

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أكلي محمد ولحاج - البويرة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

الموضوع:

وكالات التقييم الدولية بين الحد
من أزمة الرهن العقاري و التسبب فيها

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاديات المالية و البنوك

تحت إشراف الأستاذ:

من إعداد الطالبة :

الدكتور آيت عكاش سمير

أركام زهرة

لجنة المناقشة

رئيسا

الدكتور علي زيان محمد واعمر

مشرفا ومقررا

الدكتور آيت عكاش سمير

مناقشا

الدكتور فراح رشيد

السنة الجامعية 2014 / 2015

مؤسسات التقييم الدولية بين الحد من أزمة الرهون العقارية و التسبب فيها

- I.....الإهداء
- II.....كلمة شكر
- III..... قائمة الجداول
- IV..... قائمة الأشكال
- VI..... قائمة الملاحق
- أ-ث.....مقدمة عامة

الفصل الأول: الإطار النظري لوكالات التقييم الدولية

- 1.....تمهيد
- 2.....المبحث الأول: عموميات حول التصنيف الائتماني
- 2.....المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني
- 9.....المطلب الثاني: أنواع التصنيف الائتماني
- 15.....المطلب الثالث: محددات التصنيف الائتماني
- 22.....المبحث الثاني: وكالات التقييم الدولية
- 22.....المطلب الأول: مفهوم وكالات التقييم الدولية
- 27.....المطلب الثاني: أهمية وكالات التقييم الدولية
- 30.....المطلب الثالث: درجات التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل أشهر وكالات التقييم الدولية...

الفصل الثاني: أزمة الرهن العقاري

- 47.....تمهيد
- 48.....المبحث الأول:التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 48.....المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و تحريرها....
- 52.....المطلب الثاني: محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية و آلية التوريق فيه....
- 61.....المبحث الثاني: طبيعة أزمة الرهن العقاري.....
- 61.....المطلب الأول: مفهوم أزمة الرهن العقاري.....
- 66.....المطلب الثاني: عدوى انتقال أزمة الرهن العقاري.....
- 71.....المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري و آثارها.....
- 8.....المطلب الرابع:الحلول المقترحة لمعالجة الأزمة.....
- 93.....خلاصة.....

الفصل الثالث: مؤسسات التقييم الدولية و الأزمات المالية

- 95.....تمهيد.....
- 96.....المبحث الأول: مؤسسات التقييم الدولية و الأزمات المالية.....
- 96.....المطلب الأول: مؤسسات التقييم الدولية و أزمة الدول الناشئة(1997).....
- 98المطلب الثاني: مؤسسات التقييم الدولية و أزمة الرهن العقاري(2008).....
- المبحث الثاني: أسباب إخفاق وكالات التقييم الدولية في التنبؤ بالأزمات المالية و متطلبات إصلاحها.....
- 104.....

104	المطلب الأول: أسباب إخفاق وكالات التقييم الدولية.....
111	المطلب الثاني: متطلبات إصلاح وكالات التقييم الدولية.....
114	خلاصة.....
116	خاتمة عامة.....
119	قائمة المراجع.....
125	الملاحق.....

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	درجات التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل أشهر وكالات التقييم الدولية	31
2	العلاقة بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و الفترة القصيرة حسب وكالة فيتش للتصنيف الائتماني	36
3	العلاقة بين التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و التصنيف الائتماني للفترة القصيرة حسب وكالة موديز.	37
3	تصنيفات الاسترداد	38
5	الفروق المؤسسية في أسواق الرهن العقاري الوطنية و مؤشر أسواق الرهن العقاري	50
6	الحالة العامة للاقتصاد الأميركي خلال الفترة 2001-2008	73
7	نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين أثناء انعقاد قممتها.	81
8	الرقم القياسي لتخفيض أسعار الفائدة ببعض الدول خلال الفترة (من 01 سبتمبر - 04 سبتمبر 2008)	84
9	تراجع الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول في الربع الأخير لعام 2008.	88
10	التدابير المعتمدة في بعض الدول الأوروبية لاحتواء الأزمة	90
11	إخفاق وكالات التقييم الدولية في التصنيف الائتماني خلال الفترة (1997-2000)	96
12	التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها	99

قائمة الجداول

100	الخسائر التي تكبدتها بعض المؤسسات الأمريكية بسبب تخفيض تصنيف أوراقها المالية.	13
-----	---	----

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	عملية التصنيف الائتماني	7
2	العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي و حجم الائتمان الخاص المحلي	17
3	نسبة ملكية المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1970-2006.	53
4	تطور أسعار العقارات في بعض الدول المتقدمة	54
5	خطوات عملية توريق الرهن العقارية	59
6	برنامج المبادلة	60
7	الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية	63
8	عدد الأفراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوما	64
9	نسبة تعثر المقترضين عن السداد لأكثر من 90 يوما لدى شركة فاني ماني و فريدي ماك	65
10	الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية منذ 1967	72
11	تأثير الأزمة على مؤشر "داو جونز"	80
12	تغيرات مؤشر "كاك 40" الفرنسي منذ 1988	80
13	ادخارات الأفراد في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1950-2010	85
14	مقارنة بين مديونية العائلات و ادخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (% من PIB)	86
15	تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من 1948 إلى 2010.	87
16	تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية. -الأوراق المالية للشركات-	102

قائمة الأشكال

103	تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية. -الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية عالية المخاطر-	17
-----	---	----

مقدمة

مقدمة:

مع بروز ظاهرة العولمة الاقتصادية شهد النشاط الاقتصادي العديد من التطورات و التحولات ، والتي كان لها الأثر البالغ على حركية المبادلات الاقتصادية تجارية كانت أو مالية. ويحتل النشاط المالي أهمية كبيرة في النشاط الاقتصادي، نظرا لما يوفره بالخصوص من سيولة وتمويل لمختلف المتعاملين الاقتصاديين، وعلى هذا الأساس تعاظمت أهمية الأسواق المالية التي تحولت إلى عصب الحياة الاقتصادية في العصر الحديث. أدى تطورها وانفتاحها، وكثرة المعاملات الاقتصادية والمتعاملين بها، وازدياد سرعتها، وارتفاع حجم الصفقات التجارية وعددها، الحاجة إلى توفير المزيد من الائتمان، والذي يتطلب بدوره توفر معلومات دقيقة وسريعة لتحديد قدرة المقترضين على السداد و لقد أدت حاجة المستثمرين والمقرضين لسد فجوة المعلومات الموجودة بينهم، إلى إنشاء وكالات التقييم الدولية.

وقد ظهرت هذه الوكالات لأول مرة في شكلها القديم للعمل على توفير البيانات للمتعاملين في الأسواق ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، و من ثم تحول دورها في بداية القرن العشرين إلى وضع تقييم يعكس الملاءة المالية للمؤسسة الممنوح لها وبالتالي مدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها و لقد اكتسبت هذه الوكالات ثقة المستثمرين و الحكومات. وانطلاقا من هذا الأساس اعتبرت وكالات التصنيف الائتماني على أنها أداة من أدوات إدارة المخاطر المالية فهي تساهم في ضبط المبادلات المالية وتجنّب الاقتصاد العالمي الوقوع في أزمات مالية حادة، لكن ومع بداية الألفية الثانية بدأت تدور الشكوك حول عمل هاته الوكالات، وتعززت أكثر بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أين تم تحميل جزء كبير من أسباب حدوثها لوكالات التقييم العالمية الثلاثة : Fitch, Moody's, Standard & Poor's التي تستحوذ على الحصة السوقية الأكبر في مجال تصنيف الائتمان.

إشكالية البحث:

بعد اتساع نشاط وكالات التقييم الدولية و امتداداه ليشمل معظم الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و في إطار قيام هذه الوكالات بصناعة التصنيف الائتماني اتهمت بدخولها كأحد الأطراف في نشوب أزمة الرهن العقاري بعجزها عن منح الجهات المصنفة التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها قبل و أثناء حدوث هذه الأزمة، و على هذا الأساس طرحنا الإشكالية التالية:

إلى أي مدى ساهمت وكالات التقييم الدولية في أزمة الرهن العقاري؟

الأسئلة الفرعية:

و من الإشكالية الرئيسية تظهر لنا الأسئلة الفرعية التي تساعد على فهم و تحليل الموضوع بطريقة جيدة و هي

كالاتي:

- ما هو التصنيف الائتماني؟

- هل هناك علاقة بين التصنيف الائتماني و مستوى الخسائر المالية؟

- فيما تتمثل أسباب أزمة الرهن العقاري؟ و إلى أي مدى وصلت أثارها؟

- هل كان لمؤسسات التقييم الدولية دور في نشوب أزمة الرهن العقاري؟

الفرضيات:

و للإجابة على الأسئلة الفرعية السابقة قمنا بصياغة الفرضيات الآتية:

- التصنيف الائتماني يمثل رأي وكالة متخصصة حول قدرة المنشأة مؤسسة مالية على تسديد ديونها.

- لا توجد علاقة بين التصنيف الائتماني و مستوى الخسائر المالية.

- تعود أسباب أزمة الرهن العقاري إلى طبيعة الاقتصاد الأمريكي، و بالتالي أثارها لم تخرج عن نطاق الاقتصاد الأمريكي.

- ساهمت مؤسسات التقييم الدولية في نشوب أزمة الرهن العقاري.

أهمية الموضوع:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، و من الاهتمام المتزايد للمجتمع الدولي

بموضوع مؤسسات التقييم الدولية و التي ظهرت لمساعدة المستثمرين لاتخاذ القرارات السليمة و سد فجوة المعلومات، و

لكن بسبب ضعف الرقابة على هذه الوكالات و انعدام الشفافية فيها تغير دورها من وسيلة للحد من الأزمات و المخاطر

إلى أداة للتسبب فيها.

أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع لم يكن صدفة بل كان لعدة أسباب و هي:

- الرغبة في البحث في موضوع مؤسسات التقييم الدولية .

- تبيان دور مؤسسات التقييم الدولية في أزمة الرهن العقاري.

- الرغبة في إثراء المكتبة بموضوع يستفيد منه الغير.

- أن الموضوع يدخل ضمن مجال تخصصنا "اقتصاديات المالية و البنوك" إضافة للميول الشخصي للخوض في موضوع

مؤسسات التقييم الدولية.

صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على المراجع.

- ضيق الوقت الممنوح لإعداد مذكرة التخرج.

أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور وكالات التقييم الدولية في نشوب أزمة الرهن العقاري من خلال إخفاقاتها في إصدار التصنيفات الائتمانية للجهات المقيمة و المبالغة في ذلك، و بالتالي متطلبات إصلاح هذه الوكالات

المنهج المتبع:

اتبعنا في بحثنا هذا المنهج الوصفي و التحليلي في عرض مفهوم التصنيف الائتماني و مفهوم وكالات التقييم الدولية و أشهر هذه الوكالات و أهميتها و ما هي علاقة هذه الوكالات بأزمة الرهن العقاري

التقسيم المنهجي للبحث:

و للإجابة على الأسئلة الواردة أعلاه و اختبار صحة الفرضيات اقتضت هذه الدراسة تناول الموضوع في مقدمة عامة و ثلاثة أجزاء بعدها ليطوى مجال البحث بخاتمة عامة، محافظين قدر الإمكان على التسلسل المنطقي و التدرج في طرح الأفكار.

و قد تم تخصيص الفصل الأول للإطار النظري لوكالات التقييم الدولية و الذي جرى تقسيمه إلى مبحثين: المبحث الأول عموميات حول التصنيف الائتماني و ذلك بالتعرض أولاً إلى مفهوم التصنيف الائتماني أنواعه و محدداته، و إلى دراسة موضوع وكالات التقييم الدولية ثانياً وذلك من حيث مفهومها و أهميتها و درجات التصنيف الائتماني التي تعتمد عليها.

أما الفصل الثاني فقد تناولنا فيه أزمة الرهن العقاري و ذلك بتقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و تطرقنا فيه إلى نشأة و تطوّر السوق الثانوي للرهن العقاري و تحريره و محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية و آلية التوريق في سوق الرهن العقاري؛ و المبحث الثاني قمنا فيه بدراسة طبيعة أزمة الرهن العقاري بالتعرض إلى مفهوم الأزمة و أهم المحطات التي مرّت بها، و كيفية انتقال الأزمة، أسبابها و آثارها.

و في الأخير كشف الفصل الثالث عن دور وكالات التقييم الدولية في حدوث الأزمات المالية من خلال دراسة دور وكالات التقييم الدولية في حدوث أزمات في أسواق رأس المال، و كذلك أسباب إخفاقها في التنبؤ بالأزمات المالية و في الأخير متطلبات إصلاح هذه الوكالات.

الإطار العام لوكالات التقييم

الدولية

تمهيد:

ازدهر نشاط التصنيف الائتماني و تعددت أنواعه في السنوات العشر الأخيرة من القرن الماضي و حتى الوقت الراهن، لاسيما بعد انفتاح الأسواق المالية و اندماجها و تزايد الإصدارات من المنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة و أصبح هناك العديد من المؤسسات المحلية و الإقليمية و العالمية التي تقوم بصناعة التصنيف الائتماني و إصدار درجاته، و كل من هذه المؤسسات يمارس نشاطه في تقييم قدرة الدول و الشركات و المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها المالية بصورة دورية فيما يزيد عن 100 دولة؛ و تنتشر فروع هذه الوكالات التي تتمتع بتأثير قوي في عالم المال و التي اكتسبت ثقة الحكومات و المستثمرين في كثير من دول العالم. و لقد ساهم تأثيرها القوي و ثقتها المكتسبة في تحوّلها كأحد أهم اللاعبين في النظام الاقتصادي العالمي لتلعب دورا محوريا في الأسواق المالية الحديثة، كما أن لها دور أساسي في دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق المساهمة في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات و البيانات بين المقرضين و المقترضين من جانب و المقرضين و المستثمرين لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر من جانب آخر، و في الكشف عن الملاءة المالية و تحديد درجة المخاطر المرتبطة بالشركات من خلال ما تصدره من تصنيفات ائتمانية في شكل درجات و مستويات محددة.

و للإحاطة أكثر بمفهوم مؤسسات التقييم الدولية قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: التصنيف الائتماني.

المبحث الثاني: وكالات التقييم الدولية.

المبحث الأول: عموميات حول التصنيف الائتماني

عندما ترغب الشركات في إصدار السندات في الأسواق المالية، فإنها تطلب من وكالات التصنيف إعطاءها درجة التصنيف الائتماني من أجل زيادة مصداقيتها و سهولة نفاذها إلى أسواق رأس المال.

المطلب الأول: مفهوم التصنيف الائتماني:

تطرقنا في هذا المبحث إلى نشأة و تطور التصنيف الائتماني، تعريفه و إجراءاته.

فرع 1: نشأة و تطور التصنيف الائتماني:

في الماضي كانت الأعمال التجارية محلية فمعظم المعاملات كانت تتم بين أشخاص يعرفون بعضهم البعض و مع توسع الأسواق من حيث الحجم و من حيث الموارد البشرية ظهرت هناك حاجة إلى المعلومات و التي كان يتم الحصول عليها من مصادر غير رسمية (مدير بنك، محامي، مورد، رجل أعمال) و بقيت هذه المصادر كافية لبعض الوقت و لكن مع توسع حجم و نطاق الأعمال زادت الحاجة إلى المعلومات فأصبحت المصادر التي كان يُعتمد عليها غير كافية و من هنا ظهر ما يسمى "بالتقارير الائتمانية" و التي تصدرها "مؤسسات تحليل القروض" " Les Société d'analyse de "crédit". و في نهاية عام 1820 قام البنك البريطاني "Barings" بتعيين "Thomas Wrend Ward" لتصنيف الآلاف من مؤسسات الائتمان و متاجرهم بالاعتماد على معلوماتها المالية ثم بدأت الشركات المتخصصة في تجميع البيانات الاقتصادية و المالية بالظهور؛ و هكذا في عام 1831 قام "توماس تابان" و الذي يعتبر من أكبر التجار في الولايات المتحدة بجمع معلومات عن الجدارة الائتمانية للعملاء الذين يتعامل معه؛ و من هنا قرر إنشاء وكالة للتصنيف الائتماني و التي حملت اسم " The Mercantile Agency " حيث جاء ظهورها كرد فعل على الأزمة المالية التي حدثت سنة 1837*، والتي اعتبرت كنتيجة لضعف انتقال المعلومات و البيانات بين مختلف المتعاملين وبالتالي جاءت هذه الوكالة لتتولى جمع و توزيع البيانات و المعلومات على مختلف المتعاملين بما يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاقتصادية التجارية و المالية. و في سنة 1859 أصبح اسمها "ر.جي.دان" "R.G & Dun" مثلت هذه الشركة من قبل "روبرت غراهام دان" "Robert Graham Dun" و شملت تقارير هذه الوكالة تجار الجملة و المستوردين و المصنعين و البنوك و شركات التأمين و نمت هذه الوكالة بشكل ملحوظ ففي سنة 1880 كان عدد التقارير التي تصدرها هذه الوكالة 40,000 بعد أن

* في أوائل السبعينات من القرن التاسع عشر شهدت أسعار العقارات في أوروبا ارتفاعا كبيرا بفضل طفرة في حركة البناء روجت لها الحكومات بتيسير الائتمان بضممان المساكن نفسها التي لم تكن قد بنيت بعد أو لم يستكمل بناؤها، و في عام 1837 تحول ارتفاع أسعار العقارات إلى أزمة أدت إلى انهيار بنوك القارة الأوروبية ما حدا بالبنوك البريطانية أن تمتنع عن تقديم القروض لعدم تأكدها من تأثر وضعه المالي بمشكلة الديون العقارية؛ وسرعان ما امتدت الأزمة المصرفية إلى الولايات المتحدة وكان من بين أول ضحاياها شركات السكك الحديدية التي أثقلت كاهلها أدوات مالية معقدة كانت تقوم على وعد المستثمرين بعائد ثابت.

كانت في سنة 1870 حوالي ما يقارب 7,000 تقرير و وصلت بحلول عام 1900 إلى مليون تقرير ولقد كان لنجاح هذه المؤسسات أثر كبير فقد قامت بتشجيع المستثمرين للاستثمار في هذا المجال، ففي سنة 1849 قامت "جي.أم.برادستريت" "J.M.Braadstreer" بتأسيس "The Bradsreet Improved Commerciale Agency" وفي سنة 1857 قامت هذه الشركة بنشر أول دليل للتصنيف الائتماني "The Bradsteet Rating Book"¹. في عام 1868 قام هنري فارنم بور بإصدار كتاب عن تاريخ السكك الحديدية والقنوات في الولايات المتحدة و الذي كان يحمل اسم "Poor's Manuals of the railroads of the United States" وكان هذا الكتاب محاولة لجمع معلومات كاملة عن الوضع المالي والتشغيلي لشركات السكك الحديدية في الولايات المتحدة. وقد أنشأ هنري فارنم مع ابنه وليام هنري شركة "H.V. and H.W. Poor Co" ونشر إصدار تحديث سنوي لهذا الكتاب. وفي سنة 1906 أسس لوثر لي بليك "Standard Statistics Bureau" مكتب الإحصاء القياسي بهدف توفير المعلومات المالية عن شركات خارج نطاق سكك الحديد، واستخدم فيها بطاقات "7x5" كمعيار إحصائي بدلا من نشر الكتاب السنوي، مما يسمح بظهور تحديثات كثيرة التواتر. وقد اندمجت كلا من شركتي بور وستاندرد ستاتيستك مكونة شركة ستاندرد آند بورز وكان ذلك في سنة 1941. وفي سنة 1966 استحوزت عليها مجموع شركات مكغروهيل وهي الآن تشمل قطاع الخدمات المالية².

منذ عام 1970 مؤسسات التقييم الدولية كانت تحصل على أرباحها بإتباعها لمقولة "يدفع المصدر" "issuer pays" و الذي يعني بأن الشركات و البنوك و الحكومات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية الجديدة هي التي تقوم بدفع تكاليف التصنيف الائتماني و في وقت لاحق يتم الإفصاح عن التصنيف للجمهور مجانا، إلا أنه خلال السنوات الأخيرة تغير نموذج عمل مؤسسات التقييم الدولية من "يدفع المصدر" إلى "يدفع المستثمر" "investor pays"³.

¹ Richard Sylla, "A Historical Primer on the Business of Credit Ratings", Prepared for conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy", The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001, p7-8.

² Etienne Dubois, "La notation financière-une convention Au cœur turbulences", Master de Science de gouvernement comparées 2009-2010, université Pierre Mendès France, institut d'études politiques de grenoble, p19.

³ "Credit Rating Agencies, "The Sovereign Debt Crisis and Competition Law", on the site: <http://ssrn.com/abstract=1909910>.

2- تعريف التصنيف الائتماني:

يعرف التصنيف الائتماني بأنه :

"عملية تهدف إلى توفير المعلومات و التقييم المستمر بشأن مدى ملاءمة المؤسسة المالية و قدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق المالية أو المنتجات المالية و في نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها¹.

"عبارة عن رأي وكالة متخصصة أو محلل متخصص حول قدرة المنشأة (مؤسسة مالية، عملية ائتمانية، حكومة) على تسديد ديونها².

"التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول :

-الملاءة الائتمانية العامة للطرف المقابل أي قدرة الطرف المقابل ورغبته في الوفاء بالتزاماته المالية.

-الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى".

من خلال التعاريف السابقة الذكر نستخلص التعريف الآتي:

" تعبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، بناءً على معايير كمية ونوعية."

كما يعول كثيرا على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف العالمية خصوصا للحكومات والمؤسسات المالية والمصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع أو التأخر في السداد.

فرع3: عملية التصنيف الائتماني و إجراءاته:

يمر التصنيف الائتماني بعدة مراحل و إجراءات.

¹مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية و متطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية و القانونية، العدد10، جوان 2013، ص54.

² Julia Posca, «Agences de notation :Au cœur des dérives de finance», Institut de recherche et d'Informations Socio-économiques,p3.

أولاً - عملية التصنيف الائتماني:

عندما ترغب الشركات في إصدار السندات في الأسواق المالية فإنها تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطائها درجات التصنيف من أجل زيادة مصداقيتها و سهولة نفاذها إلى أسواق رأس المال العالمية. و تقوم وكالات التقييم الدولية بتعيين محلي الائتمان المسؤولين عن التصنيف الائتماني، و تأخذ عملية التصنيف الائتماني فترة زمنية تتراوح بين أسابيع إلى أشهر و ذلك حسب درجة تعقيد الإصدار و حجمه. و تتمثل أهم خطوات التصنيف الائتماني فيما يلي¹:

أ - إعداد المستندات وتقديمها لوكالة التصنيف:

بعد قيام المؤسسة الراغبة في الحصول على التصنيف بتقديم طلبها إلى وكالة التقييم، فإنها تتبع ذلك بتقديم المستندات التي تطلبها الوكالة والمتعلقة ب: وضعيتها المالية، هيكله رأسمالها، وضعها في السوق وقدرتها التنافسية، هيكلها التنظيمي و آفاق تطورها المستقبلية... الخ، وزيادة على ذلك فإنه يتواجد على مستوى كل مؤسسة ما يسمى "بمستشار التقييم"، والذي يتولى مهمة مرافقة ومساعدة وكالة التصنيف في مهمتها، وبالأخص توضيح نقاط القوة والجوانب الإيجابية للمؤسسة المعنية بالتصنيف، وذلك كتبرير واستباق لأية جوانب ونقاط سلبية قد تتوصل إليها الوكالة من خلال دراستها للمستندات.

ب - تحليل وكالة التصنيف للمستندات:

يعتمد محللو الائتمان على مختلف مصادر المعلومات سواء كانت المصادر العامة المتاحة في السوق مثل الإحصائيات المالية و التقارير الاقتصادية المنشورة أو التي يتم الحصول عليها مباشرة من المصدر لتحليل الإصدار المراد تصنيفه.

¹Gérard Gourguechon : « les agences de notation », P8 document sur :

<http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>

(Vue le 02/01/2015)

ج- زيارة محلي الوكالة للمؤسسة الخاضعة للتصنيف:

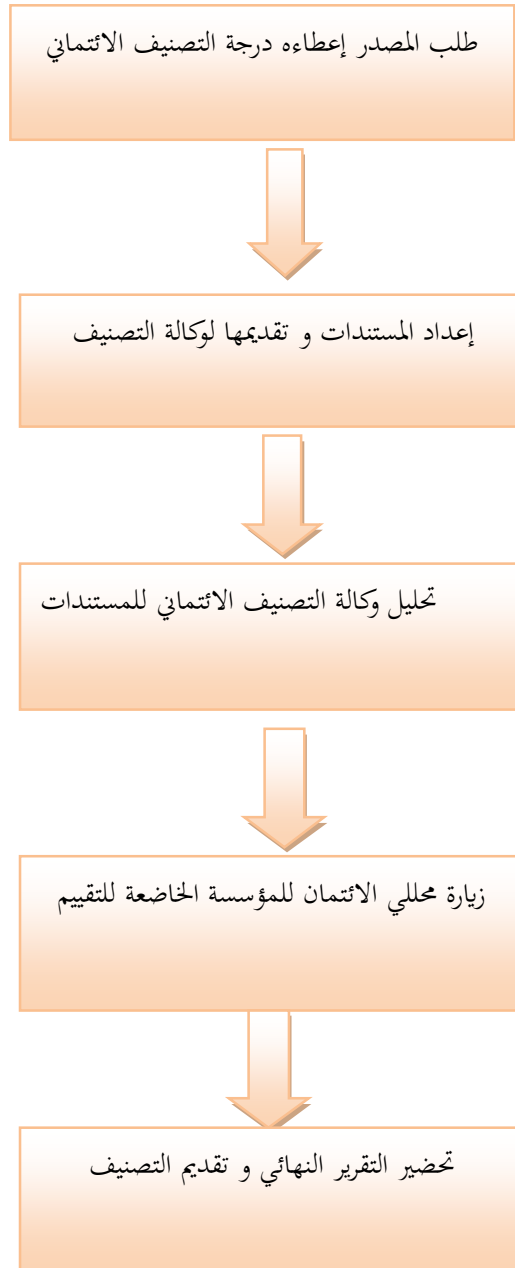
يتولى المحللون زيارة المؤسسة الخاضعة للتقييم، وذلك بغرض إجراء مقابلات مع المسؤولين في المؤسسة الخاضعة للتقييم بمختلف مستوياتهم و مهامهم، وذلك ما يدفع في الغالب مسؤولي كل مؤسسة من المؤسسات الخاضعة للتقييم إلى الاجتماع فيما بينهم قصد تحضير طريقة الرد على أسئلة واستفسارات المحللين.

د- تحضير التقرير النهائي وتقديم التصنيف:

بعد القيام بزيارة المؤسسة الخاضعة للتصنيف، و انتهاء المحللين من إجراء التحليل الائتماني يقدمون تقاريرهم إلى لجنة الائتمان والتي تضم أربعة محللين على الأقل الذين يقومون بمناقشة التقرير و إعطاء درجة التصنيف الائتماني متضمنة اتجاه التصنيف و مشاهدة التصنيف و من ثم يتم إخبار المصدر بدرجة التصنيف الائتماني قبل نشرها للعيان.

و الشكل الموالي يوضح مراحل عملية التصنيف:

الشكل رقم(1): عملية التصنيف الائتماني



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

والجدير بالذكر أن وكالات التصنيف في الغالب تخضع التقييم المقدم للمؤسسات إلى التعديل في كل مرة، وذلك تزامنا مع أية أحداث أو مجريات قد تساهم في التأثير على وضعية المؤسسة من مختلف الجوانب سواء بالسلب أو بالإيجاب.

ثانيا- إجراءات التصنيف الائتماني:

توجد عدّة إجراءات للتصنيف الائتماني تقوم بها وكالات التصنيف و التي تتعلق بإصدار درجات التصنيف الائتماني، وهي:

أ- **تثبيت التصنيف:** تعني أن درجة التصنيف الائتماني قد خرجت من لائحة مشاهدة التصنيف بعد أن تمت مراجعته، و لم يتم إجراء أي تغيير ضروري له.

ب- **تأكيد التصنيف:** تشير إلى بقاء درجة التصنيف الائتماني على حالها، و يتم اللجوء إليها بعد ما يلي:
-مراجعة رسمية لدرجة التصنيف الائتماني.

-الحصول على معلومات جديدة تخص الورقة المالية.

-أحداث هامة حصلت في السوق مثل التغيرات في البيئة القانونية، أو حالات استحواذ هامة، أو حدوث اضطرابات في السوق.

-يستخدم مع التغيير في اتجاه التصنيف.

ج- **خفض درجة التصنيف الائتماني:** تشير إلى قيام وكالة التصنيف بتخفيض درجة التصنيف الائتماني.

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

هـ- **تفعيل مشاهدة التصنيف:** تعني أن الإصدار قد وضع في حالة مشاهدة التصنيف ويجري تصنيفه من قبل وكالة التصنيف الائتماني.

و- **تحديث حالة اتجاه التصنيف:** ترمز إلى أن حالة اتجاه التصنيف قد تغيرت.

ز- **رفع درجة التصنيف الائتماني:** تشير إلى قيام وكالة التصنيف برفع درجة التصنيف الائتماني.

ح- **التوقف عن التصنيف:** تعبر عن حالة التوقف عن التصنيف الائتماني، و بالتالي لا يعد الإصدار مصنفا من قبل وكالة التصنيف الائتماني، و يرمز له "WR"

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

ي- **لا يوجد تصنيف ائتماني:** ترمز إلى أن وكالة التصنيف الائتماني لا تقوم بتصنيف الإصدار.

المطلب الثاني: أنواع التصنيف الائتماني:

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع متعددة من درجات التصنيف الائتماني، فقد ازدادت أنواعها بشكل كبير لتتماشى مع تطور الأسواق المالية العالمية، و لتلبي مختلف الطلبات المتزايدة عليها من الأطراف المعنية في تقويم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية، و تحديد احتمالات التأخر عن السداد، و الخسارة الناجمة عنها. و هناك عدة معايير للتصنيف الائتماني، و يمكن حصر أهم أنواع التصنيف الائتماني حسب معيار الفترة الزمنية، معيار الأداة المصنفة، معيار الجهة المصنفة و معيار طالب التصنيف فيما يلي:

فرع 1: حسب معيار الفترة الزمنية:

يقسم التصنيف الائتماني حسب هذا المعيار إلى:

أولاً- التصنيف الائتماني للفترة الطويلة: و يعبر عن رأي وكالة التقييم الدولية بمخاطر الائتمان ذات فترة استحقاق تتعدى السنة، و تحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى¹.

ثانياً- التصنيف الائتماني للفترة القصيرة: و هو رأي وكالة التقييم الدولية بمخاطر الائتمان ذات فترة استحقاق لا تزيد عن سنة و تحدد احتمالات عدم الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل².

فرع 2: معيار الأداة المصنفة: تتمثل أهم أنواع التصنيف الائتماني حسب هذا المعيار فيما يلي:

أولاً- التصنيف الائتماني السيادي:

تعتبر درجة التصنيف الائتماني السيادي عن رأي وكالة التصنيف الائتماني بالمقدرة المالية السيادية و الرغبة في الدفع لمقابلة الالتزامات المالية للدولة و في الوقت المحدد، و كلما حصل البلد على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع، كلما انخفضت احتمالات عدم الوفاء بالالتزامات المالية في حال تعرض البلد للأزمات المالية والاقتصادية. و تستخدم وكالات التصنيف الائتماني معايير كمية و موضوعية لتحديد مخاطر الائتمان السيادية، و إصدار درجة التصنيف الائتماني السيادي، حيث تقوم بإعطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي بالعملة المحلية و العملة الأجنبية من أجل التمييز في

¹ Moody's Investors Service, "Moody's Rating Symbols & definitions", New York 2008, p8, on the site :

<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymboland%20Definitions.pdf> (vue le 28/02/2015)

² Ibid, p10.

العملة التي سيتم بها سداد الديون السيادية فيما إذا كانت بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية، وذلك بغض النظر عن عملة الدين التي تم الحصول عليها¹.

و يعبر التصنيف الائتماني السيادي في مخاطر عدم سداد الدولة لديونها المستحقة في سوق الأوراق المالية و بالتالي فإن تخلف الحكومة عن سداد ديونها للحكومات الأخرى و المؤسسات المالية الدولية الأخرى مثل صندوق النقد الدولي و البنك الدولي لا يؤدي إلى تخفيض درجة التصنيف الائتماني السيادي إلى "D*" إلا بعد أن تتأكد وكالة التقييم الدولية بأن حالة العجز المالي قد تحققت بالفعل و لم يعد بالإمكان تفاديها و أنها ليست ناجمة عن عدم رغبة الدولة السيادية في سداد ديونها المستحقة².

و بشكل عام فإن حالة العجز عن سداد الديون السيادية نادرة نسبيا، حيث أن آخر منها حدثت خلال الثلاثينات من القرن الماضي و حدثت حالات قليلة أخرى بعد تلك الفترة.

و هناك تصنيف ائتماني سيادي بالعملة المحلية وتصنيف ائتماني سيادي بالعملة الأجنبية فعلى سبيل المثال إذا تم الحصول على دين سيادي بالعملة المحلية سواء كان عن طريق طرح سندات في سوق الأوراق المالية المحلية أو عن طريق مصادر أخرى و لكن إن تم الاتفاق على سداد الدين بالإضافة إلى الفوائد المستحقة بالعملة الأجنبية، فإن وكالة التصنيف تقوم بتعيين التصنيف الائتماني السيادي بالعملة الأجنبية، نظرا لأن الملاءة المالية السيادية بالإضافة إلى الرغبة في الدفع ستتحدد بالعملة الأجنبية، سواء كان الدين الذي تم الحصول عليه بالعملة الأجنبية أو بالعملة المحلية.

بالإضافة إلى ذلك فإن درجات التصنيف الائتماني السيادي بالعملة المحلية و العملة الأجنبية ترتبط بشكل مباشر مع بعضها البعض، و تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتحديدتها في نفس الوقت للدولة المعنية كما أن تصنيف العملة المحلية عادة ما يكون أعلى من تصنيف العملة الأجنبية، نظرا لأن الحكومات تحصل على معظم إيراداتها من الضرائب و الرسوم بالعملة المحلية، و يمكنها عن طريق البنك المركزي السيطرة على عرض النقود وإصدار نقود إضافية لتغطية مصاريفها المختلفة و تركز العوامل التي تؤثر على مستوى التباين في تصنيف العملة المحلية و تصنيف العملة الأجنبية على ما يلي:

¹ Standard and poor's, **"Sovriegn credit ratings:A primer"**, The McGraw-hill companies, New York, 2006,p1, on the site:

http://www.investinginbondseurope.org/uploadedFiles/Learn_About_Bonds/What_You_Should_Know/Market_and_Economic_Influences_on_Your_Bond_Investments/Sovereign%20Credit%20Ratings%20Primer%20-%20SP.pdf (vue le 28/02/2015)

* (D) Default-حالة عدم السداد: تعبر عن دخول المصدر في حالة إفلاس و حالة تصفية، و لا يتم إعطاء هذه الدرجة إلا بعد استحقاق فترة الدين.

² Fitch Ratings, **"Sovriegn Ratings Methodology"** Fitch Ratings, new York, 2009, p2, on the site: https://www.fitchratings.com/web_content/product/sovereign_brochure.pdf

- مستوى التوازن بين الإيرادات العامة و النفقات العامة للدولة.
 - كفاءة الأسواق المالية المحلية و التي تؤمن مصدرا جيدا للتمويل بالعملة المحلية بكلفة منخفضة و فترات استحقاق متوسطة وطويلة.
 - أولوية الحكومة في سداد الديون المستحقة بالعملة المحلية على حساب الالتزامات الأخرى بالعملة الأجنبية.
 - معدل التضخم، و الإصدار النقدي الجديد.
 - معدل تخفيض معدلات الصرف أو رفعها.
 - معدل مشاركة الأجنب في السوق المالية المحلية.
 - قوة القطاع المالي و المصرفي.
- كما يمكن ألا يختلف التصنيف الائتماني السيادي بالعملة المحلية عن التصنيف الائتماني السيادي بالعملة الأجنبية، وذلك في حال توفر أحد الشروط التالية:
- الدول التي لا تمتلك عملة خاصة بها وتكون منضمة إلى اتحاد نقدي، مثل دول منطقة اليورو.
 - الدول التي تعتمد عملة دولة أخرى في التداول.
 - الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت لفترة طويلة، أو لديها استخدام كبير لعملة أجنبية أخرى على الصعيد المحلي.
- ثانيا- التصنيف الائتماني للمصارف:
- تعبّر عن رأي وكالة التصنيف الائتماني في مدى إمكانية دخول المصرف في صعوبات مالية، و بالتالي مدى احتياجه إلى الدعم و المساعدة المالية في المستقبل¹.
- ثالثا- تصنيف القوة المالية لشركات التأمين:
- يعكس رأي وكالة التصنيف الائتماني في المقدرة المالية لشركة التأمين على مقابلة الالتزامات المالية في المواعيد المحددة، كما يحدد معدل الاسترداد المتوقع في حال التوقف عن أداء الدفعات المستحقة².
- رابعا- درجات التصنيف الائتماني الوطنية:

¹ Moody's Investors Service, "**Moody's Rating Symbols & Definitions**", op cit, 2008, P 24, on the site:

<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymboland%20Definitions.pdf>. (vue le 28/02/2015).

