

دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم العالية وأثرها على سير الأسواق العالية الدولية

أ/د مغاري عبد الرحمان

أستاذ التعليم العالي

جامعة الجزائر

ملخص البحث:

تتولى وكالات التصنيف الائتماني(وكالات التنقيط الدولية) تقييم ملاءة المؤسسات والدول المصدرة للسندات، مساهمة بذلك في توجيه قرارات المستثمرين لاقتناء تلك السندات.

ولضمان الأداء الجيد لهذه المهمة يشترط تحلي هذه الوكالات بالموضوعية والشفافية في أداء مهمتها.لكن الملاحظ أن هيمنة ثلاث وكالات أمريكية هي موديس، ستانداروبورسوفيتش راتينغس، في ظل ضعف بقية وكالات التنقيط الصغيرة الحجم، مثل وكالة داغونغ الصينية، على سوق التنقيط الدولية جعل تلك الوكالات تفرض منطقها من خلال عدم الالتزام الكلي بمبادئ الشفافية والموضوعية في تقييم سندات الدول والمؤسسات، وهو ما كان عاملا في نشوب الأزمات المالية كأزمة الرهن العقاري لسنة 1988.

إن أهمية الدور الذي تقوم به وكالات التصنيف الائتماني في أسواق المال العالمية يستدعي إجراء تعديلات عديدة على عمل هذه الوكالات وهذا لضمان السير الجيد لهذه الأسواق .

الكلمات المفتاحية: سندات. سوق التصنيف الدولية. أسواق مالية دولية. ديون سيادية. شفافية. أزمة الرهن العقاري.

Résumé

Les agences de notation internationales (Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings) prennent en charge aujourd'hui une tâche importante dans les marchés financiers internationaux, qui consiste à évaluer les obligations émises par les pays et les entreprises, et ceci en leur attribuant des notes qui reflètent la solvabilité des parties émettrices. Ces notes sont considérées comme des sources d'informations sur lesquelles se basent les investisseurs pour prendre leurs décisions d'investissement.

Compte tenu de l'importance de la notation des obligations présentées sur les marchés financiers internationaux, les agences de notation internationales sont tenues d'exercer leur fonction en toute transparence et objectivité, et ceci afin d'assurer une bonne orientation des investisseurs dans la prise des décisions d'investissement.

Cependant, la réalité a montré que certaines pratiques des agences de notations internationales ont été entachées de dérives qui ont contribué, à côté d'autres facteurs, au déclenchement de graves crises financières, comme la crise des subprimes de 1987.

Sur la base de ce qui précède, et compte tenu de l'impossibilité de se passer du rôle joué par les agences de notation internationales, la situation nécessite une réforme du marché de notation international par l'introduction d'un ensemble d'ajustement sur le travail de ces agences.

Mots clés : Marché de notation international. Marchés financiers internationaux. Notation. Obligations. Dettes de souveraineté. Transparence. Crise des subprimes.

الإشكالية :

تتولى وكالات التصنيف الائتماني (وكالات التنقيط الدولية) تقييم سندات المؤسسات والدول بمنحها نقاطا تعبر عن ملاءة الجهة التي أصدرتها، وهي تعتمد في ذلك على تحليل حسابات الدول والمؤسسات ودراسة المخاطر التي ترتبط بسداد ديونها، وكذا تحليل المناخ الاستثماري الذي تعمل فيه تلك الأطراف وآفاق تطورها.

وتمثل النقاط الممنوحة من طرف هذه الوكالات معلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحدد درجة إقبالهم على شراء سندات المؤسسات بالشكل الذي يحدد قيمها في السوق المالي ويزيد من قدرة تلك المؤسسات على تعبئة الموارد

المالية. فالنقطة الممنوحة لأي بلد تقيس قدرة البلد على سداد ديونه (الملاء)، إذ كلما زاد ملاء البلد كلما خفت تكلفة اقتراضه من المستثمرين.

ويخضع سوق التنقيط الدولي لهيمنة ثلاث وكالات تنقيط أمريكية هي موديس، ستاندار وبور وفيتش راتينغس (Moody's, Standard & Poor's set Fitch Ratings)، الأمر الذي يسمح بظهور توافق المصالح بين هذه الوكالات الكبيرة والمؤسسات المصدرة للسندات، فتميل تلك الوكالات إلى عدم الالتزام بمبدأي الشفافية والموضوعية، إذ تميل تلك الوكالات إلى منح الجهات المصدرة للسندات نقاطا مضخمة لا تعكس ملائمتها، وهذا طمعا في الحصول على المزيد من المداخيل ومخافة أن تفقد زبائنها من المؤسسات والدول. هذه الممارسات تؤدي إلى تضليل المستثمرين وتساهم في حدوث أزمات مالية على غرار أزمة الرهن العقاري (2008) كما تساهم في تردي وضع بلدان تعاني من تفاقم مديونيتها، مثل اليونان، إسبانيا...

إن الدور الذي كانت تؤديه هذه الوكالات في الأسواق المالية العالمية كان محل انتقاد من قبل العديد من الأطراف، خاصة من قبل المستثمرين الذين تضرروا من نتائج بعض السندات التي كانت تتمتع بتنقيط جيد. وقد ظهر ذلك واضحا خلال الأزمة الآسيوية لسنة 1997، أزمة شركة أنرون (2001)، الأزمة المالية (2007 - 2008). هذه الأزمات كانت تدفع بهذه الوكالات إلى إعادة تنظيم عملها، كما كان سببا في ظهور وكالات أخرى. ولقد أدى تفاقم مديونية الدول إلى تسليط الضوء أكثر على ممارسات وكالات التصنيف الائتماني.

بناء على ما سبق سنعمل من خلال هذه الورقة البحثية على تحديد دور وأثر وكالات التصنيف الائتماني على سير الأسواق المالية. وللإحاطة بدور وكالات التنقيط في تقييم سندات المؤسسات والدول وأثر ذلك على سير الأسواق المالية سنبدأ بالتعريف بهذه الوكالات ووصف وتحليل نشاطها، لنتقل بعدها إلى تحديد مسؤولياتها في حدوث بعض الأزمات المالية الدولية، لنخلص في الأخير إلى اقتراح جملة من الحلول التي قد تسمح بتحسين أداء الأسواق المالية الدولية.

منهجية البحث: اعتمدنا في دراسة مشكلة البحث منهجا وصفيا تحليليا يقوم على استعراض وتحليل نشاط وكالات التنقيط الدولية بغية اكتشاف أوجه القصور في ممارساتها

وتحديد مدى مسؤوليتها في حدوث الأزمات المالية، ثم اقتراح حلول لإصلاح هذا الوضع.

مشكلة البحث: إشكالية هذا البحث تقوم على تحديد دور وكالات التنقيط الدولية في سوق التنقيط الدولية، وما مدى مسؤوليتها في حدوث الأزمات المالية، ثم ما هي الحلول الكفيلة بتفعيل دور هذه الوكالات ضمن السوق المالية.

فرضيات البحث: بحثنا هذا يقوم على ثلاث فرضيات هي:

— إن الطابع الاحتكاري لسوق التصنيف الائتماني الدولي يولد توافقاً بين مصالحي وكالات التصنيف الدولي والمؤسسات والدول المصنفة، وهو ما يجعل هذه الوكالات تحيد عن مبادئ الموضوعية والشفافية.

— إن تساهل وكالات التصنيف الدولية في تنقيط القيم المالية لبعض الأطراف وتشددها مع أطراف أخرى يؤدي إلى تضليل المستثمرين والمساهمة في حدوث الأزمات المالية.

— إن تحسين أداء وكالات التنقيط الدولية يقتضي إدخال العديد من التعديلات على سوق التنقيط وعمل هذه الوكالات، ومن أهم هذه التعديلات تسهيل دخول مؤسسات جديدة لهذا الميدان.

هدف البحث: يهدف هذا البحث إلى التعريف بوكالات التنقيط الدولية وبدورها ضمن الأسواق المالية. كما يهدف إلى تحديد مسؤوليتها عن وقوع الأزمات المالية، هذا إلى جانب البحث عن الحلول الكفيلة بتحسين عمل هذه الوكالات.

أهمية البحث: يستمد البحث أهميته من كونه يتناول بالدراسة مؤسسات تلعب دوراً مهماً في مجال المالية الدولية.

حدود البحث: انحصر البحث في دراسة دور وكالات التنقيط الدولية الغربية في تقييم القيم المالية التي تصدرها الدول المتقدمة، وهذا منذ تأسيسها في مطلع القرن العشرين، مع التركيز على نشاطها خلال العشرية الأولى من الألفية الثالثة.

محتويات البحث: جاء البحث في ثلاث مباحث. تضمن المبحث الأول تعريفاً بوكالات التنقيط الدولية، من خلال التعرض لتاريخها والمبادئ التي تحكم عملها، إلى جانب تحديد مهمتها ومحددات التنقيط لديها. أما المبحث الثاني فقد خصص لاستعراض مختلف الانتقادات الموجهة لطريقة التنقيط المعتمدة من طرف وكالات التنقيط الدولية

ومدى مسؤوليتها في حدوث الأزمات المالية. في حين تناول المبحث الثالث مختلف الاقتراحات التي يعتقد أنها كفيلة بإصلاح عمل وكالات التنقيط الدولية.

المبحث الأول: دور وكالات التصنيف الائتماني في تصنيف القيم المالية
يتناول هذا المبحث التعريف بوكالات التصنيف الائتماني (وكالات التنقيط الدولية) من خلال التعرض لدورها وأهميتها في مجال تقييم سندات الدول والمؤسسات الطلابية للتمويل.

أ — تاريخ وكالات التصنيف الائتماني الدولية ومهمتها

تشهد الأسواق المالية الدولية نشاط بضة وكالات تنقيط دولية، وهي مؤسسات تجارية خاصة تضطلع بتقييم القيم المالية للدول والمؤسسات من خلال منحها نقاط تعبر عن ملاءها.

1 — نشأة وتطور وكالات التصنيف الائتماني: يعود ظهور أولى وكالات التصنيف الائتماني إلى سنة 1841، ثم تعاظم دور هذه الوكالات نتيجة توسع نشاط شركات قطاع السكك الحديدية وجوئها إلى وكالة موديس، التي ظهرت سنة 1909، من أجل تقييم سندات التي عرضتها للاكتتاب العام. وابتداء من سنة 1920 تولت هذه الوكالات تنقيط ديون الدول المتقدمة الصادرة بالدولار. إلا أنه ابتداء من سنة 1986 اتجهت وكالة موديس إلى تنقيط سندات تصدر بعملات غير الدولار.

ولقد أدى اتساع التجارة الخارجية بعد الحرب العالمية الثانية إلى تزايد الحاجة إلى التمويل. وبحلول سبعينيات القرن العشرين شهدت الأسواق المالية تطور معتبرا، نتيجة ظهور المشتقات المالية في أمريكا. إلا أن هذا التطور صوحب بتزايد مخاطر الإقراض، وهو ما دفع بالمستثمرين إلى طلب خدمات وكالات التصنيف الائتماني لمعرفة ملاء (يسار) المؤسسات والهيئات وقدرتها على دفع الفوائد على السندات، الأمر الذي شجع على ظهور العديد من وكالات التنقيط.

