

## وكالات التصنيف الائتماني الكبرى: قراءة في النشأة ودورها في الأزمات المالية

### The major credit rating agencies: a reading of the origin and its role in financial crises

عبد الغاني بن علي<sup>1\*</sup>، عمار زودة<sup>2</sup>،

<sup>1</sup> جامعة باتنة 1

<sup>2</sup> جامعة باتنة 1

تاريخ الاستلام: 2023/05/25؛ تاريخ القبول: 2023/06/14 تاريخ النشر 2023/06/30

**ملخص:** يهدف هذا المقال إلى التعريف بوكالات التصنيف الائتماني الثلاث الكبرى بإلقاء نظرة تاريخية على هذه الوكالات، وكيفية تطور هذه الصناعة وما مدى المسؤولية التي تتحملها عندما تصدر تصنيفات ائتمانية ودورها في النظام المالي العالمي بشكل عام وكيف كان لها الدور في تعميق الأزمات المالية العالمية على وجه الخصوص. وسوف نركز في هذا المقال بشكل كبير على الأحداث التي وقعت في أزمة دول جنوب شرق آسيا وأزمة الرهون العقارية، وأزمة الديون السيادية مع التركيز على سلوك وكالات التصنيف الائتماني في تلك الفترة المحددة وتقييم بعض القرارات التي اتخذتها.

**الكلمات المفتاح:** وكالات التصنيف الائتماني، النظام المالي العالمي، الأزمات المالية.

**Abstract:** This article aims to introducing the tree major credit rating the three major credit rating agencies to take h historical look at these agencies, how the industry develops and how much responsibility it bears when using credit rating and their role in the global financial system in general and how it has played a role in Deeping the global financial crisis in particular. In this article we will focus heavily on the events that occurred in the crisis of South East Asian countries, the subprime crisis, and the sovereign debt crisis with a focus on the behavior of credit rating agencies in that limited period and evaluation of some decisions that made.

**Keywords:** credit rating agencies, global financial system, financial crises,

**Résumé:**

Cet article vise à présenter les trois principales agences de notation par catégorie de crédit, et ce, en jetant un regard historique sur ces agences, sur leur développement industriel, sur l'étendue de la responsabilité endossée lors de l'émission des notations de crédit, ainsi que sur son rôle dans le système financier mondial en général, et comment elle a eu sa part et

Dans cet article, participé dans l'aggravation des crises financières mondiales en particulier. nous nous concentrerons fortement sur les événements survenus lors de la crise des pays d'Asie du Sud-Est, la crise hypothécaire et la crise de la dette souveraine, en se focalisant sur

le comportement des agences de notation de crédit au cours de cette période spécifique et sur l'évaluation de certaines des décisions qu'elles ont prises.

**Mots-clés :** les agences de notation, le système financier international , les crises financières.

## 1- تمهيد :

شهد النظام المالي العالمي على مدار العقود الأخيرة تطوراً وتوسعاً سريعاً، خصوصاً مع الاندماج المتزايد للأسواق وتطور تكنولوجيا المعلومات، فازدادت سرعة وسهولة تنفيذ المعاملات المالية، وهنا وجدت وكالات التصنيف الائتماني نفسها ضمن المشهد المالي، والتي كانت تعمل على توفير معلومات حول الأصول المالية للمشاركين في الأسواق المالية، ومع تطور النظام المالي وتعقيده لاستحداث أدوات مالية جديدة بفضل الهندسة المالية توسعت معه أعمال وكالات التصنيف الائتماني، وأصبحت جزءاً لا يتجزأ من النظام المالي إذ لعبت دوراً مهماً في تحديد نجاح المشاركين في النظام المالي من عدمه، وذلك بإدلاء آرائها حول جدارتهم الائتمانية وتقييمها في درجات يسهل التعامل معها رغم تعقيد المخاطر المالية، ولطبيعة النظام الاقتصادي وحاجة المشاركين في الأسواق المالية للاقتراض، وهذا ما جعل بأغلبهم للتسابق للحصول على أعلى تصنيف ائتماني.

ورغم وجود وكالات التصنيف الائتماني لأكثر من قرن، ومساهمتها في تطور النظام المالي من خلال توفير المعلومات، غير أنه مع انهيار النظام المالي عقب أزمة الرهون العقارية الثانوية ومرور أكثر من عقدين ونصف من الزمن للأزمة المالية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا، فلا تخلو دراسة أكاديمية حول تلك الأزمات إضافة إلى أزمة الديون السيادية والتي مست بعض دول الاتحاد الأوروبي؛ ولا ينظر إلى وكالات التصنيف الائتماني على أنها سبب رئيسي للأزمة وبالأخص الثلاث الكبرى ( Moody's, standard and poor's, Fitch )

ويمكن صياغة الإشكالية الرئيسية التي نريد البحث في الإجابة عليها كالتالي: ما هو الدور الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني الكبرى في تنظيم النظام المالي العالمي وفي حدوث وتوقع الأزمات المالية؟

وللإجابة على هذه الإشكالية وضعنا الفرضية التالية: تواجه وكالات التصنيف الائتماني الثلاثة الكبرى كونها المهينة على هذه الصناعة انتقادات بعدم قدرتها على توقع الأزمات المالية؛ على الرغم من الدور الذي تلعبه وكالات التصنيف الائتماني في تنظيم النظام المالي بتوفير المعلومات بكفاءة وشفافية، مما ساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على مؤشرات مخاطر الدفع وهذه الأخيرة تعتبر جزءاً من مخاطر الاستثمار، مما يتطلب إعادة النظر في إطار عمل هذه الوكالات.

تعد وكالات التصنيف الائتماني موضوعاً شهد توجهاً كبيراً من الدراسات السابقة. وعلى الرغم من وجود العديد من هذه الدراسات، إلا أنها غالباً ما تكون مركزة على جوانب محددة مثل الأزمة الآسيوية أو أزمة الرهون العقارية الثانوية أو الأزمة الديون السيادية. ومن النادر أن تجمع هذه الدراسات بين جميع هذه الأزمات وتحلل تأثير وكالات التصنيف الائتماني على التنظيم المالي في سياق واحد. ومن هنا تبرز أهمية هذه الدراسة في تعزيز الفهم الشامل لدور وكالات التصنيف الائتماني في تلك الأزمات المترابطة وتأثيرها على التنظيم المالي.

ومن أجل فهم الدور السلبي الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني في الأزمات المالية فضلاً عن الدور الإيجابي في التنظيم المالي فمن الضروري إلقاء نظرة عن الخلفية التاريخية لصناعة التصنيف الائتماني وذلك بعد التعرف على أهم الوكالات المسيطرة على هذه الصناعة وكيف يتم تنظيمها، ثم نقدم نظرة على دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمات المالية بالتركيز على أزمة دول جنوب شرق آسيا وأزمة الرهون العقارية الثانوية، وفي آخر المقال سنتناول أهم الإصلاحات بعد الأزمة.

