
BB	ذات مخاطر مضاربة وجودة دون المتوسطة مع نظرة مستقبلية سلبية.
B	ذات مخاطر مضاربة عالية جداً وجودة ضعيفة مع مخاطر ائتمانية عالية لعدم السداد.
CCC	ذات مخاطر ائتمانية عالية جداً وجودة ضعيفة جداً وهناك احتمال لعدم السداد.
CC	ذات مخاطر ائتمانية عالية جداً وجودة ضعيفة جداً ومخاطر المضاربة عالية للغاية وهناك مظاهر لعدم السداد.
C	المخاطر الائتمانية الأعلى وأدنى جودة ائتمانية وأصبحت حالة عدم السداد وشيكة الوقوع وهناك صعوبة في استعادة أصل المبلغ أو العوائد.

المصدر: مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه، مجلة الاقتصادي، العدد 134، تاريخ 2016/03/15، موقع www.aliqtisadi.com.

يجب ملاحظة أن تلك الدرجات تعبر عن تقدير الوكالة، وقد تستدعي ظروف معينة تغييره، وقد فرض ذلك على الوكالة استخدام مصطلحات بجانب الدرجات مثل Stable ويتم التعبير عنها ب(+) وتعني أن الدرجة إيجابية وهي تمثل الدرجة العالية في التصنيف، كما يتم استخدام مصطلح Negative ويتم التعبير عنه ب(-) وتعني أن الدرجة سلبية وهي تمثل الدرجة الأدنى في التصنيف، وبالتالي احتمالية التخفيض للدرجة الأدنى مستقبلاً⁽²⁵⁾.

(25) مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه، مجلة الاقتصادي، العدد 134، تاريخ 2016/03/15، موقع www.aliqtisadi.com أسوا

ثانياً- درجات تصنيف الأوراق المالية قصيرة الأجل

الجدول رقم (3)

الدرجة أو الرمز	التفسير
A-1	تعني قدرة قوية على الوفاء بالتزاماته المالية.
A-2	عرضة للظروف الاقتصادية السيئة، ولكن لديه القدرة على الوفاء بصورة جيدة.
A-3	احتمالية الضعف أمام الظروف الاقتصادية مع قدرة على الوفاء بالتزاماته المالية.
B	أن تلك الأوراق لها خصائص المضاربة وأن المصدر لديه القدرة على الوفاء حالياً ولكن سيواجه شكوكاً مستمرة على دفع التزاماته مستقبلاً.
C	عرضة في الوقت الحالي لعدم الدفع.

المصدر: مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه، العدد 134، مجلة الاقتصادي، تاريخ 2016/03/15، موقع www.aliqtisadi.com.

الفرع الثاني

وكالة موديز Moody's

ويقصد بها شركة Company of Moody's Investment Services وهي إحدى شركات مجموعة موديز العالمية، وهي شركة تقوم بعمل الأبحاث الاقتصادية والتحليلات المالية وتقييم المؤسسات الخاصة والعامة من حيث القوة المالية والائتمانية، وهي تسيطر على نحو 40% من سوق التقييم الائتماني، وهي مسجلة في هيئة الأسواق المالية الأمريكية منذ عام 1975، وبالاتحاد الأوروبي لدى AEMF في أكتوبر 2011، وفي غالبية الدول العربية منذ عام 2009، وتتخذ وكالة موديز لتصنيفاتها درجات ورموزاً خاصة بها، وهي أيضاً مقسمة إلى درجات خاصة بالأوراق المالية طويلة الأجل، وأخرى خاصة بالأوراق المالية قصيرة الأجل، على النحو التالي:

أولاً- درجات تصنيف الأوراق المالية طويلة الأجل:

يتم تصنيف الأوراق المالية طويلة الأجل لمدة أكثر من سنة واحدة، ويتميز تصنيف موديز باستخدام أرقام 1، 2، 3 حيث يدل (1) على الدرجة العالية، ويدل (2) على الدرجة المتوسطة، ويدل (3) على الدرجة الدنيا، وهذا التصنيفات موضحة بالجدول التالي:

الجدول رقم (4)

درجات تصنيف الأوراق المالية طويلة الأجل لدى وكالة «موديز Moody's»

التفسير	الدرجة أو الرمز
أعلى درجات الجودة .	AAA
مستويات جودة عالية.	AA1 AA2 AA3
مقدرة عالية على الدفع .	A1 A2 A3
مقدرة كافية على الدفع .	BBB1 BBB2 BBB3
احتمالية الوفاء بالالتزامات مع بقاء عنصر عدم التأكد .	BB1 BB2 BB3
التزامات ذات مخاطر عالية بعدم السداد .	B1 B2 B3
احتمالية عالية لعدم الوفاء .	CCC CC C

Source: Fons S., 2016, Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process, Moody's investors service. Available from <http://v3.moodys.com/>

ثانياً - درجات تصنيف الأوراق المالية قصيرة الأجل:

يتم التصنيف للأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك للديون المستحقة لمدة لا تزيد على ثلاثة عشر شهراً، والجدول التالي يوضح تلك الدرجات

الجدول رقم (5)

درجات تصنيف الأوراق المالية قصيرة الأجل لدى وكالة «موديز Moody's»

التفسير	الدرجة أو الرمز
هنا يكون مُصدر الورقة المصنفة Prime-1 ذا قدرة عالية جداً على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.	P-1
يكون مُصدر الورقة المصنفة Prime-2 ذا قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.	P-2
يكون مُصدر الورقة المصنفة Prime-3 ذا قدرة مقبولة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.	P-3
لا يكون مُصدر المصنف Not Prime ولا يقع في التصنيف السابق.	NP

Source: Fons S., 2016, Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process, Moody's investors service. Available from <http://v3.moodys.com/>

الفرع الثالث

وكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings

وهي جزء من المجموعة المالية Fimalac وقد تم إنشاؤها مع شركة فيتش للنشر في ديسمبر 1913 بواسطة John Knowles Fitch بمدينة نيويورك، وقد قامت الشركة بنشر السياسات المالية في عام 1924، وهي أولى الشركات التي استخدمت الرموز AAA إلى درجة D، وهي مسجلة في هيئة الأسواق المالية الأمريكية منذ عام 1975، وبالائتاد الأوروبي لدى AEMF في سبتمبر 2007، وغالبية الدول العربية منذ عام 2009، وتتخذ وكالة فيتش لتصنيفاتها درجات ورموزاً خاصة بها، وهي أيضاً مقسمة إلى درجات خاصة بالأوراق المالية طويلة الأجل، وأخرى خاصة بالأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك على النحو التالي:

أولاً- درجات تصنيف الأوراق المالية طويلة الأجل:

يتشابه تصنيف وكالة فيتش مع تصنيف S & P في درجاته بالنسبة للأوراق المالية طويلة الأجل التي تستحق بعد ثلاثة عشر شهراً على الأقل حيث تبدأ من AAA إلى D، وذلك على النحو التالي⁽²⁶⁾:

الجدول رقم (6)

الدرجة الاستثمارية لدى وكالة «فيتش للتصنيف Fitch Ratings»

التفسير	الدرجة أو الرمز
الجودة الائتمانية الأعلى وأقل مخاطر ائتمانية «احتمال لا يتعدى 2% لعدم السداد».	AAA
جودة ائتمانية قوية ومخاطر عدم السداد منخفضه جداً «احتمال لا يتعدى 4% لعدم السداد».	AA
جودة ائتمانية قوية ومخاطر عدم السداد منخفضه جداً «احتمال لا يتعدى 01% لعدم السداد».	A
جودة ائتمانية متوسطة ومخاطر عدم السداد مقبولة.	BBB
جودة ائتمانية متوسطة ومخاطر عدم السداد مقبولة ولكن مع نظرة سلبية في ظروف اقتصادية تؤثر على قدرتها على السداد والوفاء بالتزاماتها المالية.	BBB-

Source: Bubak, Vit Joao Garcia 2016, “Fitch Solutions Credit Default Swap Indices Methodology” Fitch Solutions Quantitative Analysis, Special Report.

الجدول رقم (7)

التفسير	الدرجة أو الرمز
ذات مخاطر مضاربة وجودة دون المتوسطة مع نظرة مستقبلية إيجابية.	BB+
ذات مخاطر مضاربة وجودة دون المتوسطة مع نظرة مستقبلية سلبية.	BB
ذات مخاطر مضاربة عالية جداً وجودة ضعيفة مع مخاطر ائتمانية عالية لعدم السداد.	B

(26) Bubak, Vit Joao Garcia 2016, “Fitch Solutions Credit Default Swap Indices Methodology” Fitch Solutions Quantitative Analysis, Special Report.

ذات مخاطر ائتمانية عالية جداً وجودة ضعيفة جداً وهناك احتمال لعدم السداد.	CCC
ذات مخاطر ائتمانية عالية جداً وجودة ضعيفة جداً ومخاطر المضاربة عالية للغاية وهناك مظاهر لعدم السداد.	CC
المخاطر الائتمانية الأعلى وأدنى جودة ائتمانية وأصبحت حالة عدم السداد وشيكة الوقوع وهناك صعوبة في استعادة أصل المبلغ أو العوائد.	C
في حالة عدم سداد مع الدخول في مرحلة الإفلاس وتتم ملاحظته قضائياً أو دولياً لاسترداد الدين وعوائده.	D

درجة المضاربة لدى وكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings

Source: Bubak, Vit Joao Garcia 2016, "Fitch Solutions Credit Default Swap Indices Methodology" Fitch Solutions Quantitative Analysis, Special Report.