وتجدر الإشارة إلى أن لجنة الأوراق المالية الأمريكية أصدرت في سنة 1975 قانونا ينظم إنشاء وكالات التصنيف الائتمانية ويضبط عملها. هذا القانون يعتبر من العوامل التي تحد من إنشاء وكالات التصنيف. كما يمكن تفسير احتكار الوكالات الثلاث لسوق التصنيف في العالم بقدرتها على جلب المصدرين نحوها، بسبب سمعتها

وتريخها الطويل في تصنيف السندات. وهكذا نجد أن الاعتراف القانوني التي تحصل عليه أية وكالة تصنيف يبقى ناقصا ما لم تتمتع وكالة التصنيف بثقة المصدرين. لهذا نجد أن العديد من وكالات التصنيف الصغيرة التي ظهرت في وقت من الأوقات لم تقوى على المنافسة فتم شراء بعضها مع مطلع الألفية الثالثة، من قبل وكالات موديس الأمريكية (Moody's Investor Relation)، ستاندار وبورس الأمريكية (Standard and Poor's) وفيتش راتينغس الفرنسية - الأمريكية (Fitch Ratings)،¹ التي صارت تحتكر لوحدها حوالي 94٪ من نشاط التنقيط على المستوى العالمي، في حين المحصر عمل بقية الوكالات في نطاق محدود.

وتعتبر وكالة داغونغ الصينية (Dagong) من أشهر الوكالات الصغيرة العاملة في مجال تقييم ملاء المؤسسات والدول. وتولت هذا الوكالة، المستقلة عن الحكومة الصينية، عملها منذ سنة 1994 حيث بدأت بتنقيط المؤسسات الصينية، ثم تحولت ابتداء من سنة 2010 إلى تنقيط الديون السيادية، وهي اليوم تتعامل مع حوالي 72 دولة. كما تشهد سوق التنقيط الدولية نشاط بعض الوكالات ذات البعد الجهوي أو القطاعي مثل المؤسسة الفرنسية للتأمين على التجارة الخارجية (COFACE)، وهي مؤسسة تتولى تقدير المخاطر الاقتصادية، المالية والسياسية التي يمكن أن تعترض استثمارات مؤسسة ما في بلد مضيف.

تجدر الإشارة هنا إلى أن هذه الوكالات لم تبدأ في التعامل مع الدول النامية إلا ابتداء من سنة 2002، وكان ذلك بفعل وكالة ستاندار وبورس وفيتش.

2 - مهمة وكالات التصنيف الائتماني وإيراداتها: انطلاقا من كون المستثمرين في الأسواق المالية لا يمتلكون القدرة على الوصول إلى الكم الهائل من المعلومات الخاصة بتلك الأسواق، أو أنهم غير قادرين على تحليل تلك المعلومات، وكذا غير مستعدين على تحمل تكاليف مثل هذه العمليات، لذا فهم يتنازلون عن هذه المهمة لوكالات متخصصة تعرف بوكالات التصنيف الائتماني الدولي (وكالات التنقيط). تتولى هذه الأخيرة تقييم سندات زبائنها من مؤسسات، حكومات، جماعات محلية... وتقدير مخاطر القروض، وهذا من خلال تحليل وضعها المالي والبيئة التي تعمل فيها بصورة موضوعية. وتمثل عملية التقييم (La notation, the rating) في منح القيم المالية نقاطا تعبر عن ملاء هذه الجهات وعن مخاطر عدم قدرتها على سداد ديونها. وتمثل النقاط الممنوحة من

طرف الوكالات للقيم المالية معلومات جماعية عن المصدرين والمقترضين والظروف الاقتصادية التي يعملون فيها.² ومن ثم فهذه المعلومات البسيطة والملخصة والسهلة القراءة تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار في تلك القيم المالية. وعملية التنقيط هذه لا تعتبر توصيات ولا ضمانات، بل هي مجرد آراء قد تكون صائبة، ومن ثم فهي لا تلزم الوكالة بأية تبعات في حالة انخفاض قيمته السندات وتكبد المؤسسة التي أصدرتها لخسائر.³

في البدء، كانت وكالات التصنيف الائتماني تتقاضى مقابل أداء وظيفتها هذه مكافآت تدفع من طرف المستثمرين الذين كانوا يحصلون على دراسات تحليلية ونقاط تخص المؤسسات والهيئات العمومية التي يرغبون في الاستثمار فيها. إلا أن لجوء الكثير من المستثمرين خلال سبعينيات القرن العشرين إلى تصوير تلك المستندات، دون شرائها منوكالات التصنيف الائتماني، تسبب في تراجع إيرادات هذه الوكالات، وهو ما اضطرها إلى طلب حقوقها تلك من الجهات التي تصدر أصولها للاكتتاب العام. ولقد تعزز هذا التوجه على إثر أزمة 1973. فتناقص موارد المؤسسات بفعل هذه الأزمة دفع بها إلى الاستعانة بخدمات وكالات التنقيط بحثا عن ممولين. ومنذ ذلك الوقت صارت المؤسسات والدول هي التي تدفع مستحقات التنقيط.

تتمتع وكالات التصنيف الدولية بقوة كبيرة في الأسواق المالي. ولقد عبر توماس فريدمان عن قوة هذه الوكالات بوقله في رأيي هناك اثنان كقوى عظمى في العالم اليوم. هناك الولايات المتحدة الأمريكية وموديز لخدمة وتصنيف السندات. يمكن للولايات المتحدة تدميرك عن طريق إسقاط القنابل، ويمكن أن تدمرك وكالة موديز عن طريق خفض درجة السندات الخاصة بك. وصدقوني، ليس هناك من هو في بعض الأحيان أكثر قوة.⁴

ب — محددات التصنيف الائتماني وفئاته

تعتمد وكالات التصنيف الائتماني تقييمها للقيم المالية على جملة من المعايير. كما تتبنى سلم تنقيط تلتزم فيه بما نصت عليه مقررات بازل 2 بخصوص تنقيط القيم المالية.

1 — منهجية التنقيط المعتمدة من طرف وكالات التصنيف الائتماني: تعتمد

وكالات التصنيف الائتماني في تقييم سندات الدول والمؤسسات على تحليل حسابات المؤسسات والدول، وكذا دراسة البيئة الاقتصادية والمالية والنقدية التي تعمل فيها.⁵

ويتولى مسؤولو تلك الوكالات الاتصال بمسؤولي المؤسسات المصنفة للحصول على معلومات سرية عن أوضاع المؤسسة وآفاق تطورها. وبناء على تلك المعلومات يتم تحديد نقطة القيم المالية وعرضها على المؤسسة المعنية لإبداء الرأي بخصوصها، ليتم بعد ذلك نشر النقطة الخاصة بكل مؤسسة على صفحات وكالات الإعلام المالية وفي الصحافة المالية وكذا نشرات وكالات التصنيف.6 ولا بد من القول هنا بأن تصنيف الدول لا يخضع لنفس الشروط التي تخضع لها المؤسسات. ففي ما يخص البلدان تأخذ وكالات التصنيف بعين الاعتبار قدرة البلد على تسديد ديونه، كما يجب الإرادة السياسية للبلد في القيام بهذا الأمر. وهنا تعتمد وكالات التصنيف الدولية على تقديرات ذاتية، مثل طبيعة الهيئة القانونية للبلد، معدل الرشوة...⁷

وقد تختلف وكالات التصنيف الائتماني فيما بينها في تصنيف القيم المالية. إلا أن الاختلاف الجوهرى يظهر ما بين الوكالات الغربية ووكالة داغونغ بخصوص المعايير المعتمدة ودرجة الترجيح المعطاة لكل معيار. لكن عموماً نجد أن وكالات التصنيف الائتماني الدولية تعتمد طرق تقييم توافق أكثر مصالح بعض الدول.

فوكالات الدول الغربية تركز في تقييمها لملاء الدول على جملة من المعايير مثل طبيعة النظام السياسي ومدى استقراره، مستوى مديونياتها وقدراتها على الوفاء بديونها، مستوى الناتج الداخلي الخام الفردي، عدد سكان البلد، مستوى التعليم، مستوى التضخم... والملاحظ أن ضعف مديونية البلد لا يكفي لمنحه نقطة جيدة. فارتفاع ملاء بعض البلدان الناشئة مع عدم استقرار أوضاعها السياسية أثر سلباً على تنقيطها. وعلى النقيض من ذلك منحت وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية نقاطاً عالية لبعض البلدان المتقدمة، وهذا رغم ارتفاع ديونها السيادية. وتم تبرير ذلك باستقرار أوضاعها السياسية الناتجة عن تبنيتها للديموقراطية، وهذا زيادة على توفر هذه الدول على طبقة متوسطة واسعة ميسورة، وتتميز بتلاحم اجتماعي كبير، إضافة إلى سهولة وصولها إلى أسواق رؤوس الأموال. ومن جملة ما يعاب على هذه الوكالات اعتمادها إلى حد ما على الشك في تقييم وضع الدول المدينة، كما هو الشأن بالنسبة لليونان وإسبانيا، وهو ما قد يجعلها ترتكب بعض الأخطاء.⁸

أما وكالة داغونغف تركز في تصنيفها على معايير كمية، مثل قدرة البلد على مراقبة اقتصاده، قوته المالية ومساوى مديونيته، احتياطياته من العملات الصعبة، النمو

الاقتصادي والقدرة على خلق الثروة، قدرة البلد على ضمان الاستقرار السياسي، وهذا بغض النظر عن طبيعة نظامه السياسي.⁹ وتجدر الإشارة إلى أن منهجية وكالة داغونغ في تقييم سندات الدول تناسب أكثر مصلحة الصين والدول الناشئة. فهذه الوكالة منحت الصين نقطة AA+، وهذا بسبب استقرار وضعها السياسي، بالرغم من حكم الحزب الواحد، وتحقيقها لنمو اقتصادي يبلغ 10 %، وكذا تنامي رصيدها من العملات الصعبة بمعدل 1.7 مليار دولار يوميا.¹⁰ كما منحت هذه الوكالة دول البريكس (البرازيل، روسيا، الهند والصين) والدول الناشئة، بما فيها السعودية، نقاطا جيدة، نتيجة تدني مستوى مديونيتها الخارجية وتحقيقها لمعدلات نمو عالية.¹¹ وتولي هذه الوكالة أهمية خاصة للبلدان النامية وبالأخص الإفريقية منها، وهذا بسبب رغبة الصين في توسيع تواجدها داخل القارة الإفريقية. فخلال سنة 2011 منحت هذه الوكالة دولة الجزائر علامة BBB، وقد ركزت في ذلك على توفر البلد على احتياطي صرف جيد قارب 200 مليار دولار وكذا انخفاض ديونها الخارجية. ولقد تم هذا في وقت لم تهتم عموما نجد أن وكالات التصنيف الائتماني الغربية بتنقيط الجزائر بسبب انشغالها بالوضع في الدول المتقدمة.¹²

2 — سلم التنقيط المعتمد من طرف وكالات التصنيف الائتماني الدولية: تعتمد

وكالات التصنيف الائتماني الدولية تنقيطا متقاربا يتراوح ما بين AAA وD. 3 1 وتميز هذه الوكالات في تنقيطها للديون السيادية ما بين القروض الطويلة المدى (أكثر من سنة)، والقروض قصيرة المدى (أقل من سنة) ذات الفوائد المنخفضة نسبيا. 14 كما تميز ما بين فئات من الاستثمار تبعا لدرجة خطورتها. ففي المقام الأول نجد فئة "الاستثمار" التي تضم الأوراق المالية المحدودة المخاطر الصادرة عن مقترضين ذوي ملاءة عالية، وهو ما يزيد من إقبال المستثمرين على اقتنائها رغم انخفاض معدلات فوائدها. 15 يلي ذلك الأوراق المالية المتوسطة المخاطر ذات الفوائد العالية نسبيا. أخيرا نجد فئة السندات العالية المخاطر،¹⁶ الصادرة عن مدينين ضعيفي الملاءة، والتي تعرض بمعدلات فوائد عالية لجلب المستثمرين للاكتتاب فيها.¹⁷