## 1. ماهية وكالات التصنيف الائتماني ونشأتها:

للإجابة على الإشكالية المطروحة في هذا البحث من الضروري إلقاء نظرة عن الخلفية التاريخية لصناعة التصنيف الائتماني وذلك بعد تعريف التصنيف الائتماني ثم التطرق إلى أهم وكالات التصنيف ومنهجيتها في التصنيف.

### 1.1. تعريف التصنيف الائتماني:

يمكن تعريف التصنيفات الائتمانية على أنها مقياساً للملاءة الائتمانية لسندات الدين للمستثمرين. وتعتمد كل وكالة تصنيف على عدد من العوامل لتحديد تقييماتها، بما في ذلك العوامل المحددة -وأمن- الشركة، وعوامل السوق والعوامل التنظيمية والقانونية، واتجاهات الاقتصاد الكلي. وتهدف تقييماتها إلى توفير وسيلة للمقارنة بين مخاطر الائتمان حسب فئات الأصول وطول الفترة الزمنية. (FCIC، 2010، الصفحات 4-5)

تعرف وكالة (standard and poor's): التصنيفات الائتمانية هي آراء حول مخاطر الائتمان. وتعتبر تقييماتنا عن رأي الوكالة حول قدرة وإرادة المصدر، مثل شركة أو حكومة ولاية أو مدينة، للوفاء بالتزاماته المالية بالكامل وفي الوقت المحدد. كما يعكس التصنيف الائتماني جودة الائتمان لسند دين واحتمالية وقوع التخلف عن السداد. (Standard & Poor's، 2023، p. 4)

وتعتبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقييم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد (زعتري، 2011، صفحة 3).

ومؤشرات تصنيف الجدارة الائتمانية هي عبارة عن مقاييس تحاول تقييم احتمالات عدم سداد مقترض لقيمة القرض المستحق عليه. وهي بذلك كغيرها من مؤشرات الجدارة الائتمانية تركز على محاولة تقييم المخاطر التي قد تؤدي إلى عدم الوفاء بالتزامات السداد (طلفاح، 2005).

ويمكن تلخيص ذلك في أن وكالات التصنيف الائتماني هي منظمات تعمل على تقديم مؤشرات تقيس مستوى الملاءة المالية التي تتمتع بها المؤسسات الائتمانية ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير في أجالها المحددة.

### 2.1. الخلفية التاريخية لصناعة التصنيف الائتماني:

كانت وكالات تصنيف السندات عبارة عن وكالات الائتمان التجاري، والتي صنفت قدرة التجار على سداد التزاماتهم المالية، في عام 1841 وفي أعقاب الازمة المالية 1837 أسس Louis Tappan أول وكالة ائتمان تجارية في نيويورك. انتقلت الوكالة لاحقاً إلى روبرت دان، والذي قام بنشر دليل التصنيف الأول في عام 1859. في الوقت نفسه، تأسست وكالة تصنيف

تجارية مشاهجة في عام 1849 من طرف John Bradstreet، والذي قام بنشر كتاب التصنيفات في عام 1857. في عام 1933، تم دمج الوكالتين لتشكيل "Dun and Bradstreet"، والتي أصبحت فيما بعد المالكة لـ "موديز للمستثمرين" في عام 1962. وبعدها بدأ توسع عمليات تصنيف الأوراق المالية - يمكن اعتبارها أولى تقييمات - في عام 1909 عندما بدأ John Moody في تصنيف سندات السكك الحديدية في الولايات المتحدة. وفي العام التالي، قام مودي بتوسيع نشاطه في التصنيف ليشمل سندات الخدمات العامة والصناعية. (Cantor & Frank, 1994, pp. 1-2)

قامت شركة "بور" بنشر أولى تصنيفاتها في عام 1916، وشركة "Standard Statistics" في عام 1922، وشركة "Fitch Publishing" في عام 1924. وقد انخفض عدد وكالات تصنيف السندات في الولايات المتحدة إلى ثلاثة عندما اندمجت شركة "Standard Statistics" وشركة "Poor" لتشكيل "ستاندر آند بورز" في عام 1941. بعد عام 1924 انضمت شركة Fitch للنشر لسوق التصنيف الائتماني. ومع اندماج Fitch مع عدد من وكالات التصنيف الأصغر. وهكذا؛ وبحلول عام 2000، كانت وكالات التصنيف الائتماني الثلاث الرئيسية المتبقية هي Moody's و Standard & Poor's و Fitch (FCIC, 2010, p. 4)

وخلال فترة التسعينات ازدهر نشاط تصنيف الدول للجدارة الائتمانية. ولقد سمح تطور الأسواق المالية في الولايات المتحدة خلال سنوات نشأة وكالات التصنيف الائتماني للوكالات بتقوية نشاطها بفضل بيع منشوراتها للبنوك، صناديق الاستثمار وفرادى المستثمرين. بعد عدة عقود شاقة - مرتبطة بالكساد الكبير، والحربين العالميتين ثم بوساطة بنكية كبيرة ومع العولمة المالية التي بدأت في سنوات 1980 بتنشيط الأسواق المالية وبجلب الأرباح بشكل مباشر للوكالات. فعلى سبيل المثال، قفزت عدد المؤسسات المصنفة من طرف موديز من 1200 في 1981 إلى 4600 في 2011. وخلال نفس الفترة نفس العدد مسجل من طرف ستاندر آند بورز تضاعف عشر مرات، ليقفز من 12 إلى 126 مؤسسة مصنفة (Gallard, 2012, p. 54)

### 3.1. وكالات التصنيف الائتماني:

هيمن على سوق صناعة التصنيف الائتماني عدد قليل من اللاعبين، ورغم تطور النظام المالي وتعقيده غير أن وكالات التصنيف الائتماني الثلاث الكبرى أثبتت وجودها لأكثر من قرن من الزمان، وهي:

#### 1.3.1. وكالة موديز:

تعتبر شركة موديز (Moody's Corporation) أحد المكونات الأساسية لأسواق رأس المال العالمية، (moody's corporation, 2023) رمزها في بورصة نيويورك (MCO) وهي الشركة الأم لـ Moody's : Moody's Analytics, Investors Service

- Moody's Analytics: وهي شركة تقدم برامج رائدة وخدمات استشارية وبحوث للائتمان والتحليل الاقتصادي والمالي وإدارة المخاطر؛
- Moody's Investors Service: وهي شركة تعمل على توفير تصنيفات ائتمانية وبحوث وأدوات تحليل لتقويم مخاطر الائتمان.

