

## دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها

### *The Role of Credit Rating Agencies in the Production of Crisis in the Financial Markets and Reform Requirements*

أمداني أحمد أستاذ مساعد-أ-  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - الشلف-  
drmedaniahmed.dz@gmail.com

#### ملخص

أدى انفتاح الأسواق المالية والإفراط في إصدار المنتجات المالية إلى تسارع ظهور الأزمات المالية فيها وتربطها، وانتقال عداها بين هذه الأسواق، وامتدادها إلى قطاعات الإقتصاد الأخرى، وزيادة عدد الفاعلين والمتسببين فيها، حتى أصبح واضحاً الآثار العميقة لتلك الأزمات المالية العالمية على الإقتصاديات المتقدمة والصاعدة على حدٍ سواء، كما بات لزاماً أيضاً أن تتحمل الأطراف المسببة لهذه الأزمات كل مسؤولياتها بشأن هذه الآثار.

ومن الأطراف المساهمة في تشكيل البنية التحتية للأسواق المالية ورفع كفاءتها، والفاعلة في نشوب الأزمات المالية، نجد وكالات التصنيف الائتماني العالمية التي اتهمت بعجزها عن منح الجهات التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها قبيل وأثناء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمات تسعينات القرن العشرين.

ولإذكاء حريق الأزمة المالية العالمية والأزمات المالية المستقبلية، توجد عملية مراجعة واسعة لنطاق الإشراف والرقابة على هذه الوكالات سعياً لإصلاحها، وبالمقابل بدأت تبرز وكالات التصنيف الإسلامية كبديل منافس لتغطية جوانب القصور وما أغفلته وكالات التصنيف التقليدية، تحتاج إلى الدعم والتطوير. **الكلمات الدالة:** وكالات التصنيف الائتماني، أزمات الأسواق المالية، محددات التصنيف الائتماني، الإخفاق في التصنيف، الإصلاح المالي، التصنيف الإسلامي.

#### Abstract:

The opening of financial markets and the exaggeration in the issuance of financial products contributed in the acceleration of the emergence of financial crises and their correlation, and the propagation of its contaminating effects throughout these markets as well as the other sectors of the economy. It also increases the number of agents responsible for these crises to such an extent that the profound effects of the global financial crisis become clear on both the developed and emerging economies. Thus the Parties that have caused this crisis must bear all responsibilities concerning these effects.

Among the parties that contributed in shaping and lifting the efficiency of the infrastructure of the financial markets we find the international credit rating agencies which have been accused of helplessness on granting parties the receivable rating or exaggeration in granting these rating before and during the happening of the global financial crisis 2008, and crises of nineties of the 20` century.

In order to find a solution to the global financial crisis and the future financial crises, there is an extensive review process for the range of supervision and control on these agencies in order to reform it. However, the Islamic rating agencies began to emerge as an alternative competitor to cover the deficiencies and what the traditional rating agencies forgotten, but they need support and development.

**Key words:** Credit rating agencies; Financial market crises; Determinants of credit rating; Failure rating; Financial reform; the Islamic rating

تصدرها- من خلال إخفاقتها في إصدار التصنيفات الائتمانية للجهات المصنفة والمبالغته في ذلك، وبالتالي متطلبات إصلاحها وإيجاد البديل الشرعي لها.

**مشكلة البحث:** يسعى بحثنا للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: كيف ساهمت وكالات التصنيف الائتماني في نشوب الأزمات داخل الأسواق المالية؟ وما هي متطلبات إصلاحها؟

**منهجية البحث:** اتبعنا في بحثنا المنهج الاستنباطي بأدائه الوصف والتحليل في عرض مفهوم صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته، وتأثير تلك الوكالات على أسواق رأس المال، وأهم النقاط التي ينبغي إصلاحها لتقويم دورها وأدائها بشكل سليم.

**أقسام البحث:** لمعالجة مشكلة البحث، حاولنا حصرها والإجابة عنها من خلال المحاور التالية:

- أولاً: صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته.
- ثانياً: وكالات التصنيف الائتماني وأزمات أسواق رأس المال.
- ثالثاً: متطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لإجتناوب الأزمات المالية مستقبلاً.

**أولاً: صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته.**

1 - مفهوم التصنيف الائتماني : بعد صدور مؤشرات الجدارة الائتمانية لأول مرة من طرف «جون مودي John Moody» عندما صنف سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1909، انتشر التصنيف الائتماني للحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع وازدهر، وتعددت أنواعه، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم به، والتي من أبرزها وكالة «موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service» ووكالة «ستاندر أند بورز Poor's&Standard» ووكالة «فيتش للتصنيف Fitch Ratings» وكل منها يمارس نشاطه في تقويم 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<sup>(1)</sup>.

يُعرّف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها<sup>(2)</sup>. كما أن التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول:

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

ازدهر نشاط التصنيف الائتماني وتعددت أنواعه في السنوات العشر الأخيرة من القرن الماضي وحتى الوقت الراهن، لاسيما بعد انفتاح الأسواق المالية واندماجها وتزايد الإصدارات من المنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم بصناعة التصنيف الائتماني وإصدار درجات التصنيف الائتمانية، والتي من أبرزها وكالة «موديز لخدمة المستثمرين»، ووكالة «ستاندر أند بورز»، ووكالة «فيتش للتصنيف»، وكل منها يمارس نشاطه في تقويم 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.

وساهم تأثيرها القوي وثقتها المكتسبة في تحولها كأحد أهم اللاعبين في النظام الإقتصادي العالمي، تلعب دوراً محورياً في الأسواق المالية الحديثة، كما أن لها دوراً أساسياً في دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق المساهمة في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقرضين والمقترضين من جانب، والمقرضين والمستثمرين لإتخاذ قراراتهم بثقة أكبر من جانب آخر، وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بالشركات من خلال ما تصدره من تصنيفات إئتمانية في شكل درجات ومستويات محددة.