²Fitch Ratings, "**Definitions of Ratings and Other Scales**", Fitch Ratings, NY 2009, p19 ,on the site: http://media.umassp.edu/massedu/treasurer/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf (vue le28/02/2015)

تعبر عن رأي وكالة التصنيف الائتماني في الملاءة المالية لمصدري الأوراق المالية و جودة الإصدارات في بلد معين على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد و ذلك بالمقارنة مع المصدرين و الإصدارات الأخرى في نفس البلد¹.

خامسا-تصنيف السندات:

إن تصنيف السندات يعكس قدرة الشركة المصدرة لها على تسديد الفوائد و المبلغ الأصلي بشكل كامل و في الوقت المحدد.

سادسا-تصنيف الدعم للمصارف :

يعبر عن رأي وكالة التصنيف بمدى رغبة الداعمين المحتملين لإنقاذ المصرف و مدى قدرتهم على ذلك في الوقت المناسب وبالشكل الكافي².

سابعا-التصنيف الائتماني لسقف البلد:

يعبر عن مخاطر تحويل العملة الأجنبية إلى خارج حدود الدولة و الناجمة عن القيود التي يمكن أن تفرضها الحكومة على انتقال العملة الأجنبية إلى الخارج في حين سقف البلد بالعملة المحلية يعكس المخاطر المتعلقة بمقابلة الالتزامات المالية المحلية و قدرة السلطات المحلية على دعم القطاع المصرفي خلال الأزمات المالية المحتملة و التي يمكن أن تتعرض لها و يمثل سقف البلد بالعملة المحلية أعلى تصنيف ائتماني يمكن أن يتم الحصول عليه في بلد معين³

ثامنا-تصنيف الأدوات المالية المركبة:

يعكس المخاطر المتعلقة بها و التي تؤدي إلى حدوث حالة التأخر عن السداد،و ذلك من وجهة نظر وكالة التصنيف الائتماني⁴.

تاسعا-تصنيف القوة المالية لشركات التأمين الوطنية:

يعبر تصنيف القوة المالية لشركة التأمين الوطنية عن رأي وكالة التصنيف الائتماني بقدرة شركة التأمين على الوفاء بالتزاماتها المالية بالمقارنة مع أقل المخاطر الائتمانية في بلد معين، و هذا يلي احتياجات سوق التأمين المحلية⁵.

¹ Moody's Investors Service, "**Moody's Rating Symbols & Definitions**", op cit, P 30.

² Fitch Ratings, "**Definitions of Ratings and Other Scales**", op cit, P 17 .

³ Moody's Investors Service, "**A Guide to Moody's Sovereign Ratings Summary**", Moody's Investors Service, NY 2006, P5

⁴ Fitch Ratings, "**Definitions of Ratings and Other Scales**", op cit, P 22.

⁵ Ibid, P26.

فرع 3: التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة المصنفة:

يقسم التصنيف الائتماني وفقا لهذا المعيار إلى التصنيف الائتماني الداخلي، و التصنيف الائتماني الخارجي، و تصنيف الهيئات الرسمية و ذلك كما يلي:

أولا- التصنيف الائتماني الداخلي:

تقوم العديد من المؤسسات المالية و خصوصا المصارف بعملية التصنيف الائتماني الداخلي و تقويم المخاطر لعملائها من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتاحة و المتوفرة لديها و قد شجعت لجنة بازل للإشراف المصرفي المصارف على القيام بتصنيف الائتماني الداخلي لأنها تملك بعض المعلومات الداخلية و التي يتعذر على وكالات التصنيف الائتماني الوصول إليها.

ثانيا- التصنيف الائتماني الخارجي:

و هي عمليات التصنيف التي تقوم بها وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف الائتماني، و التي تعبر عن رأي وكالة التصنيف في تقويم المقدرة المالية على الوفاء بالديون و مقابلة الالتزامات المالية الحالية و المستقبلية بشكل عام و في الوقت المحدد.

ثالثا- تصنيف الهيئات الرسمية

تقوم بعض الهيئات الرسمية بنشر توقعاتها حول احتمال تعثر الشركات في بلد معين خلال السنتين أو الثلاث سنوات التالية . و منها مصرف فرنسا، و الذي يقوم منذ عام 1995 بحساب مؤشر التعثر BDFI scour* و نشره ل 90000 شركة صناعية فرنسية والذي يعكس احتمال توقفها عن السداد خلال السنوات الثلاث التالية .

فرع 4: التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة الطالبة للتصنيف:

يقسم التصنيف الائتماني و فق لهذا المعيار إلى التصنيف الائتماني المطلوب، و التصنيف الائتماني غير المطلوب، و ذلك كما يلي¹:

* إن BDFI Scour Banque De France Industry Scour هو عبارة عن دالة خطية لسبعة نسب مالية و اقتصادية متضمنة الربحية و الملاءة المالية و الديون و الدخل و تعبر قيمته عن احتمال للتعثر حيث تعكس القيمة المرتفعة انخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بقطاع الأعمال و بالتالي المكانة المرتفعة لهذا القطاع.

¹رامي زعترى، "التصنيف الائتماني و آفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد و العلاقات الدولية، جامعة حلب، ص 19-20.

أولاً- التصنيف الائتماني المطلوب:

يمكن للجهات المختلفة أن تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطائها درجات التصنيف الائتماني لها أو لإصداراتها المالية، و بالتالي تقوم بتوفير المعلومات اللازمة و الضرورية لوكالة التصنيف الائتماني، و ذلك من أجل إظهار ملاءمتها الائتمانية الجيدة، و الذي يؤدي إلى زيادة فرص نجاح إصداراتها المالية و تسويقها بالشكل الأفضل و الوصول إلى مصادر التمويل ذات التكلفة الأقل.

ثانياً- التصنيف الائتماني غير المطلوب:

يمكن لوكالات التصنيف الائتماني أن تقوم بعملية التصنيف الائتماني لأي بلد أو الشركة أو إصدار دون طلب من الجهات المعنية أو رغبتها بذلك، و هذا الحق مكفول لوكالة التصنيف الائتماني في الدستور الأمريكي تحت بند حرية التعبير .وهي بذلك تقوم بإعلان المستثمرين و الجهات المعنية بالحالة الائتمانية للدولة أو الشركة أو الأداة المالية المصنفة. و تعتمد وكالات التصنيف في إصدار درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب على المعلومات العامة المتاحة في السوق ،مثل التقارير السنوية و الحسابات المالية المنشورة، و التي عادة ما تكون غير كافية بالشكل الأمثل ، مما يؤدي إلى إجبار المصدر على التعاقد معها و دفع تكاليف التصنيف في حال حصوله على درجة تصنيف ائتماني غير مقبولة بالنسبة له، و بالتالي يقوم بتوفير المزيد من المعلومات لوكالة التصنيف الائتماني.

وعادة ما تكون درجة التصنيف الائتماني المطلوب أعلى من درجة التصنيف الائتماني غير المطلوب، لأن الأخيرة تستند على المعلومات العامة المتاحة فقط. و على الرغم من الخلاف الذي يدور حول التصنيف الائتماني غير المطلوب، فإن وكالات التصنيف الائتماني تدافع عن نفسها بأنها لا تقوم بإصدار درجات التصنيف الائتماني المرتفعة للتصنيف المطلوب و بالتالي المحافظة على عملائها، كما أنها لا تقوم بإصدار درجات التصنيف الائتماني المنخفضة للتصنيف غير المطلوب من أجل جذب عملاء جدد. بالإضافة إلى ذلك، تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإبراز أهمية التصنيف غير المطلوب من خلال النقاط الثلاث التالية:

- إن التصنيف الائتماني غير المطلوب يخدم المستثمرين و المشاركين في الأسواق المالية، و الذين يطلبون باستمرار من وكالات التصنيف الائتماني إجراء عملية التصنيف للمؤسسات غير الراغبة في الحصول عليه.

- إن التصنيف الائتماني غير المطلوب يوفر على المصدر تكاليف عملية التصنيف، حيث لا يطلب المصدر من وكالات التصنيف الائتماني إجراء عملية التصنيف إلا في حال توقعه بقدرته على رفع درجة تصنيفه الائتماني الحالية بعد تزويدها بمعلومات إضافية.

- يساهم التصنيف الائتماني غير المطلوب بزيادة مستوى المنافسة بين وكالات التصنيف الائتمانية.

المطلب الثالث: محددات التصنيف الائتماني.

سننطلق إلى محددات التصنيف الائتماني السيادي و محددات التصنيف الائتماني المصرفي.

فرع 1: محددات التصنيف الائتماني السيادي:

إن تحليل المخاطر السيادية هي عبارة عن مزيج متكامل من العوامل الكمية والنوعية و التي تقيس الملاءة المالية السيادية و الرغبة في سداد الديون المستحقة، إلا أنه لا يوجد نموذج يمكن أن يحدد جميع العوامل التي تؤثر على الملاءة المالية السيادية أما المتغيرات التي يستخدمها محللو التصنيف الائتماني في إصدار درجة التصنيف الائتماني السيادي فتتمثل في ما يلي:

أولاً- الأداء الاقتصادي و السياسات الاقتصادية الكلية: يعتبر الأداء الاقتصادي و السياسات الاقتصادية الكلية من العوامل الهامة المستخدمة في تحليل التصنيف الائتماني السيادي حيث تقوم وكالات التقييم الدولية بتحليل السياسات النقدية و المالية المطبقة و التي تؤثر على توازن الاقتصاد الكلي و معدلات النمو و التضخم المحقق، وهذه العوامل تؤثر على المقدرة و الملاءة المالية للدولة السيادية.

ذلك أن عدم توازن الاقتصاد الكلي يؤثر سلباً على الادخار والاستثمار، و يعيق نمو القطاع المالي، و يؤدي إلى إضعاف القدرة على مقابلة الديون السيادية. و بالمقابل فإن الاقتصاديات التي حققت معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي و زيادة حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مترافقة مع معدلات منخفضة من التضخم تحصل على درجة تصنيف ائتماني أعلى من الاقتصاديات الأخرى و التي لديها أداء اقتصادي ضعيف.

ثانياً: التركيب الهيكلي:

إن توازن الاقتصاد الكلي ليس كافياً ليعكس الملاءة المالية الجيدة و التصنيف الائتماني السيادي المرتفع، و يعتبر التركيب الهيكلي للاقتصاد من العوامل الهامة التي تؤخذ بالاعتبار في تحليل التصنيف الائتماني السيادي حيث يعكس التصنيف الائتماني السيادي المنخفض حالة ضعف القطاع الخاص، و عوائق هيكلية في النمو، و عدم كفاءة القطاع العام¹.

كما أن الدول التي تمتلك مرونة أكبر في التعامل مع التقلبات الاقتصادية هي الدول التي لديها معدلات مرتفعة من الادخار بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، و تكون منفتحة على التجارة العالمية، و تقوم بتسهيل تدفقات الاستثمارات

¹ Standard and poor's, "Sovereign a Credit ratngs :A primer", op cit, p6.

الأجنبية المباشرة، و لديها نظام مؤسسي و قانوني فعال و ثبات في الحصيلة الضريبية و الإنفاق الحكومي و بالنتيجة فإن هذه الاقتصاديات ستحصل على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع بالمقارنة مع الاقتصاديات الأخرى.

ثالثا- المخاطر السياسية

تشير المخاطر السياسية في سياق التحليل الائتماني السيادي إلى مخاطر ضعف القدرة المالية و الرغبة و الإرادة السياسية لتعبئة الموارد اللازمة للوفاء بالالتزامات المالية و لذلك فإن سيادة القانون، و حماية حقوق الملكية، و التاريخ الائتماني الجيد، توفر الثقة بأن الدولة السيادية لديها التزام مطلق بالوفاء بالتزاماتها المالية و تشمل المخاطر السياسية و المرتبطة بالجدارة الائتمانية السيادية شرعية النظام السياسي، و فعالية الحكومة في السيطرة على الفساد ، و حرية الصحافة، بالإضافة إلى أن التوترات السياسية والاجتماعية و الأمن القومي يمكن أن يكون لها تأثير هام في الجدارة الائتمانية السيادية¹.

كما يؤخذ بالاعتبار مدى التفاوت في توزيع الدخل، و الانقسامات في العرق أو الدين، و احتمال حدوث الحروب الأهلية و الصراعات و الصدمات التي تؤدي إلى توقف الحكومة عن الوفاء بالتزاماتها. و يدل سجل المدفوعات الحكومية على الرغبة في سداد الالتزامات المالية، ذلك أن غياب حالات إعادة الجدولة أو التخلف عن سداد الديون السابقة لفترة طويلة من الزمن يؤثر إيجابيا على التصنيف الائتماني السيادي، إذ أنه يشير إلى الحرص على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد و بالمقابل فإن وجود عدد من حالات التخلف عن السداد يمكن أن يؤثر سلبيا على درجة التصنيف الائتماني السيادي.

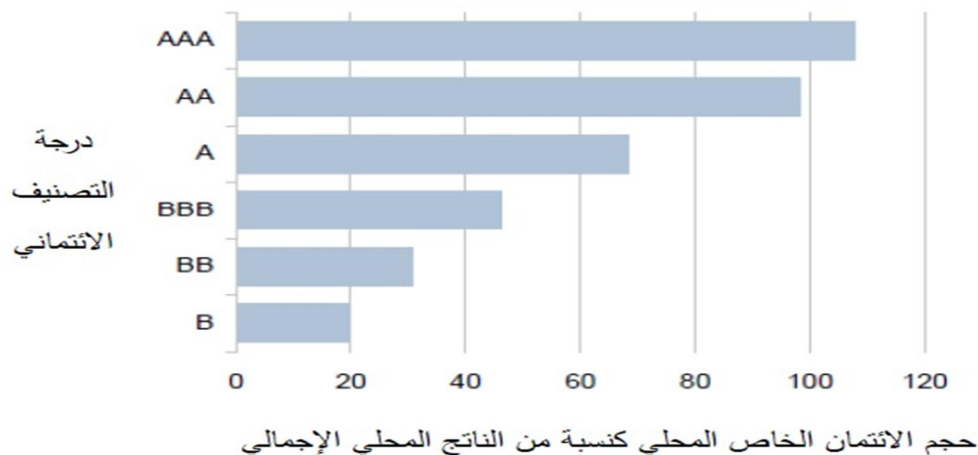
بالإضافة إلى أن العلاقات الجيدة مع المجتمع الدولي لاسيما المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و مؤسسة التمويل الدولية تؤثر إيجابيا على تقييم المخاطر الائتمانية السيادية.

رابعا- القطاع المصرفي.

إن متانة القطاع المصرفي، و سلامة القوانين التي تحكمه، و النظام المالي الجيد، تعتبر عوامل إيجابية للتصنيف الائتماني السيادي. كما أن مخاطر النظام المصرفي و المالي لا تؤثر على الجدارة الائتمانية السيادية فحسب، بل تنعكس على الحالة الاقتصادية العامة أيضا. ذلك أن النظام المالي الكفاء و الفعال يشجع على الادخار و الاستثمار، و يقدم بدائل رخيصة ذات أسعار فائدة تنافسية لأسواق و تعتبر نسبة الائتمان الخاص المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي أحد المقاييس الهامة لحجم النظام المصرفي و المالي و عمقه.

¹ Fitch Ratings, "**Sovereign Rating Methodology**", op cit, P06.

الشكل رقم (2): العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي و حجم الائتمان الخاص المحلي



Source: Fitch Ratings, “Sovereign Rating Methodology” op cit, p7

و يظهر الشكل رقم (2) العلاقة الطردية القوية بين حجم الائتمان الخاص المحلي و نسبة من الناتج المحلي الإجمالي و وسطي التصنيف الائتماني السيادي خلال الفترة الممتدة بين عام 1996 و 2006 و وفقا للدراسة التي أعدتها وكالة فيتش للتصنيف، حيث يظهر أنه كلما ارتفع حجم الائتمان الخاص المحلي و نسبة من الناتج المحلي الإجمالي كلما حصل البلد على درجة تصنيف ائتماني سيادي أعلى¹.

و هناك نوعان رئيسا من المخاطر التي يؤثر من خلالها القطاع المالي و المصرفي على الجدارة الائتمانية السيادية و هما، مخاطر عدم استقرار الاقتصاد الكلي، و الالتزامات الطارئة حيث أن ضعف النظام المصرفي يؤدي إلى عد استقرار الاقتصاد الكلي ذلك أن إفلاس بنك واحد يؤدي إلى انهيار الثقة في النظام المصرفي بشكل عام، و انخفاض الودائع بشكل كبير، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج، و بالتالي يعيق من قدرة الدولة على الحصول على التمويل المطلوب من خلال الأسواق المالية المحلية أو الأجنبية.

¹ Ibid.

كما أن الالتزامات الطارئة للحكومة متعددة و تأخذ بالاعتبار في تحليل الملاءة المالية السيادية، و منها الالتزامات المالية المستقبلية المتعلقة بالمعاشات التقاعدية و الاستثمار في البنية التحتية لتعويض النقص في الاستثمارات العامة و إعادة رسملة المصارف العامة¹.

و تظهر أهمية القطاع المصرفي في الاقتصاد بوصفه مصدرا رئيسيا للادخار و الاستثمار من خلال التدخل الدائم للحكومات و المصارف المركزية لمنع انهياره عن طريق الإشراف و التنظيم و الدعم المالي و ضمان استقرار السيولة فيه. بالإضافة إلى أن الأنظمة المصرفية التي لديها التزامات مالية كبيرة تعتبر عاملا سلبيا في تحليل التصنيف الائتماني السيادي، و بالمقابل فإن النظام المصرفي القوي يجذب المدخرات و يوجهها بكفاءة إلى المشاريع الاستثمارية تمثل عاملا إيجابيا للتصنيف الائتماني السيادي².

خامسا- المالية العامة:

تعتبر المالية العامة عنصرا هاما في تحليل المخاطر السيادية حيث تؤثر المالية العامة على الاقتصاد من خلال الإيرادات العامة و النفقات العامة مثل الضرائب و الرسوم بالإضافة إلى تأثيرها المباشر في الملاءة المالية السيادية كما أن السياسات المالية غير المناسبة تؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي و حدوث الأزمات المالية؛ و بالتالي تؤثر سلبا على الجدارة الائتمانية السيادية³.

و يختلف تأثير عبء الدين العام بين البلدان و على مر الزمن و بالتالي لا يوجد علاقة خطية بسيطة بين التصنيف الائتماني السيادي من جهة و الدين الحكومي و خدمة الدين العام من جهة أخرى، سواء أكان بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أو بالنسبة إلى الإيرادات الحكومية، إلا أن الحكومة المثقلة بالديون ستحصل على تصنيف ائتماني منخفض بالمقارنة مع الدول الأخرى مع بقاء العوامل الأخرى على حالها⁴.

و بعد استعراض المتغيرات المستخدمة في تحليل التصنيف الائتماني السيادي، يتبين أنه عبارة عن مزيج متكامل من العوامل الكمية و النوعية، و التي تعكس مستوى المخاطر المالية في الاقتصاد. كما أن هناك ارتباطا قويا بين ارتفاع درجة التصنيف الائتماني و انخفاض مستوى الخسائر المالية، ذلك أنه كلما ارتفعت درجة التصنيف الائتماني، كلما انخفضت الخسائر المالية، بالإضافة إلى أنه لا يوجد علاقة خطية بسيطة بين درجة التصنيف الائتماني السيادي و المتغيرات المستخدمة فيه.

¹ Standard & poor's, "souvereign rating : a primer", op cit, p10.

² Fitch Rating, "souvereign rating methodology", op cit, p7.

³ Standard & poor's, "souvereign rating : a primer", op cit, p11.

⁴ Fitch Rating, "souvereign rating methodology", op cit, p9.

فرع 2: محددات التصنيف الائتماني للمصارف:

تستند وكالات التصنيف الائتماني على مجموعة من العوامل الكمية و النوعية في إصدار درجات التصنيف الائتماني للمصارف و تتمثل أهم المحددات الرئيسية للتصنيف الائتماني للمصارف فيما يلي:

أولاً - مخاطر الإدارة:

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بدراسة احتمال تعرض المصرف إلى المخاطر، ومدى فهم الإدارة العليا لها، و فعالية الوسائل التي تتبعها في الحد من خطورتها. و في حال قام المصرف بتوريق بعض الأصول أو ينوي القيام بذلك فإنه تتم دراسة الدوافع الكامنة وراء ذلك و التي منها إدارة أفضل لمخاطر التركيز، و التخلص من مشكلة القروض أو من الأصول ذات الكثافة العالية برأس المال، و تنويع التمويل، و توفير السيولة بالإضافة إلى أن وكالة التصنيف الائتماني تقوم بتقويم جهود المصرف في تطوير أنظمتها الإدارية من أجل الحد من مخاطر الائتمان و المخاطر التشغيلية و مخاطر السوق¹.

ثانياً - مخاطر الائتمان:

إن المخاطر الائتمانية هي الخسارة المحتملة الناجمة عن عدم قدرة المقترض على الوفاء بالتزاماتها في المواعيد المحددة، نظرا للظروف العامة السياسية أو الاقتصادية أو الظروف المتعمقة بالمقترض نفسه، و يعبر عنها مصرفيا بمخاطر التعثر و تقوم وكالة التصنيف الائتماني بدراسة جميع مخاطر الائتمان سواء أكانت ناجمة عن أنشطة البنود داخل الميزانية العمومية القروض و الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و الودائع و القروض فيما بين المصارف، أم أنشطة البنود خارج الميزانية العمومية مثل الضمانات و خطابات الاعتماد و المشتقات، و يتم تحليل الغرض من استخدامها فيما إذا كانت من أجل إدارة الأصول و الالتزامات المالية و التحكم بمعدل الفائدة أو التقليل من مخاطر الائتمان و التنويع².

بالإضافة إلى دراسة هيكل الميزانية العمومية للمصرف و محفظة القروض من حيث حجمها، و أنواعها، فترات الاستحقاق، و عملات القروض، و توزيعها الجغرافي، و قطاعاتها الرئيسية. كما يتم الأخذ بالاعتبار القروض غير العاملة أو التي تمت إعادة جدولتها و مدى كفاية الاحتياطات المخصصة من أجل تغطيتها، و خسائر القروض و معدلات الاسترداد و يتم تقويم جودة الأصول و مقارنة النسب المالية مع المصارف الأخرى المحلية و العالمية³.

¹Fitch Ratings, “**Bank Rating Methodology**”, Fitch Ratings”, NY 2004, P5, sur le site:

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106f.pdf

² Ibid.

³ Standard & Poor’s, “**Financial Institutions Criteria: Bank Rating Analysis Methodology**

Profile”, Standard & Poor’s, NY, 2004, P4, On the site:

<http://www.reuters.com/article/2011/07/06/idUKWNA295920110706>, (vue le 03-05-2015)

كما يتم تحليل المخاطر الناجمة عن التوريد و تحليل الودائع و محفظة القروض فيما بين المصارف و محفظة الأوراق المالية من حيث الحجم و تاريخ الاستحقاق.

ثالثا- مخاطر السوق:

تعرف مخاطر السوق بأنها المخاطر الحالية و المستقبلية التي من الممكن أن تؤثر على إيرادات المصرف و رأسماله، و تشمل المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، و مخاطر أسعار الصرف، و مخاطر التقلبات في القيمة السوقية للأوراق المالية و التي تؤدي إلى تقلب العوائد و انخفاض الربحية¹.

رابعا- المخاطر التشغيلية:

تعرف المخاطر التشغيلية بأنها مخاطر التعرض للخسارة التي تنجم عن عدم الكفاية أو إخفاق العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة أو التي تنجم عن أحداث خارجية و يشمل هذا التعريف على المخاطر القانونية، و تنطوي المخاطر التشغيلية على احتمال التسبب في خسائر كبيرة. ومن بين هذه المخاطر: الاحتيال الداخلي، الاحتيال الخارجي.

خامسا- مخاطر السمعة:

إن المخاطر التي الأخرى التي تقوم وكالات التقييم الدولية بالنظر إليها هي مخاطر السمعة و التي تعتبر هامة في النظام المصرفي، حيث أن الصورة الجيدة للعلامة التجارية تؤثر بشكل إيجابي على أداء عمل المصرف على المدى الطويل. و تنتج مخاطر السمعة عن الآراء العامة السلبية المؤثرة و التي تؤدي إلى خسارة كبيرة في العملاء أو الأموال، من خلال الأفعال التي تمارس من قبل إدارة المخاطر المصرفية بشكل جيد، و عدم تقديم الخدمات المناسبة لعملائه.

سادسا- مخاطر التمويل و السيولة:

تنشأ مخاطر التمويل و السيولة عن عدم التوافق بين مصادر الأموال و استخداماتها، ذلك أن عدم قدرة المصرف على التسييل الفوري للأصول بتكلفة مقبولة تؤثر على ربحيته، كما أن الإخفاق في المحافظة على مستويات سيولة ملائمة قد تؤدي إلى انهيار المصرف. و تقوم وكالة التقييم الدولية هيكل قاعدة التمويل و تنوعها في المصرف، و بالتحديد تمويل التجزئة و تمويل الشركات و تركيز الودائع و القروض، و اتجاهات مصادر التمويل و السيولة في المصرف. ذلك أن الخطر الرئيسي الذي يواجه التمويل في المصرف هو عدم قدرته على تجديد تاريخ الاستحقاق للقروض أو استبدالها بشكل كامل أو ضمن تكلفة معقولة، كما أن وجود قاعدة متنوعة للتمويل و مستقرة و تنوع العملاء يمكن أن تحد من هذه

¹ Ibid.

المخاطر. بالإضافة إلى أن وكالة التقييم الدولية تقوم بتحليل تركيبة ودائع المصرف و مصادر الإفراض الأخرى من حيث حجمها و تاريخ استحقاقها و توزيعها الجغرافي و عملاتها¹.

سابعاً- رأس المال:

يعتبر رأس المال المصرف بمثابة الأمان لامتناع أية خسارة محتملة لذلك تقوم وكالة التقييم الدولية بالأخذ بالاعتبار حجم رأس المال المصرف و كفايته في تحليل التصنيف الائتماني، كما تقوم بحساب النسبة المئوية من رأس المال إلى إجمالي الأصول و جم الأسهم الممتازة، و سمعة المصرف و إعادة تقويم الأصول و احتياطات خسارة الديون و معدل نمو رأس المال و نسب توزيعات الأرباح و قدرة المصرف على النفاذ إلى مصادر رأس المال الخارجية و التمويل طويل الأجل².

ثامناً- بيئة السوق:

هناك عدد من المظاهر في البيئة التي يعمل بها المصرف و التي تؤثر على الملاءة المالية له ومنها ما يلي³:

- استقرار الاقتصاد الكلي للبلد و حجمه، و آفاق النمو الاقتصادي.
- الاضطرابات الهيكلية التي تواجه الاقتصاد، مثل ارتفاع معدلات التضخم.
- الاستقرار السياسي في البلد.
- هيكل القطاع المصرفي و حجمه و حالات الاندماج.
- المركز التنافسي للمصرف في القطاع المصرفي و حصته السوقية و المنافسة مع المصارف الأخرى و خطط ضمان الودائع.
- المعايير المحاسبية و معايير إعداد التقارير المالية المستخدمة.

¹ Ibid, p5.

² Fitch Ratings, "Bank Rating Methodology", op cit, P7.

³ Ibid P8.

المبحث الثاني: وكالات التقييم الدولية:

تزايدت أهمية وكالات التقييم الدولية في الاقتصاد العالمي خصوصا منذ منتصف السبعينات من القرن العشرين، وهي المرحلة التي تمثل تحولا في النشاط الاقتصادي العالمي وبالخصوص المالي منه، حيث شهدت هذه المرحلة تحرير الأسواق المالية والخدمات المصرفية، إضافة إلى تطور الهندسة المالية التي زادت من تعقيد المبادلات و الالتزامات على وجه الخصوص، خصوصا مع ظهور المشتقات المالية وبالتالي فإن ذلك كان له الأثر البالغ من حيث تزايد المخاطر المالية في الأسواق المالية العالمية.

المطلب الأول: مفهوم وكالات التقييم الدولية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وكالات التقييم الدولية و الخدمات التي تقدمها و المعايير التي يجب أن تتوفر فيها و كذلك أهمية هذه الوكالات و الدرجات التي تعتمدها أشهر هذه الوكالات.

فرع 1: تعريف وكالات التقييم الدولية:

تعرف وكالات التقييم الدولية على أنها مؤسسات مالية تتولى انطلاقا من جملة إجراءات و أساليب وضع تنقيط لمختلف المؤسسات المالية والشركات يوضح مدى ملاءمتها وقدرتها المالية والائتمانية.

كما يمكن أن تعرف على أنها مؤسسات تتولى تقييم و تنقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتقييم وكذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة¹.

وتلعب وكالات التقييم الدولية دورا مهما ورئيسيا في الاقتصاد العالمي وخصوصا على مستوى الأسواق المالية، إذ أنه وانطلاقا من طبيعة عملها، فإن المستثمرين يركزون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على مختلف النتائج التي تخرج بها تقارير تقييم وتصنيف المخاطر المعدّة من قبل هذه الوكالات. و تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتقديم خدمات استشارية غير خدمات التصنيف الائتماني مقابل دفع تكاليف إضافية، و ذلك بالتزامن مع إجراء عملية التصنيف الائتماني و تركز من خلالها على الجوانب الفنية التي يمكن أن تؤثر سلبا على درجة التصنيف الائتماني، و بالتالي مساعدة الشركات على تحسين درجة التصنيف الائتماني لديها.

¹ Ilanah Jospè et autre : "**les failles des agences de notation**" 2012, p 28, document sur : [http //www.infoguerre.fr/fichiers/les_failles_des_agencs_de_notation__2012_pdf](http://www.infoguerre.fr/fichiers/les_failles_des_agencs_de_notation__2012_pdf)

فرع 2: الخدمات التي تقدمها وكالات التقييم الدولية

تقوم وكالات التقييم الدولية بتقديم العديد من الخدمات من غير خدمة التصنيف الائتماني، و منها ما يلي¹:

- تقديم بحوث اقتصادية للشركات: تقوم وكالات التقييم الدولية بتقديم آرائها حول الشركات، صناعات محددة أو اقتصاد معين و هذه الآراء متاحة من خلال وسائل الإعلام خدمة تقديم أبحاث حول الشركات الخاصة و الصناعات وأخرى عن الاقتصاد.

- خدمة حلول المخاطر: و هي خدمة تقدمها لمساعدة البنوك في تطبيق معايير لجنة بازل و تقديم الأبحاث المختلفة و التدريب الداخلي و الخارجي.

- بحوث حول صناديق الاستثمار: تقوم بعض وكالات التقييم الدولية بأبحاث حول الصناديق الاستثمارية و أدائها و أدواتها لمساعدة المستثمرين على فهم آلية عمل هذه الصناديق.

د- الخدمات الاستشارية: تقوم مؤسسات التقييم الدولية بتقديم خدمات استشارية حول أطر و سياسات إدارة عمليات المناقصة، و كذلك الاستشارات حول الشراكات بين القطاع العام و القطاع الخاص.

- خدمة تقويم التصنيف الائتماني: و هي خدمة استشارية تقدمها وكالات التقييم الدولية مقابل أجر، و بين من خلالها للشركات كيف تتغير درجة التصنيف الائتماني لديها بإتباع إستراتيجية معينة؛ كما تتضمن استشارات في عمليات الاندماج و الاستحواذ و بيع الأصول و العديد و العديد من الخدمات الأخرى و بالتالي مساعدة الشركات على تحسين درجة تصنيفها.

فرع 3: المعايير التي يجب أن تتوفر في وكالات التقييم الدولية:

تندرج وكالات التقييم الدولية ضمن نوعين من حيث الاعتراف بها من قبل السلطات المحلية، فهي إما وكالات تقييم دولية معترف بها أو غير معترف بها من قبل السلطات المحلية في كل بلد. و قامت لجنة الأوراق المالية و التداول الأمريكية (SEC) Securities and Exchange Commission بتحديد المعايير الواجب توفرها في وكالات التصنيف الائتماني من أجل أن تعد وكالة تصنيف إحصائية معترف بها وطنياً Nationally Recognized Statistical Rating

¹ Ministry of finance capital markets division, "Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies", December 2009,p18, on the site:

<http://rmi.nus.edu.sg/gcr/files/02%20GCR%20vol%201.pdf>

Organization "NRSRO" ، (وكالة تقييم معترف بها محليا تهدف إلى تعيين مستويات الأوراق المالية المستخدمة كضمانات للأوراق المالية للمتعاملين و الوسطاء) و ذلك لضمان مصداقية التصنيفات الائتمانية التي تقدمها و حصلت 05 وكالات تصنيف ائتماني فقط على هذا الاعتراف في الولايات المتحدة الأمريكية (موديز، ستاندر آند بورز، فيتش، AM Best و Dominion Bond Rating Service) في حين يبلغ عدد وكالات التقييم الدولية المعترف بها من قبل لجنة بازل للإشراف المصرفي " Basel Committee for Banking Supervision " 6 وكالات فقط ، على الرغم من الشهرة الواسعة التي اكتسبتها بعضها. كما أن نشاط التصنيف الائتماني هو نشاط منظم، حيث تقوم سلطات الأوراق المالية المحمية مثل لجنة الأوراق المالية والتداول الأمريكية SEC ، ولجنة عمليات البورصة الفرنسية Commission des Operations de Bourse (COB) ، بمراقبة وكالات التقييم الدولية من حيث تطبيقها لقواعد السلوك المهني في صناعة التصنيف الائتماني كما تفرض معايير واضحة لما يجب توفره في وكالات التصنيف الائتماني من أجل الحصول على الاعتماد و الترخيص في مزاولة أعمالها و تنظيم علاقة مختلف الأطراف مع هذه الوكالات وهي:

أولا-الموضوعية:

- يجب على وكالات التقييم الدولية أن تعتمد منهجية سليمة و بالغة الدقة من أجل التأكد من التزام وكالة التصنيف بمعيار الموضوعية، يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية:
- أن تشمل عملية التصنيف الائتماني جميع البيانات التي يحتويها الملف الائتماني للعميل.
- أن تضع تعريفا واضحا لدرجات التصنيف الائتماني التي تستخدمها في عملية التصنيف كأن تضع معايير محددة لاعتمادها في التصنيف.
- أن تعتمد المعايير كالأجراءات عينها في تصنيف جميع العملاء، بحيث تكون مبنية على معلومات كافية من خلال الإفصاحات المقدمة من العملاء و من السوق، و من خلال مقابلات مع العميل، أو من أي وسيلة أخرى موثوقة.
- أن تحرص على أن يعكس التصنيف الائتماني المعتمد جميع أنواع المخاطر التي يتعرض لها العميل.
- أن تضع تعريفا واضحا للتخلف عن السداد Default .
- أن تعتمد الطريقة عينها في تصنيف جميع قطاعات السوق القطاع المالي و المصرفي، و قطاع الشركات الكبيرة، و قطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.
- أن تتخذ جميع قرارات التصنيف الائتماني من قبل لجنة خاصة داخل وكالة التصنيف تسمى لجنة التصنيف.
- أن تقوم بمراجعة مستمرة للحالة الائتمانية للعميل بعد نشر التصنيف الائتماني، وأن تقوم بإجراء التعديلات المناسبة على درجة التصنيف الائتماني كلما دعت الحاجة لذلك.

- أن تعتمد أنظمة داخلية ملائمة تساعد في عملية التصنيف الائتماني.

ثانياً - الاستقلالية:

تعتبر الاستقلالية من أهم المزايا التي يجب أن تتحلى بها وكالات التقييم الدولية، حيث يجب ألا تحصل على أي منفعة خاصة من العملاء سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وألا تخضع لأي ضغوطات سياسية أو اقتصادية قد تؤثر على عملية التصنيف ومن أجل التأكد من مدى التزام وكالة التقييم الدولية بمعياري الاستقلالية، يجب أن تتوفر فيها الشروط التالية:

أ- الملكية: يجب عدم ممارسة الملاك في وكالة التقييم الدولية أي ضغوطات عليها في عملية التصنيف كما لا يجوز أن يكون لديها أي علاقة بالشركة أو الأداة التي يجري تصنيفها.

ب- الإدارة الرشيدة: يجب على وكالة التقييم الدولية وضع معايير ذات جودة عالية للإدارة الرشيدة و تطبيقها للمحافظة على استقلالية التصنيف الائتماني و مصداقيته.

ج- مصادر التمويل: لا يجوز ممارسة العميل أي ضغوطات على وكالة التصنيف الائتماني من خلال دفع تكاليف التصنيف الائتماني.