جدول رقم : سلم التقييم المعتمد من طرف وكالات التقييم الدولية بالنسبة للقروض
الطويلة المدى

| داغونغ | فيتش راتينغس | ستاندار وبورس | موديس | الوكالة مستويات التقييم المعبرة عن المخاطر في المدى البعيد |
|--------|-----------------|------------------|-------|--|
| AAA | AAA | AAA | Aaa | النوعية الأولى: أقصى أمن |
| AA+ | AA+ | AA+ | Aa1 | النوعية العالية: أمن عال أو جيد |
| AA | AA | AA | Aa2 | |
| AA- | AA- | AA- | Aa3 | |
| A+ | A+ | A+ | A1 | نوعية متوسطة عالية |
| A | A | A | A2 | |
| A- | A- | A- | A3 | |
| BBB+ | BBB+ | BBB+ | Baa1 | نوعية متوسطة منخفضة |
| BBB | BBB | BBB | Baa2 | |
| BBB- | BBB- | BBB- | Baa3 | |
| BB+ | BB+ | BB+ | Ba1 | درجة المضاربة |
| BB | BB | BB | Ba2 | |
| BB- | BB- | BB- | Ba3 | |
| B+ | B+ | B+ | B1 | درجة المضاربة العالية |
| B | B | B | B2 | |
| B- | B- | B- | B3 | |
| CCC | CCC | CCC+ | Caa1 | مخاطر عالية |
| | | CCC | Caa2 | درجة فائقة المضاربة |
| | | CCC- | Caa3 | في حالة عجز عن السداد مع وجود أمل السداد |
| CC | CC | CC | Ca | |
| C | C | C/CI/R | | |
| D | RD | SD | C | في حالة عجز اختياري (en défaut sélectif) |
| D | D | D | C | في حالة عجز عن السداد |

المصدر: جدول معد بتصريف من طرف الكاتب نقلا عن موسوعة وكيبديا وكذا <http://www.abcbourse.com/apprendre/agences de notation>

جدول رقم : تصنيف البلدان حسب مؤشر المؤسسة الفرنسية للتأمين على التجارة الخارجية

| لنقطة | التعليق |
|-------|---|
| A1 | ملائمة عالية للآفاق الاقتصادية الكلية والمالية. استقرار الظروف السياسية. جودة بيئة الأعمال. هذا الإطار يؤثر إيجاباً على الدفع الخاص بالمؤسسات. متوسط احتمال عدم الدفع ضعيف جداً. |
| A2 | ملائمة عالية للآفاق الاقتصادية الكلية والمالية. الظروف السياسي عموماً مستقر. بيئة الأعمال في عموماً جيدة. متوسط احتمال عدم الدفع غير عال. |
| A3 | الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية أقل جودة و/ أو أنها متقلبة (طيارة). الوضع السياسي يبقى مستقر. بيئة الأعمال قد تتضمن ثغرات. متوسط احتمال عدم الدفع هو عند مستوى مقبول. |
| A4 | الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية تتميز ببعض الهشاشة. الوضع السياسي قد يعرف حالات توتر. بيئة الأعمال قد تعرف ثغرات هامة. متوسط احتمال عدم الدفع بالنسبة للمؤسسات هو عند مستوى عال مقبول. |
| B | الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية تعترضها شكوك. الوضع السياسي قد يعرف حالات توتر حادة. بيئة الأعمال قد تتضمن ثغرات هامة. متوسط احتمال عدم الدفع بالنسبة للمؤسسات هو عند مستوى عال بشكل كاف. |
| C | الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية غير أكيدة بشكل كبير. الوضع السياسي يمكن أن يكون غير مستقر. بيئة الأعمال تتضمن ثغرات هامة. متوسط احتمال عدم الدفع بالنسبة للمؤسسات هو عند مستوى عال. |
| D | الآفاق الاقتصادية الكلية والمالية غير أكيدة بشكل كبير. الوضع السياسي غير مستقر بشكل كبير. بيئة الأعمال صعبة. متوسط احتمال عدم الدفع بالنسبة للمؤسسات هو عند مستوى جد عال. |

المصدر: *Risque pays et études économiques*... > www.coface.fr > Coface.

3 — اتفاقيات بازل 2 حول عمل وكالات التنقيط الدولية: فرضت عمولة

الأسواق المالية إيجاد أداة مشتركة تسمح بتقدير المخاطر التي تحيط بديون الدول، البنوك والمؤسسات. واعتمدت اتفاقيات بازل الثانية (Bâle II) نقاط وكالات التنقيط الدولية كأساس لتقدير قدرة البلدان على سداد ديونها ومن تم استفادتها من قروض جديدة.^{8 1} ولقد ميزت هذه الاتفاقيات ما بين ثلاث أصناف من التنقيط. ففي حالة خضوع أي سند لتنقيط واحد من طرف وكالة واحدة فإن النقطة التي يحصل عليها هي التي تؤخذ بعين الاعتبار من طرف المستثمرين. أما في حالة تنقيط السند من قبل وكاليتين وكانت النقطتان الممنوحتان متساويتان فإنه يتم أخذ إحداهما. لكن في حالة اختلاف

هاتان النقطتان فيتم أخذ النقطة الأصغر بعين الاعتبار. وإذا رأت الجهة المصدرة للسند أن النقطة الأصغر ضعيفة ولا تخدمها، فيإمكانها طلب تنقيط وكالة ثالثة، وحينها تؤخذ النقطتان الأصغر بعين الاعتبار.

4 — شروط عملية التنقيط وأثرها على سير الأسواق المالية: لا تخضع وكالات التنقيط الدولية لرقابة كبيرة من قبل السلطات، ويبقى ضابطها الأساسي في ذلك هو حرصها على كسب ثقة المستثمرين فيها من أجل ضمان استمراريته. وتحدد درجة ثقة المستثمرين في هذه الوكالات بمدى موضوعيتها وشفافيتها وتوفرها على إمكانيات تسمح لها بأداء عملها على أحسن وجه.⁹ ويرى مسيرو هذه الوكالات أن هدفهم هو الحفاظ على سمعة وکالتهم بين المستثمرين، لأن اعتماد التصنيفات غير الواقعية يؤدي مع الوقت إلى عدم ثقة المستثمرين في هذه الوكالات، لأن السوق سيكشف مع الوقت عمليات التصنيف المغشوشة مما يضر بسمعة الوكالات.

وتباين درجة تفاعل الأسواق المالية مع التصنيفات مختلف وكالات التصنيف الدولية. فحسب بعض الدراسات فإن تصنيف موديز يعتبر أكثر تأثيراً من تصنيف ستاندارد أند بورز، بينما ترى دراسات أخرى أن الأسواق تتفاعل أكثر مع تصنيف كل من فيتش وستاندارد أند بورز في حالة رفع درجات التصنيف أو خفضها. ففي دراسة تتبعت سجل موديز في التنبؤ بالإخفاق في السداد خلال الفترة 1970 – 1994، تبين أن عندما تنخفض نقطة التصنيف وتطول فترة حيازة السند زاد معدل الإخفاق المتوقع. ففيما يتعلق بالسندات التي حازت على نقطة Aaa لم يعجز عن السداد إلا 0,1 % من الجهات التي أصدرت السندات التي حازت على ذلك التصنيف، وذلك على امتداد خمس سنوات. أما على مدى عشر سنوات فإن معدل الإخفاق كان لا يتجاوز 1 %. بالمقابل بلغ متوسط معدل الإخفاق بالنسبة للجهات التي أصدرت سندات مصنفة B- حوالي 28 % على مدى خمس سنوات، وارتفع هذا المعدل إلى 40 % في مدى عشرة سنوات.²⁰

إن تحقيق الوكالات لشروط العمل الجاد ليس بالأمر السهل. فقيام المؤسسات بتقديم مقابل للوكالات لقاء عملية تقييمها لسندات وحصولها على مشورتها، قد يجعل الوكالات تتساهل في تنقيطها.²¹ هكذا نجد أن وكالات التصنيف الدولية تبقى من جهة محكومة برغبتها في الحفاظ على ثمة المستثمرين فيها، أي الحفاظ على سمعتها. لكنها من

جهة ثانية تقع تحت إغراءات عملائها التي تقدم لهم الاستشارات. ولقد عبر آرثر ليفيت (Arthur Levitt)، الرئيس السابق للجنة الأوراق المالية، عن هذا الوضع بجملة معبرة مفادها أن "وكالات التصنيف الدولية تلعب دور المدرب والحكم في لعبة الدين، فهي تصنف الشركات والمصدرين، وتحصل منهم على أتعابها..."²²

في حين أن شفافية وكالات التنقيط الدولية في أداء عملها، والتي تتمثل في توفير المعلومات الصحيحة عن المؤسسات العاملة في الأسواق المالية وعن الظروف التي تعمل فيها، مع ضمان حرية وصول جميع المستثمرين إلى تلك المعلومات في الوقت المناسب وبدون تكلفة أو بتكلفة زهيدة، فهي تتوقف على رغبة تلك الوكالات في تحقيق هذا الهدف، إضافة إلى توفرها على الإمكانيات التي تسمح لها بتحقيق ذلك.²³ وتسمح الشفافية للمؤسسات المستثمرة بتقدير المخاطر والعوائد المتولدة عن الأصول المالية، بما يسمح لها من اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية، وهي القرارات التي تؤثر في الأسواق المالية. فسيادة الشفافية في الأسواق المالية سيعزز الثقة في هذه الأسواق ويزيد من قدرتها على تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات التي تخدم الاقتصاد الحقيقي وليس نحو المضاربة، في حين أن حجب البيانات المالية والتلاعب بها يؤدي إلى تضليل المستثمرين الكبار ويجعلهم يتخذون قرارات خاطئة جارين معهم الكثير من المستثمرين الصغار الذين يسلكون سلوك القطيع، الأمر الذي يؤدي إلى اضطراب تلك الأسواق وإلحاق الضرر بالأعداد الكبيرة من صغار المستثمرين الذين سيفقدون الثقة في وكالات التنقيط ويعزفون عن التعامل معها مستقبلاً.²⁴ ولا يخلو نشاط هذه الوكالات من هكذا ممارسات. فعلى سبيل المثال نجد أن هذه الوكالات كانت قد منحت بنك ليمان براترز نقطة AAA يوم إفلاسه.²⁵

لم تكن وكالات التصنيف الدولية تتوفر على إمكانيات كبيرة تسمح لها بتقدير كافة المخاطر التي تدخل في تقييم منتجات مالية تتميز بالتعدد والتعقيد. فعلى المستوى البشري كانت وكالات التصنيف الغربية تشغل حوالي ألف محلل يتولون تحليل عشرات الآلاف من الكيانات العمومية والخاصة، الأمر الذي كان يدفع بهم إلى التساهل في عملية التقييم²⁶ أما وكالة داغونغ فصرحت بتشغيل 500 موظف يشتغلون بـ 34 فرع موزعين داخل الصين.²⁷

5 — أهمية التنقيط بالنسبة لكل من طالبي القروض والمستثمرين: أدى تدويل الأسواق المالية إلى تعاظم دور وكالات التنقيط الدولية بفعل حاجة طالبي التمويل والمؤسسات المستثمرة إلى خدماتها.