وفي إطار قيام وكالات التصنيف الائتماني بصناعة التصنيف الائتماني، اتهمت هذه الوكالات بدخولها كأحد الأطراف الفاعلة في نشوب الأزمات المالية العالمية (أزمات تسعينات القرن العشرين والأزمة المالية في أغسطس 2008) بعجزها عن منح الجهات التقييمات التي تستحقها أو المبالغته في منحها قبل وأثناء حدوث هذه الأزمات.

وسيتناول هذا البحث الإطار العام لصناعة التصنيف الائتماني وأهم وكالاته، ودور وكالات التصنيف الائتماني في نشوب الأزمات في الأسواق المالية، ومتطلبات إصلاحها وإمكانية إيجاد البديل الشرعي المناسب لها.

**أهمية البحث:** تتبع أهمية بحثنا من ضرورة الحفاظ على استقرار الأسواق المالية لأداء دورها بشكل فعال، ومجانبة كل ما يمكنه أن يزعزع ذلك الاستقرار. لكن ومع زيادة الأدوات المالية الإستثمارية ذات المخاطر وتنوعها، وقصور كفاءة المعلومات، أصبح من الصعب إتخاذ القرار الإستثماري بشكل سليم، فظهرت وكالات التصنيف الائتماني لحل هذه المشكلة، إلا أنها لم تؤد دورها كما يجب بسبب ضعف الرقابة عليها، فساهمت في بروز الأزمات المالية بدلاً من الحد منها، وهو اتهام قوي وجه إليها، وجعل الحكومات تعيد النظر في عديد نقاط ضعف هذه الوكالات لإصلاحها.

**هدف البحث:** يهدف هذا البحث إلى إبراز الدور الأزمات لوكالات التصنيف الائتماني في الأسواق المالية -بعد توضيح أنواعها ودورها ومختلف درجات التصنيف الائتماني التي

والرقم 2 على منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. في حين تضيف وكالات ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف «+» أو «-» إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير على مستوى الجودة الائتمانية ضمنها. ويمكن توضيح مستويات الإستثمار والمضاربة ضمن درجات التصنيف الائتماني المختلفة حسب كل من وكالة موديز، ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف من خلال الجدول التفصيلي التالي:

جدول رقم (1):

درجات التصنيف الائتماني حسب وكالات S&P و Moody's و Fitch

توضيح للرموز المستعملة من قبل وكالات التصنيف الائتماني العالمية					
معدلات الخسارة عند كل درجة	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's	الوصف	مستوى المخاطر الائتمانية
%0.0016	AAA	AAA	Aaa	الأكثر أماناً	درجة الإستثمار
%0.0171	AA+	AA+	Aa1	جدارة إئتمانية عالية	
%0.0374	AA	AA	Aa2		
%0.0781	AA-	AA-	Aa3		
%0.1436	A+	A+	A1	جدارة إئتمانية متوسطة إلى عالية	
%0.2569	A	A	A2		
%0.4015	A-	A-	A3		
%0.6050	BBB+	BBB+	Baa1	جدارة إئتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة	
%0.8690	BBB	BBB	Baa2		
%1.6775	BBB-	BBB-	Baa3		
%2.9040	BB+	BB+	Ba1	غير استثمارية	درجة المضاربة
%4.6265	BB	BB	Ba2		
%6.5230	BB-	BB-	Ba3		
%8.8660	B+	B+	B1	مخاطرة	
%11.3905	B	B	B2		
%14.8775	B-	B-	B3		
%19.9726	CCC	CCC+	Caa1	مخاطرة عالية	
%26.8125		CCC	Caa2		
%38.4017		CCC-	Caa3		
%55.0000			CA		
%100.0000			C	متعثرة	
	DDD				
	DD				
	D	D			

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على:

- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى 2008، ص: 126.

- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية (عمان: دار وائل، الطبعة الأولى 2005)، ص: 120-122.

- Peter S. Rose, Jone W. Kolari & Donald R. Fraster. Financial Institutions & Managing Financial Services. Boston : Irwin. Fourth Edition. 1993. p : 10.

- شركة أرقام بزنس إنفو، ما هي وكالات التصنيف الائتماني وكيف تعمل؟؟، مقال بتاريخ 2011/08/07 على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.argaam.com/Portal/Content/ArticleDetail.aspx?articleid=224560>

❖ معدلات الخسارة عند كل درجة من درجات التصنيف الائتماني (متوسط السنوات بين 2004 و2009) حسب وكالة موديز.

وتعتبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الإلتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد. كما يُعَوَّل كثيراً على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف خصوصاً للحكومات والمؤسسات المالية والمصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع بناءً على معايير كمية ونوعية، إذ أصبحت أسواق رأس المال حساسة لدرجة التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف الائتماني، ذلك أنها تؤثر على قدرة الشركات والدول على الدخول إلى أسواق رأس المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن غياب المعلومات الكافية لاتخاذ قرار الإستثمار في شراء الأدوات المالية المصدرة، يدفع المستثمر إلى اللجوء إلى التصنيف الائتماني لقياس مستوى المخاطر المالية وقدرة المدين على الوفاء بالإلتزامات المالية. كما أن تغيير السندات المصدرة يؤثر على أسعارها في أسواق الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

2 - درجات التصنيف الائتماني : تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار درجات للتصنيف الائتماني تعبر عن رأي المصدر ورغبته على مقابلة التزاماته المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد مثل الفوائد، أصل القرض، ومبلغ التأمين وغيرها. ويعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفحتها مؤشراً لمدي قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم والتي قاموا باستثمارها.