ثانياً - درجات تصنيف الأوراق المالية قصيرة الأجل:

الجدول رقم (8)

تصنيف الأوراق المالية قصيرة الأجل لدى وكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings

التفسير	الدرجة أو الرمز
أعلى جودة ائتمانية.	F1
جودة ائتمانية جيدة.	F2
جودة ائتمانية متوسطة.	F3
جودة ائتمانية ذات مخاطر مضاربة.	B
مخاطر عدم السداد مرتفعة واحتمال كبير للتخلف عن السداد.	C

Source: Bubak, Vit Joao Garcia 2016, "Fitch Solutions Credit Default Swap Indices Methodology" Fitch Solutions Quantitative Analysis, Special Report.

المطلب الثالث

الأوراق المالية الخاضعة للتصنيف

يهدف التصنيف الائتماني إلى تقدير مدى قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية، يتم ذلك من خلال تحليل المعلومات والبيانات عن الجهة التي أصدرت الأوراق المالية، للوقوف على مركزها المالي، فإذا كان الرمز المالي قوياً تكون أوراقه المالية قوية والعكس صحيح، وهو الأمر الذي جعل الفقه يقول إنَّ التصنيف الائتماني يتعلق بالأساس بمُصدري الأوراق المالية، وإنَّ التصنيف الائتماني هو وصف للمقترضين.

وبناءً عليه، فإنَّ التصنيف الائتماني يتعلق بالأوراق المالية التي تمثل مديونية على الجهة التي أصدرت تلك الأوراق، نظراً لأنها تُستحق بعد فترة زمنية محددة (تاريخ الاستحقاق) من إصدارها، وخلال تلك الفترة يتخوف المستثمرون على أموالهم التي دفعوها مع وجود احتمالية لعدم الاسترداد نظراً لعدم معرفتهم شيئاً عن الأوراق المصدرة أو الجهة التي أصدرتها، وبالتالي تغيب الثقة والتي هي أساس التعامل⁽²⁷⁾.

هذا وقد ورد في مادة (1) من قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته، تحديد لتعداد الأوراق المالية أنه: «يقصد بالكلمات والعبارات التالية حيثما وردت في القانون المعاني المحددة أدناه: ... ورقة مالية: أي صك أياً كان شكله القانوني يثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول بترخيص من الهيئة مثل: أ- الأسهم الصادرة أو المقترح إصدارها في رأسمال شركة. ب- أي أداة تنشئ أو تقر مديونية تم أو سيتم إصدارها بواسطة شركة. ج- القروض والسندات والأدوات الأخرى القابلة للتحويل إلى أسهم في رأسمال شركة. د- جميع أدوات الدين العام القابلة للتداول والصادرة عن الهيئات الحكومية المختلفة أو الهيئات والمؤسسات العامة. هـ- أي حق أو خيار أو مشتقات تتعلق بأي من الأوراق المالية. و- الوحدات في نظام استثمار جماعي. ز- ولا تعد أوراقاً مالية الأوراق التجارية مثل الشيكات والكمبيالات والسندات لأمر، وكذلك الاعتمادات المستندية والحوالات النقدية والأدوات التي تتداولها البنوك حصراً فيما بينها، وبوالص التأمين والحقوق المترتبة في صناديق التقاعد للمنتفعين»⁽²⁸⁾.

(27) نبيل حشاد، دليلك إلى التصنيف الائتماني الخارجي والداخلي، مرجع سابق، ص 45.

(28) قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته. انظر أيضاً:

- قرار رقم 72 لسنة 2015 بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته - القانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات وتعديلاته وأي قانون لاحق يحل محله.

وهو نص عام يعني وجود أنواع أخرى من الأوراق المالية بخلاف الأسهم والسندات، فهو يمثل تعداداً على سبيل المثال وليس الحصر، وتتناول الأوراق المالية الخاضعة للتقييم على النحو التالي⁽²⁹⁾:

الفرع الأول

الأسهم Securities

تُعد الأسهم من أبرز أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، وهناك نوعان من الأسهم هما الأسهم العادية، والأسهم الممتازة.

أولاً- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي Common Stock صك ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية للأسهم في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وهي عادة ما يكون منصوصاً عليها في عقد تأسيس الشركة، أما القيمة الدفترية فهي تتمثل في حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للأسهم المكتتب فيها وعلاوة الإصدار إن وجدت، إضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة من دون الأسهم الممتازة، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق والتي قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الدفترية، ويدرك المتعاملون في سوق رأس المال أنّ القيمة السوقية هي التي تمثل القيمة الفعلية للسهم دون القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية للسهم اللتين لا تمثلان تقييماً واقعياً للسهم، وتتوقف القيمة السوقية للسهم على العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلاً نتيجة امتلاكه، أي تتوقف قيمته على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع المستثمر أن يجنيها، والتي تتوقف بدورها على الأداء المستقبلي للشركة، بل تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيع السهم بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم للمشتري.

وليس لحامل السهم العادي استرداد قيمته من المنشأة المصدرة له، وإذا ما أراد التخلص من السهم فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، وليس هناك ما يضمن للمستثمر أن يسترد القيمة التي سبق وأن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد منها شيئاً على الإطلاق؛ نظراً لأن حقه في أموال التصفية يأتي بالمرتبة الثالثة بعد حمله

(29) د. خليل فيكتور تادرس، شرح قانون التجارة الكويتي - دراسة مقارنة بالقانون المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية الأخرى، كلية القانون الكويتية العالمية، 2019، ص 145. انظر للمؤلف نفسه: شرح قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 ولائحته التنفيذية على ضوء آراء الفقهاء وأحكام القضاء، كلية القانون الكويتية العالمية، 2020، ص 123.

السندات، وحمله الأسهم الممتازة، هذا فضلاً عن أن ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح المحققة طالما لم تقرر الجمعية العمومية للشركة توزيع أرباح لحملة الأسهم العادية، إضافة إلى عدم جواز إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية إلا بعد سداد فوائد الديون، وإجراء التوزيعات المستحقة لأصحاب الأسهم الممتازة⁽³⁰⁾.

ومن ناحية أخرى، يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق والتي من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها والتي قد تكون توزيعات نقدية Cash Dividends، أو في صورة أسهم مجانية Stock Dividends، وفي الحالة الأخيرة أي في حالة إصدار الأسهم في مقابل التوزيعات يتحدد نصيب المستثمر منها بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة، ونظراً لأن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة في عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، دون أن تتأثر القوة الإرادية للمنشأة - في المدى القصير على الأقل - فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات، مما يعني بالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد، وعادة ما تلجأ المنشأة إلى إجراء توزيعات في صورة أسهم بهدف تحسين سيولة سوق السهم، فانخفاض القيمة السوقية للسهم تعني إتاحتها لصغار المستثمرين، وبالتالي زيادة عدد المتعاملين فيه.

ومن بين الحقوق الأخرى المقررة لحامل السهم، أن له الأولوية في الإصدارات المستقبلية Rights، وأيضاً له الحق في التصويت في الجمعية العمومية للشركة، وترتبط قدرة المستثمر على التأثيرات في قرارات المنشأة من خلال التصويت بعدد الأسهم التي يمتلكها، وتمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير ملتزمة قانوناً بإجراء توزيعات سنوية للأرباح حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباحاً، وأيضاً إلى جانب ذلك فإن إصدار الشركة لمزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الافتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرة المنشأة على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحالة⁽³¹⁾.

(30) د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 15؛ انظر في خصائص الأسهم: د. خليل فيكتور، شرح قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 مرجع سابق، ص 280.

(31) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط 3، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 11.

ثانياً- الأسهم الممتازة:

يعتبر السهم الممتاز Preferred Stock ورقة مالية تجمع بين سمات السهم العادي والسند، ولهذا السبب فإن نظريات التمويل المالي لا تعتبره صك ملكية بالمعنى المفهوم، وللسهم الممتاز قيمة اسمية منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية يحددها المتعاملون في السوق شأنه شأن السهم العادي⁽³²⁾.

هذا ولحملة الأسهم الممتازة أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن لهم الحق في الحصول على توزيعات تتحدد بنسبة مئوية من قيمتها الاسمية، وإذا لم تحقق الشركة أرباحاً في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن قررت الشركة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم عن السنوات السابقة بحد أقصى عادة لا يتجاوز ثلاث سنوات، ويطلق على هذا النوع من الأسهم الممتازة اسم الأسهم التي لها الحق في الأرباح المجمعّة Cumulative Preferred Stock، ومع هذا فقد تنص بعض عقود تأسيس الشركات على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تتحقق فيها أرباح من دون أن يكون لحامل السهم الحق في المطالبة بأرباح سنوات سابقة، ويطلق على هذا النوع من الأسهم التي ليس لها الحق في الأرباح المجمعّة Non-Cumulative Stock، ولحامل السهم الممتاز مسؤولية محدودة مثله مثل حامل السهم العادي بقدر مساهمته في رأس المال، دون أن يكون لدائني الشركة الحق في الرجوع عليه في حالة الإفلاس.

كما أن للمنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل، بعض المزايا من أهمها؛ أنها ليست ملزمة بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح، طالما لم تقرر الشركة توزيعها، إلى جانب أن توزيعات السهم محدودة بنسبة معينة من قيمته الاسمية بصرف النظر عن حجم الأرباح المحققة، وأنه لا يحق لحامل السهم الممتاز التصويت إلا في حالات خاصة.

كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للشركة، ويضاف إلى ذلك أن

(32) تتمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الاسمية مضافاً إليها علاوة الإصدار الخاصة بها كما تظهر في دفاتر الشركة، مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المُصدرة، وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه ينص على حق الشركة في استدعاء السهم في تاريخ لاحق، أو على حق حامله في تحويله إلى سهم عادي، وليس لحامل الأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية العمومية للشركة. لمزيد من التفاصيل انظر: د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 15.