فبالنسبة للدول والمؤسسات المصدرة للسندات فإن النقاط التي تمنحها إياها وكالات التصنيف الائتماني، والتي تعبر عن قدرتها على رد الديون المترتبة عليهم، ستحدد قدرتها على تعبئة القروض وبمعدلات فائدة تتغير بصورة عكسية للنقطة المحصل عليها. فالملاء العالي لحكومة ألمانيا مكنها، في جانفي 2012، من الحصول على قروض بمعدلات فائدة تقارب 1.75 % لمدة تصل إلى 10 سنوات، في حين حصلت فرنسا، البرتغال واليونان على قروض بمعدلات فوائد بلغت على التوالي 3.05 %، 11.38 % و28.30 %. والملاحظ أن النقطة الممنوحة لديون دولة ما لا تعتبر محددًا رئيسيًا لحصولها على القروض بسهولة. فالولايات المتحدة الأمريكية، بالرغم من إقدام وكالة ستاندار وبورس في 5 أوت 2011، على تخفيض نقطة ديونها السيادية من AAA إلى AA+، تمكنت من الاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة، 28 وذلك بسبب ثقة المستثمرين في قدرتها على تسديد ديونها. كما أن اليابان، الذي بلغت ديونه نسبة 233 % من ناتجه الداخلي الخام، ورغم نيله نقطة AA- من طرف ستاندار وبورس، فإنه حصل على قروض بمعدلات فائدة منخفضة، وهذا لكون مديونيته تعود لمستثمرين يابانيين، في حين أن الأمر يختلف بالنسبة لفرنسا التي يعود الجزء الأكبر من مديونيتها لمستثمرين أجنب.

أما بالنسبة للمستثمرين فإن رغبتهم في الحصول على معلومات عن السندات التي يتم إصدارها على المستوى العالمي، والتي يرغبون في الاستثمار فيها، تجعلهم يعتمدون على وكالات التصنيف التي توفر لهم تلك المعلومات بشكل سريع وغير مكلف. وبذلك صارت هذه الوكالات مصدرا أساسيا للمعلومات، خاصة في ظل تزايد المخاطر التي تحيط بالقيم المالية بفعل تطور المنتجات المالية واعتماد التوريق... المالية.²⁹

ج — واقع تقييم وكالات التصنيف الائتماني الدولية للديون السيادية :

إن تزايد حاجات الدول لتمويل أعبائها الاجتماعية الكبيرة، في ظل توقفها عن الاعتماد على التمويل التضخمي لتمويل الميزانيات العمومية، دفع بها إلى طرح سندات للاكتتاب في الأسواق المالية الدولية. وتبلغ الديون السيادية للبلدان المدينة عشرات

المليارات من الأورو. وباعتبارها ديونا تقع على كاهل الدولة فإن احتمالات عدم ردها تكون ضعيفة، ومن ثم فإن الفوائد المدفوعة مقابلها تكون منخفضة. وبالرغم من ضعف احتمال عجز الدول عن سداد ديونها، إلا أنها تحتاج لشهادة وكالات التنقيط الدولية بخصوص قدرتها على تسديد ديونها وكذا قدرتها على الاقتراض من الأسواق المالية الدولية.³⁰ ونشير هنا إلى أنه على خلاف المؤسسات الخاصة والجماعات المحلية، فإن حكومات الدول لا تقدم مقابلها لوكالات التصنيف الدولية لقاء ما تقوم به من تنقيط لسنداتها. وهنا نجد أن وكالات التصنيف تتولى بصورة فردية تصنيف تلك السندات.³¹

وسنقوم هنا بعرض دور وكالات التصنيف الدولية في تقييم الديون السيادية لبعض الدول المتقدمة وبعض الدول العربية.

1 — دور وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية في تقييم مديونية الدول المتقدمة

دأبت وكالات التصنيف الائتماني على تنقيط مديونية البلدان المتقدمة بشكل سخّي، وهذا نظرا بمتنع هذه الدول بقدرة على سداد ديونها نتيجة لخصائصها الاقتصادية والاجتماعية، وهذا زيادة على تكاتفها في مواجهة الأزمات. إلا أنه ومنذ اندلاع أزمة الديون السيادية الإيرلندية تبنت وكالات التصنيف الائتماني مواقف جديدة تمثلت في تخفيض نقاط الديون السيادية للعديد من دول العالم المتقدم، خاصة الأوروبية منها.

ففي مطلع سنة 2008 عانت إيرلندا من انكماش ناتجها الداخلي الخام وارتفاع عجز ميزانيتها مقارنة من 0 ٪ سنة 2007 إلى 32,4 ٪ من ناتجها الداخلي الخامل سنة 2011، وهذا نتيجة تحمل الحكومة لرسملة بنوكها بحوالي 46 مليار أورو خلال الفترة 2008 – 2010، وكذا تحملها لـ 31 مليار أورو لتطهير الديون المشكوك فيها للبنوك.³² ولمواجهة هذا الوضع رفعت الحكومة مستوى الضرائب المفروضة على المواطنين وقلصت نفقاتها العمومية، الأمر الذي تسبب في تباطؤ النمو وزيادة البطالة، وهو ما دفع بوكالة ستاندرد وبورس، في 25 أوت 2010 إلى تخفيض نقطة ديونها السيادية.

بالنسبة لليونان تسبب الأزمة الاقتصادية العالمية المالية لسنة 2008 في حدوث أزمة مالية خلال سنة 2009 أدت إلى تفاقم مديونيتها وارتفاع عجز موازنتها العمومية إلى حوالي 13 ٪ من الناتج الداخلي الخام. ولقد قامت وكالة فيتش في 27 أبريل 2010 بتخفيض نقطة أربع أكبر بنوك يونانية من BBB+ إلى BBB، الأمر الذي جعل البلد يواجه صعوبات في الحصول على قروض جديدة، وهو ما تسبب في تعميق الأزمة.³³

أما فيما يخص إسبانيا فقد أقدمت وكالة ستاندرد وبورس في 28 أبريل 2010 بتخفيض نقطة ديونها الطويلة المدى من AA+ إلى AA مع التنبؤ بضعف معدل نمو اقتصادها بشكل سيؤثر في المدى القصير على المالية العمومية للبلد. هذه الأمور جعلت إسبانيا تعيش أزمة مالية. ففي ماي 2011 تبين أن صناديق التوفير الإسبانية كانت على وشك الإفلاس، وحينها تعهدت الحكومة بدراسة هذا الملف وتقدير حجم الخسائر والإعلان عنها. ولكن وقبل صدور النتائج سارعت وكالات التنقيط وأعلنت أن حجم هذه الخسائر يتراوح ما بين 50 و80 مليار أورو، وهو ما تسبب في ارتفاع معدلات الفوائد على السندات العمومية الإسبانية الجديدة. ولقد أظهر التحقيق أن الخسائر الحقيقية لصناديق التوفير الإسبانية بلغت 15 مليار أورو.

كما عرف البرتغال وبلجيكا وضعا ماليا صعبا دفع بوكالات التنقيط الدولية إلى تخفيض نقاط ديونها السيادية.³⁴

وحتى فرنسا، التي كانت تعيش وضعا اقتصاديا مقبولا، فقد صنفتها وكالات التنقيط الدولية ضمن ما يعرف بالأفق السلبي، وهو ما يمثل تهديدا بتخفيض نقطة ديونها السيادية.³⁵ هذا الأمر مرده إلى احتمال مواجهة فرنسا لأزمة مالية نتيجة عدم قدرة حكومتها على خلق النقود وتدبير الأموال لتمويل ميزانيتها العاجزة، وهذا بسبب انتمائها للاتحاد الأوروبي، الذي يخضع لتوجيهات البنك المركزي الأوروبي الذي يضع ضمن أولوياته محاربة التضخم وتطبيق سياسة نقدية صارمة.

أما المملكة المتحدة، التي كان وضعها الاقتصادي مشابها لوضع فرنسا، فلم تهدد من قبل وكالات التنقيط الدولية بتخفيض نقطة ديونها السيادية، لا لشيء إلا لكونها لم تكن عاجزة عن تسديد ديونها السيادية، وهذا بسبب تحكمها في بنكها المركزي وقيامها بتوجيهه لخدمة مصالحها من خلال جعله يجارب التضخم مع ضمان تحقيق النمو

الاقتصادي، وكذا قيامه بشراء سندات الحكومة، إضافة إلى توليه إصدار الجنيه الإسترليني من أجل مواجهة ديون الحكومة، حتى وإن أدى ذلك إلى انخفاض قيمة الجنيه الإسترليني.

بناء على ما سبق يمكن القول أن تدهور الأوضاع المالية داخل العديد من البلدان الأوروبية دفع بوكالات التصنيف الدولية إلى تخفيض نقطة ديونها السيادية. إلا أن هناك من يرى أن مواقف وكالات التنقيط الدولية من هذه الدول الأوروبية نابعة من رغبتها في إضعاف اقتصادياتها خدمة لمصلحة أمريكا. ويستدل أصحاب هذا الرأي بأدلة عديدة. فبالنسبة لهؤلاء سبق لوكالات التنقيط الدولية، قبل اندلاع أزمة الرهن العقاري، أن منحت نقاطا سخية للعديد من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، وهو ما أدى إلى تزايد مواردها بشكل خدم مصلحتها ومصلحة أمريكا. أما في حالة أزمة الأورو الأوروبية، وبشكل خاص في حالة اليونان وإسبانيا، فإن موقف وكالات التنقيط كان مغايرا. إلا أن إقدام وكالات التنقيط الدولية على وضع الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة تحت الرقابة، قد يخفف من قوة هذا الرأي.³⁶

2 — تقييم وكالات التصنيف الائتماني الغربية للوضع الاقتصادي ومدىونية بعض

الدول العربية

إن حاجة بعض البلدان العربية إلى تمويل خارجي أو إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة يدفع بها إلى طلب تصنيف من طرف وكالات التصنيف الائتماني. إلا أن هذه العملية قد تتم بدون طلب من طرف البلد المعني، مثلما هو الحال مع تصنيف وكالة كوفاس الفرنسي.

— تقييم مؤسسة كوفاس للوضع الاقتصادي في الجزائر

تجدر الإشارة هنا إلى أنه في ظل عدم طلب الجزائر تنقيطا من طرف وكالات التصنيف الائتماني الغربية، فإننا سنعتمد على تقييم وكالة كوفاس التي بدأت منذ 2007 تهتم بالجزائر.