وتقوم بتقييم لأكثر من 73 تريليون دولار إجمالي الديون، وتقوم بإجراء التصنيفات الائتمانية لأكثر من 340 جهة غير سيادة و144 ذات سيادة، و46 مؤسسة غير حكومية، وبشاركتها أكثر من 51000 شخص، في أكثر من 40 دولة، لخبرة أكثر من قرن، وبلغت إيراداتها في سنة 2017 حوالي 4,2 مليار دولار. (moody's corporation, 2023)

### 2.3.1. وكالة ستاندر آند بورز (standard and poor's):

عندما كان Henry Varnum Poor قد بدأ لتوه مع Poor's Publishing في عام 1860 من خلال كتابة مجلات عن صناعة السكك الحديدية الناشئة، كانت أمريكا على أعتاب أزمة انفصال وحرب أهلية. عندما قرر أسلافنا الذين كانوا يقودون شركة McGraw-Hill Cos. طرح شركتنا علنًا من خلال إدراج الأسهم في بورصة نيويورك في عام 1929، كانت البلاد على وشك الانهيار الكبير. وعندما دمج بول وكلايتون شركتهما في عام 1941، كانت الولايات المتحدة على بعد تسعة أشهر فقط من دخول الحرب العالمية الثانية.

أما (standard and poor's) والتي يقع مقرها الرئيسي مثل (Moody's) في نيويورك، فهي أقدم وكالة تصنيف ائتماني، فأصل ستاندر آند بورز لخدمات التصنيف يرجع إلى سنة 1860 (أكثر من 150 سنة) أين نشر هنري فارنام بور (Henry Varnum poor) تاريخ السكك الحديدية والقنوات في الولايات المتحدة. حيث كان قلق من ضعف المعلومات التي هي في حوزة المستثمرين لتقييم نوعية القروض المقدمة للمقترضين-فتحفيض التصنيف الائتماني يعني ارتفاع خطر عدم التسديد- إذ بدأ بجمع ونشر معطيات حول نشاطات المؤسسات. ومنذ 1916 وبكل استقلالية، ستاندر آند بورز ينشر نقاط ويقدم تحليلات لمخاطر الائتمان للمستثمرين والفاعلين الآخرين في الأسواق في جميع أنحاء العالم. مع أكثر من 70 مكتبًا في 35 دولة، كما بلغت تصنيفاتها 46.3 تريليون دولار في تصنيف الديون (Standard and poor's, 2023).

### 3.3.1. وكالة فيتش (Fitch):

أما وكالة (Fitch)، فلها مقران تتواجد في كل من لندن ونيويورك، وبدأت العمل في نيويورك عام 1913 كناشر للإحصاءات المالية، وعرفت بـ Fitch Publishing Company Inc في نيويورك من قبل ثلاثة مستثمرين، جون نولز فيتش (1880-1943) وهنري ب. كلانسي وفايان ليفي. وكان منتجهم الأكثر نجاحًا كتاب "فيتش للسندات"، وهو مجموعة بيانات سهلة الاستخدام عن السندات التي توجهت مباشرة إلى المستثمرين. وكانت تعرف أيضًا بـ "خدمة المستثمرين فيتش". (fitch group, 2023) واندجت وكالة فيتش مع عدد من وكالات التصنيف الأصغر (FCIC, 2010, p. 4)، ونتيجة للنمو والاستحوادات التي حققتها "فيتش"، لدينا الآن أكثر من 4,500 موظف، بما في ذلك أكثر من 1,700 محلل، في أكثر من 40 مكتبًا وشركة فرعية في جميع أنحاء العالم. (fitch group, 2023).

وإلى جانب وكالات التصنيف الائتماني الثلاثة الكبرى هناك وكالات تصنيف إقليمية ومحلية متخصصة تميل إلى التخصص في منطقة جغرافية أو صناعة. تطبق كل وكالة منهجيتها الخاصة في قياس الجدارة الائتمانية وإلى جانب هذه الوكالات العالمية الثلاثة الكبرى توجد وكالات تصنيف إقليمية ومحلية متخصصة تميل إلى التخصص في منطقة جغرافية أو صناعة. وتعتبر وكالات التصنيف الائتماني الموجودة في السويد من أبرز وكالات التصنيف الائتماني المحلية، في حين يمتد عمل وكالات التصنيف الائتماني الإقليمية إلى أسواق عدة دول، مثل وكالة lace Financial Corp. والتي تقوم بتصنيف أكبر 1000 مصرف في

الولايات المتحدة، و250 مصرفاً أجنبياً، وأكبر 35 شركة تأمين، وتعمل في الولايات المتحدة. ووكالة capital intelligence: تقوم بتصنيف أكثر من 400 مصرف في 37 بلداً، وملكيته خاصة، ويقع مقرها في قبرص، وتعمل إقليمياً في منطقة الخليج العربي والبحر المتوسط ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ، ومنطقة وسط أوروبا وشرقها. وغيرها من وكالات التصنيف الإقليمية (زعترى، 2011، الصفحات 4-6).

### 3.1 منهجية التصنيف الائتماني:

تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية الثلاثة نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ من (AAA) إلى (D) للدلالة على جودة الائتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية؛ "درجة الاستثمار" و "درجة المضاربة" وهي كاختصار لوصف الفئات "AAA" إلى "BBB" (درجة الاستثمار) و "BB" إلى "D" (درجة المخاطرة). . تشير فئات درجة الاستثمار إلى مخاطر ائتمانية منخفضة إلى معتدلة نسبياً، في حين تشير التصنيفات في فئات المخاطرة إما إلى مستوى أعلى من مخاطر درجة الاستثمار، ودرجة المضاربة. وتستخدم معظم وكالات التصنيف الائتماني نفس رموز والوكالات الثلاث الكبرى (جدول رقم 1)

#### جدول رقم 1: درجات التصنيف الائتماني للوكالات الثلاث الكبرى

Fitch	S&P'S	Moody's	نوعية الجدارة الائتمانية
فئة درجة الاستثمار			
AAA	AAA	Aaa	النوعية الأعلى
AA	من AA+ إلى AA-	من Aa1 إلى Aa3	نوعية عالية
AA	من A1 إلى A3	من A1 إلى A3	المتوسط العالي
BBB	من BBB+ إلى BBB-	من Baa1 إلى Baa3	المتوسط
فئة درجة المخاطرة			
BB	من BB+ إلى BB-	من Ba1 إلى Ba3	مخاطرة معتدلة
B	من B+ إلى B-	من B1 إلى B3	مخاطرة
CCC	من CCC+ إلى CCC-	من Caa1 إلى Caa3	مخاطرة مرتفعة
CC,C	CC,C	Ca	نوعية رديئة
D	SD,D	C	عجز ومتأخرات

Source : (FCIC, 2010, p. 5)

تختلف تصنيفات وكالات التصنيف الائتماني قليلاً في قياس خصائص مخاطر الائتمان. فعلى سبيل المثال، تعتمد S&P و Fitch تصنيفاتهما على احتمالية التخلف عن السداد. أما Moody's، فيقوم بتصنيفاته بناءً على الخسارة المتوقعة، والتي يتم

حسابها من خلال احتمالية التخلف عن السداد ونسبة الاستثمار التي يفقدها المستثمرون في المتوسط في حالة التخلف عن السداد (FCIC, 2010, p. 5).