قابلية السهم للاستدعاء تمثل ميزة للمنشأة، إذ يمكنها حال انخفاض أسعار الفائدة في السوق بأن تتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها وإحلالها بأسهم ممتازة بمعدل كوبون منخفض أو حتى بإصدار سندات⁽³³⁾.

هذا وتتمثل سلبيات السهم الممتاز في ارتفاع تكلفته نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة التمويل بالسندات، ويرجع ذلك إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس فوائد السندات - لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية، فضلاً عن أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها حملة السندات، ومن ثم فإنهم يطلبون معدل عائد أعلى، كما أن من السلبيات أنه ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، وأنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة السندات في المرتبة الأولى وحملة الأسهم الممتازة في المرحلة الثانية.

الفرع الثاني

السندات والصكوك

سنتناول أولاً السندات، ثم ثانياً صكوك التمويل، وذلك على النحو الآتي:

أولاً- السندات:

يقصد بها صكوك المديونية متساوية القيمة وقابلة للتداول، والتي تمثل قرضاً عن طريق الاكتتاب، وتصدرها الشركات⁽³⁴⁾.

تعتبر الصكوك عقداً أو اتفاقاً Indenture بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، بمقتضى هذا الصك يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد

(33) هناك سلبيات أخرى تواجه حملة الأسهم الممتازة، تتمثل في قصر نطاق حملة تلك الأسهم في التصويت، على بعض القرارات، من بينهما فرض قيود إجراء التوزيعات، وفي حالة مواجهة المنشأة مشكلات مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة. هذا ولا يستطيع حملة تلك الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الجمعية العمومية توزيعها. لمزيد من التفاصيل انظر: أ.د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 17 وما بعدها.

(34) يمكن أن تصدر تلك الصكوك في صورة (السندات الحكومية)، من الحكومات المركزية، المحلية أو من الهيئات شبة الحكومية، وهذه لها سماتها الخاصة، وهذا الأمر خارج نطاق الدراسة. لمزيد من التفاصيل حول السندات انظر: د. خليل فيكتور، شرح قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 مرجع سابق، ص 296 وما بعدها.

بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في آجال محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض؛ مثل رهن المقرض لبعض الأصول الثابتة لضمان سداد السند Mortgage Bond or Secured، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق حيث إن المستثمر الفرد عادة ما يكون أحد المستثمرين الذي أقبلوا على شراء السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار؛ فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة الشروط التي تضمنها العقد.

ولهذا السبب تنص نشرة الاكتتاب على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً ليعمل بمثابة حارس أو Trustee توكل إليه هذه المهمة، وقد يكون السند لحامله Bearer Bond، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع والشراء، وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر لتحصيل قيمته من البنك المختص الذي يلعب دور الحارس، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون Coupon Bond، أما السند المسجل باسم المستثمر Registered Bond فتدفع فيها الفوائد للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد مخاطر السرقة أو التلف، إلا أنه غير قابل للتداول بالسهولة ذاتها التي تتسم بها السندات لحاملها، إذ ينبغي أن تتخذ إجراءات نقل الملكية من البائع إلى المشتري⁽³⁵⁾.

أما سعر العائد أو معدل الكوبون Coupon Rate لكلا النوعين، فتحدده المنشأة على ضوء عدد من المتغيرات؛ من بينها مركزها الائتماني، وما إذا كان السند قابلاً للاستدعاء أو قابلاً للتحويل إلى سهم عادي، والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار، والأهم من كل ذلك أسعار الفائدة السائدة في السوق لحظة الإصدار، وكذا حجم المنشأة وما شابه ذلك، ويتولى بنك الاستثمار إصدار وتسويق السندات، مع الحرص على أن يباع السند عند إصداره بالقيمة

(35) أما بخصوص آجال استحقاق السندات، فيلاحظ التفاوت في هذا الأمر فقد تكون قصيرة الأجل، 5 سنوات، متوسط الأجل 5 - 10 سنوات، أو من النوع طويل الأجل الذي قد يمتد إلى 20 سنة وربما أكثر، وقد ينص في عقد الإصدار على حق المنشأة المصدرة للسند في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق Callable Bond، وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق، وإصدار سندات أخرى ببدلة بمعدل كوبون أقل يتناسب مع معدل الفائدة الأقل السائدة، هذا ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها استدعاء السندات، عادة ما ينص على قيمة للاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء Call Premium، وذلك فضلاً عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر في صورة معدل مرتفع للكوبون، وذلك بالمقارنة مع معدل الكوبون على سند مماثل من حيث المخاطر لكنه غير قابل للاستدعاء Non-Callable Bond.

لمزيد من التفاصيل، حول السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، انظر: د. خليل فيكتور، شرح قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016، مرجع سابق، ص 261 وما بعدها.

الاسمية المدونة عليه، وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في السند.

أما إذا كان اعتقاد المتعاملين أن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى في المستوى ذاته من المخاطر، فسوف يباع بخصم من قيمته الاسمية At a Discount وهو يعتبر بمثابة تعويض للمستثمر عن انخفاض العائد المتولد، أما إذا كان معدل الكوبون أعلى من مثيله لسندات على ذات المستوى من المخاطر فسوف يباع السند بقيمة أعلى من قيمته الاسمية، أي يباع بعلاوة At a Premium، وذلك كنوع من التعويض للمنشأة المصدرة له.

هذا ويمكننا توضيح السمات الأساسية للأوراق المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (9)

السمات الأساسية للأوراق المالية السائدة في سوق رأس المال

السهم العادي	السهم الممتاز	السند
صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق	صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق	صك مديونية له تاريخ استحقاق
غير محدد العائد	العائد يمثل نسبة من القيمة الاسمية %	العائد يمثل نسبة من القيمة الاسمية %
العائد غير محدد وغير إلزامي	يمنح عائد دوري غير إلزامي	يمنح عائد دوري إلزامي
له حق التصويت	ليس له حق التصويت	ليس لحامله حق التصويت
غير قابل للاستدعاء	قد يكون قابلاً للاستدعاء	قد يكون قابلاً للاستدعاء
لا محل له من التحويل	قد يكون قابلاً للتحويل	قد يكون قابلاً للتحويل
يأتي ثالثاً في التصفية والمسئولية محدودة	يأتي ثانياً في التصفية والمسئولية محدودة	يأتي أولاً في التصفية

المصدر: د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط 3، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 18.

ثانياً - صكوك التمويل:

هي إحدى الأوراق المالية التي يجوز تداولها بالبورصة، وهي نوع من السندات التي يجوز

للشركات إصدارها للاقتراض عن طريقها من الجمهور نظراً لإحجامه عن الاكتتاب في السندات، ولا يحصل حاملها على فائدة ثابتة، وإنما يحصل على عائد متغير، لا يجاوز ما يحدده البنك المركزي، وجاء في تعريف لها أنها: «وثائق تعاقدية متنوعة اسمية ولحاملها وقابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بعد أداء رأس المال بالكامل مقابل الأموال التي تتلقاها لمواجهة الاحتياجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها، وهي تعطي لحاملها من الإصدار الواحد ذاته حقوقاً متساوية، مع حقهم في تحويلها إلى أسهم إذا تم الاتفاق على ذلك»⁽³⁶⁾.

الفرع الثالث

وثائق الإيداع والاستثمار

سنتناول أولاً شهادات الإيداع، ثم ثانياً وثائق الاستثمار، وذلك على النحو الآتي:

أولاً- شهادات الإيداع Depository Receipts:

وهي أداة مالية قابلة للتداول في أسواق المال العالمية، تقوم بإصدارها إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية الكبرى مثل بنك أوف أمريكا أو البنك المركزي الألماني - على سبيل المثال لا الحصر - وتكون بالدولار الأمريكي، أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك على اتفاق مع شركة مصدرة محلية ويتم إيداع الأوراق المالية الأصلية لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار - وفي المعتاد يكون بنكا محلياً - ومن ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية، ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الحال مالك الأسهم المحلية المقابلة لها، (حسب نسبة تحويل متفق عليها)؛ فإن له الحقوق ذاتها المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم.

ثانياً- وثائق الاستثمار:

وهي صكوك تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل شركة المساهمة برأس مال نقدي مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية، ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من البنك المركزي، ويضع مجلس إدارة الهيئة إجراءات إصدار تلك الوثائق واسترداد قيمتها والبيانات التي تتضمنها وقواعد قيدها وتداولها في البورصة⁽³⁷⁾.

(36) د. طاهر شوقي مؤمن، التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مرجع سابق.

(37) د. طاهر شوقي مؤمن، التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مرجع سابق.

المبحث الثاني

دور وكالات التصنيف الائتماني في توجيه الاستثمار

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور أساسي ومحوري في الأسواق المالية العالمية الحديثة، كما أنّ لها الدور ذاته في دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لدعم قراراتهم. هذا وتسهم تلك الوكالات في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقرضين والمقرضين من جانب، والمستثمرين من جانب آخر، وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر.

هذا وقد تنامي نشاط التصنيف الائتماني وتعددت أنواعه في السنوات الأخيرة، وذلك بعد انفتاح الأسواق المالية وتزايد إصدارات المنتجات المالية. ومن الجدير بالذكر أنّ أداء تلك الوكالات، قد صادفته أوجه من القصور - إلى الحد الذي اتهمت فيه باعتبارها أحد الأطراف المتسببة في اندلاع الأزمات المالية العالمية - تمثل في فشلها في منح الجهات المختلفة التقييمات التي تستحقها، أو في المبالغة في الكثير من التقييمات، استناداً على تضارب المصالح وغيرها من المشكلات المتعلقة بجودة التقييم⁽³⁸⁾.