لقد دأبت كوفاس منذ 2007 على تقييم مدىونية الجزائر وبيئة أعمالها. وفي هذا الصدد فإن النقطة التي منحتها هذه الوكالة للجزائر هي نقطة 4 A. هذه النقطة، التي تعتبر متوسطة في سلم التنقيط المعتمد من قبل هذه الوكالة، هي انعكاس لوضع اقتصادي مقبول، حيث تميز بمعدل نمو يتراوح بين 4% و6%، هذا إضافة إلى تمتع الجزائر

بوضع مالي مريح للجزائر تمثل في توفر احتياطي نقدي معتبر في ظل انخفاض مديونية البلد الخارجية، وهي مؤشرات تضع الجزائر في مأمن من أزمة سيولة. لا بد من القول أن هذه النقطة تسمح للجزائر بتعبئة القروض الخارجية خاصة قروض المشتريين وكذا رؤوس الأموال الأجنبية. إلا أن الجزائر لم تقم اعتبارا لهذا الأمر، خاصة في ظل توفرها على موارد مالية معتبرة بالعملات الصعبة. وليس أدل على هذا الأمر من لجوء الحكومة خلال سنة 2007 إلى منع اللجوء إلى القروض الخارجية لتمويل الاستثمار، قاصرة ذلك على القروض بالدينار الجزائري. 37 كما قامت الجزائر خلال سنة 2009، بتبني سياسية تضييقية على الاستثمار الأجنبي المباشر، وهو ما نص عليه قانون المالية التكميلي. هذا الإجراء اعتبرته كوفاس دعما للحماية ضد الاستثمار الأجنبي المباشر والواردات، مماثلة من شأنها أن تسيء في المدى القصير للمناخ الاستثماري بشكل يلحق بالاقتصاد الجزائري ضررا في المدى الطويل. كما تبنت الجزائر برنامجا يقوم على تقييد الواردات، رأت فيه كوفاس سببا في ارتفاع تكاليف الإنتاج بالنسبة للمؤسسات الجزائرية إضافة إلى تعطيل وصول التموينات، وهو ما يتسبب في تباطؤ معدل النمو وتباطؤ مستوى التشغيل. 38 على صعيد بيئة الأعمال منحت وكالة كوفاس الجزائر، خلال سنة 2010، نقطة B، وهو مستوى غير جيد يكون قد تأثر بالإجراء الجديد الخاص بالاستيراد والصادر في 26 جويلية 2009. فالمادة 69 من قانون المالية التكميلي تنص على أن دفع قيمة واردات السلع التي تفوق 100000 د.ج التي تخص متعاملي القانون الخاص تتم فقط بواسطة قرض مستندي.

— تقييم وكالات التصنيف الائتماني لمديونية المغرب

في شهر فيفري من سنة 2011 منحت وكالة ستاندارد وبورس نقطة BBB للمغرب، أي ما يعادل نقطة 10 من 20، وهددت بتخفيض هذه النقطة بسبب الاضطرابات الاجتماعية التي يعيشها البلد. وهو ما جعل الصحافة الرسمية تعبر عن رفضها لهذا التقييم. وبالرغم من هذه النقطة المتوسطة فإن المغرب أدرج خلال سنة 2010 ضمن رتبة "Investment grade"، وهي الملاحظة التي حافظ عليها إلى يومنا هذا، والتي تجعل منه ضمن فئة البلدان المتميزة بمستوى إقراض جيد، وهي الفئة التي تشمل بلدانا غنية مثل السعودية، قطر، ألمانيا وحتى الولايات المتحدة الأمريكية، أي البلدان التي يمكن الاستثمار في ديونها دون خطر. إلا أن احتمالات ارتفاع اسعار النفط

وتأثير ذلك على معدل النمو في المغرب، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تفاقم عجز موازنة الدولة. 39 ولقد اعتبر محلول ستاندار أند بورس أن الاقتصاد المغربي يتميز بمخاطر مرتفعة وهذا رغم الجهود المبذولة لتنويعه، إلا أن معطويته ناتجة عن ارتباطه بقطاعي السياحة والزراعة، وهما قطاعان مرتبطان بالأسواق العالمية وباقتصاد أوروبي يعيش وضعاً متأزماً.

_____ تقييم وكالات التصنيف الائتماني لمديونية مصر، تونس وليبيا

مع بدء الثورات العربية، في تونس في فيفري 2011 ثم في مصر، لجأت وكالات التصنيف الائتماني إلى تخفيض نقاط تونس ومصر، وهو ما أوحى بأن هذه الوكالات تهدف إلى عرقلة هذه الثورات.

بالنسبة لمصر أقدمت موديس، خلال سنة 2011، على تخفيض نقطتها من Ba2 إلى Ba3. كما قامت وكالة ستاندار أند بورس (S&P)، في شهر أكتوبر من سنة 2011 بتخفيض نقطة مصر من BB- إلى BB. ولقد وعدت هذه الوكالة بتخفيض أكبر لهذه النقطة إن لم تباشر مصر إصلاحات سياسية خلال السداسي الأول من سنة 2012. وقد أرجعت الوكالة هذا الأمر إلى تفاقم عجز الموازنة بسبب ضيق الوعاء الضريبي. كما أشارت الوكالة إلى ارتفاع معدل التضخم إلى حدود 10.6 %، وهذا في وقت شهد فيه معدل النمو الاقتصادي انخفاضاً من حوالي 7.2 % خلال سنة 2009 إلى حوالي 1 % خلال سنة 2011، وهذا نتيجة تراجع مداخيل السياحة وتحويلات المهاجرين بفعل الأزمة التي تعصف بالدول الغربية وكذا نتيجة عودة ما يقرب من 130.000 مصري من ليبيا. 40 ولم يقتصر الأمر على هذه المشاكل بل شهدت الاستثمارات الأجنبية تراجعاً معتبراً خلال سنة 2010. كما شهد معدل البطالة تنامياً معتبراً. في ظل هذه الظروف باشرت مصر مفاوضات عدة مع عدة ممولين، من بينهم صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، من أجل الحصول على قروض تسمح بمواجهة عجز الموازنة وإنجاز مشاريع تنموية. وفي هذا الصدد وعدت دولة الإمارات العربية، في 23 أكتوبر 2011، بتقديم قرض بـ 2.2 مليار أورو، في حين وعدت السعودية بمبلغ 2.9 مليار أورو، في حين قدمت قطر مساعدة قيمتها 360 مليون أورو، بينما وعدت فرنسا بتقديم قرض قيمته 1 مليار أورو يوزع ما بين مصر وتونس.

من جهتها شهدت تونس تخفيضا لنقطتها. أما ليبيا فهي بدورها شهدت تخفيضا لنقطتها خلال سنة 2011، إذ أقدمت وكالة فيتش على تخفيض نقطتها من BBB+ إلى BBB.⁴¹

_____ تقييم وكالات التصنيف الدولية لبعض دول الخليج العربي

على خلاف العديد من بلدان العالم فإن بلدان الخليج العربي، التي تتوفر على موارد نفطية معتبرة، شهدت خلال سنة 2010 ارتفاعا في النقاط التي منحتها إياها وكالات التصنيف الدولية. فنقطة دولة قطر انتقلت من AA- إلى AA. كما قامت وكالة موديس برفع نقطة السعودية.

السعودية وقطر لم ترضيا بالنقاط التي منحتهما إياهما وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية، إذ رأتا أن وضعها المالي الجيد يستحق منحهما تصنيفا ممتازا (AAA) خلال سنة 2012. تجدر الإشارة إلى أنه في ذات الوقت قامت كل من موديز، وستاندرد آند بورز، وفيتش بتخفيض التصنيفات الائتمانية للعديد من الدول المتقدمة، مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة. 42 لقد بررت وكالات التصنيف الائتماني منحها تصنيفا أقل من الممتاز لكل من السعودية وقطر بكون تصنيفها لا يراعي فقط المركز المالي للدول المنقطة، وإنما يراعي أيضا الاستقرار السياسي. وبهذا الخصوص فإن هذه الدول ليست على أحسن ما يرام. فدولة قطر كانت قد شهدت خلال سنة 1995 انقلاب الأمير الحالي على أبيه، في حين أن الخلافة الملكية الحالية في المملكة العربية السعودية تبدو غير واضحة. كما أن ارتباط اقتصاديات دول الخليج بالنفط والغاز تؤدي إلى تخفيض تصنيفها الائتماني، هذا بالإضافة إلى عدم تحكم هذه الدول في سياستها النقدية، وهو ما يظهر في ربط عملاتها بالدولار الأمريكي.

ولقد أثار التصنيف الممنوح للسعودية اعتراض عدة أطراف سعودية، والتي اعتبرت هذا التصنيف مجحفا في حق بلد يمتلك موارد أولية ومالية معتبرة أن كما يمتلك اقتصادا يعتبر من بين اقتصاديات العالم العشرين الأولى. ويذهب هؤلاء إلى القول بأن السعودية في غنى عن التمويل الخارجي، فهي تمتلك احتياطيات مالية كبيرة، إنما هي في حاجة إلى التصنيف الممتاز من أجل استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية. 3 4

ويبدو أن اعتراضات السعودية على تصنيفها جعلت وكالة فيتش تؤكد في مارس 2013 على تصنيف السعودية عند AA- . وكتعبير عن هذا التحول قامت هذه الوكالة

بتعديل نظرتها المستقبلية للسعودية من مستقرة إلى إيجابية. وحسب هذه الوكالة فإن تصنيف السعودية سيتحسن مستقبلا إذا تمكنت من تحسين وضع التشغيل بها إلى جانب تنويع اقتصادها.

2 – دور وكالة التصنيف الصينية في تقييم مديونية الدول

سعيًا منها لتطوير نشاطها تقدمت هذه الوكالة في سنة 2010 بطلب اعتماد إلى جهاز مراقبة وضبط الأسواق المالية الأمريكية، إلا أن طلبها رفض بدعوى أن طريقة تنقيطها غير شفافة، وهو ما اعتبره مسئولو الوكالة إجراء تمييزيا في حق وكالتهم نابع من الخوف من اكتشاف المخاطر التي توجد داخل سوق التنقيط الدولية الخاضع لهيمنة وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية. 45

عموماً يمكن أن نميز ضمن تصنيف وكالة داغونغ حالتين. حالة مجموعة من البلدان المتقدمة التي منحتها الوكالة نقاطا تختلف نوعا ما عن تلك التي منحتها إياها وكالات التصنيف الأمريكية، وحالة دول أخرى، منها المتقدمة ومنها الناشئة، التي حصلت على نقاط جيدة من طرف الوكالة الصينية.