## 2. دور وكالات التصنيف الائتماني:

لقد وجدت وكالات التصنيف الائتماني نفسها ضمن مكونات المشهد المالي، من خلال التعامل على توفير معلومات حول الأصول المالية للمشاركين في الأسواق المالية، ومع تطور النظام المالي وتعقيده لاستحداث أدوات مالية جديدة بفضل الهندسة المالية توسعت معه أدوار وكالات التصنيف الائتماني، قد كان هذا الدور ايجابيا في التنظيم المالي وسلي في تعميق الازمات المالية:

### 1.2. في التنظيم المالي:

بالرغم من أن هيئات التصنيف الائتماني شركات خاصة، فقد توسع دورها في أطر التنظيم المالي منذ سبعينات القرن الماضي وخاصة مع عقد اتفاقية دولية لتقييم محافظ البنوك حسب مستوى المخاطر التي تتعرض لها أصولها وتحديد رأس المال الإلزامي بناء عليها. وكان الهدف من هذه الاتفاقية المسماة بازل 3 هو زيادة دقة المعايير التنظيمية المطبقة. ومن أهم المبررات التي استند إليها إدراج تقييمات هيئات التصنيف الائتماني هو الاعتقاد بأنها تتيح منهجا أكثر تطورا لقياس مخاطر الائتمان مقارنة بالممارسة التنظيمية الأبسط والتي هي تحديد رأس المال الإلزامي على أساس نسبة ثابتة من مجموع الأصول. وبرغم ذلك دار جدل بعد الأزمة حول دور هيئات التصنيف الائتماني في التنظيم المالي وانصب تركيزه على قضايا مثل تضارب المصالح وكفاءة الأداء. ومن التساؤلات المطروحة كيفية تحديد هذه الهيئات للمراتب الائتمانية، وما هي الجوانب التي يتم تقييمها، وما إذا كانت المراتب الائتمانية قد تسببت في نوبة الراجح الائتماني وفضاعات الأصول التي نتجت عنها قبل الأزمة وأفرزت أثرا مضادا وضارا بعد الأزمة (غافراس، 2012، صفحة 35).

أصبحت هيئات التصنيف الائتماني جزء لا يتجزأ من المشهد المالي. وكان لإدخال هيئات التصنيف الائتماني وبالأخص الوكالات الثلاثة في نطاق التنظيم العام نتيجتان (غافراس، 2012، صفحة 34):

أولا، تغيير طبيعة التنظيم المصرفي من الاعتماد على نسب مئوية ستاتيكية ثابتة إلى استخدام درجات ديناميكية يمكن أن تتغير حسب تقييم هيئة التصنيف للمخاطر الائتمانية. وأدى هذا إلى مستوى أعلى من التطور، وإن كان قد أدى أيضا إلى زيادة التعقيد وإمكانية الخروج بتقييمات خاطئة أو قديمة أو ربما مضللة بشكل أو بآخر.

ثانيا، أدى ذلك إلى ترسيخ دور الكيانات الخاصة في عملية التنظيم. وهو كان بالطبع مقصورا على القطاع العام. وقد ركزت معظم المناقشات التي تناولت دور هيئات التصنيف الائتماني على تضارب المصالح وغيرها من المشكلات المتعلقة بجودة التقييم. ولم يتطرق النقاش كثيرا إلى احتمال وجود تضارب خطير في المصالح بين أهداف هيئات التصنيف ذات الملكية الخاصة التي تسعى لتعظيم قيمة ملكية المساهمين، وأهداف الدور التنظيمي الذي تؤديه، حتى إذا لم تكن قد سعت إليه.

### 2.2. في الأزمات المالية:

هناك إجماع مطلق بدور وكالات التصنيف الائتماني العالمية في الأزمات المالية لإخفاقها في إعطاء درجات تصنيف ائتماني دقيقة. وسيتم التركيز على الأزمة المالية التي بدأت في عدد من الدولي الآسيوية في عام 1997، وامتدت إلى بعض الدول

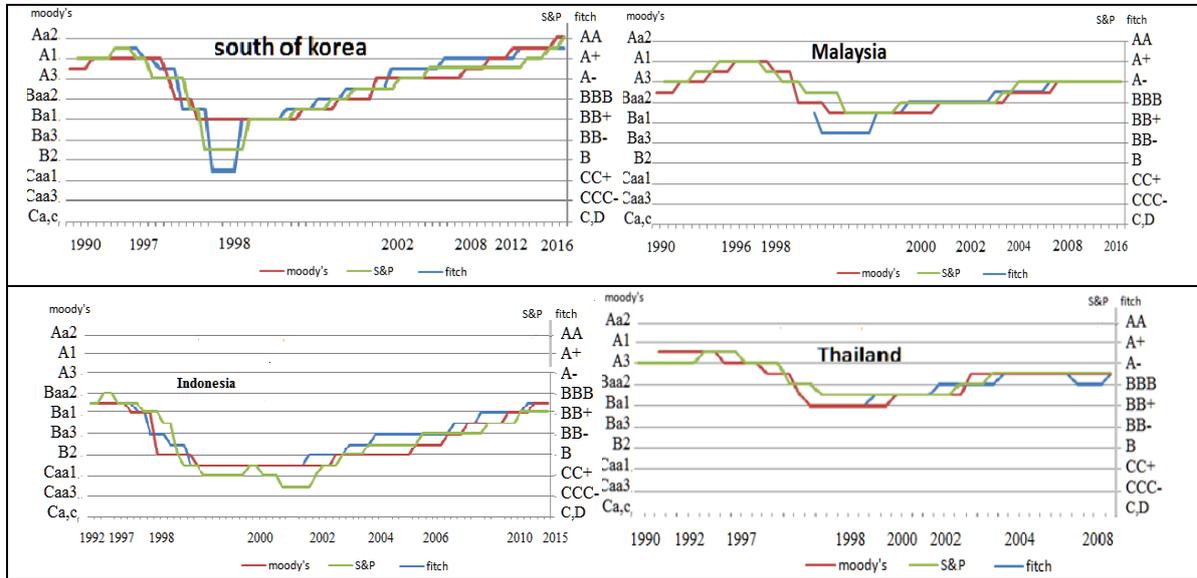
الأوروبية ودول أمريكا الجنوبية، واستمرت لعدد من السنوات، وكذلك أزمة الرهن العقاري والتي يمكن القول عليها أنها تحولت إلى أزمة مالية عالمية ثم إلى أزمة ديون سيادية.