نتناول في هذا المبحث النقاط التالية:

المطلب الأول: دور وكالات التصنيف الائتماني

المطلب الثاني: المهام الإيجابية وأوجه القصور لمؤشرات التصنيف الائتماني وانعكاساتها على الاستثمار

المطلب الأول

دور وكالات التصنيف الائتماني

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، وبما أنّ دور وكالات التصنيف الائتماني يتمثل في تقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين للشركات في الأسواق المالية، فإن قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه تُعد أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبنى عليها التصنيفات من قبل تلك الوكالات.

(38) V. Jérémie, journée consacrée au rôle des agences de notation, New York, Septembre 2013, p. 20.

ويعتبر التصنيف الائتماني 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.

ويمكن للتصنيف الائتماني للأوراق المالية أن يكون لمؤسسة مالية (بنك أو صناديق استثمار أو شركة تأمين)، أو لعملية ائتمانية (قرضاً)، وبالتالي يمكن القول بأن وكالات التصنيف الائتماني هي من تتولى عملية إصدار تصنيفات ائتمانية لصالح العميل، إذا كان شركة أو هيئة بقصد زيادة الثقة عند مُقرضي هذا العميل وتجنبيهم المخاطر المالية⁽³⁹⁾.

الفرع الأول

أنواع التصنيف الائتماني

ومن أهم أنواع التصنيف الائتماني:

1- التصنيف الائتماني للقروض:

يتم تصنيف هذا النوع من الفئات وفقاً لمعايير مستعملة من طرف وكالات التصنيف مثل: نسبة العوائد وحجم القروض الموجودة وتاريخ القرض.

2- التصنيف الائتماني لبعض العمليات المصرفية:

هذا التصنيف الائتماني يهتم بقدرة المدين وإمكانيته في تسوية التزاماته، والتصنيف الائتماني في هذا المستوى يعطي معلومات عن الوضعية الحالية للمدين، ومنها يمكن تصنيف عملية الإصدار السندي.

3- التصنيف الائتماني لبعض العمليات بالعملة الأجنبية:

التصنيف الائتماني بالعملات الأجنبية يقيس إمكانية التسديد بالعملات الأجنبية الارتكازية، ويظهر هذا النوع من التصنيف الائتماني على سبيل المثال بالنسبة للعمليات التي تستلزم التعامل بهذه العملات.

ومن أبرز العناصر التي تركز عليها وكالات التصنيف الائتماني في تقييمها لملاءة المؤسسات المالية ولجدارتها الائتمانية، هي احتمالية العجز عن الوفاء بالالتزامات المالية للغير، أو العجز في تحصيل الديون من الغير سواء في المدى القصير أو الطويل.

(39) د. طاهر شوقي مؤمن، التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مرجع سابق.

الفرع الثاني

مضمون التصنيف الائتماني

ومن الجدير بالذكر أن مضمون التصنيف موحد في الوكالات الثلاث الأساسية، فهناك فريق يقوم بجمع المعلومات من المصدر وإضافتها للمعلومات العامة مثل القوائم المالية والمعلومات المتعلقة بحالة التطور والآفاق الخاصة ببيئة العمل، ويتم مناقشة التصنيف المبدئي عن طريق تقديمه إلى لجنة التصنيف التي تتكون من الفريق وأعضاء الفرق الأخرى وبعض المديرين التنفيذيين المختارين من الوكالة، ومن الأهداف الرئيسية تأكيد تناسق التصنيف مع باقي التصنيفات التي قدمتها الوكالة سابقاً، فالتصنيف الذي تتفق عليه اللجنة يتم نقله إلى المصدر والذي يكون له فرصة التعليق على نتيجة التصنيف، وبعد هذا يتم نشر التصنيف، ويبدأ رصده ومراقبته، تتطلب عمليات التصنيف التي تعتمد على فترة معينة من الزمن المراقبة بشكل أكبر من التصنيف الدوري، وتم تحديد هذه العمليات من خلال أساليب كمية بحتة⁽⁴⁰⁾.

وقبل مرحلة السبعينيات، في الولايات المتحدة الأمريكية، كانت القواعد التنظيمية في صناعة التصنيف قليلة، وكان يتم اعتبار آراء وكالات التصنيف هامشية بالنسبة للنظام المالي، فيما عدا دورها في التفريق بين الاستثمار وغيره، أو البورصة الحقيقية والمضاربة المحفوفة⁽⁴¹⁾.

وفي بداية السبعينيات من القرن الماضي، أدت زيادة تنقل رأس المال وعدم الاستقرار من الناحية المالية، إلى الحاجة إلى أداة للتمييز بين مخاطر السندات المالية في الأغراض المتنوعة.

في عام 1975 قامت لجنة الأوراق المالية والبورصات (NRSRO) بتطبيق مسمى منظمات التصنيف الإحصائية المعترف بها وطنياً، بغرض تحسين استخدام التصنيفات في الأغراض التنظيمية، وتحديد هيئات معينة لهذا الغرض، ولم يكن للجنة الأوراق المالية والبورصات سلطة كبيرة على نشاط التصنيف، إلا قيامها بتحديد الوكالات والمنظمات

(40) منة الله محمود إبراهيم، تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات، المعهد المصرفي المصري، البنك المركزي، القاهرة، 2015.

(41) Van Gestel and Baensens 2009: 152.

لمزيد من التفاصيل انظر: ينص القانون المصرفي للولايات المتحدة لعام 1933 على أن السندات التي تحتفظ بها البنوك لا بد وأن تكون حاصلة على تقييم بدرجة BBB على الأقل من هيئتين للتصنيف الائتماني، ومن هذه النقطة، زاد الاهتمام بدقة المعلومات المستخدمة في التصنيف خاصة التي تظهر بأنها متأخرة عن تطورات السوق وكانت تعني بأن سمعة الوكالات كانت موضعاً للشك.

المعترف بها بالولايات المتحدة الأمريكية وغير المعترف بها، ولم يتلق تنظيم التصنيف الاهتمام - كما سبق أن ذكرنا - إلا بعد حدوث الأزمة المالية الآسيوية، وفضاءة دوت كوم، وفشل الشركات في بداية الألفية الثانية (مثل إيرنون وبارمالات) في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد أصدرت المنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO) بياناً عاماً في سنة 2003 عن المبادئ الأساسية لوكالات التصنيف، كما قامت باقتراح القواعد السلوكية في عام 2004، وهذه الاقتراحات مصممة لتوفير المرونة للوكالات (من خلال آلية الالتزام والشرح لتحديد كيفية تنفيذ المبادئ التوجيهية).

هذا ومن خلال هذه المبادئ تتضح الوظائف التي تقوم بها أنشطة التصنيف، وهي تقليل عدم تماثل المعلومات، وتقديم التقييمات المستقلة والموضوعية، وتعزيز مبدأ الشفافية، وكسب ثقة مصدري الأوراق المالية في طريقة التعامل مع معلوماتهم الخاصة، وأيضاً تقترح القواعد السلوكية والإجراءات اللازمة التي تضمن نزاهة عملية التصنيف والتي تمنع تضارب المصالح وتوضح المسؤوليات التي تتحملها وكالات التصنيف فيما يتعلق بالمستثمرين والمصدرين والكشف عن الإجراءات المتعلقة بتنفيذها للقواعد السلوكية⁽⁴²⁾.

وتهدف هذه الإجراءات إلى حماية جودة التصنيفات، حيث كان تنفيذ القواعد السلوكية الخاصة بالمنظمات الدولية لهيئات سوق المال (IOSO) اختياراً، فإن أنشطة وكالات التصنيف كانت ذاتية التنظيم بشكل كبير⁽⁴³⁾.

لقد أبرزت الأزمة المالية العالمية عام 2008 - منذ ذلك التاريخ وحتى الآن - ضرورة توجيه وتحفيز الاهتمام لإنشاء القواعد التي لا تقتصر على تنفيذ القواعد السلوكية، وإنما أيضاً معالجة أوجه القصور التي تواجه نشاط تلك الوكالات، وهو الأمر الذي ينعكس على مدى إيجابية نشاطها في مواجهة قرارات الاستثمار، وهذا ما سوف نتناوله في المطلب التالي.

(42) Langohr and Langohr 2008, 443. Langohr, H. & Langohr, P. (2008). The raison d'Etr of credit ratings and their markets (Chapter 3). In H. Langohr & P. Langohr (Eds.), The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work and why they are relevant (pp. 89-125). Chichester: Wiley.

(43) Darbellay 2013: 64. Darbellay, A., & Partnoy, F. (2012, April). Credit rating agencies and regulatory reform (University of San Diego Legal Studies Research Paper Series, Research Paper N°. 12-083). <http://ssrn.com/abstract=2042111>.

المطلب الثاني

المهام الإيجابية وأوجه القصور لمؤشرات التصنيف الائتماني وتقييم الجدارة الائتمانية والتمييز وانعكاساتها على الاستثمار

أسهم التصنيف الائتماني في إعطاء المستثمرين فكرة عن جدارة ومصداقية الجهة المصدرة وكذلك حجم المخاطر؛ حتى يتمكنوا من اتخاذ قرار بالاستثمار من عدمه.

هذا وعندما تتقدم شركة أو مؤسسة بطلب تصنيفها من وكالات التصنيف الائتماني، فهي تسعى قبل الطلب إلى تحسين أدائها لتحصل على تقييم أفضل يتيح لها الدخول في أسواق الدين العالمية، وفي حال حصول الشركة على تقييم متواضع فهذا يحفزها لتحسين الأداء لرفع التقييم الذي تقوم به وكالات التصنيف الائتماني، وهي تقوم دورياً بتعديل التصنيف وفقاً لتحسن النتائج أو لتواضعها حتى يتمكن المستثمرون من مواصلة الاستثمار، أو اتخاذ قرار ببيع الأداة الاستثمارية، وعلى سبيل المثال فإنه في حالة خفض التصنيف يُعجل البيع، ورفع التصنيف أو تثبيته يمكن معه مواصلة الاستثمار⁽⁴⁴⁾.