ونظير إجراء عمليات التصنيف، تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية رموزاً في شكل حروف أبجدية للدلالة على جودة الإئتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية، وهي:

1.2 - درجة الإستثمار: وهي مؤشر لإنخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز «Aaa, Aa, Baa» وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز «BBB, Aa, AA, AAA» بالنسبة لوكالاتي ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف.

2.2 - درجة المضاربة: وهي مؤشر لارتضاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز «B, Caa, C, Ca, Caa, B» بالنسبة لوكالة موديز، والرموز «C, CC, CCC» بالنسبة لوكالاتي ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف.

كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية ضمن 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،

3.3 - وكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings: تعد وكالة فيتش أحد أهم من يقدم التصنيفات الائتمانية في معظم الأسواق المالية العالمية، تغطي أكثر من 150 بلداً حول العالم. أنشئت نتيجة لإندماج شركتي فيتش وإيكا سنة 1997، ومن ثم الإندماج مع Duff & Phelps و Thomson Financial و Bank Watch في سنة 2000.

4 - أهم أنواع التصنيفات الائتمانية ومحدداتها: تتعدد أنواع التصنيفات الائتمانية من خلال تقسيمها وفق عدة معايير (معايير الفترة الزمنية، معيار الأداة المصنفة، معيار الجهة المصنفة، معيار طالب التصنيف)، إلا أن التركيز ينصب على دراسة أهم نوعين من هذه التصنيفات، حيث يتعلق النوع الأول بالتصنيف الائتماني السيادي لأهميته في أنه مفتاح التصنيفات الائتمانية الأخرى، أما النوع الثاني فهو خاص بالتصنيف الائتماني للمصارف بصفته مثالا عن أحد أهم أنواع المؤسسات المالية وهي المصارف.

#### 1.4 - التصنيف الائتماني السيادي:

1.4.1 - مفهوم التصنيف الائتماني السيادي: يُعرّف التصنيف الائتماني السيادي بأنه رأي وكالة التصنيف الائتماني في تقييم الحالة المستقبلية للمقدرة المالية السيادية ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد. وكلما حصل البلد على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع، كلما انخفضت احتمالات عدم الوفاء بالتزامات المالية في حال تعرض البلد للأزمات المالية والإقتصادية<sup>(8)</sup>. وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني معايير كمية وموضوعية لتحديد مخاطر الائتمان السيادية، وإصدار درجة التصنيف الائتماني السيادي<sup>(9)</sup>.

ويُعبّر التصنيف الائتماني السيادي عن مخاطر عدم سداد الدولة لديونها المستحقة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن تخلف الحكومة عن سداد ديونها للحكومات الأخرى والمؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لا يؤدي إلى تخفيض درجة التصنيف الائتماني السيادي إلى الدرجة «D» وهي درجة عدم السداد، ذلك أنه يؤخذ بالإعتبار في تحليل التصنيف الائتماني السيادي معلومات أخرى تتعلق بالرغبة في سداد الديون المستحقة بالإضافة إلى الملاءة المالية. لذلك فإن التصنيف الائتماني السيادي لا يأخذ الدرجة «D» إلا بعد أن تتأكد وكالة التصنيف الائتماني بأن حالة العجز المالي قد تحققت بالفعل ولم يعد بالإمكان تفاديها، وأنها ليست ناجمة عن عدم رغبة الدولة السيادية في سداد ديونها المستحقة. وتجدر الإشارة إلى أن نسبة العجز في سداد الإلتزامات المالية للدول السيادية المصنفة من قبل وكالة فيتش للتصنيف قد بلغت 0.89% خلال الفترة الممتدة بين عامي 1995 و 2006، ولم تسجل أية حالة من العجز في سداد الديون المستحقة للدول التي أعطيت درجة الإستثمار في التصنيف الائتماني السيادي (من AAA وحتى BBB).

3 - أشهر وكالات التصنيف الائتماني: تقوم وكالات التصنيف الائتماني بشكل عام بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات. وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات.

ويوجد العديد من وكالات التصنيف الائتماني حول العالم إلا أن هناك ثلاث شركات بالتحديد يطلق عليها الشركات الثلاث الكبرى وهي «ستاندر أند بورز» و«موديز» و«فيتش»، وكلها شركات أمريكية المنشأ.

وتسيطر كل من «ستاندر أند بورز» و«موديز» على تصنيف أكثر من 80% من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو الحكومات أو البلديات والحكومات المحلية فيما تعد «فيتش» أقل سمعة نسبياً، مقارنةً بالشركتين الأخريين. وبالعموم، فإن الشركات الثلاث تسيطر على ما يراوح بين 90 و 95% من سوق إصدارات الديون في العالم.

وتتميز هذه الوكالات الثلاثة بخبرتها الطويلة في صناعة التصنيف الائتماني، وإمكاناتها الكبيرة المادية منها والبشرية، واستمدت شهرتها المتزايدة من كونها الوحيدة تقريباً القادرة على إجراء جميع أنواع التصنيفات الائتمانية لا سيما التصنيفات السيادية، وتصنيف مختلف أنواع الديون، والمنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة، بالإضافة إلى انتشارها الواسع في عدد كبير من دول العالم<sup>(4)</sup>.

1.3 - وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service: تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية، كما أنها توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقييم مخاطر الائتمان، وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة<sup>(5)</sup> في جميع أنحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف، منهم أكثر من 1000 محلل إئتماني. وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية:

- 100 تصنيف إئتماني سيادي.
- 12000 تصنيف للشركات.
- 29000 تصنيف للسندات المالية العامة.
- 96000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

2.3 - وكالة ستاندر أند بورز Poor's&Standard: تعتبر أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الإستثمارية الأفضل، من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقييم المخاطر والأبحاث المختلفة التي تخص الإستثمار. يعمل لديها ما يزيد عن 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلداً حول العالم، بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية في سنة 1922<sup>(6)</sup>.