د- على جميع القائمين على وكالة التقييم الدولية التقيد بما يلي:

- ألا تكون لهم علاقة قرابة مباشرة بينهم وبين العميل (أصول أو فروع حتى الدرجة الثانية ضمناً)

- ألا تكون لهم أي علاقة استثمارية مع العميل.

- انقضاء مدة سنة كاملة على الأقل من تاريخ ترك الموظف لعمله لدى العميل حتى يسمح له بالعمل لدى وكالة التصنيف الائتماني.

- عدم قبول أي نوع من أنواع الهبات أو الهدايا من العميل العينية منها أو النقدية وسواء كان بشكل مباشر أو غير مباشر.

ثالثاً - الشفافية:

على وكالة التقييم الدولية الالتزام بالشفافية الكافية، وتوفير المعلومات المناسبة لمختلف الأطراف المعنية ومن أجل

التأكد من التزام وكالة التقييم الدولية بمعياري الشفافية وتوفير المعلومات المناسبة يجب عليها التقيد بما يلي:

- أن تكون التصنيفات الائتمانية التي تقوم بإصدارها متاحة لجميع المستفيدين الحاليين والمحتملين في

الأسواق المحلية و الدولية.

- أن تكون المنهجيات المتبعة في عملية التصنيف الائتماني لمختلف القطاعات في السوق متاحة لجميع المستفيدين الحاليين المحتملين في الأسواق المحلية والدولية.

رابعا- الإفصاح :

- على وكالة التقييم الدولية توفير المعلومات المطلوبة لجميع الأطراف المعنية بالتصنيف، من أجل مساعدتها في الحكم على مدى سلامة التصنيف الائتماني لذلك يتوجب على وكالة التصنيف الإفصاح عن المعلومات التالية:
- شكل العلاقة التعاقدية بين العميل و وكالة التصنيف الائتماني فيما إذا كانت مباشرة أم غير مباشرة.
- تعريف التخلف عن السداد Default و تحديد معدلاته الفعلية الموجودة في كل درجة من درجات التصنيف.
- تحديد الفترات الزمنية المقبولة لاعتماد التصنيف الائتماني.
- تعريف درجات التصنيف الائتماني.
- الإفصاح عن المنهجيات المتبعة في عملية التصنيف الائتماني وأي تغيير فيها مع تفسير أسباب هذا التغيير.
- التغييرات في درجة التصنيف الائتماني للعميل.
- تاريخ المتابعة الأخيرة للتصنيف الائتماني، و تاريخ تعديل درجة التصنيف.
- تاريخ توقف وكالة التقييم الدولية عن متابعة تصنيف العميل مع ذكر أسباب هذا التوقف فيما إذا كان بناء على رغبة العميل أو على رغبة وكالة التصنيف أو لسبب آخر.

خامسا- الموارد:

- يجب أن تتوفر لدى وكالة التصنيف الائتماني الإمكانيات الكافية للقيام بعمليات التصنيف الائتماني بدقة، و التي تشمل ما يلي:
- أ- الموارد البشرية: يجب أن يتمتع موظفو وكالات التقييم الدولية بالسمعة الجيدة و الخبرة الكافية و الكفاءة العالية.
- ب- الموارد الفنية: يجب أن تعتمد وكالة التقييم الدولية على برامج و أنظمة متخصصة تمكنها من إدخال المعلومات و تحميها بطريقة سليمة و موثوقة.
- سادسا- المصدقية: على وكالة التقييم الدولية أن تتمتع بالمصدقية الكافية و تقاس بمصدقية وكالة التقييم الدولية بما يلي:
- مدى التزام وكالة التقييم الدولية بالمعايير الخمسة المشار إليها سابقا.
- مدى الاعتماد على وكالة التقييم الدولية من قبل مختلف الأطراف مثل الحكومة، و المستثمرين و البنوك وشركات التأمين وغيرها.

-عدم إساءة استخدام المعلومات السرية

المطلب الثاني: أهمية وكالات التصنيف الائتماني.

تعتبر وكالات التقييم الدولية أحد أهم اللاعبين في النظام الاقتصادي العالمي و أخذت أهمية متزايدة منذ النصف الثاني من القرن العشرين لاسيما بعد انفتاح الأسواق المالية و اندماجها، و تزايد الإصدارات من المنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة، و ترجع أهمية وكالات التقييم الدولية إلى سببين:

-تغير دور المصارف بوصفها وسيطا بين المقرضين و المقترضين في الأسواق المالية منذ عام 1980 بعد توجه المستثمرين نحو استخدام أدوات مالية جديدة تساعدهم في الحصول على التمويل بعيدا عن المصارف، و هذا أدى إلى تعاضد دور وكالات التصنيف الائتماني في توفير المعلومات اللازمة من أجل تحديد مخاطر الائتمان لهذه الأدوات المالية.

-أدت العولمة إلى تراجع دور الدولة في النشاط الاقتصادي مقابل تزايد دور القطاع الخاص في تخصيص الموارد المتاحة و استخدام الصناديق الاستثمارية و اندماج الأسواق المالية العالمية و إزالة القيود أمام حركة رأس المال؛ و هذا أدى إلى زيادة الاعتماد على وكالات التقييم الدولية في إصدار درجة التصنيف لمختلف الإصدارات و المصدرين في أسواق رأس المال.

فرع 1: أهمية وكالات التصنيف الائتماني للدول النامية:

تواجه الدول النامية صعوبة في توفير التمويل اللازم لزيادة الاستثمارات نظرا لانخفاض الدخل و الادخارات من جهة و ضعف النظام المالي في تخصيص الموارد المتاحة نحو قنوات الاستثمار من جهة أخرى؛ و هذا يجعل من أسواق رأس المال العالمية مصدرا مهما للحصول على التمويل اللازم لزيادة مستوى الاستثمار و دفع عجلة النمو الاقتصادي، و من أجل ذلك يتوجب على الدول النامية الحصول على درجة تصنيف ائتماني مناسبة تعكس ملاءتها المالية من أحد وكالات التقييم الدولية تساعدها في النفاذ إلى الأسواق المالية العالمية. و يلعب التصنيف الائتماني دورا مهما في تحديد تكلفة التدفقات المالية للدول النامية و مدى توفرها، ذلك أن الإخفاق في الحصول على درجة تصنيف مرتفعة يمكن أن يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل و هروب رؤوس الأموال إلى الخارج و انخفاض الاستثمارات الأجنبية المباشرة و إخلال النظام المالي و بالتالي حدوث الركود الاقتصادي. كما أن التصنيف الائتماني السيادي يؤثر بصورة مباشرة على التصنيف الائتماني لشريحة واسعة من الشركات و المؤسسات و المقرضين داخل الدولة و هذا يلي العبء على وكالات التقييم الدولية في إعطاء درجات تصنيف ائتماني دقيقة و في الوقت المناسب؛ و لا شك في أن إخفاق وكالات التقييم الدولية في إعطاء درجات تصنيف ائتماني دقيقة يؤدي إلى تفاقم الأزمة التي يعاني منها البلد، ذلك أن تخفيض درجة التصنيف الائتماني أثناء فترة الانكماش في الدول النامية تؤثر على قدرة الاقتصاد في الحصول على التمويل المطلوب و بالتالي تؤثر

سلبا في معالجة أوضاعها المالية؛ في حين أن رفع درجة التصنيف الائتماني في فترة التوسع الاقتصادي تؤدي إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى البلد و بالتالي من الممكن أن تؤدي إلى مخاطر الإفراط في التمويل و التضخم¹.

فرع 2: أهمية التصنيف الائتماني للمستثمرين و الاستثمار الأجنبي المباشر:

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارا الاستثمار عن طريق تزويدهم بدرجة التصنيف الائتماني و التي تعكس مخاطر الائتمان لمصدري الأوراق المالية، كما أن وكالات التصنيف الائتماني تزود المستثمرين بتقارير التصنيف الائتماني للبلدان و الإصدارات المالية و التي تحتوي معلومات تفصيلية و تحليلية عن المخاطر المالية، وهذا يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار باستخدام مقياس العائد و المخاطرة. بالإضافة إلى أن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بتحليل مخاطر مختلف أنواع الأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة مثل الأوراق المالية المضمونة بأصول، الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية و الناجمة عن التوريد و التي تعبر من أكثر الأوراق المالية تعقيدا نظرا لغياب المعلومات الكافية لإجراء تحليل الجدارة الائتمانية و قياس المخاطر من قبل المستثمرين. و بذلك يعتبر التصنيف الائتماني أحد أبرز محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و عامل مهم في جذب المستثمرين، و هناك علاقة ارتباطية ايجابية بين درجة التصنيف الائتماني للبلد و تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر².

فرع 3: أهمية التصنيف الائتماني بالنسبة للمؤسسات:

هناك العديد من المزايا التي تحصل عليها المؤسسات بعد حصولها على تصنيف ائتماني جيد و منها³:

أولا-النفوذ إلى أسواق رأس المال الإقليمية و العالمية: إن أي شركة تقوم بإصدار الديون في أسواق رأس المال العالمية يتوجب عليها الحصول على درجة تصنيف ائتماني مناسبة من أجل جذب شريحة واسعة من المستثمرين . كما تقوم بعض الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية بوضع شرط الحصول على تصنيف ائتماني في حال أرادت إحدى الشركات أن تقوم بإصدار الديون، و بالتالي تقوم هذه الشركات بالبحث عن أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني مثل وكالة ستاندرد آند بورز و وكالة موديز للحصول على تصنيف ائتماني من أجل طمأنة المستثمرين وكسب المزيد من الشرعية في إصدار الديون و هذا يمنحها القدرة على الاقتراض و الحصول على فرص تمويلية طويلة الأجل.

¹ Gautam Sitty and Randall Dodd, "credit rating agencies: Their Impact on Capital Flows to Devlopping Contries" Special Policy Report6, 2003,p1

² Ibid, p14.

³ Hossein Asgharian, "Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need?", Master Thesis, Lund University, Lund, Sweden, 2005, p28, on the site :

<https://www.sec.gov/rules/proposed/s70405/mchartwall6956.pdf> .(vue le 15/01/1015)

ثانيا- بناء السمعة الحسنة في السوق: إن أي شركة ترغب في بناء سمعة حسنة في الأسواق المالية الدولية، يتوجب عليها الحصول على درجة تصنيف ائتماني مناسبة، من أجل زيادة انتشار علامتها التجارية و التي تعتبر مهمة في جذب المستثمرين لاسيما الأجانب منهم.

ثالثا- تخفيض تكاليف التمويل: يمكن للشركات أن تخفض من تكلفة التصنيف في حالة حصولها على درجة تصنيف ائتماني تقع ضمن درجة الاستثمار ذلك أن درجة التصنيف الائتماني المرتفعة تعكس مخاطر الائتمان الأقل و هذا يمنح الشركة مقدرة أكبر على المساهمة من أجل الحصول على تسهيلات ائتمانية بسعر فائدة منخفضة.

رابعا- التميز عن المنافسين: يعتبر التصنيف الائتماني أداة مهمة للشركات في التميز عن باقي المنافسين في السوق و لاسيما في القطاعات التي تكون فيها درجة المنافسة محدودة و مقتصرة على عدد قليل من الشركات مثل القطاع المصرفي.

فرع 4: أهمية التصنيف الائتماني بالنسبة للأسواق المالية:

تلعب وكالات التقييم الدولية دورا أساسيا و محوريا في الأسواق المالية العالمية، من خلال زيادة الشفافية عن طريق توفير المعلومات للمقرضين و المقترضين عن مستوى المخاطر المالية . كما أن القوانين المنظمة للأسواق المالية قد عززت من دور وكالات التصنيف الائتماني، حيث يوجد ثلاثة أنواع من المتطلبات القانونية و التي تزيد من أهمية التصنيف الائتماني، و هي:

أولا- قيود الاستثمار: وتشير إلى القيود المفروضة على المؤسسات المالية والتي تلزمها على الاستثمار في الأدوات المالية الآمنة للحد من تعرضها للمخاطر فمثلا لا يسمح للصناديق الاستثمارية في الاستثمار إلا في السندات الحاصلة على درجة الاستثمار من قبل وكالات التصنيف الائتماني العالمية و ذلك من أجل تجنب انخفاض القيمة السوقية للصناديق الاستثمارية، وبالتالي حماية أموال المستثمرين.

ثانيا- متطلبات الإفصاح: إن متطلبات الإفصاح تلزم المؤسسات المالية على الكشف عن المزيد من المعلومات حول الاستثمارات المصنفة ضمن درجة المضاربة بالمقارنة مع الاستثمارات المصنفة ضمن درجة الاستثمار و ذلك في تقاريرها الفصلية.

ثالثا- متطلبات الاحتياطي: تفرض السلطات الرقابية على الشركات الالتزام بمتطلبات الاحتياطي القانونية لرأس المال من أجل التحوط من مخاطر الائتمان كما أوردت اتفاقية بازل II ، بالإضافة إلى أن المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية تحصل على خصم في متطلبات الاحتياطي القانونية المفروضة عليها إذا حصلت على درجة تصنيف ائتماني مرتفعة.

و تبرز أهمية التصنيف الائتماني في النقاط التالية:

- المساهمة في زيادة عمق السوق المالية وتحفيز النمو فيها.
- زيادة استقرار السوق المالية و تعزيز الأموال فيها.
- زيادة كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة.
- تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محليا وعالميا.
- تسهيل الحصول على القروض، وتوفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية.
- إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بإطار فعال للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة.

المطلب الثالث: درجات التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل وكالات التقييم الدولية

لإبداء آرائهم حول الجدارة الائتمانية للمصدر تستخدم وكالات التقييم الدولية رموزا و إشارات و هي مقدمة في الجدول 1 -الملحق1- (مع تعريفات محددة). أعلى تقدير هو **AAA** الذي يعني جدارة ائتمانية عالية في حين أن **BBB** تعني جدارة ائتمانية متوسطة و **C** تعني أن الإصدارات المصنفة تعني ذات جودة ائتمانية أدنى في حين أن **D** تشير إلى حالة عدم السداد، وهذه الرموز تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر و هي درجة الاستثمار و درجة المضاربة. كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاما و إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية من **Aa** إلى **Caa** هي **01**، **02**، **03**، و يشير الرقم **01** إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، و الرقم **02** على منتصف درجة التصنيف و الرقم **03** إلى النهاية الدنيا ضمن درجات التصنيف.

الجدول رقم 1: درجات التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل أشهر وكالات التقييم الدولية

معدل الخسارة عند كل درجة	ستاندر آند بورز	فيتش	موديز	الوصف	مستوى المخاطر الائتمانية
0.016%	AAA	AAA	Aaa	الأكثر أمانا	درجة الاستثمار
0.0171%	AA+	AA+	Aa1	جدارة ائتمانية عالية.	
0.0374%	AA	AA	Aa2		
0.0781%	AA-	AA-	Aa3		
0.1436%	A+	A+	A1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية.	
0.2569%	A	A	A2		
0.4015%	A-	A-	A3		
0.6050%	BBB+	BBB+	Baa1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة	
0.8690%	BBB	BBB	Baa2		
1.6775%	BBB-	BBB-	Baa3		
2.9040%	BB+	BB+	Ba1	غير استثمارية	درجة المضاربة
4.6265%	BB	BB	Ba2		
6.5230%	BB-	BB-	Ba3		
8.8660%	B+	B+	B1	مخاطرة	
11.3905%	B	B	B2		
14.8775%	B-	B-	B3		
19.9726%	CCC	CCC+	Caa1	مخاطرة عالية	
26.8125%	/	CCC	Caa2		
38.4017%	/	CCC-	Caa3		
55%	/	/	Ca	متعثرة	
100%	/	/	C		
	DDD	/	/		
	DD	/	/		
	D	D	/		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق 1.

و يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من درجات التصنيف الائتماني و هما درجات التصنيف الائتماني العامة و

درجات التصنيف الائتماني الخاصة.

فرع 1: درجات التصنيف الائتماني العامة.

تطلب درجات التصنيف الائتماني العامة على الالتزامات المالية بالعملة المحلية والعملة الأجنبية بهدف تقويم

القدرة على مقابلة الالتزامات المالية باستخدام المقياس العالمي للتصنيف و التي تكون قابلة للمقارنة عالميا. و يقيس

تصنيف العملة المحلية المقدرة على مقابلة الالتزامات المالية بالعملة المحلية في حال كان المصدر قاطنا في نفس البلد، و بالتالي لا يأخذ بالاعتبار مخاطر تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية و مخاطر انتقال النقود إلى خارج حدود الدولة و التي لا يأخذ بها تصنيف العملة الأجنبية¹.

و تُقسم درجات التصنيف الائتماني العامة إلى درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة، كما أن هناك ارتباطا وثيقا بينهما.

أولاً: درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة:

تعكس درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات فترة استحقاق تزيد عن السنة و تحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية الطويلة الأجل، أما درجات التصنيف الائتماني قصيرة الأجل عن رأي وكالة التقييم الدولية بالمقدرة المالية للمصدرين لمقابلة التزامات المالية التي تقل عن 12 شهرا و تحدد مخاطر عدم الدفع في تلك الفترة².

أما الرموز المستخدمة من قبل وكالات التقييم الدولية للدلالة على مستوى الجود الائتمانية للفترة الطويلة فهي كما يلي³:

- **Aaa/AAA** جودة الائتمانية الأعلى: تعتبر الإصدارات المصنفة (Aaa/AAA) بأنها ذات الجودة الائتمانية الأعلى، و الأقل مخاطر ائتمانية و مخاطر عدم السداد، و تعبر عن قدرة عالية و متميزة على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **Aa/AA** جودة ائتمانية عالية جداً: تعتبر الإصدارات المصنفة (Aa/AA) بأنها ذات جودة ائتمانية عالية جداً، و بالالتزامات المالية.

- **A** جودة ائتمانية عالية: تعتبر الإصدارات المصنفة (A) بأنها ذات جودة ائتمانية عالية، و مخاطر ائتمانية و مخاطر عدم السداد منخفضة، و تعبر عن قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **Baa/BBB** جودة ائتمانية جيدة: تعتبر الإصدارات المصنفة (Baa/BBB) بأنها ذات جودة ائتمانية جيدة، و مخاطر ائتمانية و مخاطر عدم السداد مقبولة، و لكن من الممكن للظروف الاقتصادية أن تؤثر على قدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **Ba/BB** مخاطر مضاربة: تعتبر الإصدارات المصنفة (Ba/BB) بأنها ذات جودة ائتمانية دون المتوسط، و مخاطر ائتمانية عالية، و تتضمن مخاطر مضاربة.

¹ Fitch Ratings, “**Definitions of Ratings and Other Scales**”, op cit, P3.

² Moody’s Investors Service, “**Moody’s Rating Symbols & Definitions**”, op cit, P8.

³ Fitch Ratings, “**Definitions of Ratings and Other Scales**”, op cit, P 5.

- B - مخاطر مضاربة عالية:** تعتبر الإصدارات المصنفة (B) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة، و مخاطر ائتمانية عالية جدا، و تتضمن مخاطر مضاربة عالية.
- Caa/CCC - مخاطر ائتمانية كبيرة:** تعتبر الإصدارات المصنفة (Caa/CCC) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جدا، و مخاطر ائتمانية عالية جدا، و هناك احتمال لحدوث حالة عدم السداد.
- Ca/CC - مخاطر ائتمانية عالية جدا:** تعتبر الإصدارات المصنفة (Ca/CC) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جدا، و مخاطر مضاربة عالية جدا، و هناك بعض المظاهر لحدوث حالة عدم السداد.
- C-المخاطر الائتمانية الأعلى:** تعتبر الإصدارات المصنفة (C) بأنها ذات الجودة الائتمانية الأدنى، و أصبحت حالة عدم السداد وشيكة أو محتمة، وبالتالي هناك صعوبة في استعادة أصل المبلغ أو الفوائد.
- و في حالة حدوث حالة عدم سداد محدودة أو حالة عدم سداد كاملة للالتزامات المالية، يتم استخدام الرمز التاليين:
- RD - حالة عدم سداد محدودة:** تشير إلى حدوث حالة عدم سداد محدودة لواحد أو أكثر من الالتزامات المالية.
- D- حالة عدم السداد:** تشير إلى حدوث حالة عدم السداد للالتزامات المالية للفترة الطويلة، وتعبر عن دخول المصدر في حالة الإفلاس وحالة التصفية و تتم ملاحظته قضائيا من قبل الدائنين، و لا يتم إعطاء هذه الدرجة إلا بعد استحقاق فترة الدين و لم يستطيع المصدر الوفاء بالالتزامات المالية.

ثانيا-درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة:

تعتبر درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة عن رأي وكالة التصنيف بالمقدرة المالية للمصدرين لمقابلة الالتزامات المالية قصيرة الأجل و التي تقل عن 12 شهرا، وتحدد مخاطر عدم الدفع في تلك الفترة، و تستخدم وكالة موديز الرموز التالية للدلالة على جودة الائتمان في الفترة القصيرة¹:

- P-1-** يعتبر المصدر المصنف Prime-1 بأنه ذو قدرة عالية جدا على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.
- P-2-** يعتبر المصدر المصنف Prime-2 بأنه ذو قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.
- P-3-** يعتبر المصدر المصنف Prime-3 بأنه ذو قدرة مقبولة على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.
- NP-** يعتبر المصدر بأنه لا يقع ضمن أي من درجات التصنيف السابقة.

في حين تستخدم وكالة فيتش الرموز التالية للدلالة على جودة الائتمان في الفترة القصيرة²:

¹ Moody's Investors Service, "Moody's Rating Symbols & Definitions", op cit, P10.

² Fitch Ratings, "Definitions of Ratings and Other Scales", op cit, P12.

- F1 أعلى جودة ائتمانية بالفترة القصيرة: تشير إلى أعلى قدرة مالية مقبولة للالتزامات المالية في الوقت المحدد بالفترة القصيرة. و من الممكن إضافة (+) للدلالة على الجودة الائتمانية الأعلى.
- F2 جودة ائتمانية جيدة بالفترة القصيرة: تشير إلى قدرة مالية جيدة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد بالفترة القصيرة.
- F3 جودة ائتمانية متوسطة بالفترة القصيرة: تشير إلى قدرة مالية مقبولة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد بالفترة القصيرة.
- B جودة ائتمانية ذات مخاطر مضاربة بالفترة القصيرة: تشير إلى قدرة مالية متدنية على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، و من الممكن للظروف الاقتصادية أن تؤثر عليها.
- C مخاطر عدم سداد مرتفعة بالفترة القصيرة: تشير إلى احتمال كبير لحدوث حالة عدم السداد Default بالفترة القصيرة.
- RD حالة عدم سداد محدودة: تشير إلى حدوث حالة عدم السداد محدودة لواحد أو أكثر من الالتزامات المالية.
- D حالة عدم السداد: تشير إلى حدوث حالة عدم السداد Default للالتزامات المالية بالفترة القصيرة.
- إن درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و الفترة القصيرة ليست مقياسا للخسارة المحتملة للورقة المالية المصنفة، حيث لا تعبر درجات التصنيف الائتماني إلا عن رأي وكالة التصنيف الائتماني بمستوى المخاطر المالية المرتبطة بالإصدار الذي تقوم بتصنيفه وبناءا على ذلك فإن حدود درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و الفترة القصيرة هي:
- لا تحدد درجات التصنيف الائتماني النسبة المئوية للخسارة المحتملة لأي فترة زمنية.
- لا تعكس درجات التصنيف الائتماني القيمة السوقية لأي ورقة مالية مصدرة.
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني عن مدى سيولة الأوراق المالية.
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني عن حدة الخسارة المحتملة للالتزامات المالية في حالة عدم السداد.
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني سوى عن رأي وكالة التصنيف بمستوى المخاطر المؤدية لحدوث حالة عدم السداد.
- ثالثا- الارتباط بين درجات التصنيف الائتماني.

تقوم وكالات التقييم الدولية عادة بإصدار درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و القصيرة، و يمكن أن يطبقا معا على المصدر أو التزاماته المالية أو كليهما و هناك ارتباط وثيق بينهما، المخاطر المرتفعة لعدم السداد بالفترة

القصيرة تكون مرتبطة بتقويم مخاطر عدم السداد بالفترة الطويلة و أن تتوافق معها¹. كما يعكس الارتباط بين التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و التصنيف الائتماني للفترة القصيرة أهمية عنصر السيولة و مخاطر الفترة القصيرة لتقويم الجدارة الائتمانية للفترة الطويلة، و يضمن عدم حدوث التعارض بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة للالتزامات المالية و يبين الجدول رقم (2) العلاقة بينهما حسب وكالة فيتش للتصنيف والتي لا تختلف عن وكالة ستاندر آند بورز

الجدول رقم (2): العلاقة بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و الفترة القصيرة حسب وكالة فيتش للتصنيف الائتماني

درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة	درجات التصنيف للفترة الطويلة
درجة الاستثمار	
F1	AAA
F1	AA+
F1	AA
F1	AA-
F1 أو F1+	A+
F1	A
F1 أو F2	A-
F2	BBB+
f3 أو F2	BBB
f3 أو F2	BB-
درجة المضاربة	
B	BB+
B	BB
B	BB-
B	B+
B	B
B	B-
C	CC+
C	CC
C	C
D	RD/D

Source: Fitch Ratings, “Méthodologie de Notation des Risques Soverains”, New York, 2002, p15 sur le site : http://www.doyoubuzz.com/var/f/ws/KD/wsKDfbpV4OjCA6ZLtEPGqr_9v8NkM5JuSghHoml2TnxIz7a3Qc.pdf.

¹ Ibid., P,13.

و يبين الجدول رقم(3) العلاقة بين التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و التصنيف الائتماني للفترة القصيرة حسب وكالة موديز:

الجدول رقم(3):العلاقة بين التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و التصنيف الائتماني للفترة القصيرة حسب وكالة موديز .

درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة	درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة
	Aaa
	Aa1
	Aa2
Prime1	Aa3
	A1
	A2
Prime2	A3
	Baa1
Prime3	Baa2
	Baa3
درجة المضاربة	
	Ba1
	Ba2
	Ba3
	B1
	B2
Not prime	B3
	Caa1
	Caa2
	Caa3
	Ca
	C

Source: Moody's Investors Service, "Moody's Rating Symbols & Definitions", op cit, P 10.

في عام 2005 قامت وكالة فيتش بإصدار تقييم جديد موجه فقط للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية و الحكومات التي تحمل تقييما أدنى من B+ هي تصنيفات الاسترداد و التي تعني العلاقة بين الالتزامات المالية و الموارد المتاحة لمقابلة هذه الالتزامات و الموارد هي التي تحدد نسب الاسترداد. و يرتكز مقياس نسب الاسترداد على توقع استرداد الالتزامات المالية بعد معالجة حالة عدم السداد، كما أن تصنيفات الاسترداد هي مقياس ترتيبى و ليس محاولة لتوقع نسب الاسترداد بدقة¹.

و تستخدم وكالات التصنيف الائتمانية رموزا للتعبير عن تصنيفات الاسترداد و هي:

الجدول رقم 4: تصنيفات الاسترداد

التقييم	معدل الاسترداد	التقييم	معدل الاسترداد
RR1	90%	RR4	31-50%
RR2	71-90%	RR5	11-30%
RR3	51-70%	RR6	أقل من 10%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات المتاحة.

-RR1 آفاق استرداد عالية جدا لحالة عدم لسداد.

-RR2 آفاق استرداد مرتفعة جدا لحالة عدم السداد.

-RR3 آفاق استرداد جيدة لحالة عدم السداد.

-RR4 آفاق استرداد متوسطة لحالة عدم السداد.

-RR5 آفاق استرداد دون المتوسط لحالة عدم السداد.

-RR6: آفاق استرداد ضعيفة لحالة عدم السداد.

¹ Fitch rating, "defenitions of ratings and others scales", op cit p14.

فرع 2: درجات التصنيف الائتماني الخاصة

تقوم وكالات التقييم الدولية بإصدار درجات التصنيف الائتماني الخاصة بأنواع محددة من التصنيف الائتماني مثل درجات التصنيف الائتماني للمصارف، و تصنيف الدعم للمصارف، و تصنيف القوة المالية لشركات التأمين، وتصنيف حدّة الخسارة للأدوات المالية المركبة، و درجات التصنيف الائتماني الوطنية، و تصنيف القوة المالية لشركات التأمين الوطنية، وسقف البلد، و غيرها من أنواع درجات التصنيف الائتماني.

أولاً- درجات التصنيف الائتماني للمصارف:

تعبر درجات التصنيف الائتماني للمصارف عن رأي وكالة التصنيف في إمكانية دخول المصرف في صعوبات مالية، وبالتالي تحدد مدى احتياجه للدعم الخارجي و المساعدة المالية في المستقبل و تأخذ وكالات التقييم في إصدار درجات التصنيف الائتماني للمصرف المخاطر السيادية التي قد تؤثر على بيئة الأعمال و العمل المصرفي و الاستثمار؛ كما تأخذ بعين الاعتبار المؤشرات المالية للمصارف مثل درجة التنوع وكفاي رأس المال و جود الموجودات و الربحية، بالإضافة إلى جودة الإدارة و نجاحها في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمصرف و درجة التنظيم في السوق المالي و مدى فعالية القطاع المصرفي و كفاءته¹.

ثانياً- تصنيف القوة المالية لشركات التأمين:

يعكس تصنيف القوة المالية لشركات التأمين رأي وكالة التقييم الدولية بالمقدر المالي لشركات التأمين على مقابلة الالتزامات المالية لحملة وثائق التأمين و العقود في المواعيد المحددة، كما تحدد معدل الاسترداد المتوقعة في حالة توقف شركات التأمين عن أداء دفع الدفعات المستحقة نتيجة عجز شركات التأمين و يعتمد تصنيف شركات التأمين على المعلومات التي توفرها الشركة المصنفة؛ أو المعلومات التي تحصل عليها وكالات التقييم الدولية من المصادر الموثوقة الأخرى. و يمكن لدرجة التصنيف الائتماني أن تتغير أو تبقى معلقة أو تخرج عن التصنيف في حال نقص المعلومات المطلوبة. و لا يشير تصنيف القوة المالية لشركات التأمين إلى المقدرة المالية لشركات التأمين على مقابلة الالتزامات المالية غير المخطط لها، كما أنها ليست توصية لشراء أي ورقة مالية صادرة عنها أو الإبقاء عليها أو بيعها فالتصنيف ليس ضماناً للقوة المالية للمصدر².

¹ Moody's Investors Service, op cit, p16.

² Fitch Ratings, "Definitions of Ratings and Other Scales", op cit, p19.

و يطبق تصنيف القوة المالية لشركات التأمين على شركات التأمين و إعادة التأمين في جميع أنواع التأمين، و يتم استخدام درجات التصنيف الائتماني العامة للفترة الطويلة و الفترة القصيرة .

أ- تصنيف القوة المالية لشركات التأمين للفترة الطويلة:

يطبق تصنيف القوة المالية لشركات التأمين في الفترة الطويلة على العملة المحلية و العملة الأجنبية و تدرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية و هي:

- آمن: تتضمن درجات التصنيف الائتماني من AAA إلى BBB.

- ضعيف: و تتضمن درجات التصنيف الائتماني من BB+ إلى C.

ب- تصنيف القوة المالية لشركات التأمين للفترة القصيرة:

يقدم تصنيف القوة المالية لشركات التأمين في الفترة القصيرة تقويماً للقدرة المالية لشركات التأمين على مقابلة الالتزامات المالية المستحقة لحملة الوثائق و العقود خلال فترة سنة و يستخدم في تحليل تصنيف القوة المالية لشركات التأمين في الفترة القصيرة نفس العوامل المستخدمة في التصنيف الائتماني للفترة الطويلة ولكن يتم إعطاء تنقيح أكبر للعوامل المتعلقة بالفترة القصيرة مثل السيولة و المرونة المالية و تنقيح أقل لعوامل القدرة التنافسية و اتجاه الإيرادات¹.

ثالثاً- درجات التصنيف الائتماني الوطنية:

تعبّر درجات التصنيف الائتماني الوطنية عن رأي وكالة التصنيف في الملاءة المالية للمصدرين و الإصدارات في بلد معين على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد و ذلك بالمقارنة مع المصدرين و الإصدارات في نفس البلد، و يتم استخدام درجات التصنيف الائتماني العامة و لكن تختلف مدلولاتها لتتلاءم مع المخاطر الوطنية حيث تعكس درجات التصنيف الائتماني المرتفعة المخاطر الائتمانية الأقل.

و تستخدم درجات التصنيف الائتماني الوطنية بصفقتها مقياساً للملاءة المالية للمصدرين في بلد معين و لا تعبّر عن مستوى المخاطر الائتمانية مقارنة مع البلدان الأخرى. و تعتمد وكالات التقييم في إصدار درجات التصنيف الائتماني الوطنية على جميع أنواع المخاطر التي تؤثر على مقابلة الالتزامات المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، و تتضمن كفاءة الإدارة، و حجم الحصة السوقية وتنوعها، ومستوى الشفافية و الملاءة المالية على مقابلة الالتزامات المالية، و المخاطر

¹ Ibid, p21.

السيادية التي تؤثر على القدرة على سداد الديون، و القوة الاقتصادية و المالية، والسياسات النقدية والمالية والبيئية القانونية، كما يتم الأخذ بالاعتبار المساعدات والدعم الخارجي، ومخاطر صرف العملة الأجنبية.

و يتم إصدار درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة و الفترة القصيرة كما يلي:

أ- درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة:

تعتبر درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة الطويلة على رأي وكالة التقييم الدولية بالمقدرة المالية للمصدرين في بلد معين على مقابلة الالتزامات المالية ذات فترة استحقاق أكثر من سنة في الوقت المحدد، وذلك بالمقارنة مع المصدرين الآخرين في نفس البلد. وتستخدم وكالات التقييم للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة الطويلة نفس رموز درجات التصنيف الائتماني العامة للفترة الطويلة مع إضافة أول حرفين للبلد المعني على يمين درجة التصنيف* و ذلك للتمييز بين التصنيفات الائتمانية الوطنية وبين درجات التصنيف الائتماني العامة.

ب- درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة القصيرة:

تعتبر درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة القصيرة عن رأي وكالة التصنيف بمقدرة المصدرين في بلد معين على إعادة دفع الالتزامات المالية في الوقت المحدد خلال فترة لا تتجاوز سنة واحدة، و ذلك بالمقارنة مع المصدرين الآخرين المحليين.

و تعبر الرموز التالية عن درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة القصيرة و ذلك بالنسبة لوكالة موديز، حيث يستبدل أول حرفين للبلد المعني بحرف N:

- **N-1** تشير إلى قدرة مالية كبيرة للمصدرين على إعادة دفع الالتزامات المالية في الفترة القصيرة، و ذلك بالمقارنة مع المصدرين المحليين الآخرين في ذات البلد.

- **N-2** تشير إلى قدرة مالية أعلى من المتوسط للمصدرين على إعادة دفع الالتزامات المالية في الفترة القصيرة، و ذلك بالمقارنة مع المصدرين المحميين الآخرين في ذات البلد.

- **N-3**: تشير إلى قدرة مالية متوسطة للمصدرين على إعادة دفع الالتزامات المالية في الفترة القصيرة، وذلك بالمقارنة مع المصدرين المحميين الآخرين في ذات البلد.

*مثلا Aaa.Fr لفرنسا، Aaa. Al للجزائر و هذا بالنسبة لوكالة موديز.

N-4: تشير إلى قدرة مالية أدنى من المتوسط للمصدرين على إعادة دفع الالتزامات المالية في الفترة القصيرة، و ذلك بالمقارنة مع المصدرين المحليين الآخرين في ذات البلد.

في حين تستخدم وكالة فيتش للتصنيف الرموز التالية للدلالة على درجات التصنيف الائتماني الوطنية للفترة القصيرة¹:

- **F1(xx*)** تشير إلى قدرة مالية كبيرة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، و ذلك بالمقارنة مع الالتزامات المالية الأخرى في ذات البلد، و تتم إضافة + على يمين درجة التصنيف للدلالة على المقدرة المالية الكبيرة جدا.

- **F2(xx)** تشير إلى القدرة المالية الجيدة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، وذلك بالمقارنة مع الالتزامات المالية الأخرى في ذات البلد.

- **F3(xx)** تشير إلى قدرة مالية مناسبة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، وذلك بالمقارنة مع الالتزامات المالية الأخرى في ذات البلد.

- **B(xx)** تشير إلى قدرة مالية غير مؤكدة على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، و ذلك بالمقارنة مع الالتزامات المالية الأخرى في ذات البلد، و يمكن للظواهر الاقتصادية و المالية أن تؤثر عليها.

- **C(xx)** تشير إلى قدرة مالية غير مؤكدة على نحو بعيد على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد، و ذلك بالمقارنة مع الالتزامات المالية الأخرى في ذات البلد، حيث تكون مرتبطة باستمرارية الظروف الاقتصادية و المالية المناسبة.

- **D(xx)** تشير إلى حدوث حالة عدم السداد أو أنها قد أصبحت وشيكة.