## 1.2.2 في الأزمة الآسيوية:

لمدة ثلاثين عاما، قبل 1997 نمت تلك اقتصاديات جنوب شرق آسيا بمعدلات تتراوح بين 6% إلى 10% سنويا، وكانت أعلى معدلات نمو في العالم، وكانت هي الدول هي كوريا الجنوبية وماليزيا وتايلندا واندونيسيا ولذلك لقيت بالنمو الآسيوية كما وفرت المناخ الملائم لحل أزمة المديونية في الثمانينات مما كان له أثر بالغ على أمريكا اللاتينية، ولكن انعكست معدلات النمو فيها لتتحول إلى سالبة بمعدلات تتراوح ما بين (-5%) إلى (-7%) في عام 1998، فيما عدا اندونيسيا التي بلغ معدل انخفاض الناتج المحلي الإجمالي 13% مما كان مؤشرا لكساد عميق، وارتفاع في معدلات البطالة، و زيادة شديدة في معدلات الفقر، فكان التعبير الشائع هو "من المعجزة الآسيوية إلى الكارثة الآسيوية" "From the Asian Miracle to The Asian Debacle" لوصف الوضع في جنوب شرق آسيا (كريانين، 2007، صفحة 414).

ولقد كانت المضاربة على "البات" (عملة تايلندا) مع نهاية 1996 هو مصدر الأزمة، فنجم عن انتهاج هذه البلدان لنفس النموذج التنموي، شعور المستثمرون أن هذه البلدان لها نفس الخصائص، ويوضح الشكل الموالي ترتيب الجدارة الائتمانية للقروض الحكومية طويلة الأجل المقومة بالعملات الأجنبية لوكالة ستاندر آند بورز ووكالة موديز لكل من تايلندا، كوريا الجنوبية، ماليزيا واندونيسيا، قبل وبعد الأزمة.

### الشكل رقم 1: ترتيب الجدارة الائتمانية للديون السيادية لبعض الدول الآسيوية قبل وبعد الأزمة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على إحصائيات تصنيف الديون السيادية من المواقع الرسمية للوكالات الثلاث

ويبدو من الشكل رقم 1، وبما لا يدع مجالا للشك، أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بزيادة المخاطر في هذه الدول

(عمرو، 2000، صفحة 75):

ففي تايلاندا؛ ظلت الجدارة الائتمانية عند ترتيب (A) بالنسبة لمؤسسة ستاندر آند بورز ولم تتغير إلا بعد حدوث الأزمة في أوائل شهر سبتمبر 1997، وحتى حينما انخفض ترتيب الجدارة الائتمانية لتايلاند فقد انخفض في شهر سبتمبر (A-) ولم ينخفض للمستوى (BBB) إلا في شهر أكتوبر 1997 أي بعد الأزمة بأربعة شهور. وكان أكبر تخفيض من قبل وكالة موديز بخمس درجات A+ إلى Ba1

وكذا الأمر بالنسبة لماليزيا؛ حيث ظلت جدارتها الائتمانية ثابتة منذ 1994 بالنسبة لمؤسسة ستاندر آند بورز عند مستوى (A+)، ومنذ عام 1995 بالنسبة لمؤسسة موديز عند مستوى (A+) ولم ينخفض ترتيب هذه الجدارة الائتمانية إلى في نهاية شهر ديسمبر من عام 1997 وهو عام الأزمة، وكان أول تخفيض من طرف ستاندر آند بورز من (A+) بخمس درجات متتالية إلى غاية تصنيف جدارتها الائتمانية بالمتوسط قابلة للانخفاض ضمن درجة (BBB-).

أما كوريا الجنوبية؛ فقد ظل ترتيب جدارتها الائتمانية ثابتا عند مستوى (AA-) منذ عام 1995 بالنسبة لمؤسسة ستاندر آند بورز، ولم تتغير حتى شهر أكتوبر 1997، وفي نهاية هذا الشهر نزل ترتيب الجدارة الائتمانية فقط إلى مستوى (A+)، وبالنسبة لمؤسسة موديز فقد ظل ترتيب الجدارة الائتمانية ثابتا عند مستوى (A1) منذ عام 1990 حتى عام 1997، ولم يتغير إلا بعد ما يزيد على 4 شهور من بداية الأزمة في شهر نوفمبر 1997 حيث انخفض الترتيب في نهاية هذا الشهر إلى (A3) فقط. وقد كانت كوريا الجنوبية هي أكبر تخفيض بـ 12 درجة من (A-) إلى (B-).

أما الفليبين؛ فقد ارتفعت جدارتها الائتمانية عام 1997 قرب حدوث الأزمة. ويؤكد ما سبق أن وكالات التصنيف الائتماني لم تتوقع أو تتنبأ بالأزمة قبل حدوثها، حتى في الأشهر القليلة السابقة على انفجارها.

وهذا ما يثبت فشل التصنيفات الائتمانية للعديد من الديون السيادية في توقع مخاطر التخلف عن السداد بدقة قبل الأزمة الآسيوية وكان تفسير وكالات التصنيف الائتماني لعدم قدرتها توقع الأزمة في الوقت المناسب هو أن هذه الأزمة كانت مختلفة عن الأزمات الأخرى لأن مشاكل القطاع الخاص كان لها تأثير على الديون السيادية (karlo, 2015, p. 39). غير أنها فاقمت من حدة الأزمة بعد تخفيضها لتصنيف

## 2.2.2. في أزمة الرهن العقاري:

حققت شركات التقييم الائتماني الرئيسية إيرادات قياسية من تصنيف الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والأوراق المالية المرتبطة بالديون المشتركة، والعديد منها تم تصميمها للحصول على تصنيف AAA. بدأت زيادة في تأخر الرهن العقاري في نهاية عام 2006، وكشفت التحقيقات لاحقاً أن كبار مديري شركات التقييم الائتماني كانوا على علم بضرورة خفض تصنيفات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري MBS والتزامات الديون المضمونة CDO- هي أوراق مالية تم إصدارها بتجميع ديون مشتركة مثل القروض العقارية والقروض الشخصية ديون أخرى- في أقرب وقت لا يتجاوز بداية عام 2007. لكن في جوان 2007، أعلن البنك الفرنسي BNP Paribas أنه توقف عن سحب الأموال من صناديق التحوط نتيجة للخسائر التي تكبدها في استثماراته المرتبطة بالرهن العقاري. تسبب هذا الإعلان في اضطرابات في السوق البنكية (Olivier & TOUYA, 2008, p. 3). بعد ذلك، في جويلية، خفضت وكالات التصنيف الائتماني ستاندر آند بورز وموديز تصنيفات الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري عالية المخاطر، تدهورت الثقة في آراء وكالات التصنيف الائتماني، ورفعت علاوات الائتمان على الأوراق

المالية المرتبطة بالرهون العقارية. البنوك التي احتفظت بالأوراق المالية المصنفة AAA تكبدت خسائر كبيرة بسبب تدهور تصنيفها. بعض البنوك اعتمدت بشكل كبير على وكالات التصنيف الائتماني ولم تكن لديها الخبرة اللازمة لتحليل مخاطر هذه الأوراق المالية، مما تسبب في خسائر لهذه البنوك عندما تدهورت مرتبتها في جويلية 2007. (دود و ميلز، 2008، صفحة 16).