قامت بإصدار أكثر من مليون تصنيف إئتماني، وقامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون، كما تملك واحداً من أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية وهو مؤشر «S&P500»<sup>(7)</sup>.

2.1.4 - دور التصنيف الائتماني السيادي: يؤثر التصنيف الائتماني السيادي على الإقتصاديات من خلال ما يلي<sup>(10)</sup>:

- يعتبر التصنيف الائتماني السيادي أحد أهم العوامل في تحديد معدل الفائدة والذي بموجبه تقتصر الحكومة من المؤسسات المالية الدولية. ومن أجل الحصول على تكاليف تنافسية ونفاذ واسع إلى أسواق رأس المال العالمية، يتعين الحصول على درجة تصنيف إئتماني مرتفعة ضمن درجة الإستثمار من قبل وكالة موديز أو وكالة ستاندر أند بورز ووكالة فيتش. حيث يعكس التصنيف الائتماني المرتفع معدل الفائدة المنخفض.

- يؤثر التصنيف الائتماني السيادي على التصنيف الائتماني للمصارف والشركات والأوراق المالية في البلد بشكل إيجابي أو سلبي. ذلك أنه لا يمكن للشركات أو الأوراق المالية المصنفة أن تحصل على تصنيف إئتماني أعلى من التصنيف الائتماني السيادي، إذ لا يمكن لها أن تتخطى المخاطر السيادية للدولة بأي حال من الأحوال. وبالتالي فإن رفع أو تخفيض درجة التصنيف الائتماني السيادي يؤدي إلى رفع أو تخفيض الوحدات تحت السيادية المصنفة.

- إن التصنيف الائتماني السيادي المنخفض يؤثر بشكل سلبي على النمو في الإقتصاديات الناشئة، ذلك أنه يزيد من تكلفة الإقراض اللازمة لتحقيق معدلات النمو المطلوبة.

3.1.4 - محددات التصنيف الائتماني السيادي: لا يوجد نموذج يمكن أن يحدد جميع العوامل التي تؤثر على الملاءة المالية السيادية. وإن العوامل التي تأخذها وكالات التصنيف الائتماني بالإعتبار من أجل إطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي يمكن إبرازها من خلال النقاط التالية<sup>(11)</sup>:

- التوازن الإقتصادي الكلي.  
- التركيب الهيكلي للإقتصاد، ومدى حساسيته للتعرض للخدمات الإقتصادية، والمخاطر السياسية.  
- المالية العامة للدولة والتمويل النقدي.  
- قوة القطاع المالي والمصرفي، وعلاقته باستقرار الإقتصاد الكلي والإلتزامات السيادية الطارئة.  
- الموارد المالية الخارجية، وميزان المدفوعات، وتدفق رأس المال، بالإضافة إلى تركيبة الدين الخارجي.

#### 2.4 - التصنيف الائتماني للمصارف:

1.2.4 - مفهومه: تعبر درجة التصنيف الائتماني للمصارف عن رأي وكالة التصنيف الائتماني في مدى إمكانية دخول المصرف في صعوبات مالية، وبالتالي ندى احتياجه إلى الدعم والمساعدة المالية في المستقبل.

وتبدأ خطوات إعداد التصنيف الائتماني للمصرف بقيام وكالة التصنيف بتحليل البيئة الإقتصادية والتشغيلية له ثم إعداد استبياناً متعلقاً به، بعده يتم عقد إجتماع مع الإدارة العليا للمصرف بهدف الحصول على معلومات عامة عن أنشطة المصرف المتنوعة ومناقشة البيانات المقدمة وتقويمها وتحليلها من أجل الوصول إلى النموذج المناسب لإجراء

التصنيف الائتماني، عقب ذلك يتم إعداد مسودة التقرير وعرضها على المصرف لإجراء تعديلات مناسبة، بعدها توزع تلك التعديلات على لجان الإئتمان التي تجتمع فيما بعد لتحديد درجة التصنيف الائتماني النهائية وإخطار المصرف بها رسمياً، ليتم نشرها بعد ذلك للمستثمرين والجمهور بمختلف وسائل الإعلام والأخبار الصحفية ومواقع الإنترنت.

2.2.4 - محددات التصنيف الائتماني للمصارف: تستند وكالات التصنيف الائتماني على مجموعة من العوامل الكمية والنوعية في إصدار درجات التصنيف الائتماني للمصارف. وتغطي هذه العوامل المحددات الرئيسية التالية:

- المخاطر بأنواعها: مخاطر الإدارة، مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق، المخاطر التشغيلية، مخاطر السمعة، مخاطر التمويل والسيولة.

- حجم رأس مال المصرف وكفايته طبقاً لمقررات لجنة بازل، وقدرة المصرف على النفاذ إلى مصادر رأس المال الخارجية والتمويل طويل الأجل<sup>(12)</sup>.

- أثر التوريق على المصرف من حيث الفوائد والمخاطر المرتبطة به، والدوافع الكامنة وراءه، والذي يؤدي إلى إدارة المخاطر بشكل أكثر فعالية، كما تقوم وكالات التصنيف بتحليل جودة الأصول محل التوريق.

- الإيرادات والأداء ومدى قدرتها على توليد الأرباح.

- بيئة السوق التي يعمل بها المصرف.

- التنوع في الأعمال.

- الإدارة والإستراتيجية الواضحة للمصرف.

- الحوكمة.

- الملكية وحجم الدعم المتاح للمصرف.

#### ثانياً: وكالات التصنيف الائتماني وأزمات أسواق رأس المال

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 المرتبطة بالشركات<sup>(13)</sup>.

كما أن أهمية التصنيف الائتماني للأسواق المالية تبرز في العوامل التالية<sup>(14)</sup>:

- المساهمة في زيادة عمق السوق المالية وتحفيز النمو فيها.

- زيادة استقرار الأسواق المالية وتعزيز الأمان فيها.