و مع التقييم تأتي توقعات من سنة إلى سنتين حول ما إذا كان التصنيف سيتغير أم لا وهذا ما يعرف بمشاهدة التصنيف و هناك أربع توقعات:

- **إيجابية:** تشير إلى احتمال ارتفاع درجة التصنيف الائتماني.

- **سلبية:** تشير إلى احتمال انخفاض درجة التصنيف.

- **مستقرة:** تشير إلى احتمال بقاء التصنيف الائتماني مستقرا.

- **تطور:** نادرا ما يأخذ التصنيف حالة تطور و هذا يتم هذا كان هناك تردد فيما بين حالة الرفع أو حالة التخفيض تشير إلى إمكانية رفع أو خفض أو تثبيت التصنيف الائتماني.

¹ Fitch Ratings, "Definitions of Ratings and Other Scales", op cit, P25.

* (xx) يمثل اختصار لاسم البلد.

و يتم مراجعة التقييمات سنويا باجتماع لجنة الأكبر المحللين و التي تضم من 4 أفراد إلى 9، و قرار تغيير التصنيف يكون بالتصويت و كل فرد يمتلك صوتا واحدا، و في حالة حدوث تغيير يتم مراجعة هذا التقييم.

المطلب الثالث: أشهر وكالات التقييم الدولية.

تقوم وكالات التقييم الدولية بشكل عام بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواءا للشركات أو الحكومات، و في العالم هناك العديد من وكالات التصنيف الائتماني إلا أن هناك ثلاث شركات بالتحديد يطلق عليها الشركات الثلاث الكبرى و هي "ستاندر آند بورز" "موديز" و "فيتش"؛ و تسيطر كل من الأولى و الثانية على أكثر من 80% من إصدارات الدين حول العالم سواءا للشركات أو الحكومات أو البلديات، فيما تعد فيتش أقل سمعة نسبيا مقارنة بالشركتين الأخريين. و بالعموم فإن الشركات الثلاث تسيطر على أكثر من 90% من إصدارات الديون في العالم.

فرع 1: موديز لخدمة المستثمرين: Moody's Investors Service

تعتبر وكالة موديز لخدمة المستثمرين من أهم وكالات التصنيف الائتماني العالمية و أقدمها، حيث بدأت نشاطها في عام 1909 عندما قام "جون مودي" بتصنيف شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية، بالإضافة إلى أنها توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقويم مخاطر الائتمان، و تستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع أنحاء العالم، و اكتسبت ثقة المشاركين في مختلف الأسواق المالية العالمية، و تساهم في زيادة الكفاءة فيها، من خلال تقديم تقييمات مستقلة و موثوقة عن مستوى المخاطر المالية و الائتمانية و تقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية¹:

-100 تصنيف ائتماني سيادي.

-12000 تصنيف للشركات.

-29000 تصنيف للسندات المالية العامة.

-96000 للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

كما تنتشر مكاتب وكالة موديز في معظم المراكز المالية العالمية الرئيسية، و يعمل لديها ما يقارب 3000 موظف في جميع أنحاء العالم، و منهم أكثر من 1000 محلل ائتماني. و تشمل قائمة عملاء وكالة موديز مجموعة واسعة من الشركات و الجهات المصدرة للأوراق المالية الحكومية، و كذلك المستثمرين و المقرضين، بالإضافة إلى البنوك الاستثمارية و البنوك التجارية و غيرها من الوسطاء الماليين.

¹ www.moodys.com (vue le 01/01/2015)

فرع 3: ستاندر آند بورز " Standard & Poor's "

تعد وكالة ستاندر آند بورز من أبرز وكالات التصنيف الائتماني العالمية و تتوزع مكاتبها في 23 بلد من حول العالم و يعمل لديها ما يزيد على 6300 موظف، و تعود جذورها إلى أكثر من 150 عام و بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني سنة 1922. في عام 2008 قامت وكالة ستاندر آند بورز بإصدار أكثر من مليون تصنيف ائتماني و قامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون، كما تملك واحد من أهم مؤشرا الأسهم الأمريكية و هو مؤشر "S&P500". كما تقوم بإجراء أكثر من 90 تصنيف ائتماني سيادي حول العالم من خلال تقويم القدرة المالية لحكومات هذه الدول و رغبتها في الوفاء بديونها بشكل كامل و في الوقت المحدد، و تعتبر هذه الوكالة من أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات في الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الأفضل من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية و تقويم المخاطر و الأبحاث المختلفة التي تخص الاستثمار¹.

فرع 3: وكالة فيتش " Fitch Rating "

تغطي وكالة فيتش للتصنيف الائتماني أكثر من 150 بلد حول العالم و تحصل على معظم إيراداتها من عمليات التصنيف الائتماني في حين يأتي جزء من عوائدها نتيجة لقيامها بالبحوث المختلفة و تقوم وكالة فيتش بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية²:

-105 تصنيف ائتماني سيادي حول العالم.

-3212 تصنيف للبنوك و المؤسسات المالية الغير بنكية.

-2294 تصنيف لشركات التأمين.

-1724 تصنيف لمؤسسات متنوعة حول العالم.

-أكثر من 9400 من الأدوات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة.

كما يوجد لدى وكالة فيتش أكثر من 8000 مشترك في أبحاثها المختلفة و تقوم بتصنيف أكثر من 98% من الديون العالمية و لديها 23 محلل ائتماني للديون السيادية.

¹ www.standardandpoors.com (vue le 01/01/2015).

² www.fitchratings.com (vue le 01/01/2015).

خلاصة

بدأت وكالات التصنيف الائتماني ممارسة نشاطها في بداية القرن العشرين بأعداد قليلة منها، و منذ ذلك الوقت وحتى انتهاء الألفية الثانية ازداد عدد هذه الوكالات على نحو كبير، حيث بلغ عددها في عام 1999 ما يقارب 150 وكالة تصنيف ائتماني منتشرة حول العالم و هناك توقعات بزيادة هذا العدد في المستقبل خصوصا في أسواق البلدان النامية. و تختلف وكالات التصنيف الائتماني فيما بينها من حيث الحجم، و أنواع التصنيفات الائتمانية التي تقوم بإصدارها، أو من حيث انتشارها الجغرافي، كما أن هناك عددا من وكالات التصنيف الائتماني تكون تابعة لوكالات أكبر منها.

أزمة الرهن العقاري

تمهيد:

تعد الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ أوت 2007 من أعنف الاقتصاديات العالمية بعد أزمة الكساد الكبير، و تأتي خطورة و عنف هذه الأزمة يعتبر موضوع الأزمات المالية من أكثر المواضيع المتداولة في الأدب الاقتصادي فالتناوب الزمني بين حالتي الاستقرار و اللااستقرار مشهد طبيعي و صحي، و يرى الكثيرون أن حالة اللااستقرار الاستثنائية القصيرة الأجل ضمن الدورات العادية -فيما يمكن وصفه بالأزمة -هي حالة صحية و بالغة الضرورة من أجل التطور و النمو.

و الأزمة ظاهرة سايرت مختلف مراحل تطور النظام النقدي الدولي و تضاعفت مع تصاعد ظاهرة العولمة المالية و انفصال الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي. و تعد أزمة 2008 من أسوأ الأزمات التي عرفها التاريخ، و انفجرت هذه الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وانتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف دول العالم. ولم تقتصر الأزمة على الأسواق المالية و النقدية بل تعدتها إلى المؤسسات المالية مثل بنوك الاستثمار و شركات التأمين... الخ.

و لقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

-المبحث الأول: التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

-المبحث الثاني: طبيعة أزمة الرهن العقاري.

المبحث الأول: التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

أن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد الرأسمالي منذ صيف 2007 ليست كغيرها من الأزمات فهي أزمة نابعة من قلب الاقتصاد العالمي "الولايات المتحدة الأمريكية" كما أنها أزمة الابتكارات و الهندسة المالية التي انتشرت في مختلف الأسواق المالية العالمية بفضل العوامة المالية.

المطلب الأول: نشأة و تطور أسواق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و تحويرها

على مدار الثلاثين عاما الماضية شهدت نظم التمويل العقاري تغيرات كبيرة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة فحتى ثمانينات القرن الماضي، خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم و كان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة.

الفرع الأول: نشأة و تطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

شهدت نظم التمويل العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية تغيرا جذريا من هيكل تقدم فيها مؤسسات الإيداع المحلية منح قروض إلى هيكل يتركز في مصارف وول ستريت الرئيسية و شركات الأوراق المالية التي تستخدم أحدث ما أنتجته الهندسة المالية لإعادة تشكيل رهونات في صورة أوراق مالية.

فقد كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 1938 تتألف أساسا من مؤسسات إيداع منظمة مثل البنوك و مؤسسات الادخار و القرض و كانت هذه المؤسسات تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، و بذلك كانت تتحمل المخاطر الائتمانية و مخاطر السوق و مخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل. و لعل من أبرز الخطوات التي انتهجتها الحكومة الأمريكية لتنشيط السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري هو الدور الذي لعبته إدارة الإسكان الفدرالي FHA التي تأسست عام 1934 و إدارة خدمة المحاربين القدامى VA التي تأسست عام 1944 و قد عملت هاتين الإدارتين على حماية المستثمرين في قروض الرهن العقاري، فتقوم الأولى (إدارة الإسكان الفدرالي) بتقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقترض عن السداد، و عملت الثانية (إدارة المحاربين القدامى) على ضمان القروض التي تمنحها المؤسسات لأغراض الإسكان. و كانت الحماية التي تقدمها المؤسسات الحكومية على القروض الممنوحة للذين يصعب عليهم أن يكونوا في مركز قوة تفاوضي على قروض الرهن العقاري، أما القروض ذاتها فكانت تقدمها الشركات العقارية و البنوك المملوكة للملكية لمدعها؛ و بالنسبة للمستثمرين في تلك

القروض أي مشتروها، فهي شركات التأمين التي تشتري القروض التي تقدمها الشركات العقارية. هذا وقد يمتد تاريخ استحقاق قروض الرهن العقاري إلى ثلاثين سنة¹.

و لدعم السوق الثانوي للقروض العقارية و بغية توفير السيولة و مزيد من رؤوس الأموال لهذه السوق ،تم إنشاء مؤسسة الرهن القومية (Federal NationalMortgage Association)(FNMA) عام 1938،و التي تحدت مهمتها حينذاك في تقديم قروض مباشرة للراغبين في الحصول على قروض إسكان . وبعد إعادة تنظيم هذه المؤسسة سنة 1954 أصبح هدفها الرئيسي تنشيط السوق الثانوي للإقراض المؤمن عليها و المضمونة من إدارة الإسكان الفدرالي و إدارة خدمة المحاربين القدامى،و تعود ملكية هذه المؤسسة للحكومة.

و قد أثبتت هذه المؤسسة نجاحها،و شكلت عمليات الإقراض التي قامت بها لتمويل مشترياتها من رهونات العقارية بحلول الستينات من القرن العشرين حصة مهمة من الديون التي في ذمة حكومة الولايات المتحدة الأمريكية . ولتحريك أنشطة (FNMA) خارج نطاق ميزانية التشغيل الاتحادية تم إعادة تنظيم السوق التي ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون سنة 1968 و قد نتجت عن إعادة التنظيم،الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري **جيني ماي (Ginnie Mae)** للتعامل مع رهونات العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدامى و غيرها من برامج الإسكان الاتحادية.و قامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة و مرخصة على المستوى الاتحادي سميت رسميا ب "**فاني ماي**" "Fannie Mae" تحتفظ ببعض التزامات المصلحة العامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض. و لغرض توريق رهونات العقارية التقليدية و توفير المنافسة لفاني ماي التي تم خصصتها حديثا تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري **FHLMS** المعروفة باسم "**فريدي ماك**" "**Freddie Mac**" و ذلك عام 1970².

الفرع الثاني: تحرير أسواق الرهن العقاري:

حتى ثمانينات القرن العشرين خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم فمؤسسات الائتمان الحكومي (و بالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية) قد وضعت حدودا قصوى لأسعار الفائدة و حدودا للقروض العقارية و فترات السداد و أسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري،إلا أنه مع تحرير أسواق الرهن العقاري (الذي بدأ مع أوائل الثمانينات في العديد من البلدان المتقدمة) ظهرت الضغوط التنافسية

¹ منير إبراهيم هندي،"الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات ،الجزء الأول:التوريق"،منشأة المعارف للنشر و التوزيع ص،410-411.

²راندال دود ،"رهونات العقارية مجسات أزمة"،مجلة التمويل و التنمية،ديسمبر 2007 ،ص15-16.

من جهات الإقراض غير التقليدية و كانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلا و اتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص العائلات للحصول على القروض العقارية، غير أن عملية التحرير اتخذت أشكالا متعددة في البلدان المتقدمة. و تستند فرص العائلات للحصول على التمويل المرتبط بالمساكن إلى بعض الخصائص المؤسسية في أسواق الرهن العقاري و هي كالتالي:

-نسبة القرض العقاري إلى قيمة و مدة القرض العقاري: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.

-إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن و السداد المبكر للقرض بدون رسوم: إن إمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للعائلات بالاستفادة مباشرة من ثروتها السكنية و الحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن. و تتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة العائلات على إعادة تمويل قروضها العقارية في حال انخفاض أسعار الفائدة.

-إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: إذ أن تطور أسواق القروض العقارية الثانوية مع تساوي الشروط الأخرى يسهل على المقترضين الحصول على التمويل عبر الأسواق الرأسمالية و تقديم القروض المعيشية للعائلات. وقد تم إعداد مؤشر مركبي لتطورات أسواق الرهن العقاري لبعض البلدان، كمتوسط بسيط لخمس مؤشرات، و يتراوح المؤشر بين الصفر و الواحد، و القيم الأعلى تشير إلى سهولة حصول العائلات على القروض.

الجدول رقم 5: الفروق المؤسسية في أسواق الرهن العقاري الوطنية و مؤشر أسواق الرهن العقاري.

البلد	الاقتراض بضمان قيمة المسكن رقم 1	إعادة التمويل (السداد المبكر بدون رسوم	نسبة القرض إلى القيمة حسب المعتاد (1) %	متوسط مدة القرض المعتاد (سنوات) (1)	إصدار السندات المغطاة من القروض السكنية القائمة (2) (%)	إصدار سندات مضمونة برهونات عقارية من القروض السكنية القائمة (2) %	مؤشر أسواق الرهن العقاري
استراليا	نعم	محدودة	80	25	-	7.9	0.69
النمسا	لا	لا	60	25	2.2	-	0.31
بلجيكا	لا	لا	80	20	-	1.9	0.34
كندا	نعم	لا	60	25	-	3.6	0.57
الدانمارك	نعم	نعم	83	30	57.7	0.1	0.82
فنلندا	نعم	لا	75	17	2.6	-	0.49
فرنسا	لا	لا	80	15	1.6	1	0.23
ألمانيا	لا	لا	75	25	3.6	0.2	0.28
اليونان	لا	لا	75	17	-	6.2	0.35
أيرلندا	محدودة	لا	70	20	4	6.6	0.39
إيطاليا	لا	لا	15	50	-	4.7	0.26
اليابان	لا	لا	80	25	-	4.7	0.39
هولندا	نعم	نعم	90	30	0.7	4.6	0.71
النرويج	نعم	لا	17	14	-	-	0.59
إسبانيا	محدودة	لا	70	20	11.1	5.7	0.40
السويد	نعم	نعم	80	25	10.1	0.9	0.66
المملكة المتحدة	نعم	محدودة	75	25	0.9	6.4	0.58
الولايات المتحدة	نعم	نعم	80	30	-	20.1	0.98

المصدر: صندوق النقد الدولي، "الإسكان و الدورة الاقتصادية"، أفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008، ص 107.

1:البنك المركزي الأوروبي 2003.

2:متوسط 2003-2006.

يظهر من خلال الجدول رقم (4) وجود فروق كبيرة في الخصائص المؤسسية لأسواق الرهن العقاري فيما بين الاقتصاديات، فالولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة و الدانمارك و أستراليا و السويد و هولندا لديها أسواق رهن عقاري أكثر مرونة و هي في نفس الوقت أسواق كاملة، و في هذه البلدان تبلغ نسبة القرض إلى القيمة حسب المعتاد نحو 80% و تبلغ مدة القرض 30 سنة، و يجري تسويق منتجات القروض العقارية المصممة خصيصا للاقتراض بضمان قيمة المسكن على نطاق واسع. كما تنطوي القروض المعتادة على خيار السداد المبكر بدون تعويض المقرض عن خسائر القيمة الرأسمالية أو القيمة السوقية. إضافة إلى ذلك نجد أن الأسواق المالية في هذه البلدان لها أهمية كبيرة نسبيا كمصدر لتمويل القروض العقارية.

المطلب الثاني:محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية و آلية التوريد فيه.

فرع 1: محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية:

إن التحول الذي طرأ على سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2006 جاء بعد سلسلة من النمو الاستثنائي ابتداء من عام 1995 حيث ارتفع عدد الأسر المالكة خلال الفترة (1995-2006) و بلغت القيمة الحقيقية لثرواتها السكنية حوالي (22300) مليار دولار و بذلك أصبح الحلم حقيقة لنحو 15 مليون أسرة، و أدى ذلك إلى ارتفاع أسعار العقارات، من خلال ارتفاع الأسعار و ارتفاع وتيرة ديون الأسر. و قد تزامن ذلك مع تصريح الرئيس كلينتون الذي أكد أن العقار السكني كان دائما أساس الحلم الأميركي و أن الشراكة بين الحكومة الاتحادية و القطاع الخاص قد جعلت الحلم أقرب إلى الواقع لجميع المواطنين؛ و بعدها جاءت تصريحات بوش في نفس السياق و هذه الزيادة في الثروة العقارية سمحت للأسر بتخفيف الخسارة في قيمة أصولها المالية بعد أزمة فقاعة شركات الانترنت (2000-2002)¹.

¹نادية العقون، "العولمة الاقتصادية و:الوقاية و العلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية -" أطرحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في

العلوم الاقتصادية الأزمات المالية، تخصص اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر 2012-2013، باتنة،

الشكل رقم 3: نسبة ملكية المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1970-2006.

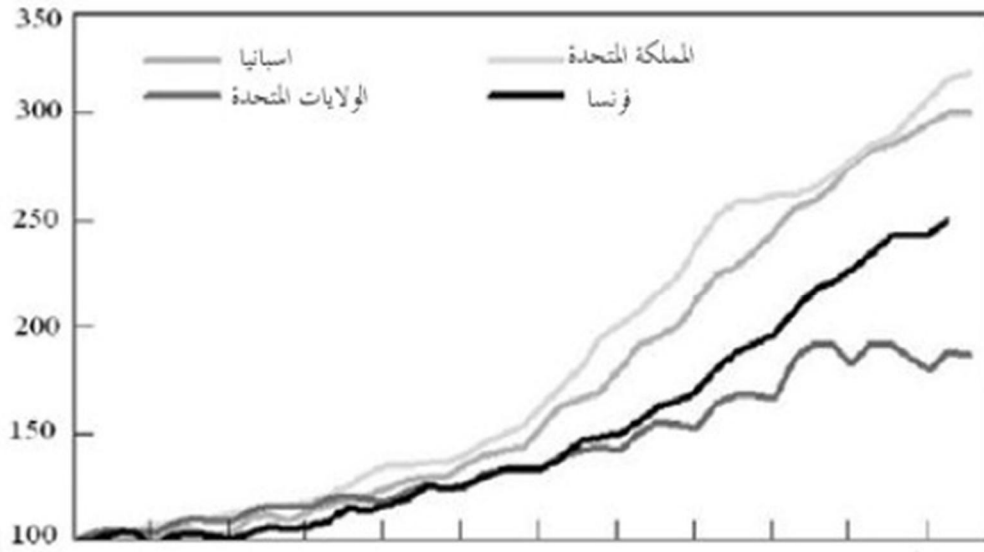


المصدر: نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 48.

إن الارتفاع في أسعار العقارات ما كان ليتم لو لم يكن هناك بعض الظروف الاستثنائية التي ساعدت على ذلك، أما بالنسبة للأسر التي استفادت من هذه القروض فتتنمي إلى جميع فئات السكان و لكن هذا النمو كان الأقوى بين الفئات التي كانت في السابق مستبعدة من مصادر التمويل و هي الأقليات السود و البيض من أصل إسباني و الشباب و الأسر ذات الدخل الضعيف.

و هذا الوضع يكون الأكثر صعوبة عندما تكون القروض مبنية على أساس الدخل المصرح به دون التحقق من قبل البنك و هذه الممارسة برزت و أصبحت أكثر شعبية منذ عام 2002 حيث كانت الطريقة الوحيدة لحصول عدد معتبر من الأسر الأمريكية على قروض و امتلاك عقار هو تضخيم دخلها.

الشكل رقم 4: تطور أسعار العقارات في بعض الدول المتقدمة



المصدر: نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 149.

لقد ارتفعت أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2000-2006) بما يقرب 60% قبل أن تبدأ بالانخفاض انطلاقاً من صيف 2007. وكانت هذه الزيادة في الأسعار نتيجة للارتفاع الكبير في الطلب على المساكن و الندرة النسبية في العرض بسبب نقص الأراضي المتاحة للبناء في الولايات الأكثر تحضراً و علاوة على ذلك فإن الطلب على المساكن ارتفع بشكل ملحوظ بسبب سهولة الحصول على الإقراض العقاري، و التوقعات المفرطة حول الارتفاع المتواصل في أسعار العقارات و السياسة النقدية التوسعية التي اتبعتها الحكومة الأمريكية.

إن محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية تظهر مختلفة تماماً و ذلك حسب المناطق و في هذا الإطار يمكن أن نميز بين نمط نمو الأسعار في المناطق "الريفية" و نمط نموها في المناطق "الحضرية"، ففي المدن الريفية تظهر الأسعار الحقيقية للمنازل مستقرة نسبياً على عكس المدن الكبرى في الغرب و الشمال الشرقي التي عرفت فيها الأسعار تقلبات هامة في العقود الأخيرة (انظر إلى الملحق رقم 1) كما أنها تتغير بشكل أكثر دورية حول اتجاه متزايد منذ 1975. إن الاختلاف في اتجاه الأسعار بين المناطق الريفية و المدن الكبرى يفسر أساساً من خلال خصائص عرض المنازل ففي المناطق الريفية تكون فرص بناء منازل جديدة غير محدودة تقريباً، كما أن الأسعار الحقيقية للمنازل على المدى الطويل تعتمد فقط على تكاليف البناء أما في المدن الكبرى فإن هناك ندرة في عرض المنازل و التي زادت بشكل كبير انطلاقاً

من سنة 1970 نظرا لتشدد السلطات في توزيع رخصات البناء؛ وهو ما يجعل الطلب على المساكن هو المحدد الرئيسي للأسعار.

فرع 2: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأميركي.

أولا- مفهوم التوريق: قبل التطرق إلى آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأميركي وجب علينا التعرف على عملية التوريق.

أ- تعريف التوريق:

يعرف التوريق بأنه عملية إجراء مبادلة الديون المستحقة على الشركات أو الأفراد أو الدول بأوراق مالية متداولة بالبورصة سواء كانت في شكل أسهم أو سندات. إن أسلوب مبادلة الديون أو التوريق قد تم تطبيقه منذ أزمة الكساد العالمي خلال الفترة 1929-1933 من القرن الماضي¹ (فمثلا بعد نهاية الحرب العالمية الثانية 1945 فرضت الدول المنتصرة على ألمانيا مبادلة الديون بأسهم و سندات و أصول عقارية ألمانية).

وبصفة عامة فالتوريق يعني الممارسة التي من شأنها تجميع أكبر عدد من القروض الممنوحة غير قابلة للتسييل و تجميعها في وعاء و استخدامها في إصدار أوراق مالية لبيعها للمستثمرين. و بناء عليه فإن الأوراق المالية المصدرة من هذا الوعاء تكون كذلك من قوة هذا الوعاء و متانته. أو بمعنى آخر التوريق يعني تلك الأصول المدعومة بأوراق مالية، فالمؤسسة المالية أو الشركة التي تمتلك هذه الأصول يمكن أن تطلق عليها اسم المؤسسة المنشئة فبعد أن يتم تعيين الأصول التي تستخدم في عملية التوريق فإن المؤسسة المنشئة تقوم بنقل ملكيتها إلى كيان خاص يخلق لهذا الغرض و يسمى وسيلة خاصة لتحقيق غرض التوريق و هذه الوسيلة سوف تشكل على أساس كيان قانوني منفصل عن المؤسسة المنشئة، بحيث أن الأصول المنقولة ملكيتها من الأخيرة ستكون بمعزل عن مخاطر الائتمان الممنوحة للمؤسسة المنشئة².

ب- محددات نجاح عمليات التوريق:

لإنجاح عملية التوريق لابد من توفير الشروط الآتية³:

- وجود سوق نشطة للأوراق المالية.

¹ عبد الحميد عبد المطلب، "الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية: أزمة الرهن العقاري"، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، مصر ، 2009، ص137.

² أحمد عبد الرحمن المحم، محو أحمد الكندري، "عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية و عمليات التوريق"، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2004، ص145-146.

³ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص139.

-وجود مؤسسات متخصصة في تداول الأوراق المالية لزيادة الاستثمار و تنشيط سوق الأوراق المالية.

-بناء منظومة من المؤسسات و شركات توريق الديون.

-تدريب العاملين في هذا المجال بالمؤسسات المالية الدولية المتخصصة و استخدام الخبراء الدوليين في بداية التجربة.

-إصدار القوانين و القواعد المنظمة لعملية توريق الديون.

ج-مزايا عملية التوريق:

تتمثل مزايا عملية التوريق فيما يلي¹:

-يوفر التوريق مصادر تمويلية بديلة و فاعلة إذ يمنح وسائل نفاذ لأسواق رأس المال، وبتلك الوسائل سيكون من الممكن زيادة مصادر التمويل مع تقليل مخاطر الائتمان فكثير من المستثمرين يفضلون شراء أوراق مالية عالية التصنيف حتى من دون المعرفة التامة للأصول التي تمثلها.

-يعد التوريق أكثر جاذبية من القرض التقليدي بالنسبة للمؤسسة المنشئة (المقترض)، و لعل السبب وراء ذلك يعود أن الأصول محل التوريق سوف تحصل على درجة تصنيف أو استثمار أفضل من الأصول المملوكة بشكل مباشر للمؤسسة المنشئة.

- يعمل التوريق على إعادة تخصيص المخاطر و تنويعها فالتوريق يمكن المؤسسة المنشئة من تحويل مخاطر الائتمان المتعددة لعدة أصول إلى خطر ائتماني واحد.

-يمكن التوريق المؤسسة المنشئة من الحصول على السيولة النقدية بفائدة منخفضة مقارنة بالقرض التقليدي، و في نفس الوقت ستحصل على رسوم خدمة أو دخل إذ هي قامت بإدارة الأصول محل التوريق؛ و غالبا ما يعهد إليها بالإدارة لأنها الأقدر على ذلك.

-التوريق سيجنب المؤسسة المالية مشكلة عدم التطابق فالمقصود بمصطلح عدم التطابق في علم الأصول التمويل أن المؤسسات المانحة للائتمان تعتمد في تحقيق إيراداتها على الفرق سعر الفائدة على الأموال المودعة لديها و سعر الفائدة على الأموال المقترضة منها، إلا أن منح الائتمان هذا يجب أن يكون مقرونا بحصول تطابق بين المدّة الزمنية للأموال المودعة لدى هذه المؤسسات و المدّة الزمنية للقروض. فعملية التوريق ستعمل على تجنب المؤسسة المنشئة قلق وجوب المطابقة، فأصول المؤسسة المنشئة قد تكون عبارة عن قروض طويلة الأجل، كالقروض العقارية طويلة الأجل المضمونة برهن بفائدة ثابتة قد تصل إلى 20 إلى 30 سنة و قد يتم رفع سعر الفائدة لأي سبب.

¹ احمد عبد الرحمن الملحم، مرجع سبق ذكره، ص147.

فرع 2: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري الأميركي:

قامت جيبي ماي بضمان تسديد الفوائد و الأصل في تاريخ استحقاقها حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التوقف عن السداد و يعتبر هذا الضمان بمثابة حجر الأساس للتوريق فهو نقطة تحول مهدت الطريق أمام المهندسين الماليين لوضع الأساس لإمكانية تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة تجعل سوق تداولها نشط. وتبدأ خطوات هذه الفكرة بقيام الجهة المقدمة لتلك القروض ببناء محفظة منها ثم إصدار سندات في مقابلها بقيمة اسمية صغيرة تجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بالقروض التي تتسم بضخامة قيمة كل منها¹.

و تتضمن عملية التوريق بجميع الرهونات العقارية في وسيلة ذات غرض خاص و هي ببساطة شركة مسجلة عادة في الخارج لا يفرض ضرائب، ويسمح التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية بالحصول على إيرادات من الأرباح على أنشطتها لضمان التغطية، دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان أو السوق أو السيولة لأنها تبيع القروض التي تبرمها، و يمكن للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية أن تعيد شراء مخاطر السوق عن طريق شراء السندات المالية؛ و يحصل المستثمرون على رهونات عقارية أكثر سيولة و تنوعا. كما تحصل سوق الرهن العقاري على أرباح مجزية و إيرادات من الفوائد، و يحصل مصدرها السندات المالية المضمونة برهونات عقارية أرباحا عن ضمان التغطية و تكسب فاني ماي و فريدي ماك أرباح ضمان لإصداراتها المورقة².

و لضمان الاستثمار في الأصول العقارية تفننت الهندسة المالية في تصميم توريق السندات من قروض الرهن العقاري بشكل جعل الاستثمار في تلك السندات يتسم بالأمان إلى حد كبير بينما يفوق سعر الفائدة الذي تحمله معدل العائد الخالي من المخاطر و إن كان أقل من سعر الفائدة على القروض التي تم توريقها، سندات من هذا النوع لا بد و أن تتسم بدرجة عالية من السيولة. فانخفاض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في تلك الأوراق يقابلها انخفاض في سعر الفائدة المتولد عنها. ولتحقيق الأمان للمستثمرين في تلك السندات تستخدم محفظة القروض محل التوريق كرهن للسندات وذلك لدى طرف ثالث (حارس) تقع عليه أيضا مسؤولية التأكد من التزام الجهة المصدرة بكل شروط الإصدار كما تضمنتها نشرة الاكتتاب. وتظل الجهة المنشئة لقروض الرهن العقاري مسؤولة عن خدمة المحفظة، بما في ذلك تحصيل أصل و فوائد القروض التي منها تسدد الفوائد والقيمة الاسمية للسندات التي تم توريقها. و يتابع الحارس على الدوام رصيد القروض للتأكد من المحافظة على نسبة السندات التي تم توريقها إلى ذلك الرصيد، و إذا ما انخفض الرصيد بسبب السداد

¹ هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 421.

² راندال دود، مرجع سبق ذكره ص 16.

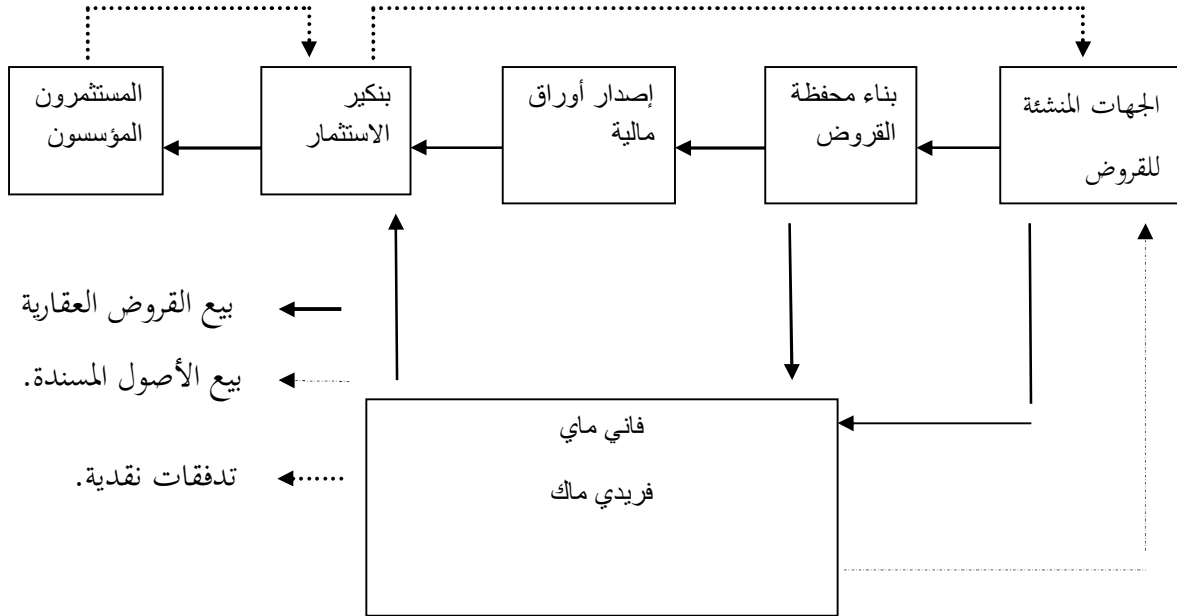
المبكر لقيمة بعض القروض أو توقف بعض المقترضين عن السداد تلتزم الجهة المصدرة بإحلال قروض جديدة محلها¹. إذ قد يوجد المزيد من الضمانات، فبعض تلك القروض أو كلها قد تكون مضمونة من قبل إدارة الإسكان الفيدرالية أو إدارة المتطوعين؛ و إذا ما كانت المحفظة غير مضمونة من أي من هاتين الإدارتين، حينئذ قد تسعى الجهة المنشئة للحصول على خطاب ضمان من البنك يدعم مركزها ضد احتمال توقف بعض المدينين عن سداد الفوائد إضافة إلى قيمة القروض المكونة للمحفظة محل التوريق. إنها ميزة إضافية للمستثمر في تلك السندات لا بد أن يدفع ثمن في مقابلها، الثمن هنا قد يتمثل في سعر فائدة منخفض على السندات المورقة، أو تخفيض نسبة التغطية أي نسبة السندات المصدرة إلى قيمة القروض التي تتضمنها المحفظة².

فرع 3- خطوات توريق الرهن العقاري:

تتمثل الجهات المنشئة للقروض، التي يشير إليها الشكل رقم 2، في شركات الإقراض العقاري والبنوك المملوكة لمودعيها، والبنوك التجارية وما يماثلها، التي عادة ما تقوم ببناء محفظة من تلك القروض. أما بالنسبة للجهات المنشئة التي تمتلك محفظة قروض صغيرة، لا تسمح لها ببناء محفظة يتم توريق محتوياتها، فإنها تبيع تلك القروض لفاني ماي، أو لفريدي ماك التي تقوم بدورها ببناء تلك المحافظ. وبمساعدة بنكي استثمار، يتم إصدار أوراق مالية تباع للمستثمرين المؤسسيين مثل صناديق الاستثمار، وشركات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات و ما يماثلها. كما قد تشتري تلك الأوراق التي يتم توريقها من قبل الجهات المنشئة للقروض العقارية ذاتها وذلك كنوع من الاستثمار. على أساس أن تلك الأوراق تتميز بمستوى سيولة جيد مما يعني سهولة التصرف فيها عندما يقتضي الأمر، ويطلق على الأوراق التي يتم توريقها من محافظ فريدي ماك وفاني ماي بالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (Mortgage Backed Securities (MBS).

¹ هندي منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 425-426.
² نفس المرجع السابق، ص 426.

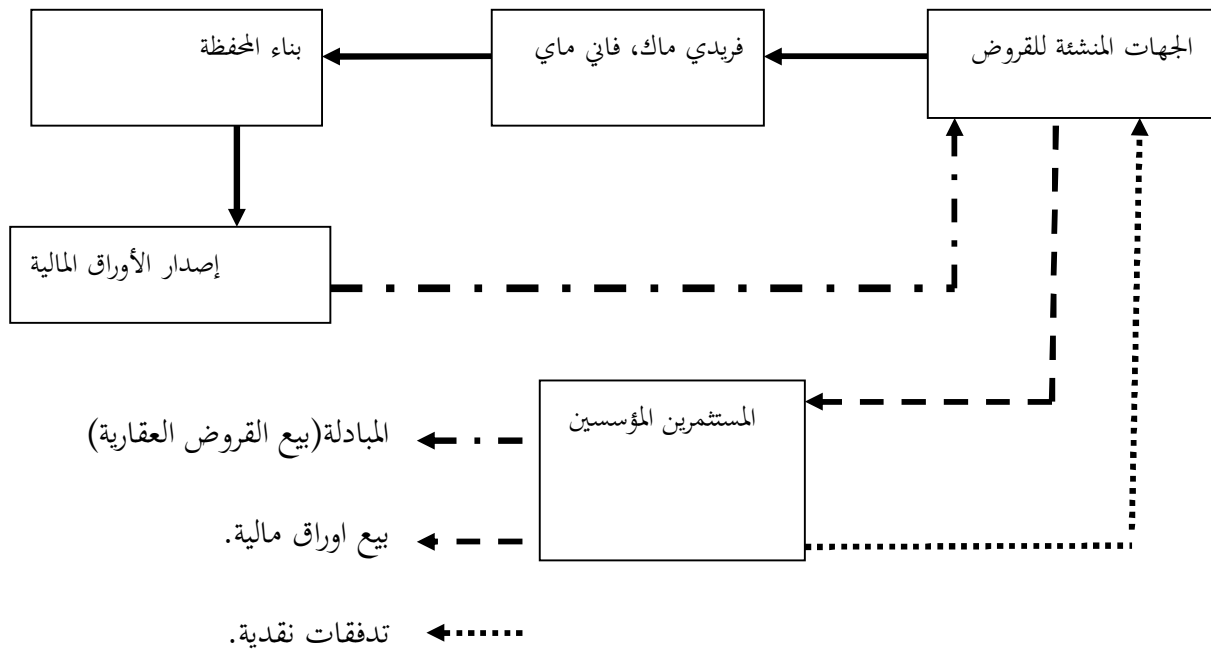
الشكل رقم 5: خطوات عملية توريق الرهن العقاري



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 436.