الفرع الأول

المهام الإيجابية لمؤشرات التصنيف الائتماني

تعددت المهام الإيجابية لمؤشرات التصنيف الائتماني، والتي تسهم في كفاءة قرارات المستثمرين في نطاق التعامل في الأسواق المالية. هذا ونتناول تلك المهام على النحو التالي:

1- تقييم الجدارة الائتمانية Evaluate Creditworthiness والتمييز Discriminate:

يمثل التصنيف تقييم المخاطر الائتمانية للمقترض أو لسدادات الديون، وبشكل خاص مخاطر عدم قدرة المقترض على دفع الفائدة أو سداد الدين، وتتخصص وكالات التصنيف في تقييم الجدارة الائتمانية للشركات، ويتم تقييم الجدارة الائتمانية من خلال ثلاث طرق رئيسية هي: (التسجيل الائتماني والمنهج التقليدي الإحصائي والمنهج الحديث الذي يعتمد على السوق)، وعلى الرغم من اختلاف الأساليب المستخدمة لتقييم الجدارة من قبل وكالات؛ فإن هناك العديد من السمات المشتركة في هذا الأساليب.

(44) د. عبد المطلب عبد الحميد، الائتمان المصرفي ومخاطره: منهج متكامل، السلسلة الحديثة للبنوك وصناديق الاستثمار والبورصة، المعهد المصرفي المصري، البنك المركزي المصري، القاهرة، 2016، ص 28.

ويقوم التصنيف بتقييم سندات الدين أو المقترضين وفقاً للمخاطر المتعلقة بهم، وتؤدي الأساليب المستخدمة إما إلى التصنيف المباشر، أو قياس المخاطرة الائتمانية قبل التصنيف. ومن الجوانب الهامة للتمييز Discriminate هو التفريق بين قضايا الدرجة الاستثمارية وغير الاستثمارية، وتحمل السندات ذات الدرجة الاستثمارية مخاطر أقل للتخلف عن السداد، ما يعني أن تدفق العائدات سيكون بشكل أكثر ثباتاً، وأنه من المرجح أن يحصل المستثمر على الدين ومعدل العائد، ويعد هذا التفريق مهماً للمؤسسات الاستثمارية مثل البنوك وصناديق المعاشات والصناديق المشتركة وشركات التأمين والمستثمرين الماليين بشكل عام، والذين يتطلب منهم طبقاً للائحة أن يحتفظوا بالسندات ذات الدرجة الاستثمارية في ملفاتهم، ويشير التغيير الإيجابي في تصنيف سندات الدين ذات الدرجة الاستثمارية بأنها تستحق الاحتفاظ بها (أو الشراء)، بينما يشير التغيير السلبي للسندات غير الاستثمارية بأنها لا تستحق الاحتفاظ بها (أو ربما يجب أن يتم بيعها).

وتعتمد تصنيفات وكالات التصنيف الثلاث الرئيسية (فيتش وموديز وستاندارد آند بورز) على الترتيب الأبجدي أو الرقمي حيث تبدأ القائمة في الفئة (A) أكثر جدارة ائتمانية، والفئة (B) تحتوي على الأكثر مخاطرة، والفئة (C) الأعلى مخاطرة، وهناك بعض الاختلافات في تصنيفات الوكالات، فالسندات ذات الدرجة الاستثمارية غالباً ما تكون في الفئة (B).

ويشير التصنيف إلى قدرة المقترض على سداد الدين، فكلما زادت قدرة المقترض على السداد في الوقت المحدد، قلت المخاطر في العجز عن السداد وزاد التصنيف (كان مكانه في قائمة التصنيف)، فالتصنيف المنخفض وكذلك المكان في قائمة التصنيفات يشير إلى عدم القدرة على سداد الدين، وقد تم التأكيد على أن المخاطر النسبية والترتيبية هي مخاطر في حد ذاتها، وصممت الأساليب التي تقوم بقياس المخاطرة بهدف تحسين توقيت ودقة تقييم الجدارة الائتمانية.

وقد يتم استخدام التمييز في تنظيم السوق المالي لمعرفة مدى امتلاك الوسطاء والمستثمرين الماليين الأوراق المالية من الفئة المحتملة واستخدام الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية لتلبية متطلبات رأس المال؛ حيث إن التصنيف لأغراض تنظيمية Used for Regulatory Purposes على الصعيد الوطني والدولي، فعلي سبيل المثال تقوم الوكالات بتقديم الإرشادات حول وزن الأوراق المالية حسب درجة خطورتها (II و III هيئة بازل)، فكلما قلت مخاطر سندات الديون عن عدم القدرة على السداد قل وزنها في

حساب الأصول حسب خطورتها⁽⁴⁵⁾.

من الجدير بالذكر أن قيام الوكالات بتصنيفاتها بخصوص الجدارة الائتمانية بشكل علني، يمثل مساعدة المصدرين في زيادة عدد المستثمرين المحتملين لاستثماراتهم، ويتم إرفاق التفسير لكل تصنيف لتوضيح نتيجة التصنيف. وتقوم الوكالات أيضاً بتقديم التوقعات المسبقة للمستثمرين والتي توضح اتجاه التغيير في التصنيف لسنة أو غير ذلك، ويمكن أن تكون التوقعات إيجابية أو سلبية، أو تشير إلى عدم وجود تغيير، أو تشير إلى حدوث التغيير، فالتغيير الهام في ظروف المصدرين مثل ظهور معلومات جديدة أو أحداث مفاجئة، يمكن أن يسبب إعادة النظر ومراجعة التصنيف الحالي، ويكون التصنيف في حالة مراقبة للمدى القريب، وعادة ما يكون من مدة تتراوح من 3 - 6 أشهر تحسباً لأي تغيير، ومن المعتقد أن إعادة النظر ومراجعة التصنيف تكون مرتبطة بحدث ما، فيما يتم تحسين أو تخفيض أو تأكيد التصنيف الحالي أو الإعلان عنه بأنه غير مؤكد.

2- تشجيع التخصيص الفعال للاستثمار (الخاص والعام):

Promote the Efficient Allocation of Investment (Private & Public)

إن المحتوى المعلوماتي المتوفر في التصنيفات يساعد المستثمرين على تخصيص أموالهم من أجل تحقيق عائدات أكبر، وبالمقابل يتمكن المنتجون الذين يتلقون تمويلاً جديداً من تخصيص مواردهم بشكل أكثر فاعلية، وذلك لأن المعلومات التي تحتوي عليها التصنيفات يفترض أنها تؤثر على سرعة تكوين رأس المال، ولذلك إذا شعر المستثمرون بالثقة بأنهم سيتلقون عائدات الاستثمار المشتركة سيقومون بتوفير التمويل والاستثمار في سندات المديونية القابلة للبيع.

وتؤدي وكالات التصنيف الائتماني دوراً هاماً في توفير المعلومات اللازمة وتحذير المستثمرين من المخاطر المحتملة؛ وذلك لأن المستثمرين لا يملكون وسائل البحث والدراسة والمعلومات الكافية لتحليل المخاطر لكل أداة استثمارية، وعادة ما تتم الإشارة إلى وكالات التصنيف بأنها حارس التمويل المقدم من الأسواق المالية للشركات والهيئات، فتقييماتهم للجدارة الائتمانية يمكنها أن تتيح أو تمنع الوصول لهذا الأسواق كنتيجة لهذا التقييم، فهناك أشكال معينة من التمويل الخارجي والتي تقوم بدعم الاستثمار العام والخاص أو جزء منه على الأقل يتحقق بناءً على تقارير الوكالات.

(45) فائزة لعرفان، مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2013، ص 34-36.

إنّ تقييم وكالات التصنيف ما هو إلا آراء أو تفسير للحقائق التي لها علاقة بتقييم قدرة المقترضين على سداد ديونهم في المستقبل، وتتكون صناعة التصنيف من مجموعة من الشركات التي تقوم ببيع آرائها كمنتجات لها، وتؤثر هذه الآراء أو التصنيفات على ثقة المستثمرين الماليين الذين يقومون بإقراض الشركات، أو بشراء سندات المديونية الحالية لحفظها في ملف، وهذا وللحصول على التقييم يجب أن يقوم المصدر بالذهاب إلى وكالة للتصنيف وشراء تقييم الجدارة الائتمانية، على أمل أن يحصل على مصادر عديدة من التمويل الخارجي، وعلى الرغم من عدم وجود أي ضمانات، إلا أن تقييم الوكالة سيوفر الوصول إلى عدد أكبر من التمويل الخارجي بمجرد شراء التقييم، فإنّه من المؤكد أنّ التقييم سيؤثر على التكاليف، فكلما كان التقييم أفضل قلت التكلفة⁽⁴⁶⁾.

3- إعادة التوازن للمعلومات غير المتماثلة:

Rebalance Asymmetric Information

تتسم المعلومات غير المتماثلة بعدم الدقة، ومع ذلك يتم الاحتفاظ بها من قبل الأطراف في صفقة أو عقد، يخلق عدم توازن المعلومات ودقتها حالة من الاضطراب، حيث يمكن لأحد الأطراف، غير الملم بشكل كامل بالمخاطر في الصفقة، أن يتعرض لحدوث خسارة غير متوقعة ولا يتم تعويضه بشكل مناسب.