فمن جهة قامت هذه الوكالة خلال الفترة الممتدة ما بين شهر جويلية 2010 وشهر ديسمبر 2011 بتخفيض نقطة فرنسا من مستوى AAA، الذي منحه إياها الوكالات الأمريكية، إلى مستوى A+. وخلال هذه الفترة لم تكن مديونية البلد قد بلغت مستوى حرجا، إذ كانت تقدر بـ 85٪ من ناتجها الداخلي الخام، إلا أن انخفاض معدل نموه الاقتصادي وتراجع قدرته التنافسية، 46 كانت وراء هذا التخفيض. هذا الموقف أكدته وكالة ستاندار وبورس، التي أقدمت في 1 جانفي 2012 على تخفيض نقطة الدين السيادي لفرنسا من مستوى AAA. 47

أما أمريكا فقد كان نصيبها من التنقيط خلال سنة 2010 نقطة A+. واعتبرت وكالة داغونغ أن هذا البلد لا يستأهل نقطة AAA التي منحه إياها وكالات التنقيط الأمريكية، وهذا نظرا لارتفاع مديونته التي بلغت خلال سنة 2011 حوالي 96٪ من ناتجها الداخلي الخام. 48 ولقد رأى رئيس هذه الوكالة في مواقف الوكالات الأمريكية تحيزا وتحريفا لقواعد التنقيط، إذ أن المنطق يقتضي أن الدائن هو الذي يقوم بعملية التصنيف وليس المدين. وبخصوص مديونية أمريكا نحو الصين وحدها فقد بلغت خلال سنة 2011 حوالي 1160 مليار دولار في شكل أذونات الخزنة الأمريكية، وهو ما دفع

البعض إلى مطالبة هذا البلد بالتحكم في مديونيته من خلال التزامه بالعيش في حدود موارده لا غير. 49

على صعيد آخر منحت وكالة التصنيف الصينية، خلال سنة 2011، كل من المملكة المتحدة، بلجيكا، إيطاليا، إسبانيا وحتى ألمانيا، نقاطا أقل من تلك التي منحتها إياها وكالات التصنيف الأمريكية. من جهتها أقدمت وكالات التنقيط الأمريكية على اتخاذ إجراءات مشابهة، وهو ما أضفى بعض المصدقية على عمل وكالة داغونغ. من جهة ثانية منحت وكالة داغونغ نقطة (AAA) لأستراليا، الدانمارك، هونج كونج، الليكسمبورغ، النرويج، زيلندا الجديدة، سنغافورة، السويد، سويسرا، بسبب محدودية مديونيتها التي كانت لا تتجاوز 40 ٪ من ناتجها الداخلي الخام. كما منحت هذه الوكالة نقاطا جيدة لدول ناشئة، مثل الهند، البرازيل. أما النقطة الممنوحة للصين فقد كانت AA+، وهي نقطة تعكس مدى قوة الاقتصاد الصيني، الذي يتميز بارتفاع معدل نموه بفضل وجود طلب داخلي كبير، مؤهل لأن يتعزز مستقبلا نتيجة رفع المداخيل وسعي الحكومة إلى دعم نظام التأمين الاجتماعي لمواطنيها، وهو ما سيؤدي بهؤلاء إلى تقليص مدخراتهم ورفع استهلاكهم.

مما سبق يمكن الخروج بجملة الملاحظات التالية:

- رغم اختلاف طرق التقييم إلا أن نتائج التقييم التي أجرتها مختلف وكالات التصنيف الدولية كانت متوافقة بنسبة 33٪.

- اختلاف نتائج التقييم يعود لاختلاف طرق التقييم المعتمدة من طرف هذه الوكالات. فوكالة داغونغ كانت تمنح البرازيل، الصين وروسيا نقاطا تزيد بثلاث درجات عن تلك التي تمنحها إياها بقية وكالات التنقيط، في حين كانت النقاط التي منحتها لعدد من الدول المتقدمة، مثل فرنسا، بلجيكا، إسبانيا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، تقل بثلاث درجات عن نقاط وكالات التصنيف الأمريكية.

- نتائج التقييم التي قامت بها وكالة داغونغ بخصوص بعض الاقتصاديات الغربية لقيت بعض التأييد من محللين ماليين غربيين. فناتيكسيس (Natixis) الأمريكية على سبيل المثال تعترف بضعف معدل نمو اقتصاد العديد من الدول الغربية، والذي لا يكاد يتعدى 1.6 ٪، في وقت كانت نفقاتها العمومية مرتفعة، حيث تفوق 40 ٪ من ناتجها الداخلي الخام، هذا إلى جانب ارتفاع الضغط الضريبي فيها. كما تعترف أيضا بموضوعة

نقطة داغونغ بخصوص مديونية أمريكا، حتى وإن هي ترى بأن الاقتصاد الأمريكي يتميز عن الاقتصاديات الأوروبية، فإننتاجيته العالية تمكنه من تحقيق معدلات نمو في حدود 2.8٪ خلال الفترة الممتدة إلى غاية 2020. كما أن مستوى الضغط الضريبي فيه لم يبلغ المستوى الذي بلغه في الدول الأوروبية، وهو ما يوفر هامشا أكبر لرفع الضرائب وتقليص مديونيتها. 50

المبحث الثاني: تقييم عمل وكالات التصنيف الائتماني الدولية وتحديد مسؤوليتها في حدوث الأزمات المالية

تتهم وكالات التصنيف الائتماني الدولية بأن عملها تشوبه بعض أشكال التحيز وعدم الشفافية إضافة إلى سوء التقدير، وهي عوامل تسبب في تعقيد الأوضاع المالية وتساهم في نشوب أزمات مالية.

أ — الانتقادات الموجهة لطريقة التصنيف التي تقوم بها الوكالات

تتعرض وكالات وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية، باعتبارها المهيمنة على سوق التصنيف الدولية، إلى انتقادات تخص شفائيتها وموضوعيتها في ممارسة وظيفتها. - من جهة يعاب على وكالات وكالات التصنيف الائتماني الدولية عدم كشفها بشكل مفصل عن كيفية تقييمها للمنتجات المالية المختلفة. فهي تعبر عن رأيها بخصوص هذه القيم المالية بواسطة نقاط تمثل معلومات ملخصة تعبر عن وضع تلك المنتجات المالية. 5 1

- أما فيما يخص موضوعية الوكالات في أداء وظيفتها فهي محل شك. فتوافق المصالح بين شركات التنقيط الدولية والجهات التي تسعى إلى تنقيط قيمها المالية (الدول والمؤسسات)، والتي تظهر من خلال حصول وكالات التنقيط الدولية على مقابل من تلك الجهات وسعيها إلى تعظيم مداخيلها تلك والحفاظ على نصيبها من السوق، قد دفع بهذه الوكالات إلى تضخيم نقاط زبائنها. وقضية بنك ليمان براترز أحسن مثال على ذلك. وقد تلجأ وكالات التنقيط الدولية إلى الضغط على موظفيها لحملهم على منح نقاط جيدة لمنتجات مالية معرضة لمخاطر كثيرة. 52 ويرد مسئولو هذه الوكالات على هذه التهمة بالقول أنه ليس من مصلحةهم منح نقاط مضخمة لأن ذلك يضر بمصداقيتها وسمعتها وثقة المستثمرين فيها.

وفي نفس السياق تتهم هذه الوكالات بتحيزها لصالح أمريكا على حساب الدول الأوروبية. إلا أن التقييم الجيد لهذه الوكالات لمديونية الصين ووضعها الاقتصادي قد يخفف من هذه التهمة.

- لم تكن وكالات التصنيف الائتماني الدولية تمتلك الإمكانيات المادية والبشرية التي تمكنها من تقدير المخاطر التي تحيط بالقيم المالية التي تصدرها الدول والمؤسسات.

ب - مسؤولية وكالات وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية تجاه الأزمات المالية إن دراسة الواقع يظهر أن وكالات التصنيف الائتماني الدولية كانت ذات صلة بأهم الأزمات المالية التي شهدها العالم، خاصة منذ العشرة الأخيرة من القرن العشرين.

1 - فشل وكالات التصنيف الائتماني الدولية في التنبؤ ببعض الأزمات: لم تتمكن وكالات التصنيف الائتماني الدولية من التنبؤ بالكثير من الأزمات المالية العالمية. فقد عجزت هذه الوكالات عن التنبؤ بأزمة 1929، كما عجزت عن التنبؤ بالوضع المفلس لشركة أنرون (Enron)، كبرى شركات الكهرباء في الولايات المتحدة الأمريكية. فلقد شهدت أسعار أسهم شركة أنرون انخفاضاً معتبراً. ففي شهر أوت من سنة 2000 كان سعر سهم هذه الشركة يقدر بـ 90 دولاراً، ثم انخفض إلى 60 دولاراً في شهر أبريل 2001، ثم استمر في نزوله، إذ بلغ 33 دولاراً في 16 أكتوبر 2001، وهذا بعد أن أعلنت الشركة نفسها عن تحقيقها خسائر كبيرة ولجئها إلى تعديل الأرباح للفترة 1997 - 2000، ثم توالى الانهيار، حيث وصل سعر السهم في 2 ديسمبر إلى 8 دولار، وهو ما جعل الشركة تباشر إجراءات الإفلاس.^{3 5} لكن رغم هذا الوضع المالي المتردي لشركة أنرون إلا أن وكالتا موديس وستنادارد وبورز استمرت في منح نقطة جيدة لسندات وأسهم هذه الشركة، وهذا أربعة أيام فقط قبل إعلانها إفلاسها في 2 ديسمبر 2001.

لقد بررت وكالات التصنيف الدولية هذا الأمر بلجوء مدراء شركة أنرون إلى تقديم معلومات مزورة. لكن هذا التبرير غير مقنع لكون الوكالات لم تتأكد من صحة المعلومات المقدمة لها، وهي التي يسمح لها القانون بالحصول على المعلومات التي تمكنها من الحكم على الوضعية المالية للشركة. غ

على صعيد آخر كان بنك ليمان براترز قد حصل على نقطة AAA يوم إفلاسه.^{4 5}

أما بخصوص الأزمة الآسيوية (1997 – 1998) فوكالات التصنيف الائتماني أخفقت في الكشف عن الأزمة ومواجهتها. فلم تتمكن هذه الوكالات عن تحديد مواطن الضعف في اقتصاديات البلدان التي مستها الأزمة، وحتى عند اكتشافها لمواطن الضعف في هذه الاقتصاديات فإنها تعاملت معها ببطء حيث لم تقم إلا بتخفيضات قليلة للقيم المالية لتلك الدولة. كما توالى أخطاء هذه الوكالات في هذه الأزمة. فعندما اندلعت الأزمة قامت هذه الوكالات بتخفيض كبير لدرجات تصنيف تلك البلدان، وهو التخفيض الذي اعتبر الأكبر في تاريخ عمليات التصنيف الائتماني السيدي. لقد تسبب هذا التخفيض الكبير في تفاقم حدة تقلبات أسعار السوق.^{5 5}

إن التنبؤات التي تعلنها وكالات التصنيف الدولية حول الوضعية المالية لبعض الدول يجعل معدلات الفائدة على ديون هذه الدول ترتفع مما يعقد وضعها المالي. هذا الأمر جعل البعض يقول أن وكالات التصنيف الدولية تطلق نبؤات ذاتية التحقق.

2 – مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني في حدوث أزمة الرهن العقاري: يمكن

القول أن نشوب أزمة الرهن العقاري تعود لتضافر جملة من العوامل. فمن جهة ساهمت الاحتياطات النقدية الكبيرة لكل من الصين والبلدان المصدرة للنفط في تزايد ودائع البنوك الأمريكية. من ناحية ثانية أدت توجيهات البنك الفيدرالي المطالبة بتسهيل منح القروض من أجل تنشيط الطلب بغرض رفع معدل النمو الاقتصادي الذي شهد تباطؤ في اتساع عملية الإقراض. من ناحية ثالثة وافقت هذه الأوضاع رغبة البنوك في تحقيق المزيد من الأرباح من خلال توسيع نشاطها من خلال منح المزيد من القروض وكذا الاستثمار في كل ما أنتجته الهندسة المالية من منتجات مالية،^{6 5} وكان من بين هذه المنتجات ما يعرف بعملية التوريق، وهي العملية التي تقوم على تجميع البنوك لديونها وتكوين أوراق مالية تعيد بيعها لبنوك أخرى أو مؤسسات المالية مقابل فائدة أقل من تلك التي تمنح بها القروض للمدينين الأوائل. ولقد ساهمت عملية التوريق في تطور قروض الرهن العقاري بشكل مكن البنوك من زيادة مداخيلها مع نقل مخاطر السندات إلى المستثمرين. وتميزت قروض الرهن العقاري بارتفاع مخاطرها على اعتبار أنها كانت تمنح لأشخاص ذوي ملاءة ضعيفة بشكل يصعب استرجاعها أو إعادة بيعها في الأسواق المالية. ولتجاوز هذا الإشكال قامت البنوك بتأسيس صناديق احتوت نسبة محدودة من قروض الرهن العقاري (قروض خطرة أو أصول مسمومة) ونسبة أكبر من القروض

العادية (قروض جيدة)، ثم تولت بيع هذه الديون في شكل سندات تعرف بـ (CDS : Credit default Swap)، حيث يتحمل مخاطر عدم التسديد أطراف غير تلك الأطراف التي اشترتها، ويحصل مصدر هذه السندات على مقابل مع التزامه بتسديد الدين في حالة عجز المقرض الأول عن سداد قرض.