في واقع الأمر نتيجة تراجع سوق العقارات الأمريكية في 2006-2007، لجأت وكالات التصنيف إلى تخفيض تصنيفات أكبر عدد من الأوراق المالية والتي كانت أكثر حجم في تاريخ تخفيض التصنيف. مثلاً أكثر من ثلث المنتجات المهيكلة المصنفة AAA من طرف ستاندر آند بورز في 1 جانفي 2008 انخفضت خلال عام واحد (المجدول رقم 2)، فعلى سبيل المثال نجد أن 65,34% من الأدوات المهيكلة المصنفة AAA في 1 جانفي 2008 احتفظت بتصنيفها حتى غاية 31 ديسمبر 2008. بالمقابل نجد أن 34.66% انخفض تصنيفها الائتماني إلى أقل من رتبة AAA حيث نجد 5,21% من المنتجات المهيكلة المصنفة في الرتبة AAA انخفضت إلى رتبة AA، و 3.94% انخفضت إلى رتبة A. وبين الفصل الأول من عام 2008 و الفصل الثالث من عام 2011، تخفيضات تصنيفات فيتش لحقت ألف مرة أكثر عددا من زيادات التصنيفات من مجموع التصنيفات. في المجموع انخفضت بشكل معيب، هاته الآلاف من المنتجات المهيكلة المصنفة بصنف استثمار (Gaillard, 2012, pp. 57-58).

جدول رقم 2: مصفوفة الانتقال للتصنيفات المعطاة من طرف ستاندر آند بورز لمجمل المنتجات المهيكلة لسنة 2008.

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC-D	NR
AAA	65.34	5.21	3.94	3.47	2.17	4.04	1.96	2.00	11.87
AA	0.85	62.39	3.42	3.92	3.36	6.23	12.09	3.54	4.22
A	0.23	1.01	59.06	4.62	3.55	3.77	16.48	7.26	4.02
BBB	0.05	0.12	0.87	56.65	4.7	4.46	16.05	13.15	3.95
BB	0.00	0.01	0.03	0.59	53.63	6.11	15.21	21.96	2.47
B	0.00	0.02	0.00	0.00	0.56	45.53	16.70	36.15	1.04
CCC	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.04	19.33	80.17	0.43
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	96.34	3.66

Source :(Gaillard, 2012, p. 58).

وكمثال على نطاق التخفيضات، في غضون عامين، تم تخفيض 90% من الأوراق المالية المرتبطة بالديون المعروفة باسم التزامات الدين المضمونة CDO التي تم تصنيفها AAA بين عامي 2005 و 2007، ووصل 80% منها من فئة درجة استثمار إلى فئة درجة مخاطرة (مجلس الشيوخ الأمريكي 2011). (deHaan, 2016, p. 9).

### 3.2.2. في أزمة الديون السيادية:

بينما كان الاقتصاد العالمي يشهد أكبر أزمة له بعد الكساد الكبير والتي كان مصدرها أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، كانت هناك اقتصاديات (اليونان، أيرلندا،..) تعاني من عجزا في حساباتها الجارية قبل وأثناء الأزمة، مما أدى إلى تفاقم

الوضع كان اعتمادها على التمويل الأجنبي أي انكشافها الكبير أمام البنوك الأجنبية. ومع اشتراط التصنيف الائتماني في عمليات شراء ديون السيادية أصبح خطر الديون السيادية هو الانشغال الأول للأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، ما أجبرها على اللجوء إلى الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي لإقراضها الأموال التي أبت أن تقدمها إليها الأسواق المالي، وبالنظر إلى أسعار الفائدة العالية جدا التي فرضتها آليات السوق، حيث بلغت أعلى قيمة في نوفمبر 2011 نسبة 25 بالمائة (اوكيل، بوكساني، و مصيبح، 2013، صفحة 23). وفي الواقع أبقى ستاندر آند بورز على تصنيف الولايات المتحدة بالترتيب AAA، ولكنها خفضت نظرتها من "AAA" إلى "AA+" بتاريخ 2011/08/05. (الجدول رقم 3)

الجدول رقم 3: التصنيف الائتماني للديون طويل الأجل لدول الازمة الديون السيادية (جويلية 2012)

fitch		Standard and poor's		Moody's		الدولة
آخر تعديل	التصنيف	آخر تعديل	التصنيف	آخر تعديل	التصنيف	
2011/07/13	CCC	2011/07/27	CC	2011/07/25	Ca	اليونان
2011/04/14	BBB+	2011/04/01	BBB+	2011/07/12	Ba1	ايرلندا
2011/11/24	BB+	2012/01/13	BB	2011/07/05	Ba2	برتغال
2011/10/07	AA-	2012/01/13	A	2011/10/18	A1	اسبانيا
2011/10/07	A+	2012/01/13	BBB+	2011/10/04	A2	ايطاليا
2002/11/21	AA-	2011/02/25	AA-	2011/08/24	Aaa3	اليابان
--	AAA	2011/08/05	AA+	--	Aaa	الولايات المتحدة

Source : (banque de France, 2012, p. 38)

ومع تأزمة الوضع المالي للدول الأعضاء في منطقة اليورو، أصبح بإمكان البنك المركزي الأوروبي التدخل في السوق الثانوية لشراء سندات الدولة، ولكن بشرط أن لا يكون تصنيفها أقل من الرتبة BBB، بمعنى أنها تكون سندات استثمار، ولا تتخطى ذلك لتصبح سندات مضاربة في بادئ الأمر، إلا أن التأثير المعنوي الذي مارسه الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني، أجبر البنك المركزي الأوروبي -في محاولة منه لتهدئة الأسواق المالية في 10 ماي 2010- على قبول السندات اليونانية في إطار عمليات السوق المفتوح، بغض النظر عن تصنيفها الائتماني. كما قام البنك المركزي في بداية شهر أوت 2011 بالتدخل في السوق الثانوية، بالاستحواذ على ما يعادل 100 مليار أورو من السندات الاسبانية والايطالية، (اوكيل، بوكساني، و مصيبح، 2013، الصفحات 20-23). أما الأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف الائتماني في أزمة منطقة الأورو، هو إقدام وكالة ستاندر آند بورز على تخفيض التصنيف الائتماني لتسعة دول اوروبية يوم 13 جانفي 2012. واعتبر هذا القرار بمثابة تخفيض التصنيف الائتماني لمنطقة الأورو، وأبقت التصنيف الائتماني لألمانيا ولكسمبورغ وفرنسا AAA على حاله، مما فاقم أزمة الديون السيادية (banque de France, 2012, p. 38).

لقد كانت أولى الإصلاحات على وكالات التصنيف الائتماني بعد الأزمة الآسيوية، حيث أن هذه الوكالات لم تتنبأ بالأزمة قبل حدوثها، حتى في الأشهر القليلة السابقة على انفجارها، وكانت سبب في تعميق الأزمة وانتقال العدوى إلى الدول الأخرى بعد تخفيض الجدارة الائتمانية لدول الأزمة.

ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على هيئات التصنيف الائتماني، لاسيما في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. ففي الولايات المتحدة، نص "قانون دود-فرانك" على تعزيز الإشراف على هيئات التصنيف الائتماني، لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبطة بنموذج "المستعمل يدفع" (غافراس، 2012، صفحة 37)، مما يثير شكوكًا حول استقلاليتها ودقة تقاريرها. حيث عادةً، يدفع العملاء الذين يحصلون على خدمات وكالات التصنيف الائتماني مقابل ضمان بذل قصارى جهدهم لحماية مصلحة العملاء. ومع ذلك، في صناعة تصنيف الائتمان، تعتمد العديد من وكالات التصنيف الكبيرة نموذج الدفع من قبل الجهة المصدرة، وخاصة الثلاثة الكبار الذين يهيمنون على السوق. من المفترض أن تحمي وكالات التصنيف الائتماني مصلحة المستثمرين من خلال تقديم تقييمات موثوقة تساعد المستثمرين على تحقيق أقصى قدر من الأرباح من استثماراتهم. ومع ذلك، كانت تأمل الجهات المصدرة دائمًا أن تتم شراء سنداتهم من قبل المستثمرين، لذلك يسعون بالطبع إلى الحصول على تصنيف عالٍ لجذب المستثمرين حتى لو كانت سنداتهم غير مربحة. فإذا قدمت وكالة تصنيف سلبية، يمكن للجهة المصدرة أن تلجأ إلى وكالة تصنيف أخرى للحصول على تصنيف أفضل. إذا كانت وكالة تصنيف أخرى على استعداد لتقديم تصنيف أعلى، فسيتم جذب الجهات المصدرة الأخرى، وبالتالي ستحصل الوكالة "المساعدة" على حصة أكبر من السوق. وبناءً على ذلك، ستقوم الوكالات الأخرى بتقليد هذه الوكالة، وتستمر الدورة. (Wu، 2009، صفحة 31)

والأسوء من ذلك تم إلقاء اللوم على هذه الوكالات لإعطائها تصنيفات عالية للمصارف التي تدفع لها وتخزل العطاء. وحديثًا في أبريل 2011، تم اتهام كل من ستاندر أند بورز وموديز، وذلك في تقرير صادر عن مجلس الشيوخ الأمريكي، ونتيجة تحقيقات استمرت عاما كاملا، على أن هذه الوكالات قامت بتعميق الأزمة حيث خضعت لضغوط من مجموعة من المصارف الأمريكية لرفع تصنيف أوراق مالية صادرة عن تلك المصارف دون أن تكون أهلا لذلك. "لقد أضعفت وكالات التصنيف من معاييرها حيث تنافست فيما بينها على تقديم أفضل التصنيفات لكسب المزيد من العمل وزيادة حصتها السوقية" وهو ما ورد في تقرير اللجنة الفرعية الدائمة لمجلس الشيوخ "لقد كانت النتيجة سابقا نحو الهاوية" (آيتكن، 2011، صفحة 34).

كما قامت لجنة الأوراق المالية والتداول الأمريكية (Securities and Exchange Commission) بتحديد المعايير الواجب توفرها في وكالات التصنيف الائتماني من أجل أن تعد وكالة تصنيف إحصائية معترف بها وطنيا (NRSRO)، وذلك لضمان مصداقية التصنيفات الائتمانية التي تقدمها، وحصلت وكالتين فقط على هذا الاعتراف في الولايات المتحدة إلى جانب الثلاثة الكبرى، (زعتري، 2011، صفحة 9) وهي : وكالة A.M Best: وهي متخصصة بالتصنيف الائتماني لشركات التأمين، وكالة خدمة تصنيف السندات العامة (Dominion Bond Rating Service): وهي الوكالة الوحيدة غير الأمريكية المعترف فيها داخل الولايات المتحدة، وجنسيتهما كندية.

وبسبب أزمة الديون السيادية عزم الاتحاد الاوربي الحد من الاعتماد على هذه الهيئات، وإنما يسعى بدلا من ذلك إلى توسيع نطاق الهيئات وتغيير نموذج عملها. واقترح الاتحاد تشديد القواعد التي تؤثر على عمليات الاعتماد وشروط الافصاح

وتضارب المصالح، بما في ذلك اقتراح إلزام مصدري سندات الدين بتغيير هيئات التصنيف الائتماني بالتناوب كل ثلاث سنوات، أو على أساس سنوي، إذا أجرت هيئة ما أكثر من عشرة تقديرات متتابعة لأدوات الدين الصادرة عنها. وتشمل الاقتراحات الأخرى السماح للجهاز التنظيمي في الاتحاد بحظر نشر تقديرات الائتمان السيادي تحت "ظروف استثنائية" وإنشاء هيئة تصنيف عامة على مستوى الاتحاد الأوروبي. (غافراس، 2012، صفحة 37)، لكن يرى بعض المراقبين أن تعليق تصنيف الدول ذات الصعوبات الكبيرة. قد تكون غير مجدية لدى المستثمرين الذين قد يراها رغبة في إخفاء بعض المعلومات الحساسة (banque de France, 2012, p. 41). وهذا عكس ما يجب العمل عليه وهو تعزيز الشفافية والموثوقية.

ومع ذلك، بينما يتم تخفيض الدور الرسمي، فإن الاهتمام الذي تعطيه الأسواق للتصنيفات كمؤشر تأكيدي ضد التعثر يبقى قويا، وأنه كما برهنت الأحداث الأخيرة في بلدان مثل اليونان وإيرلندا والبرتغال، فإن التصنيفات بالنسبة للديون السيادية مستمرة في ممارسة تأثير فعال في هذا المجال. فقد أظهرت أرقام ستاندر أند بورز أنه لا يوجد بلد كان تصنيفه AAA أو AA أو A قد عجزت عن سداد ديونها خلال 15 عاما لاحقة لهذا التصنيف، وأن 98% من الدول ذات التصنيف AAA ما زالت AAA أو AA بعد 15 عاما من هذا التصنيف. وفي دراسة سابقة لوكالة فيتش، تم نشرها عام 2004، وجد أن لا يوجد اصدار سندات من التصنيف AAA عانى من عدم الدفع خلال خمس سنوات بينما عانت السندات من تصنيف CCC من مخاطرة عدم الدفع. (آيتكن، 2011، صفحة 35).

كما خلص العديد من الصحفيين البارزين والاقتصاديين مثل جوزيف ستيجليتز إلى أن وكالات التصنيف الائتماني لعبوا دوراً رئيسياً في الأزمة، وأنهم ساعدوا البنوك على خلق فقاعة مع توقعاتهم الزائفة. على الرغم من أن معظم عامة الناس يلومون وكالات التصنيف للأزمة، كان هناك البعض الذي ادعى أن وكالات التصنيف هي منظمات مستقلة فقط، لذا لا ينبغي أن تكون مسؤولة عن تنبؤاتها لأنها تلعب دوراً كبيراً في جعل الأسواق المالية أكثر كفاءة على الرغم من حقيقة أن التنبؤات الخاصة بهم في بعض الأحيان تبين أنها خاطئة. ويدعي أنصار هذا النهج أن تشديد التنظيم الذي تم تطبيقه بعد الأزمة المالية العالمية قد يؤدي إلى تقليل الابتكار ورفع الحواجز أمام الدخول في سوق التصنيف الائتماني (karlo, 2015, p. 5).