أما في حالات الإقراض، فمن السائد أنّ المقرضين لا يحصلون على المعلومات الكافية التي تخص المقترضين المحتملين، بينما يملك المقترضون المعلومات الكافية عن وضعهم، وتقع على عاتق المقرض مسؤولية جمع المعلومات عن المقترض المحتمل من أجل تقييم جدارته الائتمانية، ومن المعتقد أنّ المعلومات الإضافية تقلل نسبة عدم التأكد، فمن خلال المعلومات الإضافية تزداد فرصة المقرض في القيام بالإقراض، فمن الأفضل أن يتم الحكم على الاستثمارات وتحديد أي منها ستحقق العائد الكافي للتعويض عن المخاطر المفترضة (وإعادة المبلغ الأصلي الذي تم إقرضه).

وكلما زادت مدة القرض زادت المخاطر؛ لأن هناك علاقة طردية بين عدم التأكد وزيادة الفترة الزمنية، فإذا أخطأ المقرض في حساباته فقد يتعرض لخسارة غير متوقعة تمنعه من التنافس في سوق الإقراض، ويملك المستثمرون الذين يقومون بشراء سندات الدين الحالية معلومات أقل على عكس المقرضين، فإنّهم لا يملكون إلا المعلومات العامة الموجودة في التقارير السنوية والقوائم المالية، فلا يمكنهم الحصول على المعلومات الحديثة أو التفصيلية المؤقتة عن صحة مُصدري سندات الدين، ويتم إصدار القوائم المالية بشكل

(46) Aline Darbellay, Regulating Credit Agencies, Edward Elgar, Cheltenham, U.K, 2014.

سنوي وربع سنوي، وإصدار المعلومات العامة بالنسبة للمستثمرين الماليين الذين تم تعديل وضعهم بشكل بطيء.

ويمكن لوكالات التصنيف أن تحصل على المعلومات والبيانات المؤقتة الدالة على الصحة المالية للمصدرين (الشركات)، وعلى الرغم من عدم كونها معلومات عامة فإنه يتم امتلاكها من قبل تلك الوكالات ونشرها للجمهور على شكل تصنيف، فأبي تغيير مؤقت في الجدارة الائتمانية (مخاطر عدم القدرة على السداد) للمصدر سوف يستدعي إعادة النظر والمراجعة للتصنيف والتصنيفات التابعة للسندات، وتقوم التصنيفات بتسهيل عملية تدفق المعلومات من المقترضين المحتملين إلى المستثمرين⁽⁴⁷⁾.

4- تحسين السيولة:

تسهم التصنيفات في تحقيق سيولة في الأسواق المالية من خلال تقليل التضارب بين المعلومات، وبناء عليه تدعم ثقة المستثمرين من خلال تقليل الالتباس، ومن خلال دعم ثقة هؤلاء المستثمرين حتى يصبحوا أكثر استعداداً للإفراض أو إبداء مواقفهم في سندات المديونية القائمة.

5- تحسين الكفاءة السوقية Improve Market Efficiency:

يفترض أن أسعار السوق للسندات المالية تعبر أو تعكس كافة المعلومات المتاحة المعلنة، أما وكالات التصنيف فهي تسهم من خلال ضمان دقة الأسعار مع نشر المعلومات المتضمنة في آرائهم أو تصنيفاتهم على العامة، وبناء عليه تؤثر التغييرات في التصنيف على ضبط أسعار السندات وأسعار الفائدة (ويعتبر هذا أحد مصادر القصور)، فوكالات التصنيف لديها فرصة الوصول إلى المعلومات غير المعلنة، وبعد أن يقوم المحللون التابعون لها بمعالجة هذه المعلومات تنعكس بشكل واضح في تصنيفهم بما يحتم إيجاد قوانين معالجة المعلومات كأحد أساليب حماية البيانات الأصلية والخاصة⁽⁴⁸⁾.

6- تكلفة رأس المال Cost of Capital:

تساعد المعلومات التي تقدمها وكالات التصنيف في إيضاح المخاطر، وتدعم المقرضين في تحديد تكلفة رأس المال (خاصة تكلفة تمويل الدين) للمقترضين، فكلما قلت الجدارة الائتمانية للمقترض ارتفع بدل المخاطرة، وذلك من أجل تعويض المقرض عن قبوله منح الأموال لفترة زمنية محددة. أما التصنيف القوي فيعني تكلفة رأس مال أقل للمقترضين،

(47) Aline Darbellay, (2019), Ibid.

(48) Dodd-Frank, 2010, 497. Martin, D. B. H., & Franker, M. C. (2011, December). Rating agency regulation after the Dodd-Frank Act: A mid-course review. Insights, 25 (12), 6.

ولذلك تستخدم التصنيفات كأسلوب لتقدير تكلفة الدين الخاصة بشركة ما عندما لا تتمكن الشركة من استخدام أسلوب العائد حتى تاريخ الاستحقاق النهائي، فأسلوب التصنيف يقوم بالأساس بتحديد سندات المديونية المقارنة التي يمكن استخدام إيراداتها كبدائل (Proxies) (49).

7- المقارنة أو التحقق من الأنظمة الداخلية:

Benchmark or Validate Internal Systems:

يملك العديد من المقرضين والمستثمرين، خاصة الكبار نسبياً، نظاماً داخلياً لتقييم الجدارة الائتمانية، ومتابعة التغيير في الحالات التي تستدعي ضبط تكلفة رأس المال أو التقنين أو تحديث بنية المحافظ الاستثمارية التي تحتوي على سندات مديونية؛ لذلك تستخدم التصنيفات في المقارنة بين أنظمة التصنيف الداخلية والتحقق من أدائها، أما صغار المستثمرين والمقرضين ممن لا تتوافر لهم موارد بناء الأنظمة الداخلية، فغالباً ما يقومون بتكليف وكالات التصنيف بمهمة تقييم الجدارة الائتمانية لديون الشركات.

الفرع الثاني

أوجه القصور الموجهة لأداء وكالات التصنيف الائتماني

تقدم وكالات التصنيف الائتماني مجموعة من الخدمات للقطاع الاستثماري - سبق التعرض إليها - إلا أنه على الرغم من ذلك تصادفها أوجه من القصور، يمكنها أن تضعف جودة تقييمها للجدارة الائتمانية، نتناول ذلك على النحو التالي:

1- تضارب المصالح Conflict of Interest:

يظهر تضارب المصالح في المواقف التي يميل فيها أحد أطراف المعاملة لإصدار قرار يميل إلى المبالاة في النتيجة من أجل تحقيق مكسب شخصي أو مهني للقائم بالتصنيف. وتعتبر حالات التضارب في المصالح في مجال التصنيف ناشئة عن الضغوطات التي يواجهها أعضاء فريق عمل وكالة التصنيف عند عملية التصنيف، مما قد يؤثر على حكمهم وجودة تقييمهم، وترجع هذه المواقف في مجال التصنيف إلى هيكل الأجور Remuneration Structure في مؤسسات التصنيف، واستخدام التصنيفات في الأغراض التنظيمية، والعلاقات بين مُصدري السندات Issuers والفريق المختص بالتصنيف، والعلاقات بين المراقبين Regulators والفريق المختص بالتصنيف، أما فيما

(49) Aline Darbellay, (2014), Ibid.

يخص مصادر دخل وكالات التصنيف الائتماني فقد تغير مصدر الدخل بالنسبة لهذه الوكالات عبر الزمن، فحتى سبعينيات القرن العشرين كانت تأتي المدفوعات من خلال مبيعات الاشتراكات أو المطبوعات (للمستثمرين) التي احتوت على تصنيفات مُصدري السندات Issuers وسندات المديونية الخاصة بهم، ومع ازدياد الطلب على التصنيفات ازدادت التكاليف المرتبطة بتوفيرها، ولكي تعوض وكالات التصنيف هذه الزيادة بدأت في تحويل مصدر دخلها إلى مُصدري السندات أنفسهم.

ولا تخلو تلك المصادر من العراقيل، فمن ناحية، إذا اعتمد دخل الوكالة على مبيعات الاشتراك فقد يخضع المحلل المالي بهذه الوكالات إلى ضغط من جانب المستثمرين - ومن مشتري الاشتراكات الخاصة بهم - لإعطاء تصنيفات تبرر شراء سندات مديونية بعينها، ومن ناحية أخرى يُشير مصدر الدخل المعتمد على مُحري السندات إلى احتمالية قيامهم بممارسة الضغط على المحللين الماليين بخصوص تصنيف درجة الاستثمار Ranking Investment Grade للمساعدة في وضع الديون الجديدة.

وعلاوة على ذلك فإنّ تحديد وضع منظمة التصنيف الإحصائي المعترف بها وطنياً، والاستخدام المتزايد للتصنيفات في الأغراض التشريعية، يعزز من احتمالية حدوث هذا النوع من التضارب، لذلك أصبحت وكالات التصنيف مشتتة بين المستثمرين ممن يفضلون معايير التصنيف المرتفعة، ومُصدري السندات ممن يفضلون معايير التصنيف المنخفضة⁽⁵⁰⁾.

إنّ وجود هذا التضارب في المصالح بالأساس من شأنه أن يؤدي للانحياز في التصنيفات المخصصة لمُصدري السندات والسندات التي يصدرونها، والتصنيفات المنحازة تؤدي إلى مخاطر عدم دقة الجدارة الائتمانية للمُقترضين، مما سيؤدي إلى اتخاذ المستثمرين والمقرضين القرارات الخاطئة بخصوص جودة الإقراض وفرص الاستثمار، بالإضافة لذلك يتلقى مُصدرو السندات تمويلاً عن الاستثمارات التي قد لا تكون بالقوة أو الصلاحية المُفترضة فيها.

إنّ الشفافية تستلزم إفصاح وكالات التصنيف عن المعلومات العامة، فيما يخص أساليب التصنيف وعملياته؛ الأمر الذي يقلل التباين في المعلومات، ويحول دون أي التباس حول تقسيمات الائتمان أو مخاطر التأخر في السداد.