في ظل هذه الظروف تنافست وكالات التصنيف الائتمانية الدولية فيما بينها من أجل تنقيط هذه السندات، وتساهلت فيتنقيط تلك القيم المالية. فزاد إقبال المستثمرين على شراء تلك السندات والمضاربة فيها، بشكل أدى إلى ظهور مخاطر ذلك ابتداء من سنة 2006. ورغم ذلك استمرت الوكالات في ممارستها هذه، إلا أن ظهور الفقاعة المضاربة في شهر جويلية 2007 أرغمها على تخفيض كبير للنقاط الممنوحة لتلك القيم،⁵⁷ وهو ما أحدث ارتباكا في السوق المالي، حيث لم تعد البنوك تعرف من منها تمتلك الديون غير القابلة للاسترداد (الديون المسمومة)، فصارت تشك في بعضها البعض، وهو ما دفع بالبنوك المسورة إلى التوقف عن منح القروض لبقية البنوك وهذا خوفا من عجزها عن تسديد ديونها.

ولقد أدى ترابط البنوك والمؤسسات المالية فيما بينها إلى انتقال الأزمة المالية خارج أمريكا، ثم ما فتئ تأثيرها أن أصاب النشاط الاقتصادي الذي شهد شحا في التمويل بسبب إحجام البنوك التجارية عن القيام بهذا الدور، واضطرار البنوك المركزية للتدخل بشكل كبير لتقديم القروض للبنوك التجارية.

إن قيام وكالات التنقيط الدولية بإخفاء الديون السامة يعتبر إخلالا بمبدأ الشفافية وتغليطا للمستثمرين، وهو ما ساهم في حدوث الأزمة وتأجيجها. فلو أن هذه الوكالات تصرفت بموضوعية وشفافية لكان بالإمكان التحكم في مخاطر تلك السندات والتخفيف من آثار الأزمة.⁵⁸ هذه التهمة يرفضها مسئولو وكالات التنقيط الدولية، معتبرين أن وكالاتهم لا تقدم توصيات بشراء أو بيع السندات، بل تكتفي بإبداء آراء "موضوعية" حول المخاطر التي تحيط بالقروض، وهي آراء تدخل في إطار حرية التعبير التي يحميها الدستور الأمريكي، وأن الأخذ بها لا يحملها مسؤولية النتائج المترتبة عنها!⁵⁹

المبحث الثالث: الحلول المقترحة لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني الدولية
إن انحراف وكالات التصنيف الائتماني الدولية عن أداء مهمتها يستدعي إصلاح
سوق التنقيط، وهذا باتخاذ جملة من الإجراءات مثل:
- ضرورة توفر وكالات التصنيف الائتماني الدولية على معلومات كافية للحكم
على مستوى المؤسسات التي تقيمها.

- العمل على تفادي التواطؤ القائم بين وكالات التصنيف الائتماني الدولية
والجهات التي تعرض سنداتھا للتنقيط، وذلك من خلال تولي المستثمرين دفع أعباء
عملية التنقيط، وهو النظام الذي كان معتمدا خلال ثمانينات القرن العشرين، وحينها
سيضغط المستثمرون على تلك الوكالات لتزويدهم بمعلومات صحيحة تسمح لهم باتخاذ
قرارات استثمارية صائبة. وبالرغم من أهميته فإن هذا الرأي معرض للفشل لسببين.
فمن جهة سيسعى المستثمرون إلى الحصول مجانا على نشریات التنقيط التي تصدرها
الوكالات، وهو ما يحرم الوكالات من موارد. من جهة ثانية نجد أن حاجة الدول
والمؤسسات إلى بيع سنداتھا يضطرھا للتعامل مع وكالات تنقيط دولية تتولى التعريف
بھا من خلال منحها نقاطا تستعمل كمعلومات من طرف المستثمرين الراغبين في شراء
تلك السندات.⁶⁰

وفي نفس السياق الرامي إلى محاربة تواطؤ وكالات التنقيط مع الجهات التي
تصدر السندات، هناك من يقترح تولي سلطة معينة اختيار وكالة التنقيط والربط بينها
وبين هذه الجهات، على أن تتحمل هذه الأخيرة دفع أعباء عملية التنقيط، على أن لا
يتم الدفع إلا بعد النظر في النتائج المحققة في مجال التنقيط.⁶¹ يمكن القول أن هذا
الاقتراح جيد رغم أنه يضيف وسيطا جديدا سيكلف بدوره أعباء إضافية قد تثقل كاهل
المؤسسات الطالبة للتنقيط.

- لوحظ أن وكالات التصنيف الائتماني الدولية تخطئ أحيانا في تقييم ملاءة
بعض الجهات بسبب عدم امتلاكها لإمكانيات التقييم الكافية وتسرعها في إصدار
النقاط. ومثل هذه الأخطاء تضر بسمعة تلك الجهات دون أن تلحق ضررا بوكالات
التنقيط الدولية، وهذا بسبب تفضيل الدول والمؤسسات التعامل مع الوكالات الكبيرة
الشهيرة، حتى وإن أخطأت أحيانا في تقديراتها، عوضا عن التعامل مع وكالات صغيرة
غير معروفة.⁶² لذا يتعين إخضاع هذه الوكالات للرقابة وإشراكها في تحمل مسؤولية

نتائج أعمالها. وفي هذا الإطار تولت المنظمة الدولية لسلطات ضبط الأسواق المالية (Organisation internationale des autorités de régulation des marchés financiers) في سنة 2003 وضع مدونة تصرف تحدد طريقة عمل وكالات التنقيط، وتلزم وكالات التصنيف الائتماني في أوروبا بالتسجيل لدى هذه اللجنة وتثبت امتلاكها لموارد بشرية كافية تسمح لها بأداء مهمتها مع الالتزام بتوظيف محللين لمدة خمس سنوات لضمان استقلاليتهم.⁶³

- إن اكتفاء وكالات التصنيف الائتماني بنشر نقاط تقييم غير مفصلة يجرم المستثمرين من تكوين فكرة واضحة عن الجهات المصدرة للسندات. ويكفي أن ترتكب الوكالة خطأ حتى تحدث الكارثة. إن تبني الوكالات لمبدأ الشفافية، من خلال نشر العقود المبرمة مع زبائنها، توضيح طرق التنقيط المعتمدة والقيام بمراجعتها دورياً، توفير كافة المعلومات عن طالبي القروض، سيحسن سمعتها لدى المستثمرين ويزيد من ثقتهم في السوق ويمكنهم من التقدير الجيد لنقاط التقييم، بما يسمح لهم من اتخاذ قرارات استثمارية صائبة.

- إن ضمان التقييم الجيد للسندات وبتكاليف أقل في ظل الشفافية، يقتضي كسر الاحتكار القائم في هذه السوق. وتحقيقاً لهذا الهدف طرحت فكرة إنشاء وكالات تصنيف عمومية، على غرار ما قام به اليابان. إلا أن هذا الطرح يثير مخاوف عدة مثل صعوبة إجراء المقارنات بين مختلف الجهات التي تطلب تقييماً لسنداتنا نتيجة إمكانية اعتماد تلك الوكالات لطرق تقييم مختلفة، تميز إجراءات المؤسسات العمومية بالبيروقراطية والبطء، احتمال الإخلال بمبدأ الشفافية من خلال تستر هذه الوكالات على أوضاع حكوماتها. كما تم اقتراح إنشاء وكالة تنقيط أوروبية. إلا أن هذا المقترح لم يلق قبولا عاماً. وبالمقابل أوصت اللجنة الأوروبية بعدم التعامل مع وكالة واحدة لمدة تزيد عن ثلاث سنوات. هذا المبدأ لا ينطبق على الدول على اعتبار أن وكالات التنقيط الدولية هي التي تقوم بمحض إرادتها بتنقيط الدول.

- اضطلاع البنوك والمستثمرين بمهمة التنقيط، وهذا بسبب توفرها على الإمكانات المادية البشرية التي تمكنها من أداء هذه المهمة.

- لتفادي التواطؤ بين أعضاء مجلس الإدارة عند التنقيط دعا البعض إلى تعيين هؤلاء الأعضاء لمدة محددة غير قابلة للتجديد، ولا يمكن تسريحهم إلا نتيجة أخطاء

مهنية، مع ضرورة تحديد رواتبهم بشكل مستقل عن النتائج المالية التي تحققها وكالاتهم⁶⁴.

خاتمة

تتحمل وكالات التصنيف الائتماني الدولية جزء من مسؤولية حدوث الأزمة المالية، وهذا بسبب النقائص العديدة التي تشوب طريقة عملها. فمن جهة نجد أن هذه الوكالات تساهلت في منح النقاط العالية لطالبي قروض لا يتوفرون على المستوى الكافي من الملاءة، وهو ما يعتبر إخلالا بشروط المنافسة في الأسواق المالية، ألا وهي توفر الشفافية والموضوعية، الأمر الذي ساهم في تغليب المستثمرين خلال أزمة الرهن العقاري. من ناحية ثانية لم تتمكن هذه الكيانات التجارية من التنبؤ بحدوث العديد من الأزمات المالية، على غرار أزمة 1929، أزمة شركة الكهرباء الأمريكية إنرون. من ناحية ثالثة تبين أن هذه الوكالات لم تحسن التصرف بعد اندلاع هذه الأزمات. فقد تسرعت هذه الوكالات، بعد حدوث أزمة الرهن العقاري، في تخفيض نقاط بعض المؤسسات، بشكل زاد من حدة الأزمة الرهن العقاري، وصعب حصول تلك المؤسسات على التمويل اللازم، ومثل هذا الأمر يحدث حتى مع الدول. كما تساهم هذه الوكالات في تعقيد عملية حصول بعض الدول على قروض خارجية، وهذا نتيجة حصولها على تصنيف منخفض من قبل تلك الوكالات، وهو التصنيف الذي لا يمكن اعتبارها دقيقا إلى حد كبير.