أسهمت الهندسة المالية في عام 1981 في تطوير برنامج للشركة الفيدرالية لقروض الإسكان أتبعها برنامج لمؤسسة الرهن القومية الفيدرالية أطلق عليه برنامج المبادلة، ووفقاً لهذا البرنامج تقوم "فريدي ماك" و "فاني ماي" بشراء القروض العقارية من الجهات المنشئة لها، ثم تقوم ببناء محفظة منها بهدف توريق محتوياتها على أن يعاد بيع تلك الأوراق للجهات المنشئة لها، ويمكن لتلك الجهات أن تحتفظ بتلك الأوراق أو أن تعيد بيعها إلى مستثمرين مؤسسين (كصناديق الاستثمار، شركات التأمين على الحياة) ليعاد استخدام حصيلتها في تقديم قروض جديدة.

الشكل رقم 6: برنامج المبادلة



المصدر: منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص439.

إن خدمة المبادلة تعد جوهرية خاصة للشركات و المؤسسات الصغيرة المنشئة لقروض الرهن العقاري، فالشركات و المؤسسات الكبيرة يمكنها الاضطلاع بعملية التوريق بنفسها أما الشركات و المؤسسات الصغيرة التي لا يملك أي منها محفظة بحجم يجعل عملية التوريق اقتصادية فإنها عادة ما تبيع القروض للشركة الفيدرالية و مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية اللذان يقومان بدورها ببناء محافظ كبيرة ثم يقومان بتوريق محتوياتها؛ أما الثمن المدفوع لشراء القروض لكل جهة من الجهات المنشئة في مقابل عمليات التوريق¹.

¹ نفس المرجع السابق، ص439.

المبحث الثاني: طبيعة أزمة الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري هي التوسع الهائل في منح القروض العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية مقابل سعر فائدة أعلى و الهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح. سارت الأمور على هذا النحو لعدة سنوات و بشكل جيد، لكن مع تراجع أسعار المنازل و مع تراجع النمو الاقتصادي الأمريكي أصبحت هناك عقارات بمئات المليارات يعجز من حصولها عليها تسديدها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة:

إن أزمة 2008 هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني و ذلك راجع إلى إسراف المؤسسات المالية في إصدار الأصول المالية، و بالتالي زاد حجم المخاطر بحيث إذا عجز أحدهم عن السداد سوف تتوقف مؤسسات و شركات أخرى عن سداد ديونها و يتبع ذلك انهيار النظام المالي بأكمله¹.

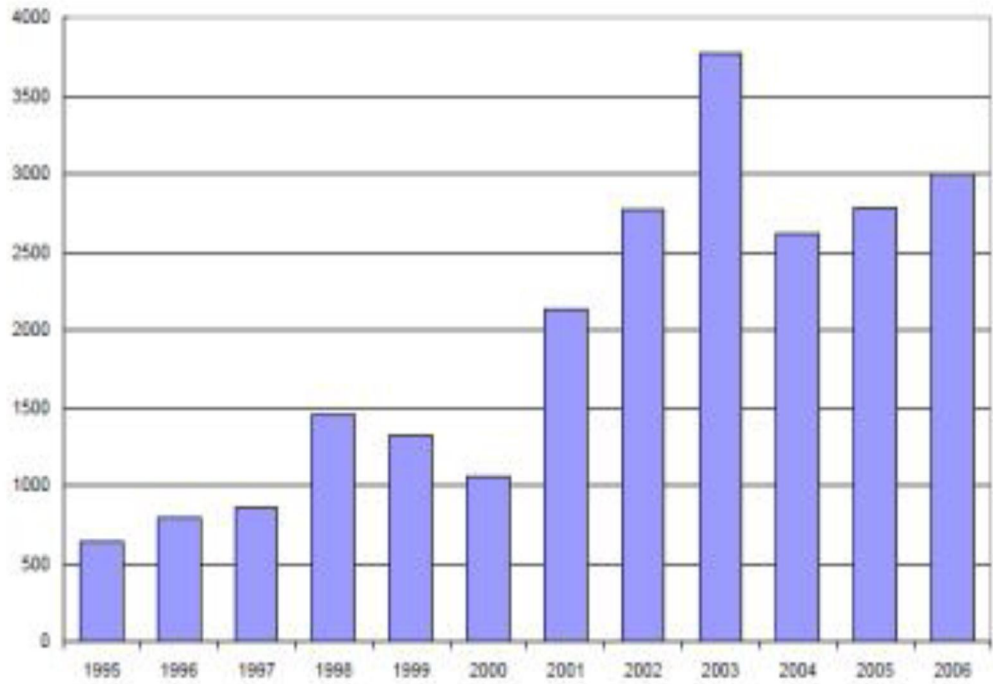
في البداية، عادة ما كانت البنوك الأمريكية تقوم بتمويل عمليات الإقراض بنظام الرهن العقاري ويتم التمويل من حصيلة الإيداعات التي تقدم لديها من إيداعات عملائها، ومعنى ذلك أن حجم التمويل العقاري كان محدودا و هو ما يسمى (Traditional Model) ففي ظل هذا النظام خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس في الأسواق المجزأة، وقد وضعت القواعد التنظيمية حدودا قصوى لأسعار الفائدة وحدودا للقروض العقارية وفترات السداد وأسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري، حيث استمر هذا النموذج حتى ثمانينيات القرن العشرين. لكن، ومع دخول عصر العولمة الاقتصادية وما أنتجته من عولمة مالية تزايدت عمليات تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، ودخول ما يسمى بمرحلة "الليبرالية الجديدة". وبدأت تنشأ وتزايد قوة تسمى بالسوق الثانوية للرهن العقاري التي خلقت سهولة ومرونة كبيرة للغاية في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال، ومع نمو نشاط التوريق و المشتقات المالية كل ذلك أدى إلى تشجيع مجموعة كبيرة

¹ محمد محمود المكاوي، "الأزمات الاقتصادية العملية: المفهوم، النظريات التي تفسر الأزمات دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات"، دار الفكر و القانون، المنصورة، 2012، ص 187.

من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري، والتي استخدمت مصدر إضافي لزيادة السيولة من خلال آلية إصدار السندات لغرض تمويل إضافي للرهن العقاري وهو ما يسمى بـ "Sub-Prime Model" حيث أن هذا النموذج أتاح زيادة هائلة في السيولة ووفرة غير مسبوقه فيما أطلق عليه الاقتصاد الجديد أو الاقتصاد الافتراضي.

إن العوامل السابقة الذكر مضافاً إليها تشجيع حكومة الولايات المتحدة الأمريكية للشركات على الإقراض بطريقة مندفعة وغير سليمة من وجهة نظر استثمارية، والإقبال الشعبي الكبير على تملك منزل بدون أخذ بعين الاعتبار الوضع المالي للمقترض، واحتمالات حركة السوق في المستقبل نتيجة السهولة النسبية للحصول على القرض، ساهمت في تمهيد الطريق للأزمة . أفرزت هذه العوامل مجموعها حالة من التنافس الشديد بين البنوك، فقامت بزيادة حجم قروضها لتزيد من أرباحها ومع ازدياد حدة المنافسة فيما بينها قلت الشروط المطلوبة من المقترض وذلك لتفتح البنوك لنفسها مجالاً أوسع للإقراض، فرفعت البنوك من نسبة إقراض ما يسمى الرهون العالية المخاطر وهي الرهون العقارية التي تعطى لأشخاص لا يتمتعون بالمواصفات اللازمة للرهن، أي أن مخاطر تخلفهم عن السداد عالية فهم الأشخاص أصحاب الدخل المنخفض الذين يملكون سجل مالي ضعيف . تفاقم هذا الشكل من الرهون حتى وصل في عام 2006 إلى 20 % من قيمة كل أشكال رهن العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، لذلك فقد أطلق على الأزمة أزمة الرهون العالية المخاطر حيث شجعت إدارة كلينتون، ومن قبلها وبعدها إدارات بوش الأب والابن على هذا الإقراض، وترافق هذا الشكل من الرهن مع آلية إقراض ساهمت مساهمة أساسية في حدوث الانهيار المالي، حيث حددت قيمة الفائدة على القرض في الكثير من الحالات وفق صيغة تسمى بـ "فائدة الرهن القابلة للتعديل (ARM)" وهي فائدة تعدل بشكل دوري ومستمر اعتماداً على عدة عوامل، وقد مثلت % 80 من فوائد رهون العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية.

الشكل رقم 7: الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية

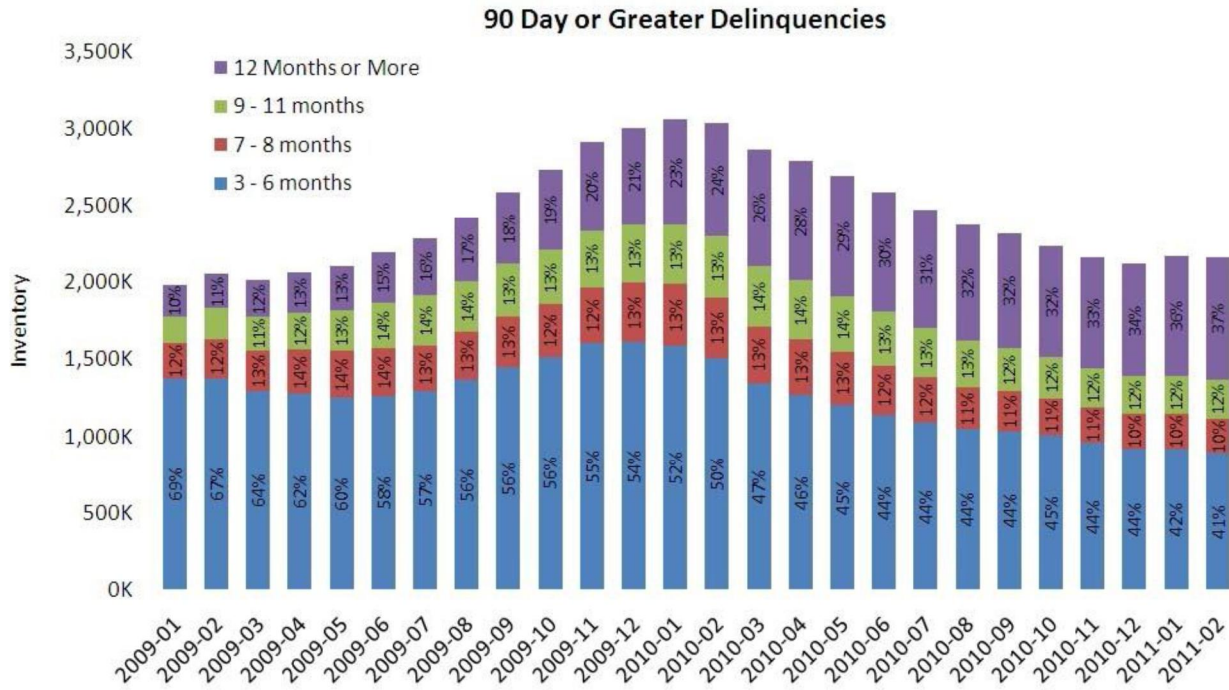


Source : René RICOL, Rapport sur la crise financière, Mission confiée par le Président de la république dans le contexte de la présidence française de l'Union européenne 2008, P25.

<http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000587/0000.pdf>. (vu le 25/03/2015).

مثل عادة أي فقاعة كان لابد أن ينتهي الأمر بانفجارها وكان انفجارا مدويا بدأ منذ 2006 وبالطبع قد انفجرت هذه الفقاعة من أكثر أطرافها ضعفاً وهي الرهون العالية المخاطر. وكان انفجار هذه الفقاعة نتيجة طبيعية لقوانين السوق. فعندما بدأت أسعار العقارات بالارتفاع بسبب الطلب المرتفع بدأت حمى البناء تتسارع بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية حتى وصلت السوق إلى حالة تشبع، وبدأ العرض يزيد عن الطلب، عندها بدأت أسعار العقارات بالانخفاض مشكلة بداية لسلسلة من الأزمات المتلاحقة. أدى الميل المستمر نحو انخفاض أسعار العقارات إلى التأثير على فائدة الرهن القابلة للتعديل فارتفعت أسعار الفائدة على الرهون العقارية وأصبح دفع المبالغ المستحقة يزداد صعوبة على المقترضين حتى بدأ العديد منهم بالتخلف عن الدفع، كما أن قروض المخاطر العالية بدأت بالتخلف عن الدفع هي الأخرى، فبدأت أسعار العقارات تدور في حلقة مفرغة من الهبوط المستمر، فعند تخلف أحد المقترضين عن الدفع يصادر بيته من قبل أصحاب الرهن ليعرض للبيع، مما يعني أن عرض العقارات سيزداد فتتخفف أسعارها لتعود أسعار الفائدة للارتفاع مرة أخرى فيزداد أعداد المتخلفين عن الدفع وهذا ما جرى.

الشكل رقم 8: عدد الأفراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوماً

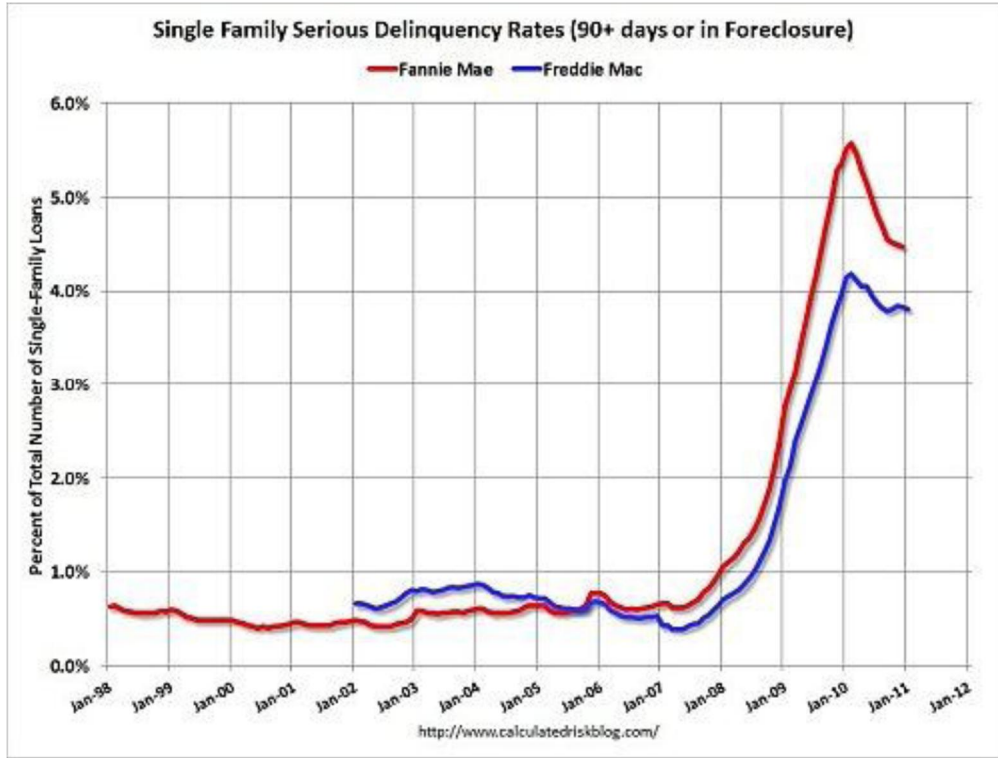


source : Jean-Christophe Duplate, la crise des subprimes est-elle finie !?, sur le site :

. <http://portofino.over-blog.com/article-la-crise-immobiliere-est-elle-finie-70449326.html>
Vue le 25 /03/2015.

أنتج ذلك حلقة مفرغة أخرى تمثلت في توقف البنوك عن تقديم القروض بسبب انقطاع السيولة التي كان يحصل عليها البنك من خلال تحصيل دفعات القروض وفوائدها، فتوقف هو بدوره عن الإقراض الأمر الذي أدى إلى انخفاض مبيعات العقارات، فازداد انخفاض سعرها حتى وصلت قيمة الرهن في العديد من الحالات إلى أكثر من قيمة المنزل نفسه، وهكذا أخذ الاقتصاد يدور في هذه الحلقات الجهنمية باتجاه الهاوية إلا أن هذه الفقاعات مع ذلك لم تكن أسوأ مما ينتظر الاقتصاد الأمريكي، فبالرغم من أن أشكال القروض وطرق احتساب الفائدة تركت الاقتصاد الأمريكي في حالة هشّة للغاية، إلا أن ما ترتب على هذه العوامل فيما بعد كان أكثر فداحة. بالرغم من أهمية وضخامة أزمة الرهن العقاري إلا أنّها شكلت أيضاً بداية لمجموعة أخرى من الأزمات فأدت إلى انفجار مجموعة من الفقاعات المرتبطة بها و أولى هذه التأثيرات كانت انهيارات هائلة الحجم فيما يسمى نظام الظل المصرفي SBS وشركات مثل فاني ماني و فريدي ماك.

الشكل رقم 9: نسبة تعثر المقترضين عن السداد لأكثر من 90 يوما لدى شركة فاني ماي و فريدي ماك



source : Jean-Christophe Duplate, la crise des subprimes est-elle finie !?op cit.

لكي تقوم البنوك و مؤسسات نظام الظل المصرفي SBS و المؤسسات المالية الأخرى بحماية نفسها من أي خطر قد ينتج عن تخلف المقترضين عن الدفع قامت بالتأمين على استثماراتها عن طريق ما يسمى أدوات مقايضة مخاطر الائتمان CDS و هي نوع من المشتقات المالية و هي عبارة عن مبالغ من المال تدفع إلى شركة التأمين؛ مثل المجموعة الأمريكية AIG بعد بنك ليمان براذرز حيث عند تخلف المقترضين عن الدفع تقوم هذه الشركة بالتعويض عن المبالغ المستحقة. قامت شركات التأمين و على رأسها الشركة العملاقة AIG بطرح أدوات مقايضة مخاطر الائتمان في سوق الاستثمار المالي حيث تم استخدام هذا النوع من المشتقات المالية لأغراض المضاربة، وفي خضم حمى المضاربة تكونت فقاعة مالية هائلة الحجم بكل المعايير بلغ حجمها 45 تريليون دولار في بداية 2008 بهذا تكون عوامل الكارثة قد نضجت، فتراكمت الفقاعات المالية المتداخلة والمعتمدة على بعضها، وفي سنة 2006 كانت الفقاعات قد بلغت أقصى حجم لها، وعندما زاد حجم العرض في سوق العقارات الأمريكية عن الطلب وبدأت أسعار العقارات بالانخفاض كان ذلك بداية الكارثة، وانطلق ما يمكن تسميته بتأثير "الدومينو" أدى انخفاض أسعار العقارات إلى تخلف المقترضين عن السداد، فبدأت عملية واسعة من الحجز على المنازل وعرضها للبيع، وأخذ هذا الاتجاه بالتعمق تدريجي حتى وصلت العقارات المحتجزة والمعروضة للبيع في أوت 2008 إلى 9,2 % من قيمة كل العقارات المرهونة في الولايات المتحدة

الأمريكية وارتفع هذا الرقم إلى % 14,4 في سبتمبر 2009 وانعكس هذا في النهاية على البنوك التي بدأت تعاني من نقص في السيولة وعلى مؤسسات نظام الظل المصرفي بالتالي على المستثمرين في الأوراق المالية التي تصدرها هذه المؤسسات، فعند توقف المقترضين عن الدفع انخفضت أسعار هذه الأوراق ثم انتقل هذا التأثير إلى شركات التأمين التي تتعامل بالمشتقات المالية التي لم تستطع تغطية مبالغ التأمين المطلوبة منها لضخامتها، فبدأت سوق أدوات مقايضة مخاطر الائتمان بالانهيار. إن هذه السلسلة وهذه الخسائر الهائلة أدت إلى نقص هائل في السيولة وبالنتيجة توقف شبه تام لعجلة الاقتصاد مما هدد بالخطر اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية-صاحبة أكبر اقتصاد بالعالم-وبالتالي الاقتصاد العالمي. بدأت الإدارة الأمريكية بمحاولات لمعالجة الأزمة، فقامت بإقرار مساعدة مالية هائلة تفوق 700 مليار دولار لمساعدة البنوك والشركات وقدمت أغلب هذه المبالغ لمعالجة أساس الأزمة لدعم شركات مثل فاني ماي و فريدي ماك كما قدم مبلغ 180 مليار دولار لدعم شركة AIG كل هذا في محاولة لمعالجة مشكلة نقص السيولة وزيادة الثقة المتدهورة بالوضع الاقتصادي وتشجيع البنوك على الإقراض.

ومما سبق يمكننا إدراك مدى خطورة هذه الأزمة نظرا لعدد الأمريكيين الذين فقدوا أصولهم وملكيتهم العقارية المرهونة والذي بلغ عددهم مليوني أمريكي ليصبحوا بعد ذلك مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم من جهة، ومن جهة أخرى أصبحوا في تعداد المشردين، اللاجئيين، المهاجرين، الفقراء والمساكين. ونتيجة لتضرر البنوك الدائنة بسبب عدم سداد المقترضين لقروضهم هبطت قيم أسهمها في البورصة وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها. (انظر الملحق 2).

المطلب الثاني: أهم المحطات التي مرت بها أزمة الرهن العقاري و عدوى انتقالها.

فرع 1: أهم المحطات التي مرت بها أزمة الرهن العقاري:

يمكن تلخيص أهم المحطات التي مرت بها الأزمة المالية العالمية فيما يلي¹:

- فيفري 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (المنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكشف في الولايات المتحدة الأمريكية و يسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أوت 2007: البورصات تندهور أمام اتساع الأزمة و البنوك المركزية تتدخل لدعم السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى تعلن انخفاض في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري .
- 22 جانفي 2008: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% و هو إجرام استثنائي، ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي و أبريل 2008.

¹ <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.html//>

- 17 فيفري 2008: الحكومة البنكية تؤمم بنك "نورذرن روك".
- 11 مارس 2008: تضافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض.
- 16 مارس 2008: "جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
- 07 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال الرهون العقارية فريدي ماك و في ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة مالياتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك ليمان براذرز بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش".
- عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين توقفت البنوك المركزية على فتح مجالات القرض، غلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي و الحكومة الأمريكية تؤمم اكبر مجموعة تأمين في العالم "ايه آي جي" "AIG" المهدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها و البنوك المركزية تكثف العمليات الهادفة إلى تقديم السيولة للمؤسسات.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو إس" المهدة بالإفلاس، و السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها الغير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي "جورج بوش" يوجه نداء إلى التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، و الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية .

-26 سبتمبر 2008: انخيار سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، و في الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.

-28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، و في أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا، هولندا و لوكسمبورغ و في بريطانيا تم تأميم بنك "برادفورد وينغلي".

-29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وول ستريت تنهار بعد تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.

-01 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

وقد حذر كبير الخبراء الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي سابقا (سايمون جونسون) من حدوث ركود عالمي جراء الأزمة المالية المدمرة التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا و أشار جونسون إلى أن خطة الإنقاذ الأمريكية التي تبلغ قيمتها 700 مليار دولار و التي مررها الكونغرس الأمريكي و وقع عليها الرئيس السابق جورج بوش لا تعدو كونها إجراء طارئاً لن يحول دون انكماش خطير لأكبر اقتصاد في العالم. و أضاف جونسون أن الولايات المتحدة الأمريكية تسير في أحسن تقدير نحو ركود اقتصادي حاد، كما توقع أن يصاب العالم بركود و ليس كسادا مضيفا أن التحرك الدولي لمعالجة الأمر في غاية الأهمية لاستعادة الثقة في أسواق الائتمان، و يأتي تحذير الخبير بعد سلسلة من الانتقادات للإدارة الأمريكية و نظامها الاقتصادي بسبب تداعيات الأزمة المالية على المستوى العالمي.

فقد وصف رئيس الحكومة الكندية ستيفن هاربر الوضع الاقتصادي الأمريكي بأنه كارثي مرجعا السبب في ذلك لما وصفه بسياسات غير مسؤولة، و اعتبر أن الولايات المتحدة الأمريكية ارتعبت أمام الأزمة المالية و قال إن بلاده لم تتبع نفس السياسات التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية بل اعتمدت خيارات مختلفة. و سبق ذلك مطالبة الرئيس الروسي "ديمتري ميدفيديف" بإقامة نظام اقتصادي مالي جديد أكثر عدلا يقوم على تعدد الأقطاب و سيادة القانون و الأخذ بالمصالح المتبادلة، معتبرا أن ما سماه عهد الهيمنة الاقتصادية الأمريكية قد ولى.

و من جانبه عبر رئيس الوزراء الروسي "فلاديمير بوتين" عن موقف مماثل و قال إن الأزمة المالية العالمية ناتجة عما سماه -عدم مسؤولية النظام المالي الأمريكي- و قبل إقرار مجلس النواب خطة الإنقاذ قال الاقتصادي "جوزيف ستيجلتر" إنهما لن تتمكن من إعادة الاستقرار تماما للاقتصاد؛ و أضاف أن الخطة ربما تمنع حالات إفلاس و تحول دون ضياع الرهون العقارية التي كانت سببا في الأزمة المالية لكنها لن تحقق توازنا ماليا للأسواق. و فيما يتعلق بمستقبل الوضع الاقتصادي

توقع ستيغلتر أن تشهد المرحلة المقبلة انخفاضا في الإنفاق و تراجعاً في الاستهلاك و في الناتج المحلي، و طالب بوجود مساعدة الناس على الاحتفاظ بمنزلهم.

فرع 2: عدوى انتقال أزمة الرهن العقاري.

سرعان ما انتشرت أزمة الرهن العقاري، التي وقعت في أوت 2007 ، مع انحراف السوق الأمريكية للرهن العقارية عالية المخاطر عن مسارها الصحيح بسبب تراجع أسعار العقار، وامتد أثرها لتلحق أضرارا بالغة بالأسواق والمؤسسات المالية في النظام المالي. و عموماً يمكن تلخيص قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري فيما يلي:

أولاً - آلية التوقعات و دور سلوك المستثمرين:

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة و خاصة المستثمرين و المضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها و تتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية و نفسية معقدة، الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة و لا تستند بالضرورة إلى المنطق أو الرشد الاقتصادي. و يصنف الاقتصاديون التوقعات إلى توقعات متفائلة و توقعات متشائمة فإذا تفاؤل المستثمرون أو المضاربون حول المستقبل فإنهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم و مضاربتهم، أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة، و نظراً للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحداً لا يستطيع التنبؤ باتجاهاتها و على صعيد أزمة الرهن العقاري لعبت التوقعات دوراً كبيراً و ساهمت في تفاقم الأزمة، فانفجار الفقاعات العقارية قد أوجع حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية و حول قيمة الأصول المالية؛ الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، و دفع بالبنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو الأفراد مما ساهم في ارتفاع معدلات الفوائد و خلق شح في السيولة، و من جهة أخرى أدت التوقعات المتشائمة إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين و المضاربين و دفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم و غيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة؛ الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار الاقتصادي¹.

ثانياً - قناة الأسواق المالية:

قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية الرئيسية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية و اقتصادية عالمية نظراً لتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول، و توجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استناداً إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه السوق. و بما أن السوق

¹ عقبه عبد اللاوي، نور الدين جوادي، "الأزمات المالية سجل التدويل و أطروحات النعول الثلاثي"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 10.

الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية و نظرا لارتباط السوق الأمريكي ارتباطا عضويا و خاصة بالاقتصاد الأوروبي و الآسيوي، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها و تراجع ربحيتها، و ينعكس ذلك في انخفاض أسعار السهم على المستوى العالمي أخذين في الاعتبار المؤسسات المالية العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية، تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة؛ و ذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية¹.

ثالثا- قناة سعر الصرف:

يعتبر سوق النقد جزء من أسواق المال و فيه تتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل و في مقدمتها العملات و هذه السوق أكثر عرضة للتأثر من غيرها بالأزمة الاقتصادية العالمية، فقد ساهم الدولار الأمريكي باعتباره من أهم العملات المتداولة في هذه السوق في تدويل الأزمة و إعطائها بعدا عالميا فيما يعرف بالاحتباس الدولارى باعتبار أنه ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية و الاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأميركية الدولار عملة التجارة العالمية دون منازع و وحدة الاحتياطات الدولية دون شريك و آلية التسوية الدولية دون أدنى تحفظ.

فالساسة النقدية التي تقوم على الارتباط بالدولار في دول العالم تحتاج إلى وقفة للوقاية من عدوى الأزمة الأميركية و استفحالها و ذلك للاعتبارات التالية:

- إن استمرار تراجع الدولار يلقي بظلاله على اقتصاديات الدول التي ترتبط عمولاتها بالدولار و ذلك نتيجة الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأميركية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول نتيجة الارتباط الدولارى من جهة و بسبب تسعير الصادرات و الواردات السلعية من جهة أخرى و بذلك تكون الخسائر مزدوجة.

- من جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عمولات الدول التابعة لدولار الأمريكي يؤدي قسرا إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول نفس مصادر الدولار الأمريكي ففي حالة انتهاء الولايات المتحدة الأميركية سياسة نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سعر الفائدة عل الدولار فإنه يستوجب خفض معدل الفائدة تلقائيا على عمولات الدول التابعة رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول حالة من لا توافق على اعتبار أن اقتصاد هذه الدول قد لا يعاني من أزمة و لا يشكو من تباطؤ في النمو و لا تخيم عليه حالة من الركود.

¹ أراندال دود و بول ميلز، "نفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأميركية"، مجلة التمويل و التنمية، مجلد 45، عدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008، ص 16.

- هذا المنحنى في السياسة النقدية و إن كان يناسب الاقتصاد الأمريكي المتعثر فإنه لا يناسب اقتصاديات الدول التابعة و يقلل من آليات التضخم كنتيجة ارتفاع المعروض النقدي كما أنه يؤدي إلى انخفاض قيمة احتياطات الدول في مقابل العملات الأخرى و هو ما يعني خسارة المليارات من العملات المحلية بسبب تراجع الدولار و لعل هذا ما يدفع العديد من الدول إلى الخروج من مضلة الدولار¹.

رابعا- قناة المعاملات التجارية الخارجية و آثار التغذية العكسية:

إضافة إلى تدفقات الأموال و الأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع و الخدمات، و تعتبر السوق الأميركية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم و القوة الشرائية فهي الأولى على صعيد صادرات الخدمات التجارية العالمية حيث تصل مساهمتها إلى حوالي 14% من تجارة الخدمات التجارية العالمية، كما تعتبر الولايات المتحدة الأميركية أكبر مستورد في العالم و هذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دوليا فإلى جانب تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية يمكن أيضا أن يساهم في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة نظرا لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية².

و الجدير بالذكر أن الآليات و القوات السابقة الذكر لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل آني فيما بينها، فالضغوط و الأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد الأمريكي و ما يترتب عنها من آثار يمكن أن تنتشر من خلال القنوات المذكورة أعلاه إلى بقية العالم و لكن بدرجات متفاوتة؛ و ذلك اعتمادا على درجة انفتاحها و مدى ارتباطها بالسوق الأمريكي.

المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري و آثارها.

كان لظهور أزمة الرهن العقاري أسباب كثيرة و نتائج متعددة.

فرع 1: أسباب أزمة الرهن العقاري:

لقد ساهمت عوامل متعددة مباشرة و غير مباشرة في تشكل و انفجار أزمة الرهن العقاري.

أولا- الأسباب المباشرة: يمكن إيجاز أهم الأسباب المباشرة فيما يلي:

أ- اختلالات الاقتصاد الأمريكي: حيث يعاني الاقتصاد الأمريكي منذ وقت طويل من عدة اختلالات أهمها ما يلي³:

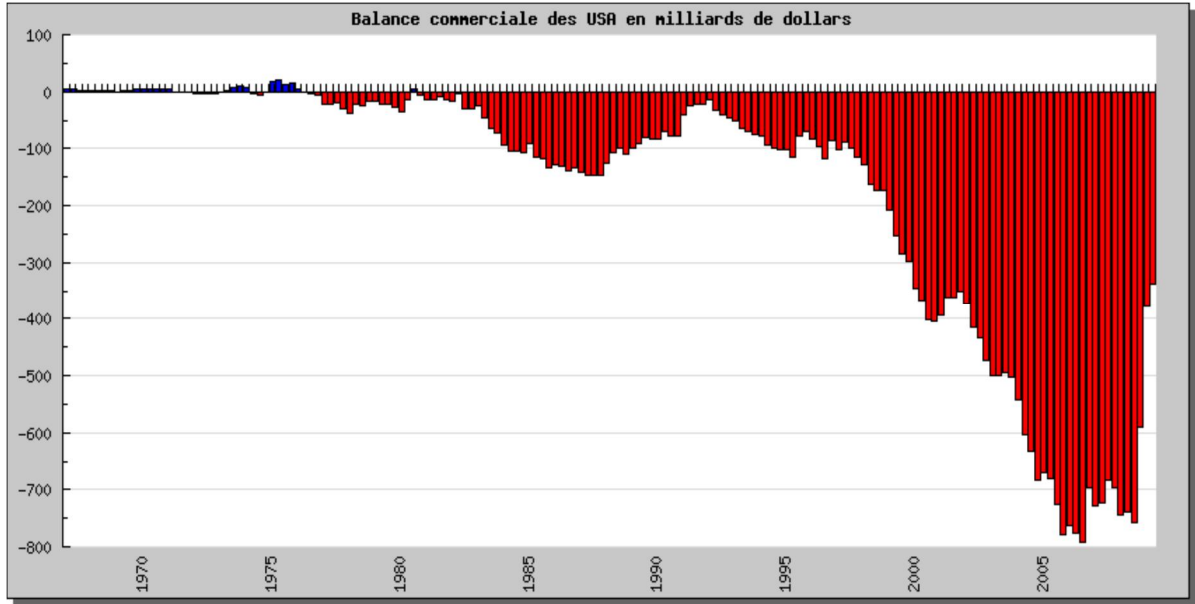
¹ عقبة عبد اللاوي و نور الدين جوادي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

² نفس المرجع السابق، ص 4.

³ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 286.

-العجز التجاري: لم يسجل الميزان التجاري أي فائض منذ 1971 و إنما عجز يزداد سنويا، حيث وصل عام 2006 إلى 761.7 مليار دولار

الشكل رقم 10: الميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية منذ 1967 (مليار دولار)



Source :<http://www.crisedusiecle.fr/usa-solde-commerciale.html>

-عجز الموازنة: إن الاقتصاد الأمريكي اقتصاد يغلب عليه الطابع العسكري على النفقات العامة و الطابع السياسي على الضرائب (الإففاق العام يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية بدلا من خلق فرص العمل، كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلا من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي. حيث قدر عجز ميزانية 2008 ب 410 مليار دولار أي 209% من الناتج المحلي الإجمالي.

-المديونية: أظهرت إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع ديون الحكومية من 4.3 تريليون دولار عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار عام 2003 و 8.9 تريليون دولار عام 2007، و تشكل هذه الديون 64% من الناتج المحلي الإجمالي. و لا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الجهاز الأمريكي بل يشمل الأفراد و الشركات أيضا فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليون دولار منها 6.6 تريليون دولار ديون عقارية و تشكل أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي، أما ديون الشركات فتحتل المرتبة الأولى من حيث حجمها البالغ 18.4 تريليون دولار و بذلك يكون المجموع الكلي 36 تريليون دولار أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي؛ ويمكن توضيح الحالة العامة للاقتصاد الأمريكي من خلال المؤشرات الاقتصادية وفق الجدول التالي:

الجدول رقم 6: الحالة العامة للاقتصاد الأمريكي خلال الفترة 2001-2008

اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية								
2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	المؤشر الاقتصادي
14	14	13	12	11	11	10	10	PIB مليار دولار
47186	46434	44630	42494	40267	38143	36765	35871	PIB /HAB
0.4	2.1	2.7	3.1	3.6	2.5	1.8	1.1	المعدل السنوي لنمو PIB الحقيقي
70	61.8	60.8	61.3	61.1	60.1	56.7	54.4	الدين العام(%) من PIB
3.8	2.9	3.2	3.4	2.7	2.3	1.6	2.8	معدل التضخم السنوي (%)
5.8	4.6	4.6	5.1	5.5	6	5.8	4.7	معدل البطالة (%)

Source : Panorama des statistiques de l'OCDE 2010.

http://www.oecd-ilibrary.org/economics/profil-statistique-par-pays-etats-unis_2075227x-table-usa . vue le 10/01/2015.