- زيادة كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة.

- تعزيز الإندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محلياً وعالمياً.

- تسهيل الحصول على القروض، وتوفير المعلومات عن الفرص الإستثمارية.

- إمداد متخذي القرارات الإستثمارية بإطار فعال للمفاضلة

بين الفرص الإستثمارية المتاحة.

ورغم هذه الأهمية البالغة، إلا أنه يكاد يكون هناك إجماع مطلق بدور وكالات التصنيف الائتماني العالمية في حدوث الأزمات المالية لإخفاقاتها في إعطاء درجات تصنيف إئتماني دقيقة:

1 - **الإخفاق في التصنيف الائتماني** (15) **في ظل أزمات الدول الناشئة** (1997-2002): إن الأزمات المالية التي ظهرت في النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي وبداية القرن الحالي، قد سلطت الضوء على التصنيف الائتماني السيادي، حيث أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمات المالية قبل حدوثها، بالإضافة إلى أنها أدت إلى تفاقم هذه الأزمات بعد أن قامت بتخفيض درجات التصنيف الائتماني خلال أزمة جنوب شرق آسيا عام 1997، والتي أدت إلى زيادة تكلفة التمويل اللازمة لعملية الإصلاح الإقتصادي. وأثبتت هذه الأزمات كذلك أن وكالات التصنيف الائتماني تتبع الدورات الإقتصادية في إعطاء درجات التصنيف الائتماني، وأن إخفاق تلك الوكالات في توقع أزمة المكسيك والأزمة المالية الآسيوية يعود إلى أنها لم تأخذ بالإعتبار الإلتزامات الطارئة واعتبارات السيولة العالمية.

ويوضح الجدول التالي نماذج عن إخفاقات كل من وكالتي موديز وستاندر آند بورز خلال الفترة 1997-2002:

2 - **إخفاق وكالات التصنيف في التنبؤ بالأزمة المالية العالمية 2008 قبل حدوثها**: يعتمد عمل التصنيف الذي تهيمن عليه وكالات "موديز"، و"ستاندر آند بورز" و"فيتش" بدرجة كبيرة على الرسوم التي يتم تقاضيها من الهيئات والشركات التي تباع السندات، مع حصول المستثمرين على المعلومات من دون مقابل. وفي أعقاب الأزمة المالية بدأت التساؤلات تطرح حول تضارب هذه العلاقة.

وخلال الطفرة التي سبقت الأزمة في الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطرة - من السندات البسيطة المدعومة بالرهون إلى التزامات الدين المضمونة بالغة التعقيد - كثيراً ما كانت تغطي تصنيفات بدرجة AAA (أعلى تصنيف) لأعداد كبيرة من تلك الإصدارات، الأمر الذي أشعل الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى (16).

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 و2007، إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمونة (17).

وقال «فيل انجيليدس»، رئيس هيئة التحقيق في الأزمة المالية إن وكالة موديز كانت مصنعا لتصنيفات AAA أدى توسعها إلى أن يقفز سعر سهمها ستة أضعاف في الفترة من عام 2000 إلى عام 2007. وقال في هذا الصدد: "إن المستثمرين الذين اعتمدوا على التصنيفات الصادرة عن وكالة موديز لم يحققوا درجة كبيرة من النجاح".

لذلك، تتجه أصابع الاتهام بضراوة إلى وكالات التصنيف الائتماني العالمية، حيث أثبتت في الأونة الأخيرة العديد من الشكوك والمخاوف بشأن مدى مصداقية وشفافية تلك الوكالات. ولم تأت تلك الشكوك من فراغ بعد أن كشفت الأزمة المالية العالمية عن وجود عيوب كثيرة اعترت عمليات التصنيف التي تجريها تلك الوكالات، وكذلك الإجراءات المتبعة في هذه التصنيفات.

وإجمالاً، فإن إخفاق وكالات التصنيف الائتماني العالمية في خضم أزمة الرهونات العقارية يظهر في جانبين أساسيين هما:

1.2 - **التصنيفات الائتمانية المضخمة للأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري**: والتي ساهمت في حدوث الأزمة المالية من خلال ما يلي (18):

- زيادة إصدار الأوراق المالية المركبة ذات

وكالة ستاندر آند بورز				
العام	البلد	الإخفاق في التصنيف	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلند	A (3 سبتمبر 1997)	BBB- (8 ديسمبر 1998)	4-
1997	إندونيسيا	BBB (10 أكتوبر 1997)	B- (11 مارس 1998)	7-
1997	كوريا	AA- (24 أكتوبر 1997)	B+ (22 ديسمبر 1997)	10-
1997	ماليزيا	A+ (23 ديسمبر 1997)	BBB- (15 سبتمبر 1998)	5-
1998	كوريا	B+ (18 فيفري 1998)	BBB- (25 جانفي 1999)	4+
1998	رومانيا	BB- (20 ماي 1998)	B- (19 أكتوبر 1998)	3-
1998	روسيا	BB- (9 جوان 1998)	B- (13 أوت 1998)	3-
2000	الأرجنتين	BB (14 نوفمبر 2000)	B- (12 جويلية 2001)	4-
2002	الأوروغواي	BBB- (14 فيفري 2002)	B (26 جويلية 2002)	5-
وكالة موديز				
العام	البلد	الإخفاق في التصنيف	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلند	A2 (8 أفريل 1997)	Ba1 (21 ديسمبر 1997)	5-
1997	كوريا	A1 (27 نوفمبر 1997)	Ba1 (21 ديسمبر 1997)	6-
1997	إندونيسيا	Baa3 (21 ديسمبر 1997)	B3 (20 مارس 1998)	6-
1997	ماليزيا	A1 (21 ديسمبر 1997)	Baa2 (14 سبتمبر 1998)	4-
1998	روسيا	Ba2 (11 مارس 1998)	B3 (21 أوت 1998)	4-
1998	مولدوفيا	Ba2 (14 جويلية 1998)	B2 (14 جويلية 1998)	3-
1998	رومانيا	Ba3 (14 سبتمبر 1998)	B3 (6 نوفمبر 1998)	3-
2002	أوروغواي	Baa3 (3 ماي 2002)	B3 (31 جويلية 2002)	6-

Source : Ashok Vir Bhatia, "Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation", IMF, WP/02170/, Washington, D.C. (2002), P: 40.