#### 4. الخلاصة:

تعايشت وكالات التصنيف الائتماني مع تطور النظام المالي وتعقيده لأكثر من قرن حيث كانت أول تقييم لنوعية القروض المقدمة للمقرضين سنة 1860 من طرف Henry Varnum poor، ومنذ ذلك الوقت وأعمال تقييم الجدارة الائتمانية تتطور إلى أن أصبحت الوكالات الثلاث الكبرى "موديز، ستاندر آند بورز، فيتش" تسيطر على حوالي نصف أعمال التصنيف الائتماني على المستوى العالمي، مما جعلها تساهم في تطور الأسواق المالية، باعتبارها المصدر الرئيسي للمعلومات المالية من خلال تقييم الجدارة الائتمانية للمشاركين في الأسواق سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أو حكومات، واتاحتها للجمهور دون تكاليف. ورغم الدور الإيجابي الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني، ولطبيعة النظام المالي المبني على المضاربة فقد استخدمت كمقياس للاستثمار من طرف مختلف المستثمرين، مما ألقى باللوم على وكالات التصنيف الائتماني غير أن هذه الأخيرة صرحت وبعد الأزمة المالية 2008 على أن التقييمات لا تمثل سوى آراء ولا ينبغي اعتبارها اقتراحات استثمارية، وبالتالي فإن وضع اللوم بالكامل عليها لا أساس له من الصحة.

## نتائج الدراسة

- أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمات المالية الآسيوية قبل حدوثها، بالإضافة إلى أنها أدت إلى تعميق الأزمات بعدما زادت من تكلفة التمويل الدولي؛
- لعبت وكالات التصنيف الائتماني الثلاثة الكبرى دورًا رئيسيًا في أزمة الرهون العقارية الثانوية وساهمت في خلق الفقاعة المالية بتوقعاتها الزائفة وتقييماتها غير الدقيقة؛
- تعتبر وكالات التصنيف الائتماني جزءًا لا يتجزأ من النظام المالي وتؤثر في أسواق المال من خلال تقييماتها للجدارة الائتمانية للمشاركين في الأسواق؛
- العديد من المستثمرين استخدموا تقييمات وكالات التصنيف الائتمان بطريقة كمؤشر لمخاطر الاستثمار بدلا من مخاطر عدم الدفع؛
- استخدام وكالات التصنيف الائتماني كمقياس للاستثمار قد أثار الانتقادات، ولكنها أكدت بعد أزمة عام 2008 أن تقييماتها ليست اقتراحات استثمارية ويجب ألا تعتبر بالضرورة دليلاً دقيقاً.
- يجب أن يتم التنبيه إلى أن وكالات التصنيف الائتماني ليست المسؤولة الوحيدة عن الأزمات المالية، ولكنها تلعب دورًا هامًا وتؤثر في سياق الأزمات المالية وتكلفة التمويل الدولي؛
- أن تشديد التنظيم الذي تم تطبيقه بعد الأزمة المالية العالمية قد يؤدي إلى تقليل الابتكار ورفع الحواجز أمام الدخول في سوق التصنيف الائتماني

## Bibliographic:

- banque de France. (2012, mai). *la crise de la dette souveraine*. Récupéré sur documents et debats: <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/documents-et-debats-numero-4-integral.pdf>
- Cantor, R., & Frank, P. (1994). The credit rating industry. *Quarterly Review*.
- deHaan, E. (2016, september 10). The Financial Crisis and Corporate Credit Ratings <https://ssrn.com/abstract=2837376>. (forthcoming, Éd.) *Accounting Review*.
- FCIC. (2010). *Credit Ratings and the Financial Crisis*. Washington DC, United States: Financial Crisis Inquiry Commission,.
- fitch group. (2023, april 5). *about us: fitch ratings*. Récupéré sur <https://www.fitchratings.com/>: <https://www.fitchratings.com/about-us#company-history>
- Gaillard, N. (2012, octobre–decembre). La responsabilité éthique des agences de notation. *Transversalités*, p. 54.
- Gaillard, N. (2012). La responsabilité éthique des agences de notation. *Transversalités* (124).
- *Guide\_to\_Credit\_Rating\_Essentials\_Digital*. (s.d.). Récupéré sur [https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Guide\\_to\\_Credit\\_Rating\\_Essentials\\_Digital.pdf](https://www.spratings.com/documents/20184/774196/Guide_to_Credit_Rating_Essentials_Digital.pdf)

- karlo, N. (2015). the role of credit rating agencies in the global financial crisis. *undergraduate thesis*. university of Zagreb, Zagreb (Croatia).
- moody's corporation. (2023, jan 12). *about moody's*. Récupéré sur moody's corporation: <https://www.moody's.com/>
- Olivier, B., & TOUYA, F. (2008). Déroulé de la crise . *Eclairages* (119).
- Standard & Poor's. (2023, april 2). *Guide to Credit Rating Essentials What are credit ratings and how do they work?* Récupéré sur [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com): [https://www.spglobal.com/ratings/\\_division-assets/pdfs/guide\\_to\\_credit\\_rating\\_essentials\\_digital.pdf](https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf)
- Standard and poor's. (2023). *standard and poor's*. Récupéré sur [about standard and poor's: https://www.spglobal.com/](http://www.spglobal.com)
- Wu, Y. (2009). Reforming the Credit Rating Agencies: A Comprehensive Solution. *The Dialectics: Journal of Law, Leadership, and Society* , 3, 30-40.
- أوكيل ن., بوكساني ر., & مصيحي أ., (2013). فبراير. (الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها. *بحوث اقتصادية عربية* . 7-26 pp ,
- آيتكن ك., (2011). من يحرك الخيوط. *مجلة الدراسات المالية والمصرفية* . (2) 19 ,
- دود ر., & ميلز ب., (2008). جوان. (تفشي المرض، عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية). ص 1. *الدولي (Éd.) مجلة التمويل والتنمية* .
- زعتري ر., (2011). التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه على الاقتصاد السوري. *مذكرة ماجستير* . كلية الاقتصاد، حلب، سوريا.
- طلفاح أ., (2005). أبريل. (الجدارة الائتمانية السيادية). 1. 1. بالكويت- [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org) Consulté le 12 22, 2021, sur
- عمرو م., أ. (2000). أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة. مصر: دار الشروق.
- غافراس ب., (2012). مارس. (لعبة التصنيف. *التمويل والتنمية* ؛
- كريانين م., خ. (2007). *مدخل الاقتصاد الدولي* . (12. éd.) الرياض (المملكة العربية السعودية: دار المريخ.