ب-اختلال التوازن بين الأنشطة التجارية و الأنشطة المالية: فقدت شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية و حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية و حدوث حالة من عدم التوازن بين الأنشطة التجارية و الأنشطة المالية، وقد تمثل مظهر هذا الانحراف بحدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاضم الأنشطة الخدمية و القطاعات الاقتصادية الطفيلية ذات المردود الربحي المالي و الوهمي ضمن دورة اقتصادية قصيرة الأجل.

و يمكن إجمال سبب التراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية إلى مايلي¹ :

- تطبيقات أفكار العولمة التي شجعت انتقال الصناعات من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.

- سلوكيات المستثمرين الذين اتجهوا في استثمار السيولة المالية الضخمة المتجمعة لديهم في مشاريع خدمية ذات إيراد كبير ضمن دورات إنتاجية قصيرة قياسا لمدتها في الأنشطة التجارية، مثل نشاط المضاربة على الأوراق المالية و الاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار لها.

ج- نمو نشاطات المضاربات بشكل كبير و متنامي:

هو النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات الذي لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم. لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة و غير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة، مما تسبب لاحقا حصول عرقلة في التسديد وحصول الأزمة. حيث إن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ناتج من الأرباح العالية المتحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين في التوسع الكبير بالاستثمار في هذا القطاع، وأدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب برز الخلل وظهر للعيان وحصلت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى أو الدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات واسعة².

د- عدم شفافية ووضوح البيانات المالية وسوء الإدارة:

يعتمد تقييم المشاريع المراد الاستثمار فيها وإجراءات منح البنوك للائتمان المصرفي لعملائها على البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالوحدات الاقتصادية، وعلى توقع ظروف السوق المحلية والعالمية، والجهة المسؤولة عن إصدار هذه البيانات هي المحاسبة القانونية التي تعتبر الجهة الأساسية المكلفة بتقديم الأرقام والبيانات المالية التي تبين الوضع المالي للوحدات الاقتصادية وعن ظروف وأوضاع السوق. فعدم الشفافية والتلاعب في البيانات المالية يؤدي إلى إعطاء المضاربين والزبائن معلومات خاطئة عن تقييم المؤسسة، فقد تظهر المؤسسات الخاسرة رابحة والعكس. تتم عملية التلاعب أو إخفاء بعض المعلومات من قبل الجهات المسؤولة عن إدارة أسواق البورصة أو المؤسسات المالية أو البنوك.

¹ عبد الحميد عبد المطلب، "الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2009، ص 296.

² نفس المرجع السابق، ص 299.

ه- نمو الاقتصاد الافتراضي الوهمي:

حيث يلاحظ أن الأزمة الاقتصادية الأخيرة هي أزمة في الاقتصاد الوهمي المبني على الثروة المعلوماتية والتكنولوجيا الاقتصادية العالمية، فقد أحدثت ثورة المعلومات وسرعة تنقلها عبر الشبكة العنكبوتية (الإنترنت) تقنية جديدة سريعة جدا تفوق قدرة نقل البيانات بالاقتصاد العادي أو الحقيقي. ويكفي أن نشير أن الاقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يتراوح بين 12 ضعفاً و 15 ضعفاً الاقتصاد الحقيقي العالمي السلعي والخدمي، وقد أصبح هذا الاقتصاد يمثل كياناً عملاقاً لا يقل عن 600 تريليون دولار في مواجهة اقتصاد عالمي حقيقي لا يتعدى 48 تريليون دولار.

و- التفاعل بين المثلث الشيطاني: سعر الفائدة، بيع الديون والمغامرة:

حيث ترجع أسباب الأزمة المالية العالمية إلى المدمرات الثلاث: سعر الفائدة، بيع الديون والمغامرة. فقد كشفت هذه الأزمة عن ثلاث فقاعات يحكمها الاقتصاد العالمي، الأولى "فقاعة سعر الفائدة" فقد ارتبطت بوادئ تلك الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، خاصة في ظل التغاضي عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1,3 تريليون دولار في مارس 2007، وتفاقت تلك الأزمة مع حلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، مما ترتب عليه تحملهم أعباء إضافية نتيجة لهذا التأخير وفقاً لسياسة سعر الفائدة المركبة، وقد زاد هذا الأمر الطين بلة، فزاد من تعثر أصحاب القروض المتعثرين أصلاً، وما ترتب على ذلك من فقدان الآلاف منازلهم المرهونة للمؤسسات المالية المقرضة. أما فقاعة "بيع الديون" فجاءت من خلال توريق" أو تسنيد "تلك الديون العقارية وقد نتج عن عمليات التوريق زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون، مما أدى إلى انخفاض قيمة هذه السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70% أما الفقاعة الثالثة وهي "المغامرة" فقد جاءت من خلال تأمين حاملي السندات العقارية على أصل تلك السندات وعوائدها لدى شركات التأمين، وقد انعكس تعثر عملاء الديون العقارية، وكذلك رداءة سندات تلك الديون بصورة مباشرة على شركات التأمين من خلال مطالبة حاملي تلك السندات شركات التأمين بتغطية خسائرهم، وكان من نتيجة ذلك أن تكبدت أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة "فاي ماي" و "فريدي ماك" خسائر بالغة حتى أوشكتنا على الإفلاس ولم ينقذهما إلا تأمين الحكومة

الأمريكية لهما . كما ظهرت المقامرة جلية في هذه الأزمة من خلال المشتقات المالية التي تعتبر بحق سلاح الدمار المالي وتقوم على المتاجرة بالمخاطر، وتحقيق ربح لطرف على حساب خسائر مقابلة للطرف الآخر، ولا يوجد فيها تسليم ولا تسلّم ولا قبض للثمن بل هو تسوية لفروق الأسعار يربحها الراجون ويخسرها الخاسرون.

ي- ضعف الأطر التنظيمية و الإشرافية:

يعتبر أحد العوامل الرئيسية المساهمة في الأزمة المالية العالمية هو عدم كفاية التنظيم المالي، من حيث طابعها الجزأ و الافتقار إلى إنفاذه حيث كشفت الأزمة المالية إلى أن هناك ثلاث مجموعات من العوامل التي يقوي بعضها بعضا لم تحصل على الاهتمام الكافي من قبل سلطات التنظيم والسلطات النقدية قد أسهمت على نحو يقبل المناقشة في زيادة المخاطر النظامية وهي¹ :

-أسفر اختلال التوازنات الاقتصادية الكلية العالمية عن انخفاض أسعار الفائدة أثناء العقد الماضي بما حث على زيادة تحمل المخاطر وأسهم في حدوث فقاعات أسعار الأصول في جميع أنحاء العالم.

-حدوث تغيرات هيكلية في القطاع المالي وإخفاق إدارة المخاطر في مواكبة الابتكار المالي.

-عدم إضفاء المؤسسات المالية الطابع الذاتي على المخاطر النظامية.

ثانيا- الأسباب الغير المباشرة:

إذا كانت العوامل السابقة الذكر من أهم الأسباب المباشرة للأزمة المالية العالمية فإن هناك أسباب غير مباشرة ساهمت أيضا إما في نشأة الأزمة أو تفاقمها بعد نشأتها و يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

أ- انعدام الثقة بين المؤسسات المالية:

من الأسباب المألوفة للأزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية بعد نشوئها إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على سحب أموالهم لديها، وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال، خاصة بعد انتشار الهلع والدُّعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك.

¹ ساكاسا نويل، "منع الأزمات في المستقبل"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008، ص 11.

لذا كان الشاغل الأول لجميع المؤسسات الوطنية في هذه الأزمة هو إعادة بث الثقة لدى المودعين، و كانت الظاهرة الغالبة للوصول إلى هذه الغاية هي تسابق البنوك المركزية و الحكومات في كل أنحاء العالم لضخ كميات هائلة من السيولة النقدية في الأسواق المالية؛ لدفع البنوك إلى إقراض بعضها، و طمأنة المودعين على أموالهم لدى هذه البنوك¹.

ب- دور الصين في الأزمة المالية :

يرى البعض أن الصين تعد من أهم أسباب تفاقم الأزمة المالية العالمية، حيث أن سعر صرف (اليوان) جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية، ودفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة، وظفتها في شراء سندات الخزانة الأمريكية وسندات قروض مدعومة برهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض والتسبب بعد ذلك في الأزمة المالية العالمية. لذلك كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائمة الضغط على الصين باستمرار من قبل لكي تتمكن من إقناع الصين برفع أسعار الصرف لعملتها، ولكنها لم تنجح².

ج- علاقة الأزمة المالية العالمية بصناديق التحوط:

إن السيولة النقدية الهائلة و المكسب السريع قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، إذ تسيطر على ثلث مداورات الأسهم و تجاوزت أصولها قيمة 2 تريليون دولار، و المهم أن صندوق التحوط غير مسجل و لا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي". فلقد استثمرت صناديق التحوط في الأدوات المالية التي تُدر أرباح خيالية، و إحدى هذه "الأدوات المالية" كان التداول بسندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق القروض العقارية الثانوية، فخلافا لسوق القروض الرئيسية تقوم شركات القروض في السوق الثانوية بمنح قروض إسكان مسهلة لزبائن لا يتمتعون بسمعة ائتمانية رديئة و قد قاما صندوقا التحوط التابعان لشركة "بير ستيرنر" و البنك الاستثماري النيويوركي، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من أكبر البنوك في وول ستريت و بدأ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية حتى أعلننا إفلاسهما.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 66.

² نفس المرجع السابق، ص 67.

د- التحرير المالي:

لقد أفرز العقد الأخير من القرن العشرين تربع الولايات المتحدة الأميركية على قيادة العمل بفعل عوامل و ظروف اقتصادية و سياسية و عسكرية معينة تبنت بموجبها ايدولوجية العولمة التي يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية و المالية و الخدمية من الناحية الوظيفية و الهيكلية؛ و اعتمدت لهذا الغرض استراتيجيات استخدمت خلالها كل الترغيب و التهيب بغرض تعميم تطبيقها عالميا. و قد تم تطبيق التحرير الاقتصادي لمختلف الأنشطة التجارية و المالية من خلال هيئات و مؤسسات دولية عالمية فاعلة و مسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة، منحت هذه الإستراتيجية قوى رأس المال حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها الربوية¹.

ه- انتشار ثقافة غير أخلاقية على الأسواق المالية :

يكن انتشار سلوكيات غير أخلاقية من قبل أطراف التعامل في السوق المالية في الاستغلال والكذب والطمع والتدليس والغش والمعاملات الوهمية. لذلك، فإن سير الاقتصاد بشكل مستقل عن العلوم الاجتماعية، لا يمكن أن يقود إلا إلى مزيد من الدمار، وهذا ما حدث في الأسواق المالية حيث غياب القيم الأخلاقية وما نتج عنه من تزوير وتدليس وإخفاء للمعلومات.

الفرع 2: آثار الأزمة المالية العالمية:

كانت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت في خريف 2008 قد ألفت بضالها المدمرة على الاقتصاد العالمي، حيث فاجأت الأزمة الآخذة في الاتساع كثير من المستثمرين و أثارت أعصابهم، فقد تجاوزت مستويات الائتمان المتاح و انحارت التجارة و شهد النمو هبوطا حادا و ارتفعت معدلات البطالة، حيث بدأت الآثار السلبية للأزمة تصل إلى جميع الدول بقدر انفتاحها و اندماجها في الاقتصاد العالمي؛ حيث أن تأثيرات الأزمة شرعت تصل إلى رقعة عريضة من المواطنين العاديين، ومن أهم آثار الأزمة العالمية مايلي:

أولا- إفلاس العديد من البنوك و الشركات:

شهد يوم 16 سبتمبر 2008 إفلاس عملاق صناعة الاستثمار المصرفي الأمريكي "ليمان براذرز"، وفي خميس 25 سبتمبر 2008 شهدت الولايات المتحدة الأميركية أكبر انهيار مصرفي في التاريخ حيث أغلقت السلطات الفيدرالية

¹ بريس عبد القادر وطرشي مجّد، "التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهن و البدائل المصرفية، 5-6 ماي

2009، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص 16

مصرف واشنطن ميوتشيدال الذي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار و تم بيعه بقيمة اسمية لم تتعدى 6.9 مليار دولار مقابل تحمله عشرات الملايين من الدولارات تشكل الخسائر المرتبطة بأصول الرهن العقاري العالية المخاطر. و قد بلغ عدد البنوك الأمريكية التي أفلست حوالي 10 بنوك أخرى، وقد انتقلت عدوى إفلاس البنوك الأمريكية إلى إفلاس العديد من البنوك في إنجلترا، فرنسا و بلجيكا وغيرها.

إن الأزمة سببت آثارا جسيمة في كافة القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا و أدت إلى خسائر عالية للعديد من البنوك لا يمكن حصرها إلا في البنوك التي أعلنت إفلاسها بالفعل، و قد ارتفع معدل إفلاس الشركات عن العام السابق للأزمة فقط ب 40% و حصل أكثر من 116 بنك في أمريكا على دعم حكومي¹.

ثانيا- انهيار البورصات:

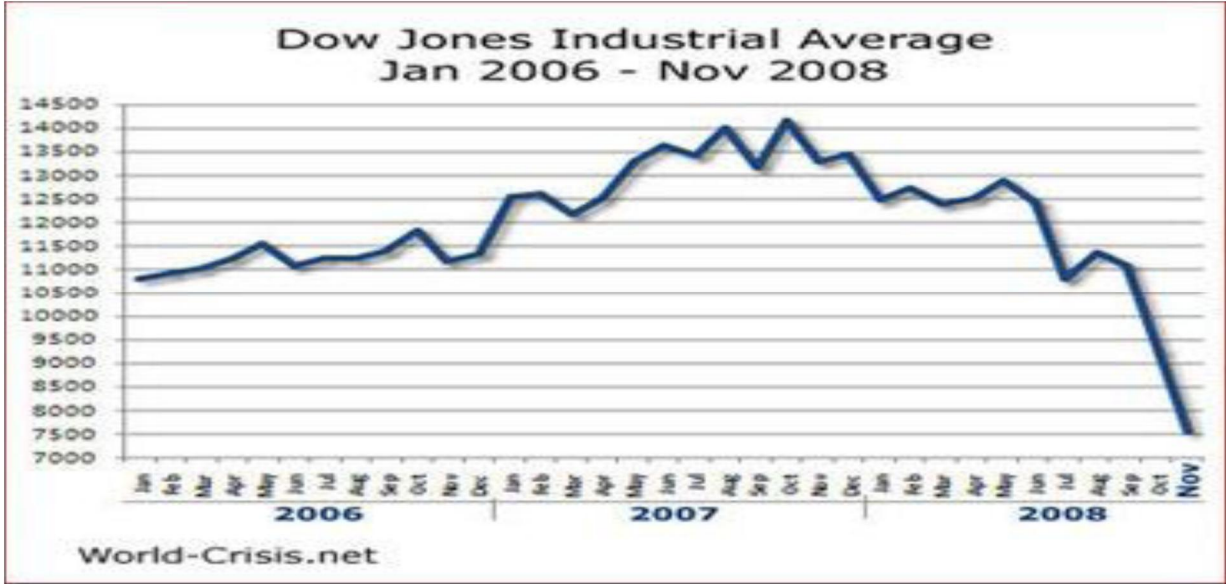
لقد كانت أسهم القطاع المصرفي هي الأكثر تضررا خلال الأزمة فبعد فشل الاحتياطي الأمريكي و البنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع الأسهم زادت الأمور توترا بالرغم من ضخ حوالي 121.6 مليار دولار من أجل ذلك.

و تشير الإحصائيات على أن قيمة الأوراق المالية الأمريكية-على سبيل المثال-بلغت في أول أكتوبر 2008 عشرة تريليونات من الدولارات كانت ملكيتها موزعة كالاتي:الحكومة الأمريكية 4.2، الصناديق الأجنبية 2.7، الشعب الأمريكي 3.1، وترتب عن الأزمة المالية أن المستثمرون بدأو يتخلون عن ملكية الأسهم و لجئوا إلى شراء سندات الخزنة الأمريكية نظرا لضماناتها القوية و استخدمت الحكومة الأمريكية هذه الأموال في تمويل البنوك و شراء الأصول الخطرة و الأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة بسعر سوقي عادل.

و على الرغم من الإجراءات المتبعة للتخفيف من حدة الأزمة إلا أن هذا لم يمنع من انتشار الظاهرة عالميا فالسوق الأمريكية ترتبط ارتباط وثيق بالاقتصاد الآسيوي و الأوروبي، و في حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي فإن هذه الشركات ستعاني من انخفاض حجم مبيعاتها و تراجع ربحيتها و عندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في الانحدار و التقهقر؛ وقد انعكس ذلك على تراجع أسواق المال في آسيا و أوروبا. و الشكلين التاليين يوضحان مدى تأثير كل من المؤشر الأمريكي "داو جونز" و المؤشر الأمريكي "كاك40"

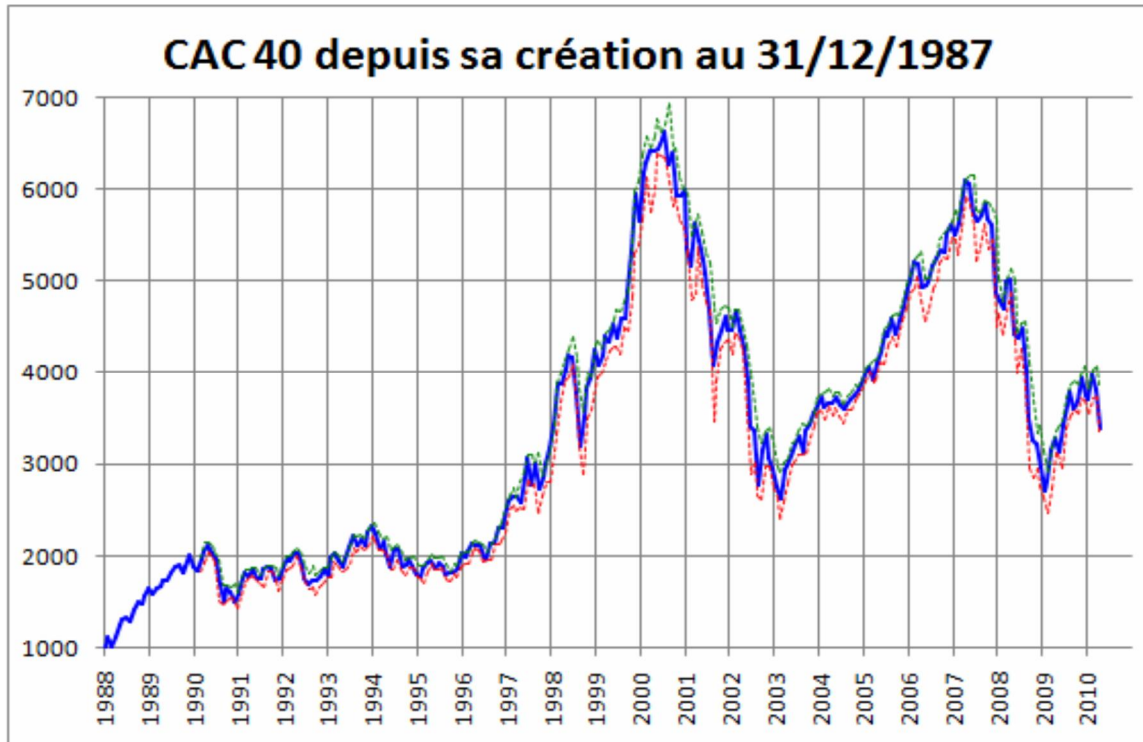
¹ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص318-319.

الشكل رقم 11: تأثير الأزمة على مؤشر "داو جونز"



Source : <http://www.world-crisis.net>

الشكل رقم 12: تغيرات مؤشر "كاك 40" الفرنسي منذ 1988



Source : http://France-inflation.com/graph_cac40

و يمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية و حجم تأثر الأوراق المالية و قدر الانخفاض الذي لحق بهذه الأوراق و أهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية منذ 2008 حتى تاريخ انعقاد قمة مجموعة العشرين لإصلاح النظام المالي العالمي (14-15 نوفمبر 2008) من خلال استعراض الجدول التالي الذي يجمع دول مجموعة العشرين المستحوذة على 90% من الاقتصاد:

الجدول رقم 7: نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين أثناء

انعقاد قمتها.

الدولة	قيمة الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية
الولايات المتحدة الأمريكية	36%	قطاع البنوك و العقارات و السيارات.
اليابان	46%	قطاع السيارات و الصادرات.
ألمانيا	41%	قطاع البنوك و السيارات، و الدولة الثانية التي واجهت ركود اقتصادي.
بريطانيا	34%	قطاع البنوك و العقارات، و أول دولة في العالم تواجه ركود اقتصادي بسبب الأزمة
كندا	34%	العقارات و هي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة.
فرنسا	42%	قطاع البنوك و السيارات.
الصين	50%	النشاط الصناعي و اضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات.
الهند	50%	النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو و لكن دون 7%.
إيطاليا	49%	قطاع الطيران .
المكسيك	33%	قطاع البترول.
روسيا	66%	قطاع البترول.
اندونيسيا	50%	قطاع الخشب و تراجع معدلات النمو من 10% إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير .
تركيا	53%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة فيها.
السعودية	40%	قطاع البترول.
جنوب إفريقيا	36%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة فيها.
أستراليا	42%	قطاع الزراعة و أكبر انخفاض في البورصة خلال 20 يوما.
البرازيل	44%	قطاع المعادن و الأخشاب و السيارات.
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001م

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 75.

حيث نلاحظ اختلاف في قيمة الانخفاض من بلد لآخر ومن مجموعة لأخرى فدول، مجموعة السبعة حققت انخفاض بنسب تتراوح بين 34% لكل من بريطانيا وكندا و50% للصين أما مجموعة الدول الناشئة الأخرى فقد تراوحت هذه القيمة بين 33% في المكسيك و 66% في روسيا. ومن أهم القطاعات المتضررة من الأزمة في الدول المتقدمة هي قطاعات البنوك والعقارات في غالب الأحيان، وقطاع البترول والصناعات الاستخراجية في الدول الناشئة.

ثالثا- آثار الأزمة على السيولة النقدية:

إذا كانت عمولات دول جنوب شرق آسيا قد شهدت هجوما كبيرا أدى في النهاية إلى انهيار قيمتها، فإن الأمر جد مختلف في الأزمة المالية العالمية لأسباب عديدة أهمها: مكانة الدولار الأمريكي كعملة احتياطية، الطلب عليها غير مرن، وكثرة الاحتياطي من هذه العملة لدى جميع البنوك المركزية بدول العالم، وخاصة الدول المتقدمة. ولكن هذا لا يمنع من أن الأزمة المالية أسهمت في نزع الثقة فيما بين المؤسسات المالية، فنكلت عن التعاون فيما بينها في مجال منح الائتمان، الأمر الذي ترتب عليه نُدرة واسعة في السيولة النقدية بالأسواق العالمية كادت تعود بنا إلى معاصرة مآسي شبيهة بتلك التي شهدتها العالم أثناء الكساد العظيم، لولا أن كبرى البنوك المركزية في دول العالم اتخذت سياسة مالية -متشابهة فيما بينها إلى حد كبير -لتنشيط الطلب على النقود و من ثم الاستهلاك لمواجهة حالة الركود التي دبت في اقتصاديات العالم المتقدم بسبب الأزمة المالية العالمية؛ تمثلت في أمرين أساسيين:

الأمر الأول: التوسع في ضخ كميات كبيرة من النقود في البنوك و المؤسسات المالية وصلت -على مستوى العالم- إلى ما يقرب من أربعة تريليونات من الدولارات حتى ديسمبر 2008.

الأمر الثاني: تخفيضات متتالية لسعر الفائدة على الإقراض و يمكن لنا بيان قيمة هذا التخفيض إذا عقدنا مقارنة بين أسعار الفائدة التي تمت بموجبه بأسعارها في أول سبتمبر سنة 2008 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 8: الرقم القياسي لتخفيض أسعار الفائدة ببعض الدول خلال الفترة (من 01 سبتمبر -

04 سبتمبر 2008)

الدولة	سعر الفائدة في (01 سبتمبر)	سعر الفائدة في (04 سبتمبر)	الرقم القياسي لنسبة التخفيض
الولايات المتحدة الأمريكية	%2.5	%1	%60
دول منطقة اليورو	%4.5	%2.5	%44.44
اليابان	%0.5	%0.3	%40
المملكة المتحدة	%5	%2	%60
الصين	%7.47	%5.58	%25.30
كوريا الجنوبية	%5.25	%4	%23.80
سويسرا	%2.75	%1	%63.63
السويد	%4.5	%2	%55.56
نيوزيلندا	%8.25	%5	%39.39
استراليا	%7.25	%4.25	%41.38

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 8.

و يوضح هذا الجدول المعدلات القياسية لتخفيض أسعار الفائدة لعدد من الدول تمثل الاقتصاديات الكبرى في العالم، حيث أن هذه النسبة تتراوح بين %63.63 في سويسرا و %60 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى %25.30 في الصين ووصول أسعار الفائدة ببعض الدول إلى معدلات هي الأدنى في تاريخها كما هو الوضع بالنسبة لدول منطقة اليورو، وبالبعث الآخر إلى أدنى معدلات منذ سنة 1951 أي نصف قرن من الزمان كما هو الحال في بريطانيا¹. وهكذا يمكن القول أن السياسات النقدية التي اتخذتها البنوك المركزية في مختلف دول العالم قد ساهمت في التغلب على مشكلة نقص السيولة التي تسببت فيها الأزمة المالية العالمية، وأدت إلى ارتفاع المعروض النقدي في جميع أسواق العالم. بل وأكثر من هذا، فإنه منذ منتصف شهر ديسمبر 2008، خفض بنك الاحتياط الفدرالي "FED" سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من جديد إلى ما بين صفر و %0,25 وبدأ يطبق سياسات "سعر الفائدة صفر" والتي اتبعتها اليابان على مدى أعوام من أجل القضاء على الانكماش المالي.

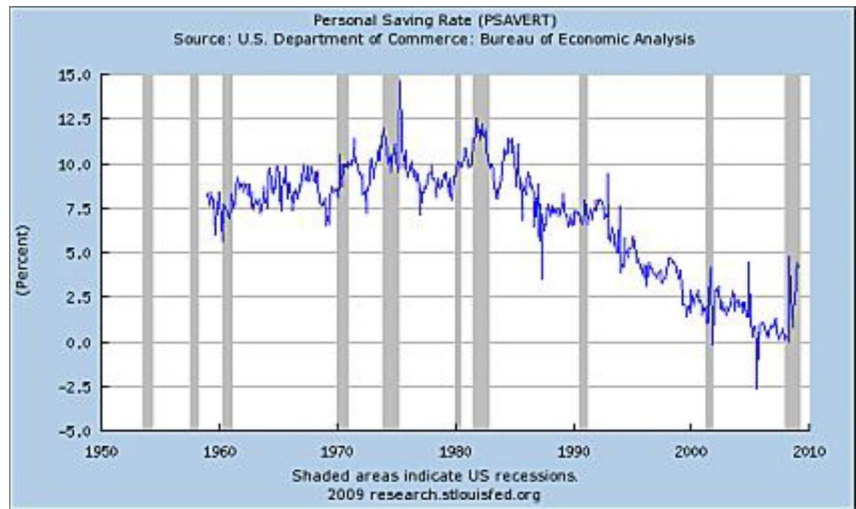
¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 76.

رابعاً- آثار الأزمة على المدخرات والمدخرين:

يمكن القول أن أثر الأزمة العالمية على المدخرات والمدخرين كان أثراً سلبياً، حيث هرع الكثير من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك وذلك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك، هذا بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات وبالتالي حدوث ما يسمى بالخسائر الورقية الكبيرة. وأصبح من الخطأ الكبير الاحتفاظ بالمدخرات في عملات تنخفض مثل الدولار وفي أوراق مالية تفقد قيمتها السوقية، وأصبحت أفضل وسيلة لحماية المدخرات في ظل الأزمة هو أن يستثمر الفرد بنفسه في أصول حقيقية بصورها المختلفة¹.

حيث صرحت الخزينة الأمريكية بأن سلوك الادخار لدى الأفراد خلال أوقات الأزمة عرف ارتفاعاً مقارنة بالمعدلات السلبية له منذ 2005، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 13: ادخارات الأفراد في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1950-2010

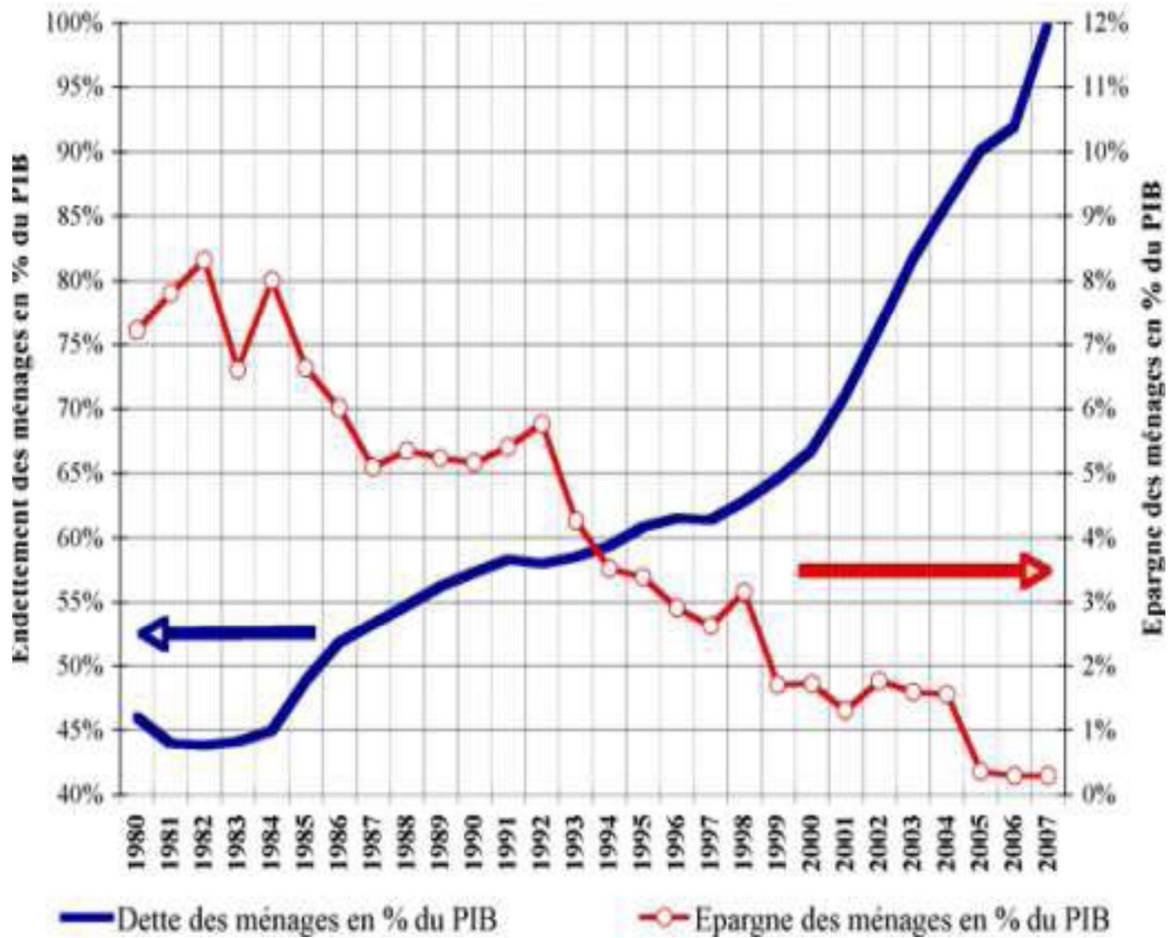


Source :<http://portofino.over-blog.com/article-29618909.html>. vue le 01-04-215

زيادة على ادخارات الأفراد التي عرفت انخفاضا سلبيا(دون الصفر) خلال الفترة ما بين 2000 و 2010 كما يوضحه الشكل أعلاه، فإن الانفجار في الائتمان قاد إلى التصاعد الكبير لمديونية العائلات الأمريكية، ورافقه انهيار مثير للادخار منذ الثمانينيات، كما يوضحه الشكل التالي:

¹ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 333.

الشكل رقم 14: مقارنة بين مديونية العائلات و ادخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (% من PIB)



Source :http://www.gaulisme.fr/58sapisr_crise_financiere.htm , vue le 01/04/2015

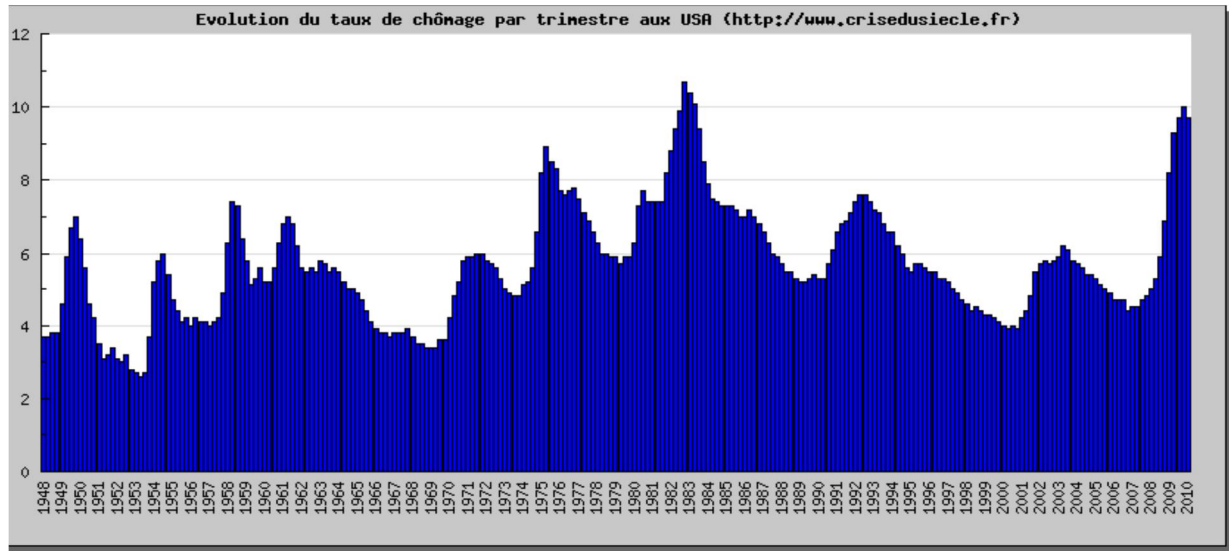
من خلال الشكل أعلاه يظهر لنا أن مديونية العائلات بقيت مستقرة بين 40% و 45% من قيمة PIB خلال السنوات 1960 و 1970 لتعرف أول ارتفاع لها سنة 1984 قبل أن تنفجر فعليا سنة 2001 لتصل بعد ذلك إلى ما يعادل 100% من قيمة PIB سنة 2007، في حين انهار معدل الادخار الخاص بالعائلات إلى 0% من PIB في نفس السنة.

خامسا- آثار الأزمة على سوق العمل:

يعتبر ارتفاع معدلات البطالة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي من أهم الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم و أولها الولايات المتحدة الأمريكية فحتى ديسمبر 2008 فقد حوالي 2 مليون أمريكي وظيفته و ارتفع معدل البطالة في أمريكا لأكثر من 7% و هو رقم كبير للغاية عن الأرقام التي كانت سائدة قبل حدوث الأزمة²⁹، كما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم 15: تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من 1948 إلى

2010.



Source :<http://www.crisedusiecle.fr/usa-emploi-taux-chomage-trimestrielle-depuis-1984.html>, vue le 01/04/2015.

وفق الشكل أعلاه فقد كانت سنة 2007 سنة دخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الركود الاقتصادي بسبب أزمة الرهن العقاري، حيث عرف التشغيل تدهورا كبيرا، برز هذا التدهور بقوة في الربع الأول من سنة 2008 أين بلغ معدل البطالة ارتفاعا إلى مستوى 5.1% وهو أعلى معدل منذ سبتمبر 2005 ، فقد كان قطاع البناء الأكثر تضررا من الأزمة ب 51000 وظيفة فقدت في مارس 2008 أما في نوفمبر 2008 فقد بلغ معدل البطالة 6.5% من القوى العاملة وفقاً لمنظمة العمل الدولية، وكان الركود قد دمر ما يعادل 8.75 مليون وظيفة مقابل 909000 وظيفة

²⁹عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 322.