### ثالثاً: متطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لاجتناب الأزمات المالية مستقبلاً

لا شك أن اتهام وكالات التصنيف الائتماني العالمية بالمشاركة في تأجيج فتيل الأزمة المالية العالمية يساهم بشكل أو بآخر في إضعاف مصداقيتها وخفض درجة شفافيته، وإمكانية تعريضها للمساءلة، بل وطرح جملة من الإستهزات هدفها ضرورة وجود هيئة رقابية لتقييم وكالات التصنيف الائتماني نفسها بعد أن بات واضحاً أن عملها يفتقر في الكثير من الحالات إلى الشفافية. ورغم ذلك، إلا أننا لا نعتقد أنه سوف يتم توقيف هذه الوكالات عن القيام بعملية التصنيف الائتماني، لا سيما دورها الفعال في تشكيل البنية التحتية السليمة للأسواق المالية وفي رفع الكفاءة وفي دعم ومساندة عمل الأجهزة الرقابية للدولة. فالمهم في الوقت الحالي سن إصلاحات فعالة لتقويم عمل هذه الوكالات لجعلها وسيلة لمنع الأزمات والتنبؤ بها بدل أن تكون طرفاً فاعلاً في نشوئها. إن إصلاح وكالات التصنيف الائتماني العالمية يتوقف على خيارين رئيسيين: الأول تقويمي لعمل الوكالات القائمة، وهو خيار استعجالي قصير إلى متوسط المدى وهو الأضعف، والثاني الإصلاح بإيجاد البديل الشرعي للوكالات القائمة، وهو خيار قوي لكنه طويل الأجل.

#### 1- الإصلاح بتقويم عمل وكالات التصنيف الائتماني القائمة: نلخصه في النقاط التالية:

- قيام السلطات المحلية بالتشجيع على إنشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض القيود المفوضة عليها للإرتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوى المنافسة ومنع الإحتكار في هذه الصناعة<sup>(19)</sup>.

- مجانية تضارب المصالح بإصدار قواعد السلوك المهني، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية<sup>(20)</sup> «I.O.S.C.O» بإصدار تلك القواعد تلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بالآتتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع الشركات أو أي طرف آخر في إصدار درجات التصنيف الائتماني<sup>(21)</sup>.

- زيادة شفافية المنهج والإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف الائتماني. ومن أجل ذلك، طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التصنيف الائتماني أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني، وأن توضح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها في إطار القواعد التي وضعتها لها وذلك من أجل الإرتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني والتي يشوبها الكثير من الغموض.

- إلتزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف إئتماني دقيقة، وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي

المخاطر المرتفعة، مثل الأوراق المالية المضمونة بالرهونات العقارية السكنية، والأوراق المالية المضمونة بمجموعة من أدوات الدين المختلفة مثل سندات الشركات أو القروض من المصارف التجارية.

- انخفاض نسبة الأصول التي يجب أن تحتفظ بها المؤسسات المالية، وهذا أدى إلى زيادة مستوى المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها هذه المؤسسات.

- حدوث الصدمات للمؤسسات المالية، حيث أثرت على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية وأدت إلى حدوث مشكلات في السيولة.

2.2 - عدم تعديل درجات التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل حدوث الأزمة المالية بقليل: قامت وكالات التصنيف الائتماني العالمية بتصنيف ديون العديد من المؤسسات التي لعبت دوراً رئيسياً في الأزمة المالية ضمن درجة الإستثمار، حيث أن هذه المؤسسات التي كانت تحتفظ بالأوراق المالية المضمونة بالرهونات العقارية السكنية أو تؤمن عليها، لم يتم إعادة تقويمها من قبل وكالات التصنيف حتى أوت 2007، ما عدا بنك Lehman Brothers والتي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض تصنيفها في حزيران من سنة 2007. كما أن شركة American International Group -A.I.G- حصلت على تصنيف إئتماني مرتفع ضمن درجة الإستثمار من قبل جميع وكالات التصنيف الائتماني العالمية وذلك قبل يوم واحد من محاولة إنقاذها.

ويوضح الجدول التالي درجات التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها:

جدول رقم (03):  
التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها.

الشركة	التاريخ	الحالة	موديز	ستاندر آند بورز	فيتش
ليمان براندرز	15/09/2008	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	+A
A.I.G	16/09/2008	حصل على قرض بقيمة 85 مليار دولار من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي مقابل حصة بلغت 79.9%	A2	A-	A
سبتي 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 صفقة للملك من قبل بنك Bank of America	A2	A	A+
Bear Steams	16/03/2008	حصول صفقة 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.

تقدمها، وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني.

2 - الإصلاح بإيجاد البديل الشرعي لوكالات التصنيف الائتماني التقليدية: لعله حان الوقت لنفكر فعليا في إمكانية إيجاد البديل المنافس القادر على أن يكون له موطئ قدم في عالم التصنيف الائتماني ليركز نشاطه في الدول المنشئة لصناعة المال الإسلامي، حيث يتم بناء صناعة المال الإسلامي ووضع معايير موحدة في الإدارة والمحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، سواء من الناحية النظرية أو العملية الميدانية بزيارة مؤسسات المال الإسلامي وتفهم واقعها لتقييمه وفق معايير موضوعية يتم تصميمها للكشف عن الخلل والخطر أيضا قبل وقوعه لتفاديه، وبعد وقوعه لتصحيحه وتوقيه.