(50) Langohr and Langohr 2008: 187; Darbellay 2013, 12. Langohr, H., & Langohr, P. 2008. The raison d' Etr of credit ratings and their markets (Chapter 3). In H. Langohr & P. Langohr (Eds.), The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work and why they are relevant (pp. 89-125). Chichester: Wiley.

إنَّ غياب الشفافية في أداء وكالات التصنيف يرجع لعدم محاولة تلك الوكالات منع أي تباين في المعلومات بقدر استطاعتها، حيث إنَّ هذا الشأن يعزز أيضاً اختلال أسواق الأوراق المالية والانعكاس سلباً على قرارات المستثمرين⁽⁵¹⁾.

2- أساليب التصنيف Rating Methods:

لقد وجهت الأزمة المالية العالمية لأسواق المال سنة 2008 (Global Financial Crisis) GFC، وأزمة الرهن العقاري وتبعاتها في أغلب أرجاء العالم، إلى ضرورة الاهتمام بالصعوبات التي واجهتها وكالات التصنيف الائتماني في تقييم سندات المديونية الهيكلية (الأوراق المالية المدعومة بالأصول)، هذا ولم يكن من السهولة نقل أساليب التصنيف الخاصة بسندات المديونية التقليدية إلى تصنيف السندات الهيكلية، وعليه فقد ظهرت المسائل العالقة المتعلقة بالأساليب المستخدمة في تقييم سندات المديونية التقليدية ومُصدرها، فإذا لم تتمكن هذه الأساليب من إيضاح أساسيات وديناميكيات مخاطر الائتمان فلن تُصبح جودة التصنيفات قوية كما ينبغي، كما أن التصنيفات المتحيزة ترفع من مخاطر التأخر في السداد مما يؤثر سلباً على أسواق الأوراق المالية والنظام المالي بوجه عام.

3- البطء والميل ما بعد التقلب Sluggishness and Pro-Cyclicality:

لقد نسب إلى وكالات التصنيف بطء تكيفها مع التغيرات في حالات السوق المالية، وعادة ما يرجع هذا الأمر إلى ميل التصنيفات نحو الدورية Through the cycle، والاهتمام بصورة أقل بالتغيرات في جودة الائتمان القصير الأجل، وبناء على ذلك فالتغيرات في التصنيفات ستكون بطيئة إذا تطلب الأمر وقتاً لتحديد ما إذا كان التراجع الاقتصادي دورياً أو أكثر ثباتاً؛ لذلك يُطرح سؤال حول قدرة الأساليب الدورية على إيضاح الديناميكيات المرتبطة بمخاطر عدم السداد، أما أساليب التصنيف لفترة معينة من الزمن فهي محاولة لتجنب هذه الظاهرة، إلا أن أثرها السلبي سيتمثل في التأثير الشديد بتقلب الأسواق المالية⁽⁵²⁾.

ومن الغريب أن التغيرات في التصنيف يُفترض أنَّها تميل إلى كونها ما بعد دورية (Pro-cyclical)، على الرغم من أنَّ وكالات التصنيف تقوم بالتصنيف خلال الدورة، ويؤدي اتسام تغيرات التصنيف لما بعد الدورية إلى إحداث الاختلال في القطاع المالي وقطاع العقارات؛ لذلك نُسبت ما بعد الدورية إلى استخدام التصنيفات في الأغراض

(51) Aline Darbellay, (2013), Ibid.

(52) Van Gestel and Baesens 2009: 155), White 2010; Langohr and Langohr 2008: 369; Darbellay 2014: 186 - 88.

التنظيمية مثل (Basel II) علاوة على تأثير محاسبة القيمة العادلة، ففي ذروة الدورة يكون أداء الأصول جيداً وتنخفض مخاطر التأخر في السداد، ومع مرور الوقت ترتفع التصنيفات بما يعكس مخاطر منخفضة من حيث التأخر في السداد، وفي حالة التراجع ترتفع مخاطر التأخر في السداد وتنخفض التصنيفات، وقد يتسبب هذا التراجع في تقادم عدم الاستقرار المالي إذا اضطرت البنوك إلى شطب الأصول والبدء في تقنين الائتمان، ومن الممكن أن يؤدي تراجع التصنيف أيضاً إلى عدم استقرار في الأسواق المالية مع تغير مواقف المستثمرين⁽⁵³⁾.

4- هيكل السوق والمنافسة :Market Structure and Competition

يخضع مجال التصنيف إلى معايير وكالة ستاندرد آند بوزر، ووكالة موديز، ووكالة فيتش، وقد أدت هذه الهيكلية والتعمق إلى وصف المجال بأنه ينال من التنافسية، ويتفق هذا الوصف مع المفهوم الاقتصادي السائد حول المنافسة بأن هناك العديد من الشركات الصغيرة التي لديها المعلومات الممتازة والقوة السوقية الضئيلة التي لا تكفي للتأثير على سعر منتجاتها؛ لذلك ينجذب هذا المجال بطبيعة الحال نحو الشركات الكبيرة بسبب (اقتصاديات السعة) التي تتميز بجمع وتقييم ونشر المعلومات؛ الأمر الذي يضع حاجزاً كبيراً أمام فرص الدخول والخروج وتُعززه، وضع منظمة التصنيف الإحصائي المعترف بها وطنياً، ولذلك يجعل غياب منافسة وكالات التصنيف غير حريصة على تحسين منتجاتها وإعمال التقصي اللازم⁽⁵⁴⁾.

5- دوافع التصنيف :Rating Triggers

قد يؤدي تراجع تصنيفات إصدارات السندات إلى تغيير المستثمرين لموقفهم إذا طلب منهم امتلاك أوراق مالية من الدرجة الاستثمارية، ويمكن أن يحدث رد فعل من جانب السوق إذا قامت وكالة تصنيف كبيرة بخفض تصنيف أصل من الأصول المملوكة لمجموعة كبيرة Widely Held Asset، حيث يميل المستثمرون إلى البيع الجماعي، كما أنّ خفض التصنيف أيضاً يؤدي إلى ضغط المقرض على الشركة كي ترد المال قبل الميعاد المحدد، أو تزيد من سعر الفائدة على دينها، ومن الممكن أن يبدأ المستثمرون الآخرون في تجنب التعامل مع هذه الشركة.

(53) أحمد الغندور، مقررات بازل II، وبازل III، كمدخل لتحقيق استقرار النظام المالي المصرفي، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد 3، - الجزء 2، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2010.

(54) Aline Darbellay, (2013), Ibid.

6- غياب المساءلة *Lack of Accountability*:

أُغفيت وكالات التصنيف للحماية من المساءلة لعقود عديدة منذ اتفاقية السندات المالية عام 1933، ولم يتغير هذا الأمر حتى الآن، حيث لم تتحقق المسؤولية على الوكالات بصدد قرارات التصنيف التي تعدها. وليس المقصود من هذا أنها غير مُساءلة، بل حيث إنه من الصعب إثبات المسؤولية إذا كانت آراء هذه الوكالات تُفسر على أنها حرية تعبير، ومثل غياب المنافسة يؤدي هذا الأمر إلى إبعاد الدافع إلى تحسين الجودة وتطبيق التقصي اللازم في أساليب التصنيف⁽⁵⁵⁾.

7- التباين بين التصنيفات المطلوبة وغير المطلوبة

Inconsistency between Solicited and Unsolicited Ratings:

تُبنى التصنيفات المطلوبة على مزيج من المعلومات العامة والخاصة، أما التصنيفات غير المطلوبة فتُبنى على المعلومات العامة فقط، وهناك دلائل على أن التصنيفات غير المطلوبة قد تكون أقل تفصيلاً⁽⁵⁶⁾، علاوة على ذلك فقد تنسب إلى وكالات التصنيف في بعض الحالات باستخدام قوتها السوقية في فرض عملية تحويل التصنيفات غير المطلوبة إلى تصنيفات مطلوبة من أجل رفع التصنيف وتقليل تكلفة رأس المال⁽⁵⁷⁾.

8- ضعف التقصي اللازم *Weak due Diligence*:

يرتبط التقصي اللازم بمراجعة المنتجات - أي التصنيفات في هذه الحالة - للتأكد من أدائها، ولوحظ أن التقصي اللازم من قبل وكالات التصنيف كان أكثر تراخياً قبيل حدوث الأزمات المالية⁽⁵⁸⁾. ويعتبر التقصي اللازم باهظ التكلفة، ولا يسهم بصورة مباشرة في الدخل الوارد إلى وكالات التصنيف، على الرغم من ذلك إلا أنه أمر ضروري من حيث

(55) بصدد المسؤولية، لا يمكن إغفال القرار الأوروبي في عام 2013، وكذلك Dodd Frank Act في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث اقترحا نظام مسؤولية تلك الوكالات سواء على الصعيد المحلي أو الدولي، لكن تعذر التطبيق بسبب بعض المشاكل الدولية، في تفاصيل ذلك انظر:

Charles Bergier, Ibid. p. 21.

(56) Partnoy 1999; Langohr and Langohr 2008: 423. Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of financial markets; Two thumbs down for the credit rating agencies. Washington University Law Quarterly, 77, 619-712. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.167412>.

(57) Van Gesterl and Baesens 2009: 155.

(58) Coffee 2009; Alcubilla and Del Pozo 2012: 186-87; SEC 2003, 2008 Alcubilla, R.G., & Pozo, J.R. (2012). Credit rating agencies on the watch list. OUP: Oxford. Alessi, C., Wolverson, R., & Sergie, M.A. (2013), October 22). The credit rating controversy. <http://www/cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328..> Alcubilla, R.G., & Pozo, J.R. (2012). Credit rating agencies on the watch list (pp.36-46) Oxford: OUP.