أنشأت سنة 2010 بعد ركود عام 2009 ارتفع معدل البطالة ليصل إلى عتبة 10% في مطلع عام 2010. ومع هذا، فمنذ ذلك الحين تراجع عدد طالبي العمل ليتراوح في شهر جانفي 2011 بين 9% و 9,4% ليلعب عدد طالبي العمل في الولايات المتحدة الأمريكية 14, 82 مليون فرد.

سادسا-تراجع معدلات النمو:

ارتكازا إلى تقرير "أفاق النمو العالمي" تشارك الجميع في الفكرة التي جاء بها التقرير و المتعلقة بأن معظم مخاطر تباطؤ الاقتصاد العالمي تحققت، وهو ما جعل صندوق النقد الدولي يراجع توقعاته بخصوص سنة 2008، حيث عاد بمعدلات النمو العالية المتوقعة إلى 3.8% و هو أدنى معدل في عقدين من الزمن و هو ما جعل وزراء مالية كبرى الدول الصناعية يتفقون على خطورة الأوضاع و على كونها تتطلب اتخاذ إجراءات طارئة و غير عادية³⁰.

الجدول رقم 9: تراجع الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول في الربع الأخير لعام 2008.

الناتج المحلي الإجمالي لعام 2008 (%)	عجز الناتج المحلي الإجمالي 2008 (%) لعام	معدل الانكماش (%)	
ألمانيا	7.5	-2.1	2
فرنسا	4.8	-1.2	1.5
إيطاليا	7.4	-1.8	0.5
الو.م.أ	1.8	-6.2	/

المصدر: أحمد عامر عامر، "تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية و الاجتماعية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48-49، القاهرة خريف 2009/شتاء 2010، ص 19.

المطلب الرابع: الحلول المقترحة لمعالجة الأزمة

انطلاقا مما أحدثته الأزمة من آثار عميقة في اقتصاديات دول العالم تم اتخاذ العديد من الإجراءات لمواجهة الآثار السلبية للأزمة المالية سميت ببرامج الإنقاذ المالي، حيث قامت الولايات المتحدة الأمريكية و بقية الدول الرأسمالية المتضررة في إطار برنامج الإنقاذ بتطبيق سياسات حكومية في مجال المالية العامة و الائتمان، عملت على خفض الفائدة بهدف تسهيل الاقتراض و تشجيع الاستثمار و إقرار مجموعة من الحوافز المالية و الضريبية لتنشيط الاقتصاد و تخفيف الشركات و البنوك خطر الإفلاس كما قامت بضخ كميات كبيرة من الأموال في أسواقها لدعم البنوك و المؤسسات المالية لإنقاذها و استرجاع الثقة فيما بينها.

³⁰ عبد المجيد قدي، "الأزمة الأمريكية و تداعياتها العالمية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، ربيع 2009، ص 41.

و فيما يلي عرض لأهم الخطط و الإجراءات و الجهود الدولية التي بذلت لمواجهة الأزمة المالية:

فرع 1: الخطة الأمريكية لمواجهة الأزمة³¹:

بمجرد إعلان بنك ليمان براذرز عن إفلاسه في منتصف شهر سبتمبر 2008 ، أدركت الحكومة الأمريكية أن الأزمة المالية التي كانت تواجهها على مدى ما يزيد عن العام قد دخلت في مرحلة الأزمات المالية الكبرى، ومن ثم سارعت بالتدخل بسياسات غير مسبوقه ضمن خطة إنقاذ أكتوبر 2008 سميت في الولايات المتحدة الأمريكية بخطة بولسون نسبة لوزير خزائنها آنذاك هنري بولسون وقد صادق عليها مجلس النواب والشيوخ. وفي أول رد فعل اتخذ مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) إجراء يقضي بتخفيض سعر الفائدة إلى 2% ثم إلى نسبة مقاربة للصفر وذلك على سبيل الحد من التداعيات السلبية لتلك الأزمة ولتجنب حدوث انكماش للاقتصاد الأمريكي. وتسعى الإدارة الأمريكية عبر مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي إلى قيام الدولة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهون العقارية، حيث تهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

و ينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي يوم 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لمدة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة، ويتم تطبيق خطة إنقاذ القطاع المصرفي على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس. ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه في 700 مليار دولار. وتساهم الدولة في رؤوس أموال وعوائد الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق، كما يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

وأدرجت في نص خطة إنقاذ القطاع المصرفي مادتان جديدتان هما:

- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.
- إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

³¹ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 338.

فرع 2: خطة دول منطقة اليورو:

عقدت مجموعة اليورو اجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008 وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة، والعمل على استعادة الثقة في النظام المالي والمصرفي الأوروبي وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة. أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لأنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقاً لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو لانتشال الاقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي وجعله متجانساً ومتناسقاً مع كل دول العالم³².

و يمكن تلخيص أهم التدابير التي قامت بها دول الاتحاد الأوروبي فيما يلي:

جدول رقم 10: التدابير المعتمدة في بعض الدول الأوروبية لاحتواء الأزمة

الدولة	مبلغ الخطة (مليار أورو)	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640	- صندوق إعادة رصمة البنوك إلى غاية 47 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك ب 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو.
ألمانيا	480	صندوق إعادة رصمة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار دولار
فرنسا	360	صندوق إعادة رصمة البنوك إلى غاية 40 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار دولار.
هولندا	200	صندوق إعادة رصمة البنوك ب 20 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين بنوك بمبلغ 180 مليار أورو.
إسبانيا	100	ضمان القروض ما بين البنوك
إيطاليا	100	تلتزم الحكومة بإفناق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي.
البرتغال	20	- ضمان القروض ما بين البنوك

المصدر: ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية 2008، الأسباب، الآثار و سياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي

حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 8.

³² Florence Samson, « l'ombre de 1929 plane en cette année 2009 », édition l'harmattan , paris, 2009, p24.

فرع 3: الخطة الأوروبية الآسيوية:

عقدت القمة الأوروبية الآسيوية في بكين بتاريخ 25 أكتوبر 2008 ، وحضر القمة زعماء 45 دولة من بينها 27 دولة من الاتحاد الأوروبي والبلدان العشرة الأعضاء في الآسيان إضافة إلى الصين وكوريا الجنوبية واليابان والهند وباكستان ومنغوليا الداخلية، هذه البلدان تنتج وحدها %60 من الناتج المحلي الإجمالي العالمي. هناك العديد من الاقتراحات والحلول تقدم بها مسؤولو البلدان الأوروبية خلال قمة بكين ترجمت إلى إجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية، إضافة إلى مجموعة من التوصيات تمحورت حول إصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية للخروج من الأزمة المالية الخطيرة، والتي أهمها:

-إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة.

-دعم صندوق النقد الدولي.

-تشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان.

-الحد والتنقيص من المكافآت والأجور الذهبية.

-تحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان.

-تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسديد.

فرع 4: خطة مجموعة العشرين: (G20)

اجتمعت مجموعة العشرين في العاصمة الأمريكية واشنطن في 15 نوفمبر 2008 من أجل العمل على العمل على الوقف من هذه الأزمة و الحد من تدهور الأوضاع التي يواجهها الاقتصاد العالمي جراء الأزمة العالمية، تتضمن مجموعة العشرين اقتصاديات الدول الأفضل أداء في العالم لتمثل دول مجموعة العشرين حوالي 90% من حجم الاقتصاد العالمي و 80% من التجارة الدولية و من بين هذه الدول الولايات المتحدة، كندا، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، روسيا و اليابان.

أكدت مجموعة العشرين في بيانها الختامي على ضرورة تعزيز الإشراف على النظام المالي العالمي لمنع وقوع أزمات مالية أخرى، و توصلت إلى خطة عمل لتنظيم أسواق المال العالمية بشكل أفضل، و اتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصادي العالمي و إنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود و أكدت القمة على ضرورة إصلاح نظام السوق المالي العالمي و ضرورة الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية؛ و تركزت خطة العمل التي اتفق عليها القادة في خمسة نقاط رئيسية و هي:

-تعزيز شرعية و فاعلية المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و الاتفاق على إجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الأزمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطرة.

- تحقيق شفافية في الأسواق المالية الدولية و ضمان الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق.
- الإشراف الكامل و مراقبة البنوك و المؤسسات المالية و ضمان عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة مثل قروض الرهن العقاري و استحداث أدوات مالية جديدة مثل صناديق التحوط التي كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمة المالية.
- قيام وزراء المالية في دول المجموعة بوضع قائمة بالمؤسسات المالية التي يمكن أن يؤدي انهيارها إلى تعرض الاقتصاد العالمي إلى مخاطر كبيرة و ضرورة مساعدة هذه المؤسسات.
- تحسين نظام الرقابة المالية لكل دولة، كما أن لكل دولة الحق في التحكم في أدوات سياستها المالية و النقدية مثل أسعار الفائدة حسب أوضاعها الاقتصادية³³.

³³ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 354.

خلاصة:

بعدها صدمت الأوساط الاقتصادية العالمية بالأزمة المالية الأخيرة والتي تعتبر أكبر أزمة مالية منذ الكساد الكبير خلال الثلاثينيات من القرن الماضي، تعددت الرؤى والاجتهادات التي حاولت تفسير الأسباب الحقيقية لهذه الأزمة. إن الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 ، كما تم التطرق إليها، شبيهة لفيروس، إذ بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية نتيجة تأزم تمويل قطاعها العقاري لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى . ولا يقتصر تأثير هذه الأزمة على البنوك أو النظام المالي فقط بل تعداه إلى الاقتصاد الحقيقي وما ترتب عنه من تفاقم لمشكل البطالة والفقر خاصة في البلدان المتقدمة، وهي تندمج ضمن سلسلة الأزمات المالية التي مست النظام الرأسمالي لأكثر من قرن.

فالأزمة المالية الأخيرة عميقة جدا ومن الموهوم أن نعتقد أننا يمكن أن نقضي عليها بتخفيض أسعار الفائدة أو من خلال برامج إصلاح محدودة مثلاً، بل الخروج من هذه الأزمة يتطلب أولاً فهم وتمعن التقنيات المالية نتاج ابتكارات الهندسة المالية، بما فيها عملية التوريق للتوصل بعد ذلك إلى وضع حد للعوامل التي أدت إلى تفجيرها من خلال إعادة هيكلة النظام المالي الدولي.

مؤسسات التقييم
الدولية و الأزمات
المالية

تمهيد:

تحتل وكالات التصنيف الائتمانية مكانا هاما وحيزا كبيرا في فعاليات النشاط الاقتصادي العالمي، حيث ظهرت بالأساس لتكون كأداة للحد من المخاطر المالية وما ينتج عنها من أزمات مالية حادة، حيث أنها تهدف بشكل رئيسي من جهة إلى العمل على مساعدة المتعاملين في مختلف الأسواق المالية على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية، ومن جهة أخرى تساهم في خلق المنافسة من خلال دفع المؤسسات الخاضعة للتقييم إلى تحسين أدائها لتجنب التصنيف السيئ وما يتبعه من آثار سلبية على عملياتها التمويلية. و نظرا لانعدام الشفافية في نشاطاتها وتواطؤها مع العديد من المؤسسات الخاضعة للتقييم، تحولت هذه الوكالات إلى أداة للتسبب في الأزمات المالية، حيث أن منحها تصنيفا جيدا يخالف الوضعية المالية السيئة للمؤسسات المعنية.

و لقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: مؤسسات التقييم الدولية و الأزمات المالية.

المبحث الثاني: أسباب إخفاق وكالات التقييم الدولية.

المبحث الأول: دور مؤسسات التقييم الدولية في حدوث الأزمات المالية:

هناك إجماع مطلق بدور وكالات التصنيف الائتماني العالمية في حدوث الأزمات المالية لإخفاقها في إعطاء درجات

تصنيف ائتماني دقيقة

المطلب الأول: وكالات التقييم الدولية و الأزمة المالية التي حدثت عام 1997:

إن الأزمة المالية التي حدثت في عام 1997 قد بدأت عام 1997 في عدد من الدول الآسيوية في جويلية عام 1997 بانحيار العملة التايلندية (Thai baht) بعد توقف الحكومة عن دعم عملتها المحلية و أدى ذلك إلى انخفاض قيمتها بمقدار 14% ، ثم تبعها انحيار عملة الفلبين (peso) و عملة ماليزيا (Ringitt) و عملة اندونيسيا (Rupee) ؛ و امتدت الأزمة لتشمل عملات دول أخرى و لكن بدرجات متفاوتة. بالإضافة إلى أن الأزمة قد أدت إلى انحيار العديد من المؤسسات المالية و الشركات الصناعية و التجارية إفلاسها.

كما أن الأزمة الآسيوية قد تبعها أزمة روسيا في عام 1998 ، ثم أزمة البرازيل في عام 1999 ، و أزمة الأرجنتين في عام 1999 و إن هذه الأزمات قد سلطت الضوء على التصنيف الائتماني السيادي، حيث أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمات المالية قبل حدوثها، بالإضافة إلى أنها أدت إلى تفاقم هذه الأزمات بعد أن قامت بتخفيض درجات التصنيف الائتماني خلال الأزمة و التي أدت إلى زيادة تكلفة التمويل اللازمة لعملية الإصلاح الاقتصادي.

و يعرف الإخفاق في التصنيف الائتماني على أنه قيام وكالة التصنيف الائتماني برفع درجة التصنيف الائتماني أو خفضها بمقدار ثلاث درجات أو أكثر خلال فترة 12 شهرا .

و يعبر الإخفاق في التصنيف الائتماني على أنه قيام وكالة التصنيف الائتماني برفع درجة التصنيف الائتماني أو خفضها بمقدار ثلاث درجات أو أكثر خلال فترة 12 شهرا .

الجدول رقم 11: إخفاق وكالات التقييم الدولية في التصنيف الائتماني خلال الفترة (1997-2000)

وكالة ستاندر آند بورز				
العام	البلد	الإخفاق في التصنيف	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلند	A	BBB-	4-
1997	إندونيسيا	BBB	B-	7-
1997	كوريا	AA-	B+	10-
1997	ماليزيا	A+	BBB-	5-
1998	كوريا	B+	BBB-	4
1998	رومانيا	BB-	B-	3-
1998	روسيا	BB-	B-	3-
2000	الأرجنتين	BB	B-	4-
2002	الأرغواي	BBB-	B	5-
وكالة موديز				
العام	البلد	الإخفاق في التصنيف	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلند	A2	Ba1	5-
1997	كوريا	A1	Ba1	6-
1997	إندونيسيا	Baa3	B3	6-
1997	ماليزيا	A1	Baa2	4-
1998	روسيا	Ba2	B3	4-
1998	مولدوفا	Ba2	B2	3-
1998	رومانيا	Ba3	B3	3-
2002	أرغواي	Ba3	B3	6-

Source: Ashok Vir Bhatia, “**Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation**”, IMF, WP/02/170, Washington, D.C., 2002, P. 40. Sur:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>.

بالنظر إلى التصنيفات السيادية بالعملة الأجنبية للفترة الطويلة لوكالاتي ستاندر آند بورز و موديز خلال الفترة

بين عام 1997 و 2002 و التي يبينها الجدول رقم فإنه يتم التوصل إلى ما يلي¹:

- أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمة الآسيوية.

- كما أخفقت في توقع أزمة الأرجنتين و أزمة روسيا.

¹ Marwan Elkhoury, “**Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries**”, UNCTAD, Geneva, 2009, p100 sur: http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf

- و فشلت أيضا في توقع أزمة روسيا.

و أثبتت هذه الأزمات أن وكالات التصنيف الائتماني تتبع الدورات الاقتصادية في إعطاء درجات التصنيف الائتماني، نظرا لأنها تعتمد بشكل رئيسي على المعلومات العامة المتاحة في السوق حيث قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض التصنيف السيادي لعدد من الدول الآسيوية بدرجات كبيرة. إلا أن الدور المنتظر من وكالات التصنيف الائتماني أن تشير إلى حالات ضعف الاقتصاد قبل حدوث الأزمة، و بالتالي تقوم بتخفيض درجة التصنيف الائتماني.

و إن إخفاق وكالات التصنيف الائتماني في توقع أزمة المكسيك و الأزمة المالية الآسيوية يعود إلى أنها لم تأخذ بالاعتبار الالتزامات الطارئة، و اعتبارات السيولة العالمية. و لذلك قامت وكالة موديز بإدخال عوامل جديدة في تحليل التصنيف الائتماني، و هي:

-تحليل أكبر لمخاطر ديون الفترة القصيرة و الملاءة المالية للبلدان الأخرى.

-زيادة التركيز على مخاطر قروض الفترة القصيرة للمقترضين المحليين و الملاءة المالية لهم.

- تحليل مخاطر ضعف النظام المصرفي.

-زيادة التركيز على مخاطر قروض الفترة القصيرة للمقترضين الأجانب و الملاءة المالية لهم.

-الأخذ بالاعتبار الحساسية المتزايدة لمخاطر انتقال الأزمة المالية من بلد ما إلى آخر.

و قد قا فيري، ليو و ستيغميت (Ferri, Stiglitz, Liu) في عام 1999 بد راسة توضح دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية التي حدثت في عام 1997، عن طريق بناء نموذج يبين مدى قصور التصنيف الائتماني في توقع الأزمة المالية، من خلال حساب التصنيفات الائتمانية المتوقعة و مقارنتها مع التصنيفات الائتمانية المعينة من قبل وكالات التصنيف الائتماني. وتوصلوا إلى ما يلي:

-قبل حدوث الأزمة: أن التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي لم يتم حسابها كانت أقل من التصنيفات الائتمانية المعينة من قبل وكالات التقييم الدولية

-خلال الأزمة المالية: أن التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي تم حسابها كانت تنسجم إلى حد كبير مع التصنيفات الائتمانية المعينة من قبل وكالات التقييم الدولية.

-بعد الأزمة: أن التصنيفات الائتمانية المتوقعة التي تم حسابها كانت أعلى من التصنيفات الائتمانية المعينة من قبل وكالات التقييم الدولية، و هذا أدى إلى تفاقم الأزمة المالية لهذه الدول من خلال زيادة تكلفة الإصلاح لمعالجة الأزمة نظرا لانخفاض درجة التصنيف الائتماني المعينة من قبل وكالات التقييم الدولية.

المطلب الثاني: مؤسسات التقييم الدولية و أزمة الرهن العقاري

لعبت وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في حدوث الأزمة المالية العالمية الحالية، و التي تفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية في شهر سبتمبر من عام 2008، و من أحد مسبباتها أنها تعتبر من التدايعات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية بعد إخفاق الملايين من المقترضين لشراء العقارات و المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للمصارف . و أدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي و وصلت تبعاتها إلى أوروبا و آسيا حيث أطاحت في طريقها عدد من أكبر المصارف و المؤسسات المالية العالمية.

و لم تستطع وكالات التصنيف الائتماني التنبؤ بالمخاطر الائتمانية، و أخفقت في تعديل التصنيفات الائتمانية لتتوافق مع ظروف السوق نظرا للأخطاء التي ارتكبتها في عملية التصنيف الائتماني و حدوث تضارب مع المصالح بينها و بين المصدرين و التي أثرت على ثقة المتعاملين في السوق و مصداقية التصنيفات الائتمانية التي تقدمها¹.

و إجمالا فإن إخفاق وكالات التقييم الدولية في خصم أزمة الرهن العقارية يظهر في جانبين:

فرع 1- التصنيفات الائتمانية المضخمة للأوراق المالية.

ساهمت التصنيفات الائتمانية المضخمة للأوراق المالية من خلال مايلي²:

- إن التصنيفات الائتمانية المضخمة للأوراق المالية التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى زيادة إصدار الأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة Structured Finance مثل الأوراق المالية المضمونة الرهون العقارية السكنية Residential Mortgage-backed Securities و الأوراق المالية المضمونة بمجموعة من أدوات الدين المختلفة Collateralized Debt Obligations مثل سندات الشركة أو القروض من المصارف التجارية.
- إن متطلبات رأس المال القانونية تركز في جزء منها على التصنيف الائتماني لأصول المؤسسات المالية، و بالتالي فإن التصنيفات الائتمانية المضخمة التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى انخفاض نسبة الأصول التي

¹ Siegfried Utzig, "The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective", NY. 188, 2010, P1, le site: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1592834

ABC= Asset Backd Securities :الأوراق المالية المدعومة بالأصول

CDO = Ccollateralized Debt Obligation :التزامات الديون المكفولة.

RMBS=Residential Mortgage-Backed Securitities :الأوراق المالية بالقروض العقارية السكنية

²Financial Crisis Inquiry Commission, "Credit Ratings and the Financial Crisis", Financial Washington, D.C., 2010, P. 3, sur le site: "Crisis Inquiry Commission <https://books.google.dz/books?isbn=1616405422> (vue le 15/05/2015)

- يجب أن تحتفظ بها المؤسسات المالية، و هذا أدى إلى زيادة مستوى المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها هذه المؤسسات.

- إن الانخفاض السريع لدرجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة و التي بدأت في عام 2007 قد أدت إلى حدوث الصدمات للمؤسسات المالية، حيث أثرت على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية و أدت إلى حدوث مشكلات في السيولة.

فرع 2: عدم تعديل درجة التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل حدوث الأزمة المالية بقليل:

حيث إن المؤسسات التي كانت تحتفظ بالأوراق المالية المضمونة بالرهون العقارية السكنية Residential Mortgage-backed Securities أو تؤمن عليها، لم يتم إعادة تقييمها من قبل وكالات التصنيف حتى شهر نوفمبر من عام 2007 ، ماعدا شركة ليمن براذرز Lehman Brothers و التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض تصنيفها في جوان من عام 2007 بعد أن كانت تتمتع بدرجة تصنيف ائتماني مرتفعة ضمن درجة الاستثمار و ذلك قبل أسبوع من إعلان إفلاسها.

و يبين الجدول رقم (11) درجات التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية الكبرى قبل يوم واحد من إعلان إفلاسها أو إنقاذها:

الجدول رقم 12: التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها

الشركة	التاريخ	الحالة	موديز	ستاندر آند بورز	فيتش
ليمان براذرز	15/09/2008	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	A+
آي جي إي AIG	16/09/2008	حصوله على قرض بقيمة 85 مليار دولار من البنك الاحتياطي الفدرالي	A2	A-	A
سي تي غروب	23/11/2008	حصل على 20 مليار دولار	Aa3	AA-	AA-
ميريل لينش	14/09/2008	حصول صفقة للتملك من قبل bank of America	A2	A	A+
بيير ستيرنز	16/03/2008	حصول صفقة للشراء من قبل JPMorgane	Baa1	BBB	BBB

Source: Financial Crisis Inquiry Commission, **“Credit Ratings and the Financial Crisis”**, Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C., 2010, P,39.

و يتبين من الجدول السابق أن وكالات التصنيف الائتماني قد أخفقت في توقع الأزمة المالية قبل حدوثها، حيث لم تقم بأي تعديل على درجات التصنيف الائتماني لهذه المؤسسات قبل حدوث الأزمة المالية بأيام قليلة.

و هذا أدى إلى فرض شروط وضوابط جديدة من قبل لجنة الأوراق المالية و التداول الأمريكية **Securities and Exchange Commission** على وكالات التصنيف الائتماني بعد الأزمة المالية.

فرع3: تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية المرتبطة بأزمة الهون العقارية

بحلول ديسمبر 2008 كان حجم ديون الأوراق المالية حوالي 11 تريليون دولار أمريكي أي ما يقارب 35% من ديون الولايات المتحدة الأمريكية، و أكثر من نصف الأوراق المالية كانت مصنفة من قبل وكالة موديز و التي حملت أعلى تصنيف ائتماني و هو **AAA** و بدأت الجدارة الائتمانية لهذه الأوراق بالتدهور بين عام 2007 و عام 2008، و خلال العام 2008 خُفض تصنيف ثلث الأوراق المالية و قد تم اتهام وكالات التقييم الدولية بأنها المسؤولة عن أزمة الرهن العقاري فالمستثمرون وضعوا ثقة كبيرة في هذه الوكالات و التي أقل ما يقال عنها أنها فشلت في الحصول على هذه الثقة.

الجدول رقم 13: الخسائر التي تكبدتها بعض المؤسسات الأمريكية بسبب تخفيض تصنيف أوراقها المالية.

اسم المؤسسة	التاريخ	ABS CDOs	شركات الائتمان	RMBS	أوراق مالية أخرى	المجموع
شركات التأمين						
ACA Capital	11/8/2007	1,700	...	...	...	1,700
AIG	11/10/2008	33,190	...	...	33,753	66,943
Ambac	11/5/2008	11,136	360	1,046	219	12,761
MBIA	5/12/2008	3,500	1,600	...	1,800	6,900
Prudential	7/30/2008	3,410	...	...	...	3,410
بنوك أمريكا الشمالية						
Bank of America	1/16/2009	9,089	932	...	2,834	12,855
Bear Stearns	1/29/2008	2,300	...	...	...	2,300
Citigroup	10/16/2008	34,106	4,053	1,319	15,904	55,382
Goldman Sachs	9/16/2008	...	4,100	1,700	1,400	7,200
JP Morgan Chase	1/15/2009	1,300	5,467	5,305	...	12,072
Lehman Brothers	6/16/2008	200 1	300	4,100	3,400	9,000

55,068	13,125	12,998	2,845	26,100	10/16/2008	Merrill Lynch
17,383	1,992	3,781	3,810	7,800	12/17/2008	Morgan Stanley
البنوك الأوروبية						
9,537	2,523	530	3,057	3,427	10/23/2008	Credit Suisse
14,975	3,677	3,386	5,820	2,092	10/30/2008	Deutsche Bank
8,163	...	144	3,660	4,359	8/4/2008	Fortis Bank
8,618	25	8,028	...	565	11/12/2008	ING
12,146	4,122	2,566	1,849	3,609	11/4/2008	Royal Bank of Scotland
37,805	13,871	1,716	348	21,870	8/12/2008	UBS
البنوك الآسيوية						
510.0	...	...	...	510.0	5/15/2008	Aozora Bank
3,640	11	921	2,348	359.5	8/13/2008	Mitsubishi UFJ
7,650	584	2,539	629	3,898	11/13/2008	Mizuho
669.5	...	...	...	669.5	10/21/2008	National Australia Bank
561.7	...	...	...	561.7	11/19/2007	Sumitomo Mitsui
المجموع						
209,304	59,011	42,272	23,702	84,319		بنوك أمريكا الشمالية
171,100	62,634	26,423	18,579	63,464		البنوك الأوروبية
23,553	3,743	5,728	4,724	9,358		البنوك الآسيوية
520,084	163,735	84,809	53,325	218,215		المجموع الكلي

Source: Efraim Benmelech & Jinnefer Dlugos, "the credit rating crisis", april 2010. Sur le site:

<http://www.nber.org/chapters/c11794>. (vue le 01-05-2015)

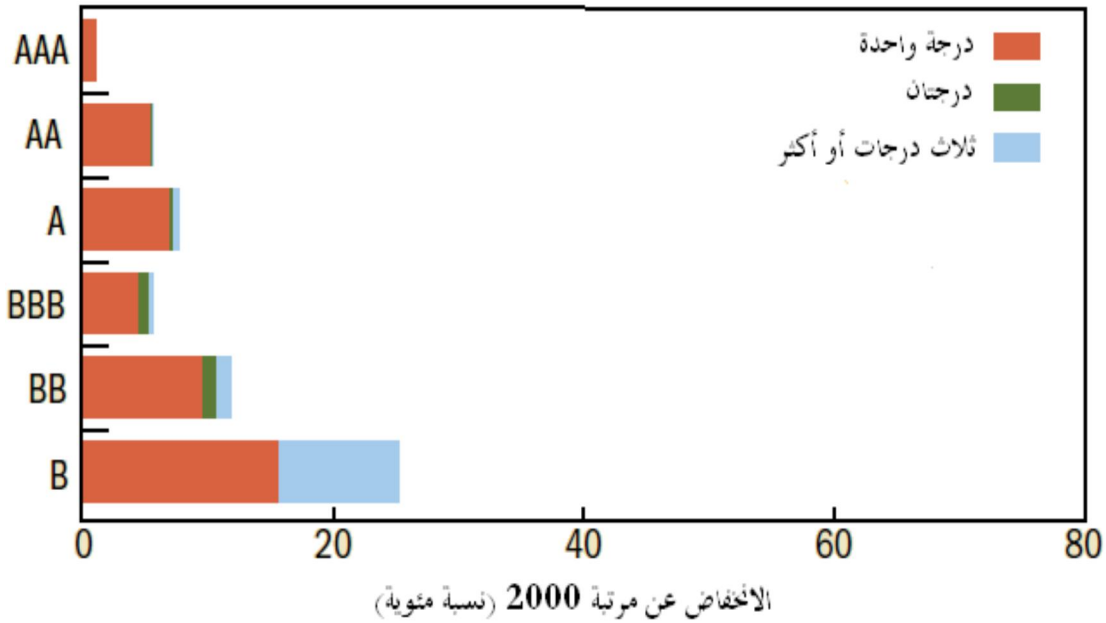
نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة AAA بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد،

ولهذا السبب فقد أدرك المستثمرون أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة لتدهور سريع وحاد أكبر

من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات و لا يحدث التدهور بصورة أكثر تكرارا في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل أنه يقلل عدة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة، بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكبدة . ونتيجة لذلك اهتزت ثقة المستثمرين بآراء وكالات التصنيف الائتماني- فقد تم تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية (MBS) من المرتبة AAA بنفس مستوى سندات الشركات من المرتبة BBB منذ أوت 2007 وكان هذا يشكل مشكلة بصفة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح الممتازة الأسمى المصنفة AAA من التزامات الديون المضمونة (CDO) التي تكفلها . ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق المالية، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة وبالتالي فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة AAA في جويلية 2007 تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة.

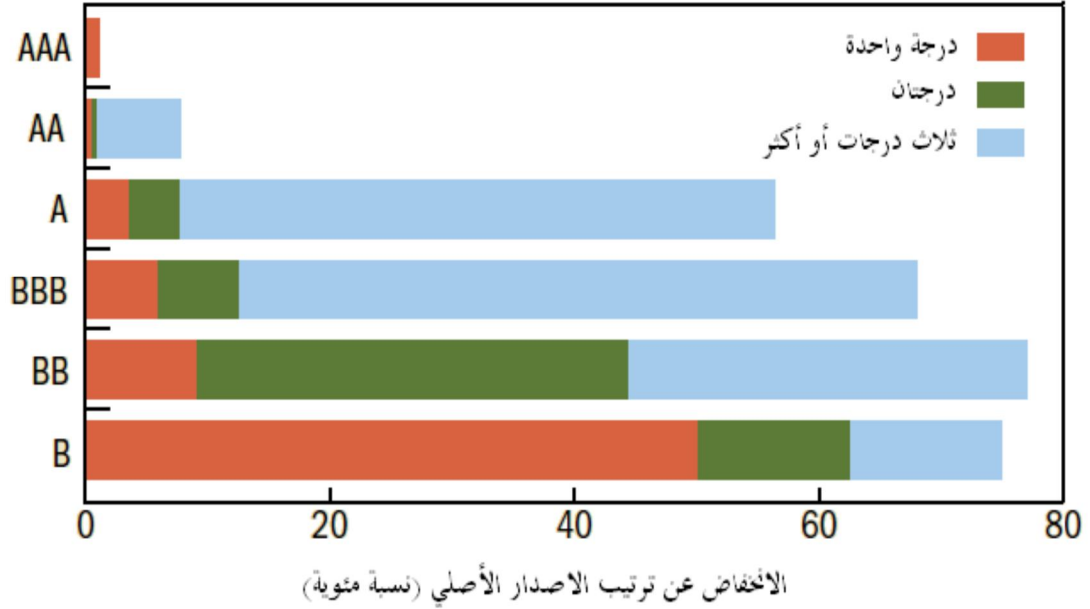
الشكل رقم 16: تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية.

-الأوراق المالية للشركات -



المصدر: راندل دود وبول ميلز، مرجع سابق، ص 16.

الشكل رقم 16: تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية.
-الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية عالية المخاطر -



المصدر: راندل دود وبول ميلز، مرجع سابق، ص16.

ويتبين ذلك بنقص السيولة في سوق الأوراق المالية التي تساندها رهونات، على سبيل المثال فإن الانخفاض الكبير في مؤشرات ABX والتي تظهر أن سندات القروض العقارية الثانوية تم قطع الجزء الأكبر من قيمتها الأولية. وهذا ما تشير إليه العمليات الحسابية المبنية على افتراضات معدلات التخلف عن السداد¹. ومع تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية أدى ذلك إلى استمرار الهبوط في أسعار الأوراق المالية في البورصات وخاصة المرتبطة بالرهون العقاري، ومع فقدان الأوراق المالية المتداولة في البورصات في المتوسط ما بين 40% و 50% من قيمتها حتى نهاية 2008 وهو ما فاقم أزمة السيولة مع انخفاض مستويات التداول في أسواق النقد والبورصات، وهو ما أحدث خلال في مؤشرات الهبوط والصعود، وكان الاتجاه النزولي هو الأكثر حدوثاً في نهاية الأثر. وقد انعكس كل ذلك في نقص السيولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، مما أدى إلى تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً و ضمانات مشددة للغاية².

¹ D'ARVESTM Philippe " **retour sur la crise financière** " Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP Paribas -Conjoncture Avril 2008 - p21. Le site : www.bnpparibas.net

² عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص329-330.

المبحث الثاني: أسباب إخفاق وكالات التقييم الدولية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري و متطلبات إصلاحها:

مما لا شك فيه هو أن هناك أسباب أدت إلى إخفاق وكالات التقييم الدولية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري، و من أجل تفادي هذه الأزمة لابد من إصلاح جوانب الضعف في هذه الوكالات.

المطلب 1: أسباب إخفاق وكالات التقييم الدولية في التنبؤ بأزمة الرهن العقاري:

تعرضت وكالات التصنيف الائتماني العالمية الثلاثة التي تستحوذ على حوالي 90% من الحصة السوقية فيما يخص نشاط التقييم في الاقتصاد العالمي وهي : Fitch, Moody's, Standard & Poor's إلى الكثير من الانتقادات بخصوص طبيعة أدائها ومدى حيادها وشفافيتها ومصداقية ما تمنحه من تقييم لمختلف المؤسسات، حيث يرى الكثير من المحللين أن وكالات التصنيف العالمية ساهمت من خلال عدة أسباب في دفع المتعاملين إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتج عنها تعرضهم إلى حالة إفلاس، امتدت نتيجة للعومة المالية إلى مختلف المتعاملين نظرا لترايط وتشابك العلاقات المالية، مما أدى إلى تعرض الاقتصاد العالمي لأزمة مالية حادة غير مسبوقة منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، حيث تبرز هذه الأسباب فيما يلي:

أولا - عدم استقلالية وكالات التقييم الدولية:

احتلت قضية استقلالية وكالات التصنيف العالمية مكانا بارزا ضمن اهتمامات المحللين ورجال السياسة بموضوع مساهمة هذه الوكالات في التسبب في الأزمة المالية العالمية، حيث يرى الكثيرون أن هذه الوكالات تتميز بعدم الاستقلالية مما أدى إلى عدم حيادها ومصداقيتها في ما تمنحه من تقييم، ويستشهد في إثارة موضوع مدى مساهمة وكالات التقييم في التسبب في الأزمة المالية بالآلية التي تحصل بموجبها هذه الوكالات على المداخل المالية نظير قيامها بنشاطها التقييمي، حيث أن هذه الوكالات كانت تتبع منذ نشأتها وحوالي نصف قرن من الزمن نظاما يرتكز بالأساس على بيع التصنيف إلى مختلف المتعاملين في الأسواق المالية الراغبين في الحصول على قراءات و تحليلات تخص المقترضين ومصدري سندات الديون تساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي تجنب مشكل نقص البيانات الذي تنتج عنه في الغالب قرارات استثمارية خاطئة. ومنذ بداية سنوات السبعينات من القرن العشرين، اتخذت هذه الوكالات آلية أخرى أكثر ربحية بالنسبة لها تخص تحصيلها للمداخل المالية مقابل نشاطها، حيث أصبحت تحصل على مداخلها المالية من طرف المؤسسات المصدرة لسندات الديون بدل المتعاملين أصحاب الفائض الراغبين في الاستثمار في هذه السندات، حيث أن كل مؤسسة ترغب في طلب قرض أو طرح سندات دين يتوجب عليها طلب تصنيف من طرف هذه الوكالات يوضح مدى قدرتها

على الوفاء بالتزاماتها المعنية قصد طمأنة المتعاملين وتشجيعهم على التعامل معها ومن ثم ضمان حصولها على التمويل اللازم لأنشطتها¹.