وتُعرف شركة التصنيف الإسلامي بأنها: «الشركة التي تصدر تصنيفا شرعيا يعنى بمدى مطابقتة عمل أو أعمال أو خدمات العميل للراجح من أحكام الشرع بطلب من العميل؛ شركة كان أو هيئة أو فردا، أو بقصد بيان إبراء ذمته أمام عملاءه من الوقوع في المعاملات المحرمة أو المشبوهة شرعا، أو لبيان الحكم الشرعي لفئة من الناس المحتاجين لذلك»<sup>(22)</sup>. ويمكن رد الأسباب الدافعة إلى إنشاء وكالات إسلامية للتصنيف الشرعي للصكوك والمؤسسات المالية كبديل عن وكالات التصنيف الائتماني التقليدية إلى ما يلي:

- معاملة مؤسسات التصنيف الائتماني الصكوك على أنها أدوات دين وعدم مراعاة الخصوصية التي تتمتع بها الصكوك عن سندات الدين التقليدية حيث أنها تمثل حصص ملكية في الأصول المكونة للصك بخلاف السندات التي لا تمثل أي حقوق ملكية.

- عدم وجود الخبرات الشرعية المؤهلة داخل هذه المؤسسات لإيضاح هذا الجانب وبالتالي فإن هذه المؤسسات تتأى بنفسها عن الخوض في هذا المجال.

- عدم وجود معايير شرعية واضحة وموحدة للصكوك يمكن لمؤسسات التصنيف الائتماني تطبيقها والاحتكام إليها.

- تجمع وكالات التصنيف الائتماني على أنها لا تأخذ في الاعتبار عند التصنيف الائتماني للصكوك مبدأ شرعية الصك من عدمه لأن الحكم على شرعية الصك من عدمه هو عمل الهيئات الشرعية<sup>(23)</sup>.

إن مؤسسات التصنيف الإسلامية القائمة لا تتعدى ثلاث مؤسسات<sup>(24)</sup>، ويتعلق الأمر بـ<sup>(25)</sup>:

1.2- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف: وهي أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية (2006)، انطلقت من البحرين، وقام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية، ومؤسسات التصنيف الائتماني، بقيادة «البنك الإسلامي للتنمية» وهدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي، وذلك عبر توفير تقييم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد. وتقدم الوكالة الإسلامية للتصنيف نوعين من التصنيف، هما: تصنيف فني «ائتماني» الغاية منه إبراز القوة والملاءة المالية للمصرف الإسلامي ومنتجاته، وتصنيف شرعي الغاية منه إبراز مدى موافقة المصرف الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية، والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.

2.2 - الهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف: وهي لم تتجاوز السنتين على إطلاقها، بإجماع الجمعية العمومية للمجلس العام للبنوك الإسلامية (C.I.B.A.F.I) في جدة. ومن أبرز اهتمامات هذه الهيئة مراجعة الأسس النظرية والشرعية التي تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية، وكذلك التأكد من سلامة التطبيق العملي للمنتجات وموافقتها للمبادئ والأحكام الشرعية، وهو ما أطلقت عليه «تصنيف الجودة الشرعية».

3.2 - وكالة التصنيف الماليزية: الخاصة بتصنيف الشركات الإسلامية الماليزية.

4.2 - شركة الفاروق للمطابقة والتصنيف الإسلامي: وهي قيد التأسيس.

وبالتالي، حتى تصبح وكالات التصنيف الإسلامي بديلا منافسا لوكالات التصنيف التقليدية لابد من إرادة قوية وصادقة للنهوض بهذا البديل، وتوفير المناخ المناسب له بإنشاء أسواق مالية إسلامية، وإمدادها بالمنتجات والأوراق المالية الإسلامية، وبعث الثقة والمصداقية في تلك الوكالات بإعطائها الإستقلالية المطلقة في عملها، مع إلزامها بالشفافية الكاملة في إصدار درجات التصنيف واحترام مبدأ الشرعية في كل شيء.

### النتائج والتوصيات

بعد استعراض مفهوم صناعة التصنيف الائتماني وأشهر الوكالات العالمية التي تقوم به، ودور هذه الوكالات في صناعة الأزمات داخل الأسواق المالية، ومتطلبات إصلاحها، توصلنا إلى النتائج والتوصيات التالية:

#### أولاً: النتائج:

1. تعكس درجات التصنيف الائتماني رأي وكالات التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الإلتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، كما يساعد التصنيف الائتماني على رصد المخاطر والنفاذ إلى أسواق رأس المال العالمية، والحصول على قروض من المؤسسات الإقليمية والدولية، وتحديد تكلفتها.

2. عملياً، ساهمت وكالات التصنيف الائتماني في صناعة أزمات الأسواق المالية، سواء أزمات تسعينات القرن الماضي كأزمة جنوب شرق آسيا أو الأزمة المالية 2008، من خلال إخفاؤها في إصدار التصنيفات الائتمانية لعدد من البنوك والمؤسسات المالية، وقيامها بأعمال تواطئية حولت الأوراق المالية من التصنيف "فاشل" إلى التصنيف "ممتاز".

3. إفتقار وكالات التصنيف الائتماني التقليدية إلى الكثير من المصداقية والشفافية والنزاهة، وعدم قدرتها على التفريق بين السندات الربوية والصكوك الإسلامية، وهي جوانب قصور ضرورية لإصلاحها، الأمر الذي يزيد من اتساع الهوة بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كما يخلق ظروفاً لتكرار وقوع الأزمات.

4. حاجة وكالات التصنيف الإسلامية -كبديل شرعي



جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2011)، ص: 43-44.  
 (11) Fitch Ratings. "Sovereign Rating Methodology", op. cit. P. 04.  
 (12) Standard & Poor's. "Financial Institutions Criteria: Bank Rating Analysis Methodology Profile". Standard & Poor's. NY (2004). P: 05.