كشفت التباين بين تقييمات جودة الائتمان والنتائج الفعلية، فهو يكشف عن الأساليب ذات الأداء الضعيف؛ لذلك لا يساعد ضعف التقصي اللازم في تقليل الاختلال الجوهرية في المعلومات، ونتيجة لذلك يزداد خطر قيام الشركات والمستثمرين باتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل السيئة⁽⁵⁹⁾.

(59) Charles Bergier, Ibid. p. 22.

الخاتمة:

مما سبق يمكننا أن نعرض ما توصلنا إليه من نتائج، وما نقترحه من توصيات.

أولاً: النتائج

- أدت الأزمة المالية العالمية في عام 2008 إلى فقدان وكالات التصنيف الائتماني لمكانها المتميز، وذلك بالرغم من التشريعات التي تحكّم أطر عملها، ولكن بالرغم من ذلك سوف تستمر تلك الوكالات في القيام بدور حيوي بشكل أكثر حرصاً؛ نظراً لأن البدائل الأخرى لتقييم المخاطر في الأسواق لا تقدم البديل الكافي للتصنيفات الائتمانية.
- ليست وكالات التصنيف الائتماني الجهة الوحيدة التي عجزت عن التنبؤ بحدوث الأزمات العالمية، بل فشلت أيضاً أطراف أخرى في النظام المالي، مثل البنوك والمستثمرين والجهات التشريعية، في توقع الأزمات المالية، وبالرغم من تركيز هذه الأطراف على تقييم المخاطر الائتمانية، إلا أنّ الأمر كان يتطلب اتخاذ مستويات أعلى من الحذر، وتحسين أساليب ومعايير التصنيفات الائتمانية.
- يُمثل عنصر غياب عامل عدم تعارض المصالح واحداً من أهم العوامل التي أدت إلى فشل عمل وكالات التصنيف العالمية، والتي قامت بمنح تصنيفات ممتازة وجيدة جداً لاستثمارات مالية ذات مخاطر عالية للغاية مع جدارة ائتمانية منخفضة خلال الأزمة المالية العالمية في 2008، إلا أنّ هذا لا يعني فقدان الثقة في الاعتماد على التصنيف الائتماني، فهو يمثل أهم الأدوات اللازمة لآلية عمل السوق بكفاءة.

ثانياً: التوصيات

- إنّ الأمر يتطلب وضع قيود دولية أكثر صرامة على عمل وكالات التصنيف الائتماني، ووضع آليات للمحاسبة وتحميلها للمسؤولية، فيما لو أصدرت تقريراً ائتمانياً معيناً مخالفاً للحقيقة.
- كما ينبغي أن تكون وكالات التصنيف الائتماني مستقلة، كي تتسم تصنيفاتها بالموضوعية لتجنب مسألة تعارض المصالح، مما يؤثر سلبياً على المستثمرين.
- تسهم وكالات التصنيف الائتماني في تحديد المخاطر الائتمانية والمشاركة في سوق الاستثمارات، غير أنّ ذلك لا يعفي المستثمرين من ضرورة التعمق في

تحديد مخاطر الاستثمار وتحليلها، فتصنيفات الوكالات ليست صكوك براءة وشهادات حسن سلوك يتم الأخذ بها بلا تمحيص وتدبر، بل هي محاولة إعطاء المستثمر الفرصة لمقارنة حساباته بحسابات ووجهات نظر أطراف أخرى.

- وأخيراً فيما يتعلق بتقييم الجدارة الائتمانية الذي تقوم به وكالات التصنيف، بالرغم من أن الهدف منه هو بيان قدرة المدين على تسديد الديون المستحقة عليه مستقبلاً، ومدى توافر الإرادة للوفاء بالتزاماته المالية في الآجال المتفق عليها، لكن هذا التحليل يقتضي النظر إليه بعمق ودراية للوقوف على مدى واقعيته وسلامته، حتى يمكن الاعتماد عليه من قبل المستثمرين.

المراجع:

أولاً: باللغة العربية

- أحمد الغندور، مقررات بازل II، وبازل III، كمدخل لتحقيق استقرار النظام المالي المصرفي، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد 3، الجزء 3، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2010.
- أحمد طلفاح، فهم تصنيف الجدارة الائتمانية، المعهد العربي للتخطيط، 2005، للاطلاع على الموقع التالي: www.kibs.edu.kw
- أماني بورسلي، التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل II، 2013، للاطلاع على الموقع التالي: www.capstandards.com
- طاهر شوقي مؤمن، التصنيف الائتماني للأوراق المالية، مجلة المعيار، العدد 3، جامعة الإمام مالك، دبي، الإمارات، يناير 2014.
- محمد عبد النبي، أطر الرقابة المصرفية، المعهد المصرفي المصري، البنك المركزي المصري، القاهرة، 2012.
- منير إبراهيم هندي،
 - الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2012.
 - أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- منة الله محمود إبراهيم، تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في إدارة الأزمات، المعهد المصرفي المصري، البنك المركزي، القاهرة، 2015.
- نبيل حشاد، دليلك إلى التصنيف الائتماني الداخلي والتصنيف الائتماني الخارجي، اتحاد المصارف العربية، سلسلة موسوعة بازل، 2016، المعهد المصرفي البنك المركزي المصري، القاهرة، للاطلاع على الموقع التالي: www.ebi.gov.eg.
- علي بن بلعزوز ود. أحمد مداني، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية والبحث عن مخرج لها، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ديسمبر 2010، للاطلاع على موقع التالي: www.iefpedia.com

- فائزة لعراف، مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2013.
- خليل فيكتور تادرس،
- شرح قانون التجارة الكويتي: دراسة مقارنة بالقانون المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية الأخرى، كلية القانون الكويتية العالمية، 2019.
- شرح قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 ولائحته التنفيذية على ضوء آراء الفقهاء وأحكام القضاء، كلية القانون الكويتية العالمية، 2020.

ثانياً: باللغة الأجنبية

أ- باللغة الإنجليزية:

- Aline Darbellay and F. Partnoy, Credit rating agencies and regulatory reform (University of San Diego Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083), April 2012.
- Aline Darbellay,
 - Regulating Credit Rating Agencies, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2013.
 - Regulating Credit Agencies, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2014.
- Bertelsmann and P. Gavras, Ratings game, Finance & Development, March 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/03/gavras.htm>.
- C. Alessi and R. Wolverson and M.A Sergie, The credit rating controversy, (2013, October 22).
- Dodd-Frank, (2010), 497. Martin, D. B. H., & Franker, M. C. (2011, December). Rating agency regulation after the Dodd-Frank Act: A mid-course review, Insights, 25(12), 6.
- Durie, Credit Rating Agencies, Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union, 2012. <http://ssrn.com/abstract=2042111>.
<http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>.

- Langohr and Langohr (2008), 187; Darbellay 2013, 12. Langohr, H., & Langohr, P. (2008). The raison d'Etr of credit ratings and their markets (Chapter 3). In H. Langohr & P. Langohr (Eds.), The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work and why they are relevant, Chichester: Wiley.
- Raquel Garcia Alcubilla and Javier Del Pozo 2012, Credit Rating Agencies on the Watchlist, Oxford and New York, Oxford University Press.
- Van Gestel and Baesens (2009) White 2010; Langohr and Langohr 2008: 369; Darbellay 2014.
- Vit Joao Garcia Bubak, "Fitch Solutions Credit Default Swap Indices Methodology" Fitch Solutions Quantitative Analysis, Special Report, 2016.

ب- باللغة الفرنسية:

- Aline Darbellay and Frank Partnoy, Agences de notation et conflits d'intérêts, Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105).
- B. Audit, Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation, revue critique de droit international privé, n°.3, France 2011.
- Bismuth Régis, la coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public, Bruylant France 2011.
- Charles Bergier, le contrôle international de notation financières, thèse de doctorat, Droit université Côte-d'Azur, France 2018.
- Dominique Carreau and Patrick Juillard, Droit international économique, 5^{ème} édition, Dalloz 2013.
- F. Pernazza, La régulation des agences de notations financières aux USA et dans l'UE ; de l'opposition à l'équivalence?, www.associazionepreite.it, 2010.
- Vittorio De Filippis, les agences de notation, un thermomètre en questions, libérations, France 2011.

المحتوى:

الصفحة	الموضوع
131	الملخص
132	المقدمة
136	المبحث الأول- التعريف بالتصنيف الائتماني للأوراق المالية
136	المطلب الأول- مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه وأهميته
136	الفرع الأول- ماهية التصنيف الائتماني وأهميته
138	الفرع الثاني- معايير التصنيف الائتماني
144	المطلب الثاني- وكالات التصنيف الائتماني
146	الفرع الأول- وكالة ستاندرد آند بورز Standard & Poor's
149	الفرع الثاني- وكالة «موديز Moody's»
151	الفرع الثالث- وكالة «فيتش للتصنيف Fitch Ratings»
154	المطلب الثالث- الأوراق المالية الخاضعة للتصنيف
155	الفرع الأول- الأسهم Securities
158	الفرع الثاني- السندات والصكوك
161	الفرع الثالث- وثائق الإيداع والاستثمار
162	المبحث الثاني- دور وكالات التصنيف الائتماني في توجيه الاستثمار
162	المطلب الأول- دور وكالات التصنيف الائتماني
163	الفرع الأول- أنواع التصنيف الائتماني
164	الفرع الثاني- مضمون التصنيف الائتماني
166	المطلب الثاني- المهام الإيجابية وأوجه القصور لمؤشرات التصنيف الائتماني وتقييم الجدارة الائتمانية والتميز وانعكاساتها على الاستثمار
166	الفرع الأول- المهام الإيجابية لمؤشرات التصنيف الائتماني
171	الفرع الثاني- أوجه القصور الموجهة لأداء وكالات التصنيف الائتماني
177	الخاتمة
179	المراجع