وبالرغم من الأخطاء المرتكبة من قبل وكالات التصنيف الائتماني إلا أن وجودها يبقى ضروريا لسير وتقدير المخاطر التي تحوم بعمل المؤسسات. فهي حماية للاستثمار. وفي هذا الإطار نجد أن المؤسسات الكبيرة بإمكانها أن تتوفر على وكالات تنقيط داخلية. لكن الملاحظ أن أغلب المستثمرين ليست لهم القدرة على امتلاك وكالات تقييم داخلية، لذا يلجئون إلى وكالات التنقيط الدولية. لكن الأمر يستدعي إدخال تعديلات على طريقة عملها لتمكينها من أداء دورها على أحسن وجه، وذلك بدعم مبدئي الشفافية والابتعاد عن السقوط في التبعية تجاه المستثمرين بما يضمن توفير معلومات صادقة، هذا زيادة على مطالبتها بتحسين إمكانياتها المادية والبشرية بما يضمن لها التنبؤ بالمخاطر التي تحيط بعمل المؤسسات. أخيرا نجد أن تحسين المهمة التي تتولى هذه

المؤسسات القيام بها يستدعي التمكين لوكالات تنقيط جديدة من دخول هذا المجال لكسر حالة الاحتكار التي يعيشها. فالواقع أظهر أن ظهور وكالة تنقيط صينية، حتى وإن لم يؤثر في السواق المالية الدولية التي تهيمن عليها وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية، إلا أنه قد يمثل خطوة أولى على مسار كسر هيمنة وكالات التصنيف الائتماني الدولية الأمريكية، التي تسيطر لوحدها على 92% من سوق التنقيط الدولية.

الهوامش

¹ مؤسسة فيتش راتينغ مملوكة في 60 في المائة منها من طرف فيلمال وهي مجموعة فرنسية، في حين أن 40% من رأسمالها يعود لمجموعة أمريكية.

² خالد مقدم، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح؟ مقال منشور بمجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، دورية علمية محكمة دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، العدد السادس، المجلد 1، 2013، ص.132.

³ Qu'est – ce – qu'une agence de notation ? op.cit.

⁴ خالد مقدم، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح، مرجع سبق ذكره، ص.138.

⁵ Les agences de notation sont – elles responsables de la crise? www.scribd.com

⁶ Boualem ALIOUAT, Yasmina TOUAIBIA. Op. cit. P.9.

⁷ Rajna Gibson Brandon. Ces agences de notation qui font trembler les Etats.

⁸ Les agences de notation et la crise des subprimes. Les agences de notation ont été critiquées pour leur notation de titres garanties par des suretés...www.lexinter.net/.../agence de notation et crise des subprimes.htm.

⁹ Dagong : l'agence de notation chinoise n'est pas reconnue dégrade ...

www.latribune.fr/.../quelle-est-cette-drole-d-agence-de-notation-chin...Article consulté le 10/08/2012.

¹⁰ Dagong : une agence qui dénote. www.tv5.org/...agences.../p-17302-Dagong-une-agence-qui-denote.h.

Article consulté le 12/08/2012.

¹¹ www.rfi.fr/.../20120116-dagong-agence-notation-chinoise-boudee. Article consulté le 15/02/2012

¹² وكالة تنقيط صينية تمنح تصنيفا مريحا للجزائر. www.numidianews.com/fr/article~9259.html

¹³ إبراهيم عبد العزيز النجار. الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي. الدار الجامعية. الإسكندرية. 2009. ص. 51.

¹⁴ Abderrahmane Mebtoul Expert International. Les agences de notation occultent l'essence de la crise mondiale ? :

Professeur Abderrahmane Mebtoul Expert International.
www.lemaghreb.dz.com/lire.php?id=42395 . Article consulté
le 10 /08/2012.

¹⁵ Qu'est – ce – qu'une agence de notation ? www. Politique.net. Article publié le
jeudi 1^{er} juillet 2010. à 23h 51.

Article consulté le 2è avril 2011.

- Agences e notation: Actrices d'un marasme financier. 20/02/2008.

Blog.univ-provence.fr/...crise/.../les défaillances des agences de notation. Article
consulté le 26 avril 2011.

¹⁶ Ilanah Jospé, Juliette Montefiore et Emiline Trin, Lesfaillesdesagencesdenotation.
www.infoguerre.fr/.../Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pd Article
consulté le 12/08/2012. P 7.

¹⁷ Nadia Djabali. Comment les agences de notation dictent leur loi à l'Elysée. 3
septembre 2010. Article consulté le 07
avril 2011.

¹⁸ Ilanah Jospé et autres , les failles des agences de notation. Op. cit. P. 9.

¹⁹ Agence de notation financière. Article de Wikipédia, l'encyclopédie libre.
Fr.wikipedia.org/wiki. Article consulté le
27 avril 2011.

²⁰ جون. أ. بون، كيف تعمل مؤسسات التقييم الدولية على تدعيم الأسواق المالية، ص 178. موجود على
الرابط: <http://www.cipe-arabia.org> تم نقل هذه المعلومات عن خالد مقدم، وكالات التصنيف
الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح، مرجع سبق ذكره، ص ص 132 — 133.

²¹ - Michel Prada. Crise du " subprime": les agences de notation ont
"incontestablement" été défaillantes.

Archives. Lesechos.fr/archives/2008/lesechos.../300243472.htm. Article consulté
le 26 avril 2011.

- Les agences de notation sont-elles responsables de la crise? Op. cit.

²² خالد مقدم، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح، مرجع سبق ذكره، ص
138.

²³ د. محمد إبراهيم السقا. صحيفة "الاقتصادية" السعودية.

²⁴ عبد المطلب عبد الحميد. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية
(أزمة الرهن العقاري الأمريكية). الدار الجامعية، الإسكندرية. 2009. ص 302.

²⁵ Qu'est – ce – qu'une agence de notation ? op.cit.

- ²⁶Les agences de notation sont-elles responsables de la crise? Op. cit.
- Comment les agences de notation dictent leur loi à l'Élysée. Op. cit.
- ²⁷www.rfi.fr/.../20120116-dagong-agence-notation-chinoise-boudee. Article consulté le 15/02/2012
- ²⁸Agences de notation : quelles réformes proposent les candidats ...
www.lemonde.fr/.../presidentielle-ce-que-proposent-les-candidats-po...Article consulté le 25 mai 2012. A quoi ressemble la vie après la perte de la note AAA ? LE MONDE | 14.01.2012 Par Clément Lacombe.
- ²⁹Ilanah Jospé, Juliette Montefiore et Emiline Trin, Lesfaillesdesagencesdenotation.
www.infoguerre.fr/.../Les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf Article consulté le 12/08/2012. P 8.
- ³⁰عبد المطلب عبد الحميد.. مرجع سبق ذكره. ص 195.
- ³¹Banque de France. Le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain. Documents et débats.
N° 4, mai 2012. P. 4.
- ³²مصطفى العمرواي وآخرون، الأزمة الاقتصادية العالمية، مركز الدولي، الأردن 2010، ص 45.
- ³³Les agences de notation sont-elles responsables de la crise? Op. cit.
- ³⁴Les agences de notation sont-elles responsables de la crise? Op. cit.
- ³⁵Agences de notation: quelles réformes proposent les candidats...op. cit.
- ³⁶www.atlantico.fr/.../agences-notation-chinoise-dagong-standard-and-...article consulté le 14/08/2012.
- ³⁷La Coface maintient le classement du risque Algérie en 2008 , Op cit
- ³⁸La Coface place l'Algérie sur surveillance négative | DNA ... Op. cit.
- ³⁹Agences de notation. Le Maroc, pays à risque ? www.telquel-online.com , 26 nov. 2011
مقال اطلع عليه يوم الإثنين 6 ماي 2013.
- ⁴⁰Même en Egypte, les agences de notation font la loi | Slate Afrique
www.slateafrique.com/63357/egypte-les-agences-de-notation-font-la-loi. 19 mars 2012.
مقال اطلع عليه يوم الإثنين 6 ماي 2013.
- ⁴¹Les Agences De Notation et Les Pays Arabes | LA RUE ARABE.
laruearabe.com/2011/11/29/les-pays-arabes-et-les-agences-de-notation/29 nov. 2011.
مقال اطلع عليه يوم الإثنين 6 ماي 2013.
- ⁴²جريدة الراي - إقتصاد - هل تظلم وكالات التصنيف دول الخليج؟
www.alraimedia.com/Article.aspx?id=426073 . 5 avr. 2013
مقال اطلع عليه يوم الإثنين 6 ماي 2013.

⁴³ دول الخليج "مترعجة" من تصنيفاتها الائتمانية المتدنية - العربية. نت ...
www.alarabiya.net أسواق بنوك وصيرفة اسلامية . 5 avr. 2013. مقال اطلع عليه يوم
الإثنين 6 ماي 2013.

⁴⁴www.rfi.fr/.../20120116-dagong-agence-notation-chinoise-boudee. Article consulté
le 15/02/2012

⁴⁵Dagong : l'agence de notation chinoise n'est pas reconnue dégrade ...
www.latribune.fr/.../quelle-est-cette-drole-d-agence-de-notation-chin... Article
consulté le 10/08/2012.

⁴⁶www.rfi.fr/.../20120116-dagong-agence-notation-chinoise-boudee. Article
consulté le 15/02/2012

⁴⁷www.rfi.fr/.../20120116-dagong-agence-notation-chinoise-boudee. Article
consulté le 15/02/2012

⁴⁸ Dagong : une agence qui dénote. www.tv5.org/...agences.../p-17302-Dagong-une-
agence-qui-denote.h. Article consulté
le 12/08/2012. Tiré du Journal Le Monds du 3 août 2011.

⁴⁹Crise économique: la Chine fustige les Etats-Unis - Libération
www.liberation.fr/.../01012352992-crise-economique-la-chine-fustig..

⁵⁰Dagong : une agence qui dénote. www.tv5.org/...agences.../p-17302-Dagong-une-
agence-qui-
denote.h.Article consulté le 12/08/2012.

⁵¹Les agences de notation et la crise financière. Op.cit.

⁵²Nadia Djabali. Comment les agences de notation dictent leur loi à l'Elysée.
Op.cit.

— سميح مسعود. الأزمة المالية العالمية. نهاية الليبرالية المتوحشة. المركز الكندي لدراسات الشرق الأوسط.
مونتريال. ودار الشروق للنشر والتوزيع. 2010. ص 39.
⁵³ خالد مقدم، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح، مرجع سبق ذكره، ص
..135

⁵⁴Qu'est – ce – qu'une agence de notation ? op.cit.

⁵⁵ خالد مقدم، وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح، مرجع سبق ذكره، ص
..133

⁵⁶ فتح الله ولعلو. نحن والأزمة الاقتصادية العالمية. المركز الثقافي العربي. الدار البيضاء. المغرب. 2009, ص
..168

⁵⁷ Les agences de notation sont-elles responsables de la crise? Op. cit.
- Agences de notation; actrices d'un marasme financier. Le 20/02/2008

Blog.univ-provence.fr/... crise/.../les defaillances des agences de notation.
Article consulté le 26 avril 2011.

⁵⁸ Le rôle des agences de notation dans la crise des subprimes...28

avril 2008... www.cafede labourse.com/.../ Le rôle des agences de notation dans la
crise des subprimes

- La responsabilité des agences de notations dans la crise des subprimes. Op.cit.

⁵⁹ Agence de notation financière. Article de Wikipédia. Op. cit.

⁶⁰ Nadia Djabali. Comment les agences de notation dictent leur loi à l'Elysée.
Op.cit.

⁶¹ Agence de notation financière. Article de Wikipédia, l'encyclopédie libre. Op.cit.

⁶² Philippe Raimbourg, "Les enjeux de la notation financière",

Lavoisier, Revue française de gestion, 2003/6 – N^o 147, PP 67 – 76.

⁶³ Qu'est – ce – qu'une agence de notation ? op.cit.

⁶⁴ Comment les agences de notation dictent leur loi à l'Elysée? Op. cit.