(13) أماني بورسلي، التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل2، (الكويت: كابييتال ستاندرز، 2008)، ص: 02.

(14) ناجي التوني، مؤشرات الجدارة الائتمانية، ((مجلة جسر التنمية))، العدد الرابع والأربعون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، (2005)، ص: 04.

(15) يُعرّف الإخفاق في التصنيف على أنه قيام وكالة التصنيف الائتماني برفع درجة التصنيف الائتماني أو خفضها بمقدار ثلاث درجات أو أكثر خلال فترة 12 شهراً.

(16) لتفاصيل أكثر حول دور وكالات التصنيف العالمية في حدوث الأزمات المالية العالمية، انظر: زكرياء بلتة باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 14/13 مارس 2009، ص: 11-12.

(17) Aline Fan Diwan. Severe impact of a new era in the international credit rating agencies. Financial times. at site: <http://www.4eqt.com/vb/thread309833.html> consulté le 252012/04/.

(18) رامي زعتر، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

(19) فمن أصل 150 وكالة تصنيف إئتماني حول العالم، إلا أنه لم تتمكن سوى 5 وكالات فقط من الحصول على ترخيص كم لجنة الأوراق المالية والتداول الأمريكية «S.E.C»، منها 3 وكالات تصنيف إئتماني عالمية وهي وكالة موديز، وكالة ستاندر أند بورز ووكالة فيتش للتصنيف، والتي تتحكم مجتمعة بأكثر من 80% من صناعة التصنيف الائتماني حول العالم.

(20) I.O.S.C.O : International Organization of Securities Commissions.

(21) للإطلاع على أهم تلك القواعد المصدرة، طالع الموقع الإلكتروني التالي:

[www.albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009573/10/10/](http://www.albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009573/10/10/) consulté le 252012/04/.

(22) شركة الفاروق للمطابقة والتصنيف الإسلامي (قيد التأسيس)، مفهوم عمل شركات التصنيف، على موقعها الإلكتروني:

<http://www.alfaroroqrating.com/Concept.html> consulté le 252012/04/

(23) لآحم الناصر، التصنيف الائتماني والخلاف الفقهي حول الصكوك، ((جريدة العرب الدولية))، العدد 10647 بتاريخ 2008/01/22، على الموقع:

<http://www.aawsat.com/details.asp?article=455064&kissueno=10647> consulté le 302012/04/.

(24) رغم أهمية التصنيف الائتماني والشرعي لدى المؤسسات المالية الإسلامية وعملاتها على حد سواء، إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية التي تقدم خدمة تصنيف المؤسسات ومنتجاتها ما زالت في بداية عملها وبعضها الآخر قيد التأسيس، ولم تحز على القبول العام، الذي حازت عليه شركات التصنيف الائتمانية العالمية، مثل «موديز» و«ستاندر أند بورز» و«فيتش».

(25) نوري عيلال، رقابة: مؤسسات التصنيف الإسلامي في بداياتها ولم تحز القبول، ((جريدة الرؤية الاقتصادية))، 2009/09/15، دبي، على الموقع:

<http://www.alroya.com/node/34642consultéle302012/04/>.

منافس لوكالات التصنيف التقليدية- لترشيد وزيادة العدديّة، وإلى الجودة والالتقان، والالتزام الشرعي في الأسس الشرعية النظرية، والممارسات والتطبيقات العملية.

## ثانياً: التوصيات

1. الإسراع في إصلاح المعايير التي تستخدمها وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف الائتماني لتواكب تطور الأسواق المالية العالمية، وزيادة الشفافية في عملها، وزيادة الإشراف عليها من قبل الحكومات لتجنب حدوث تضارب المصالح وضمان مصداقية التصنيفات الائتمانية، بالإضافة إلى زيادة المنافسة بين وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض عقبات الدخول إلى السوق وتشجيع إنشاء المزيد منها.

2. ضرورة إيجاد وكالة مستقلة لكي تعطي تصنيفاً ائتمانياً لوكالات التصنيف كما هم دأبوا على إعطاء تصنيفات للآخرين.

3. رفع عدد وكالات التصنيف الشرعي الإسلامية كبديل منافس، مع إدراج مستشارين من الشريعة مع شركات التصنيف لتسهيل عملية الفهم الجيد للمنتجات المالية الإسلامية كالصكوك الشرعية والتأمين التكافلي الإسلامي كإجراء استعجالي.

## الهوامش

(1) Estrella A. "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information". Basel Committee on Banking Supervision. Working Papers. Bank of International Settlements. Basel (2000). P: 15.

(2) أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرون Investors، على الرابط الإلكتروني: <http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434> consulté le 202012/04/.

(3) Ministry of Finance. "Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies". Ministry of Finance. New Delhi (2009). P. 14.

(4) جبار محفوظ، ((وكالات تصنيف الإئتمان))، مجلة المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، (2004)، ص: 63-64.

(5) تشمل قائمة عملاء وكالة موديز مجموعة واسعة من الشركات والجهات المصدرة للأوراق المالية الحكومية، وكذلك المستثمرين والمقرضين، بالإضافة إلى المصارف الإستثمارية والمصارف التجارية وغيرها من الوسطاء الماليين.

(6) قواعد معلومات من الموقع الإلكتروني لوكالة Standard & Poor's على الرابط: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

(7) نفس المرجع السابق.

(8) World Economic Forum. "The Financial Development Report 2008". World Economic Forum". Geneva (2008). P: 08.

(9) Fitch Ratings. "Sovereign Rating Methodology". Fitch Ratings. NY (2007). P: 01.

(10) رامي زعتر، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري (رسالة ماجستير)، قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية، كلية الاقتصاد،