وقد نتج عن هذا التوجه الجديد أن شكلت مداخيل المتعاملين أصحاب الفائض ما مقداره 10% فقط من إجمالي مداخيل وكالات التصنيف، في حين أن المداخيل المحصل عليها من طرف المؤسسات أصحاب العجز الراغبة في الحصول على تمويل تشكل 90% من إجمالي مداخيل الوكالات، وهذا ما جعل نشاط هذه الوكالات محل شك وبالتالي بروز طعن في استقلاليتها، إذ أن هذه الوكالات تحصل على مداخيل من طرف المؤسسات مقابل منحها تصنيفا يوضح مدى قدرتها على الحصول على التمويل، وبالتالي فإن الشكوك تزايدت حول تواطؤ وكالات التقييم مع بعض المؤسسات بمنحها تصنيفا جيدا مقابل حصولها هي على مداخيل مالية أكبر، وزيادة على ذلك تبرز قضية أخرى تتعلق باستقلالية هذه الوكالات، وهي أنه لن يمكنها الحصول على مداخيل مالية عالية من جهة، ولن يمكنها الاستمرار في نشاطها من جهة أخرى إن هي منحت تصنيفا سيئا للمؤسسات المعنية به، وبالتالي فإن جشع وكالات التقييم العالمية وسعيها لتعظيم الأرباح ساهم في عدم مصداقية الكثير من عمليات التصنيف التي تقوم بها وهذا ما أدى إلى تغليب المتعاملين ودفوعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة².

وانطلاقا مما سبق فإنه من الواضح أن هذه الآلية الجديدة في تحصيل المداخيل كان لها الأثر البالغ على سمعة وكالات التقييم الدولية، لكنه لم يكن له أي تأثير سلبي على رقم الأعمال الخاص بكل واحدة منها، والسبب في ذلك هو ما تلميه وتتطلبه عملية الحصول على التمويل من ضرورة طمأنة وتعزيز ثقة المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم فإن الطلب على التصنيف من هذه الوكالات هو طلب غير مرن، حيث أن المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل مجبرة على اللجوء إلى هذه الوكالات وبالتالي ومع تزايد المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل بعد الأزمة زاد عدد المؤسسات التي تلجأ إلى وكالات التصنيف للحصول على تقييم يوضح قدرتها الائتمانية من جهة، وباعتبار أن مداخيل المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل هي التي تشكل النسبة الأكبر من إجمالي مداخيل هذه الوكالات بما يعادل حوالي 90% من جهة أخرى، فإن رقم أعمال كل وكالة من هاته الوكالات حقق تزايدات ملحوظة مع حلول سنة 2011 حيث أن وكالة Moody's حققت هامش ربح قدر بـ 39%، وكالة Standard & Poor's حققت هامش ربح في الثلاثي الأول قدر بـ 43%، وكالة Fitch حققت هامش ربح قدر بـ 58%³

¹ Maurice Mullard : « **the credit rating agencies and their contribution to the Financial crisis** », The Political Quarterly, Vol. 83, No. 1, January–March 2012, p80

² John Patrick Hunt : « **credit rating agencies and the worldwide credit crisis** », [Columbia Business Law Review, Vol. 2009, No. 1](#) , p32

³ Gérard Gourguechon : « **les agences de notation** », p8, document sur :

<http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>

ثانيا- وجود علاقات ومصالح مشتركة بين وكالات التقييم الدولية والمؤسسات الخاضعة للتصنيف

يدعم المشككون في مصداقية وكالات التصنيف الائتماني وجهة نظرهم بحجة أن هذه الوكالات وعن طريق المساهمين في رأسمالها تمتلك مصالح مشتركة مع مؤسسات أخرى تخضع لتقييمها، حيث أن هناك من المساهمين في رأس مال وكالات التقييم من يمتلك أسهما في مؤسسات أخرى خصوصا الكبرى منها، وبالتالي فإن ذلك يجعل من تقييم الوكالات لهذه المؤسسات محل شك وبعيد عن المصداقية، إذ أنه من غير المتصور أن تقوم وكالة التقييم بتقديم تصنيف سيء لمؤسسة ما تشترك معها من ناحية بعض أعضاء مجلس الإدارة، وهذا باعتبار ما ينتج عن التصنيف السيء من آثار سلبية على المؤسسة المعنية، وبالتالي ونظرا لما تقوم به المؤسسات الكبرى من تعاقدات مالية ذات قيم كبيرة من جهة، وتعدد وتوسع قاعدة المتعاملين معها من جهة أخرى، فإن الخطر المرتبط بتعثر هذه المؤسسات يكون على درجة كبيرة مما تنتج عنه خسائر أكبر، وعلى هذا الأساس فإن ما تقوم به وكالات التصنيف من تغطية للنقائص والسلبيات المتعلقة بالمؤسسات الكبرى من خلال منحها تنقيطا جيدا ساهم في خلق فقاعة مالية كبرى نتيجة تقييمها للأصول المالية بأكبر من قيمتها الحقيقية، حتى مجيء سنة 2008 التي عرفت انفجار هذه الفقاعة وحدوث الأزمة المالية العالمية¹.

ثالثا- عدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم الخطر: تشير العديد من آراء الخبراء والمختصين والمحللين إلى أن الزمن قد تجاوز ما تستند إليه وكالات التصنيف من طرق و أساليب رياضية في تقييم الخطر المرتبط بأصول الدين المتداولة في الأسواق المالية، والتي يعود بناءها إلى حوالي 30 سنة خلت من قبل².

حيث أن سوق الأوراق المالية قد شهد تطورا كبيرا من ناحية سندات الدين المتداولة وخصوصا من حيث الابتكارات التي جاءت بها الهندسة المالية، حيث ظهر التمويل المنظم والذي يهدف إلى تسهيل عملية التمويل وتوفير السيولة للمتعاملين، وقد كان نتاجا لذلك تعقد العلاقات والمبادلات المالية بين مختلف الأطراف والأصول، وهو ما لم تواكبه وكالات التصنيف الائتماني من ناحية أساليب ونماذج تقدير الخطر المرتبط بهذه الأصول المبتكرة، وهو الأمر الذي دفع إلى تطور الابتكارات المالية فيما يخص سندات الدين المركبة لأن المؤسسات رأت بأن وكالات التصنيف تمنح نفس التصنيف لسندات الدين بغض النظر عن تركيبها وطبيعتها³، زيادة على التحايل الذي تقوم به المؤسسات وعدم التطابق بين ما يعكسه الواقع الحقيقي لأصول الدين وتركيبها المشار إليها في المستندات والوثائق، كل ذلك نتج عنه سوء تقدير للخطر الحقيقي وبالتالي تقديم تنقيط لأصول معينة لمؤسسات يفوق حقيقة ما تعكسه وضعيتها المالية ومقدرتها الائتمانية.

¹ Maurice Mullard : op-cit, p93

² Partnoy, Frank : "How and why credit rating agencies are not like Otcher gatekeepers" , Brookings Institution.2006, p. 13, sur le site: http://en.wikipedia.org/wiki/Frank_Partnoy

³ Jonathan Katz, and others : "Credit Rating Agencies, no easy regulatory solutions ", the world bank , October 2009,p3 ,sur le site: <http://ses.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/8684/1/md-priebe-2012-thesis.pdf>

رابعاً - أخلاقية النشاط و السعي إلى تعظيم الأرباح وتحقيق المصلحة الخاصة

إن ما سبق ذكره من أسباب يشير إلى وكالات التقيظ لا تهدف إلا إلى تعظيم أرباحها وتعزيز حصتها السوقية، بغض النظر عن أن تقييمها المخالف لواقع الأمر قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة وبالتالي التسبب في خسائر مالية كبيرة، هو ما يعني غياب الشفافية في نشاط هاته الوكالات¹.

فلو تمعنا النظر لوجدنا أن وكالات التقييم الدولية تهتم بتقاريرها طرفين: **الطرف الأول** هم أصحاب الفائض الراغبون في استثمار أموالهم، و**الطرف الثاني** هم أصحاب العجز الراغبون في طرح سندات دين للحصول على تمويل، وبالتالي فبعد أن كانت مداخل هذه الوكالات تتأتى لها من أصحاب الفائض، أصبحت تتأتى لها من طرف المؤسسات صاحبة العجز بحيث أنها تشكل حوالي 90% من إجمالي أرباحها، ولهذا الأساس نجد أن وكالات التقييم تميل إلى تغليب مصلحة المؤسسات الخاضعة للتصنيف - وبالتالي تغليب مصلحتها هي - على حساب مصلحة أصحاب العجز، وذلك بأن تتواطأ معها في عملية التقييم بما يخدم رغبتها دون النظر إلى أن ذلك على حساب مصلحة أصحاب الفائض المتضررين من ذلك بحكم أنهم سيبنون قراراتهم الاستثمارية على أسس خاطئة، حيث أنه ونتيجة لهذا التواطؤ فإن قيم كبيرة من سندات الدين التي حصلت على تنقيط AAA انخفض تنقيطها فقط في غضون 8 أشهر، مما يؤكد أن تنقيطها السابق (AAA) كان مبالغاً فيه، ومنح لها فقط حتى يتم تصريفها في الأسواق المالية وبالتالي حصول المؤسسة المصدرة لها على التمويل اللازم.

خامساً - مخاطر المعلومات

تعتبر مخاطر المعلومات من أهم الصعوبات التي تواجه وكالات التصنيف الائتماني ذلك أن معظم بيانات الاقتصاد الكلي تؤخذ مباشرة من الدولة التي يتم تصنيفها و يتم التأكد منها من المصادر الأخرى المتاحة مثل صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و تعتمد جودة البيانات التي يتم الحصول عليها على مستوى التعاون مع وكالات التقييم الدولية و قدرة الدولة على تزويدها ببيانات إحصائية دقيقة. كما تقوم معظم الدول بإبرام اتفاقيات مع وكالات التقييم الدولية تلتزم بموجبها بتقديم المعلومات اللازمة لإجراء عملية التصنيف الائتماني. و كذلك فإن محلي التصنيف الائتماني لديها قدرة محدودة على التأكد من البيانات الرسمية و تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع المالي من أكثر المعلومات التي تعاني من ضعف الشفافية فعلى الرغم من قيام وكالات التصنيف الائتماني بتدقيق حجم الاحتياطات الرسمية، إلا أنه من

¹ John Patrick Hunt : op-cit, p22.

الصعوبة بمكان التأكد من قدرة المصرف المركزي على استرجاع الاحتياطيات غير السائلة من خلال العقود الآجلة أو المشتقات المالية الأخرى، أو اكتشاف التغطية غير الكاملة للديون الخارجية قصيرة المدى. و على الرغم من جهود وكالات التصنيف الائتماني في تدقيق الإحصائيات التي تحصل عليها من خلال مقارنتها مع مصادر أخرى، إلا أن عدم دقة المعلومات هي العامل الرئيسي في إخفاق وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات تصنيف ائتماني دقيقة و مناسبة، و بالتالي فإن مراجعة مختلف البيانات المتوفرة من قبل المستثمرين و وكالات التقييم الدولية تحتاج إلى جهود أكبر¹.

سادسا- القيود المفروضة على مصادر إيرادات التحليل:

من الصعوبات التي تواجهها وكالات التقييم الدولية و التي تؤدي إلى إخفاقها في إصدار درجات تصنيف ائتماني دقيقة هي القيود المفروضة على مصادر إيرادات التحليل ذلك أن وكالات التقييم الدولية تقوم بجني الأرباح من كل تصنيف تقوم بإجرائه، و تحصل على الإيرادات بشكل رئيسي من عملية التصنيف و التي تتراوح بين 50,000 دولار أمريكي سنويا للإصدارات الصغيرة و 150,000 دولار أمريكي سنويا أو أكثر للإصدارات الأكبر. و تتضمن تكاليف التصنيف الرواتب و نفقات التنقل لفريق مكون من محللين اثنين أو ثلاثة يقومون بزيارة الدول المعنية بالتصنيف مرة كل سنتين على الأقل و ذلك في حالة التصنيف السيادي و لا تقوم أي وكالة تصنيف بالإفصاح عن إيراداتها و التكاليف التي تتكبدها من خلال قيامها بعملية التصنيف الائتماني.

و تسعى وكالات التقييم الدولية من أجل الحفاظ على مستويات معينة من الأرباح من خلال تبسيط العمليات و التي أدت إلى تخفيض كبير لرواتب محللي الائتمان السيادي لوكالة ستاندر آند بورز من 10 محللين في بداية عام 1997 إلى 20 محلل في نهاية شهر أوت من عام 2002. و بالمقابل ارتفع عدد الدول السيادية المصنفة من قبلها من 62 إلى 93 دولة و ذلك خلال الفترة نفسها و هذا يعني انخفاض نصيب كل محلل ائتماني لكل دولة سيادية مصنفة من 6.1 إلى 4.6 في حين تبلغ هذه النسبة لدى وكالة فيتش 4.3 في نهاية شهر مارس 2002 و لا توجد أي بيانات تخص موديز. و تقوم وكالات التقييم الدولية بالاعتماد على البحوث التي تقوم بها جهات متعددة مثل صندوق النقد الدولي و الأكاديميين و المصارف الاستثمارية و كذلك البحوث التي تقوم بها وكالات التقييم الأخرى. و ذلك من أجل الارتقاء بمعايير التصنيف الائتماني بشكل مستمر. و على الرغم من الجهود الكبيرة التي تبذلها وكالات التقييم الدولية لزيادة إيرادات التحليل و إصدار منهجيات متعلقة بكل نوع من أنواع التصنيف الائتماني إلا أنه تبين أن أحد أسباب إخفاق

¹ Ashok Vir Bhatia, op cit, P44.

وكالات التقييم الدولية كان نتيجة للإيرادات الغير كافية لجمع البيانات و التأكد منها و إجراء عملية التصنيف الائتماني و بشكل جيد وموضوعي¹.

سابعا - انحراف الإيرادات:

من الصعوبات التي تواجهها وكالات التصنيف الائتماني هي انحراف هيكل الإيرادات نتيجة للاعتماد المفرط على إيرادات التصنيف الائتماني التي تتلقاها من مصدر الأوراق المالية، حيث لا تحصل وكالات التصنيف الائتماني على إيرادات من مستخدمي التصنيف الائتماني، نظرا لأن جميع التصنيفات الائتمانية السيادية وجزءا هاما من أبحاث التصنيف الائتماني تكون متوفرة مجانا.

و إن مشكلة انحراف الإيرادات قد تزايدت، نظرا لأن وكالات التصنيف الائتماني تحصل على جزء هام من الإيرادات من خلال نشاطات التصنيف الائتماني للوحدات تحت السيادية، حيث لا يمكن لمصدري الأوراق المالية أن يحصل على تصنيف ائتماني بدون أن تكون الدولة حاصلة على التصنيف الائتماني السيادي، و التي تحدد بشكل كبير درجات التصنيف الائتماني لهم . كما أنه في حال حدوث أي تخفيض في التصنيف الائتماني السيادي سيتبعها تخفيضات لدرجة التصنيف الائتماني لمعظم المصدرين ضمن الدولة و من ثم جني المزيد من الأرباح.

و بالنتيجة فإنه كلما زاد عدد التصنيفات الائتمانية المعينة تحت السيادية في بلد ما كلما زادت الإيرادات، و بالتالي فإن هذا يؤدي إلى زيادة الضغط على وكالات التصنيف الائتماني من قبل الشركات و المؤسسات المالية و غيرها من الوحدات الحاصلة على تصنيف ائتماني من أجل التساهل في قرارات التصنيف الائتماني السيادي و التي تؤثر على تصنيفاتها الائتمانية بشكل مباشر².

ثامنا -مشكلات الحوافز الأخرى:

من الصعوبات التي تواجهها وكالات التصنيف الائتماني هي قدرتها على الحفاظ على علاقات جيدة مع مصدري الأوراق المالية و المستثمرين ذلك أن قواعد السوق المهني التي تنظم عمل وكالات التقييم الدولية تمنع محلي الائتمان من إعطاء نصائح لمصدري الأوراق المالية من أجل تحسين درجة التصنيف الائتماني . كما يتوجب على محلي الائتمان الإفصاح عن استثماراتها الخاصة و الأوراق المالية التي يحملونها، ذلك أنه لا يجب لهم التصويت في لجنة التصنيف من أجل إعطاء درجة التصنيف الائتماني للأوراق المالية التي يحملونها.

¹ Ibid ,p 44-45.

² Ibid, 45-46.

و لا تقوم وكالتا ستاندرد آند بورز و موديز بتوظيف محلل الائتمان الذي عمل سابقا لدى الوكالة الأخرى أو عند وكالة فيتش للتصنيف و ذلك ضمن اتفاقية موقعة بينهم، في حين تقوم وكالة فيتش للتصنيف بتوظيف محلل الائتمان الذي عمل سابقا لدى وكالتي ستاندرد آند بورز و موديز.

كما أن دوافع وكالات التصنيف الائتماني في الحصول على إيرادات إضافية قد أدت إلى حدوث تضارب في المصالح من خلال استشارات التصنيف الائتماني التي تقدمها. فوكالة ستاندرد آند بورز تقدم خدمة تقييم التصنيف، في حين تقدم وكالة موديز و وكالة فيتش للتصنيف خدمات إدارة المخاطر. و هذا يعني أن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بعملية التصنيف الائتماني من جهة و خدمات استشارية من جهة أخرى، و التي تؤثر على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها على الرغم من التأكيدات المستمرة من قبل وكالات التصنيف بالتزامها بقواعد السلوك المهني و الاستقلالية في تقديم هذه الخدمات.

تاسعا- ضعف المنافسة:

تواجه وكالات التقييم الدولية عقبات الدخول إلى صناعة التصنيف الائتماني و التي تفرضها السلطات المحلية. فعلى الرغم من وجود ما يزيد على 150 وكالة تصنيف ائتماني حول العالم، إلا أنه لم تتمكن سوى 06 وكالات فقط من الحصول على ترخيص من لجنة الأوراق المالية و التداول الأمريكية SEC بوصف كل منها وكالة تصنيف إحصائية معترف بها وطنيا NRSRO ، و منها 03 وكالات تصنيف ائتماني عالمية و هي وكالة موديز لخدمة المستثمرين و وكالة ستاندرد آند بورز و وكالة فيتش للتصنيف و التي تملك حوالي 90% من صناعة التصنيف الائتماني حول العالم. ذلك أن وكالات التصنيف الائتماني تحتاج إلى الوقت الكافي لتحصل على ثقة المتعاملين في الأسواق المالية¹. كما أدى ضعف المنافسة في صناعة التصنيف لائتماني إلى النتائج السلبية التالية:

- ارتفاع تكلفة الحصول على التصنيف الائتماني.
- ضعف الابتكار في صناعة التصنيف الائتماني.
- انخفاض جودة التصنيفات الائتمانية.
- إمكانية حدوث تضارب المصالح و الممارسات الضارة بالمنافسة.

¹ Marwan Elkhoury, op. cit., P, 100.

المطلب 2: متطلبات إصلاح وكالات التقييم الدولية لاجتناب الأزمات المالية مستقبلاً:

إن إصلاح وكالات التقييم الدولية يتوقف على خيارين رئيسيين: الأول هو تقويم عمل الوكالات القائمة و هو خيار استعجالي قصير إلى متوسط المدى و هو الأضعف، أما الثاني فهو الإصلاح بإيجاد بديل شرعي للوكالات القائمة و هو خيار قوي لكنه طويل المدى.

فرع 1: الإصلاح بتقويم عمل الوكالات الحالية:

نلخصه فيما يلي¹:

- قيام السلطات المحلية بالتشجيع على إنشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض القيود المفروضة عليها للارتقاء بصناعة التصنيف الائتماني و زيادة مستوى المنافسة و منع الاحتكار في هذه الصناعة.
- تجنب تضارب المصالح بإصدار قواعد السلوك المهني حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO*) بإصدار قواعد تلتزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بالألا تتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع الشركات أو أي طرف آخر في إصدار درجات التصنيف الائتماني.
- زيادة شفافية المنهج و الإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف الائتماني و من أجل ذلك طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التقييم الدولية أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني و أن تفصح عن قواعد السلوك المهني في إطار القواعد التي وضعتها لها و ذلك من أجل الارتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني و التي يشوبها الكثير من الغموض.
- التزام وكالات التقييم الدولية بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف دقيقة و زيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها و بالتالي زيادة الثقة بوكالات التقييم الدولية.

فرع 2: الإصلاح بإيجاد بديل شرعي لوكالات التقييم الدولية التقليدية:

يمكن رد الأسباب الدافعة إلى إنشاء وكالات التقييم الإسلامية إلى ما يلي:

- معاملة مؤسسات التقييم الدولية الصكوك على أنها أدوات دين و عدم مراعاة الخصوصية التي تتمتع به الصكوك عن سندات الدين التقليدية حيث أنها تمثل حصص ملكية في الأصول المكونة للصك بخلاف السندات التي لا تمثل أي حقوق ملكية.
- عدم وجود معايير شرعية واضحة و موحدة للصكوك يمكن للمؤسسات التقييم الدولية تطبيقها و الاحتكام بها.

¹www.albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009573/10/10/ (consulté le 05/05/2015) .

* IOSCO : International Organization of Securities Commissions.

-تُجمع وكالات التقييم الدولية على أنها لا تأخذ بعين الاعتبار عند التصنيف الائتماني

أولا- مفهوم التصنيف الإسلامي:

أ- تعريفه:

التصنيف المصرفي عملية غرضها توفير المعلومات والتقييم المستقل لكل من الملاءة الائتمانية وحسن الأداء الفني للإعمال المصرفية، والانضباط الشرعي للمؤسسات المالية الإسلامية، سواء البنوك أو الصناديق والمحافظ الاستثمارية أو شركات التأمين التكافلي أو المنتجات المالية الإسلامية التي تتداول في الأسواق كالكوك ونحوها. إن الهدف من التصنيف هو إعطاء المؤسسة أو المنتج مستواه الصحيح من الجودة النوعية لكي يعتمد المستثمرون والمقرضون على ذلك التصنيف في تحقيق المستوى النوعي من ناحية الالتزام بالأحكام الشرعية ذات العلاقة بالخدمات التي تسوق تحت شعار " الإسلامية " ، والمستوى النوعي أيضاً من الملاءة والائتمان طبقاً للمقاييس المعتمدة في تحديد المخاطر.

و يكمن الفرق في التصنيف الائتماني التقليدي و التصنيف الائتماني الشرعي في أن الأول هو تقويم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها تجاه الآخرين وقوة ملاءتها المالية، أما التصنيف الشرعي فهو لا يتعلق بالملاءة أو القوة المالية للمؤسسة أو النوعية الائتمانية للورقة المالية ولا بالكفاءة الإدارية وإنما يختص بإصدار رأي مستقل حول " النوعية الشرعية".

ب- الحاجة إلى التصنيف الشرعي:

مضى على ظهور المصرفية الإسلامية أكثر من ربع قرن وهي اليوم تعيش عصرها الذهبي إذ تحقق معدلات نمو منقطعة النظير وبتزايد عدد المؤسسات المالية الإسلامية وتلك التي تقدم الخدمات المصرفية الإسلامية يوم بعد يومًا . وقد واكب ذلك كله تنوع وتكاثر في المنتجات المالية الإسلامية وأصبحت أكثر تعقيداً وتتضمن تفاصيل كثيرة ومبتكرات يصعب الإحاطة بجميع تفاصيلها من قبل المتعاملين مع هذه المؤسسات المالية. وكلما انفتحت البلدان على بعضها البعض وارتفعت وتيرة العولمة كلما زادت رغبة العمل المصرفي الإسلامي على خريطة العالم . مما يجعل الحاجة ماسة لضبط مسار النمو وإيجاد الوسائل والأدوات التي يستطيع فيها المسلم - مستمراً كان أو مقترضاً- التحقق من الانضباط الشرعي وأن يكون بيده الأدوات للمقارنة بين المؤسسات والمنتجات في مسألة هذا الانضباط.

ومما لا ريب فيه أن الجانب الشرعي هو الأهم في تحقيق الهوية الإسلامية للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، مع عدم إغفال الجانب الائتماني الذي هو محل اتفاق في الصناعة المصرفية عمومًا، ذلك لأن التفضيل الذي يبديه الناس للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية على المنتجات التقليدية إنما هو راجع إلى جانب المشروعية، وإلى الحرص منهم على تجنب الكسب الحرام، فلا بد إذا أن يكون هذا العنصر قابلاً للقياس ولا بد من وجود طريقة للحكم على تلك المؤسسات والمنتجات بناء على درجة التزامها بهذا العنصر وهو المشروعية . إذ لا يتصور أن تكون جميعها عند نفس المستوى . فإذا لم نوجد مثل هذا القياس، فإن النتيجة الطبيعية هي تدهور " النوعية الشرعية " ليسود الحد الأدنى منها وليس الحد الأعلى. إن من أهم النتائج المترتبة على توافر هذه الوسائل والأدوات التأكيد من أن المنافسة التي هي

شيء نافع و ضروري لا تؤدي إلى تدهور النوعية الشرعية للعمل المصرفي و المالي الإسلامي . ولن يتحقق ذلك إلا بإيجاد آلية تكافئ المحسن الملتزم بثمين مستواه و التزامه و إعلان ذلك للعمامة.

إن مؤسسات التصنيف الإسلامية القائمة لا تتعدى ثلاث مؤسسات:

الوكالة الإسلامية للتصنيف: و هي أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية انطلقت من البحرين و قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية بقيادة "البنك الإسلامي للتنمية" هدفها القطاع المالي و المصرفي الإسلامي و ذلك عبر توفير تقويم مستقل عن فعاليات و منتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات و أفراد، و تقدم الوكالة الإسلامية للتصنيف بنوعين من التصنيف:

-التصنيف الفني(ائتماني): الغاية منه إبراز القوة و الملاءة المالية للمصرف الإسلامي و منتجاته.

-التصنيف الشرعي: الغاية منه إبراز مدى موافقة المصرف الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية و التزاماته بتوجيهات هيئته الشرعية.

الهيئة الشرعية للرقابة و التصنيف: و هي لم تتجاوز السنتين على إطلاقها بإجماع الجمعية العامة للمجلس العام للبنوك الإسلامية (CIBAFI) في جدة و من أبرز اهتمامات هذه الهيئة مراجعة الأسس النظرية و الشرعية التي تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية و كذلك التأكد من سلامة التطبيق العملي للمنتجات و موافقتها للمبادئ و الأحكام الشرعية و هو ما أطلقت عليه تصنيف الجودة الشرعية.

بالإضافة إلى المؤسستين السابقتين هناك وكالة التصنيف الماليزية و الخاصة بتصنيف الشركات الإسلامية الماليزية، و هناك شركة الفاروق للمطابقة و التصنيف الإسلامي و هي وكالة في صدد الإنشاء.

و لكي تصبح وكالات التصنيف الإسلامية بديلا منافسا لوكالات التصنيف التقليدية لابد من إرادة قوية و صادقة للنهوض بهذا البديل، و توفير المناخ المناسب له بإنشاء أسواق مالية إسلامية و إمدادها بالمنتجات و الأوراق المالية الإسلامية و بعث الثقة و المصداقية في تلك الوكالات بإعطائها الاستقلالية المطلقة في عملها مع التزامها بالشفافية الكاملة في إصدار درجات التصنيف و احترام مبدأ الشرعية في كل شيء؛ و لا يمكن تحقيق ما سبق ذكره إلا من خلال إصلاح النظام الاقتصادي ككل.

خلاصة:

من الأطراف المساهمة في تشكيل البنية التحتية للأسواق المالية ورفع كفاءتها، والفاعلة في نشوب الأزمات المالية وكالات التقييم الدولية التي أُنْهت بعجزها عن منح الجهات التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها قبيل وأثناء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 ، وأزمات تسعينات القرن العشرين. ولإذكاء حريق الأزمة المالية العالمية والأزمات المالية المستقبلية، توجد عملية مراجعة واسعة لنطاق الإشراف والرقابة على هذه الوكالات سعياً لإصلاحها، وبالمقابل بدأت تبرز وكالات التصنيف الإسلامية كبديل منافس لتغطية جوانب القصور وما أغفلته وكالات التقييم الدولية التقليدية، و التي تحتاج إلى الدعم والتطوير.

الخاتمة

الخاتمة:

شهد الاقتصاد العالمي العديد من التطورات التي أثرت على طبيعة العلاقات بين مختلف المتعاملين فيه، ولاسيما فيما يخص النشاط المالي الذي ومع تطور الهندسة المالية زادت حجم المخاطر المالية المرتبطة به، وهو ما عزز من دور وكالات التقييم الدولية، التي يكمن هدفها الرئيسي في توفير البيانات اللازمة للمتعاملين ومساعدتهم على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية، وبالتالي فهي تبرز كأداة لتجنب الأزمات المالية؛ لكن ولأسباب عديدة فإن هذه الوكالات تحولت إلى أداة للتسبب فيها وذلك لم يكن ليحدث لو لم تتعد عن الشفافية التي تعتبر ضرورية في أدائها نظرا لحساسية ما تقدمه من تقييم للمؤسسات يعكس وضعيتها المالية ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

ومما لا شك فيه، ونظرا لأهمية الدور الذي تلعبه وكالات التقييم الدولية في الاقتصاد العالمي من جهة، وخطورة ما ينتج عن انحرافها عما يجب أن تقوم به بالأساس، فإنه بات من الواضح ضرورة تعزيز الأطر الرقابية والتنظيمية والتشريعية الخاصة بمهات الوكالات، بما يضمن تحقيق الشفافية في أدائها والمصدقية في تصنيفها الممنوح لمختلف المؤسسات، رغم أن ذلك يعتبر أمرا معقدا خصوصا و أن هذه الوكالات أصبحت تتحكم في سير الاقتصاد العالمي، ولم يعد لديها فرق بين فرد، مؤسسة أو دولة ما دامت تسعى لتحقيق مصالحها الخاصة وتعظيم أرباحها بغض النظر عن المستفيد و الخاسر من ذلك.

عبارة عن رأي وكالة متخصصة أو محلل متخصص حول قدرة المنشأة (مؤسسة مالية، عملية ائتمانية، حكومة) على تسديد ديونها.

- لا توجد علاقة بين التصنيف الائتماني و مستوى الخسائر المالية.

- تعود أسباب أزمة الرهن العقاري إلى طبيعة الاقتصاد الأمريكي، و بالتالي أثارها لم تخرج عن نطاق الاقتصاد

الأمريكي

اختبار الفرضيات:

-تعتبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، بناءً على معايير كمية ونوعية، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- هناك ارتباط قوي بين ارتفاع درجة التصنيف الائتماني و انخفاض مستوى الخسائر المالية، ذلك أنه كلما ارتفعت درجة التصنيف الائتماني، كلما انخفضت الخسائر المالية، و على هذا الأساس نجد أن الفرضية الثانية خاطئة.

- إن أسباب أزمة الرهن العقاري متعددة لا يمكن حصرها فقط في الاقتصاد الأمريكي ومن أهم أسبابها المشتقات المالية، التصنيف المقدم من قبل وكالات التقييم الدولية، حيث أن الأزمة خرجت عن نطاق السيطرة لتنتقل إلى مختلف دول العالم، و هذا يعني أن الفرضية الثالثة خاطئة.

- لعبت وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما في حدوث الأزمة المالية العالمية الحالية، و التي تفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية في شهر سبتمبر من عام 2008، و من أحد مسبباتها أنها تعتبر من التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية بعد إخفاق الملايين من المقترضين لشراء العقارات و المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للمصارف . و أدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي و وصلت تبعاتها إلى أوروبا و آسيا حيث أطاحت في طريقها عدد من أكبر المصارف و المؤسسات المالية العالمية؛ و هذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة:

-عملية تهدف إلى توفير المعلومات و التقييم المستمر بشأن مدى ملاءمة المؤسسة المالية و قدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق المالية أو المنتجات المالية و في نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

-يلعب التصنيف الائتماني دورا مهما في تحديد تكلفة التدفقات المالية للدول فكلما ارتفعت درجة التصنيف الائتماني كلما تعددت مصادر الحصول على التمويل و انخفضت كلفته.

-تزايدت أهمية وكالات التقييم الدولية في النظام الاقتصادي العالمي لاسيما بعد انفتاح الأسواق و اندماجها و تغير دور البنوك و توجه المستثمرين نحو استخدام أدوات مالية جديدة في الحصول على التمويل.

-مؤسسات التقييم الدولية هي مؤسسات تتولى تقييم و تنقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتقييم وكذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة.

-وتلعب وكالات التقييم الدولية دورا مهما ورئيسيا في الاقتصاد العالمي وخصوصا على مستوى الأسواق المالية، إذ أنه وانطلاقا من طبيعة عملها، فإن المستثمرين يركزون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على مختلف النتائج التي تخرج بها تقارير تقييم وتصنيف المخاطر المعدّة من قبل هذه الوكالات.

- تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتقديم خدمات استشارية غير خدمات التصنيف الائتماني مقابل دفع تكاليف إضافية، و ذلك بالتزامن مع إجراء عملية التصنيف الائتماني و تركز من خلالها على الجوانب الفنية التي يمكن أن تؤثر سلبا على درجة التصنيف الائتماني، و بالتالي مساعدة الشركات على تحسين درجة التصنيف الائتماني لديها.

- هناك العديد من المزايا التي تحصل عليها المؤسسات بعد الحصول على درجة التصنيف الائتماني ومنها النفاذ إلى أسواق رأس المال العالمية، و بناء السمعة في السوق وتخفيض تكاليف التمويل و التميز عن المنافسين.
- تستخدم وكالات التقييم الدولية معايير نوعية و كمية في إصدار درجة التصنيف الائتماني.
- كان لوكالات التقييم الدولية دور في صناعة الأزمات المالية.
- ساهت وكالات التقييم الدولية في أزمة الرهن العقاري من خلال إخفافها في إصدار التصنيفات الائتمانية لعدد من البنوك و المؤسسات المالية و قيامها بتحويل الأوراق المالية من تصنيف "فاشل" إلى "ممتاز".
- افتتار وكالات التقييم الدولية إلى الكثير من المصدقية و الشفافية و النزاهة.
- حاجة وكالات التصنيف الإسلامية- كبديل شرعي منافس لوكالات التصنيف الدولية الحالية- للترشيد و الزيادة العددية و إلى الجودة و الإتقان، و الالتزام الشرعي في الأسس الشرعية و النظرية.

التوصيات:

- تطوير المعايير التي تستخدمها وكالات التقييم الدولية في إصدار درجات التصنيف الائتماني لتواكب تطور أسواق رأس المال العالمية، و زيادة الشفافية في عملها.
- ضرورة الإشراف على وكالات التقييم الدولية من قبل الحكومة لتجنب حدوث تضارب في المصالح و ضمان مصداقية التصنيفات الائتمانية.
- زيادة المنافسة بين وكالات التقييم الدولية من خلال التقليل من عقبات الدخول إلى السوق و تشجيع إنشاء المزيد منها.
- ضرورة إيجاد وكالة مستقلة لكي تعطي تصنيفا ائتمانيا لوكالات التقييم الدولية.
- رفع عدد وكالات التصنيف الشرعي الإسلامية كبديل منافس، مع إدراج مستشارين من الشريعة مع شركات التقييم الدولية لتسهيل عملية الفهم الجيد للمنتجات المالية الإسلامية.
- زيادة الوعي بأهمية التصنيف الائتماني و دوره المتزايد في أسواق رأس المال، للحكومة و المؤسسات و المستثمرين و البنوك و مختلف الإصدارات المالية.

أفاق البحث:

- علاقة وكالات التقييم الدولية بأزمة الديون السيادية الأوروبية.
- التصنيف الائتماني و آفاق تطبيقه في الاقتصاد الجزائري.

المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ب د ن ، 2009.
- 2- أحمد عبد الرحمن الملحم، محو أحمد الكندري، "عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية و عمليات التوريق"، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 2004.
- 3- عبد الحميد عبد المطلب، "الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية: أزمة الرهن العقاري"، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، مصر ، 2009.
- 4- محمد محمود المكاوي، "الأزمات الاقتصادية العملية: المفهوم، النظريات التي تفسر الأزمات دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات"، دار الفكر و القانون، المنصورة، 2012.
- 5- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول: التوريق"، منشأة المعارف للنشر و التوزيع.

ب- الرسائل و الأطروحات:

- 6- رامي زعتري، "التصنيف الائتماني و آفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد و العلاقات الدولية، جامعة حلب.
- 7- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية و: الوقاية و العلاج -دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية- "أطرحه مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية الأزمات المالية، تخصص اقتصاد تنمية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.

ج- المجلات و الدوريات:

- 8- أحمد عامر عامر، "تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية و الاجتماعية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48-49، القاهرة خريف 2009/شتاء 2010.

- 9- راندال دود، "الرهونات العقارية مجسات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007
- 10- راندال دود و بول ميلز، "تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأميركية"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 45، عدد 2، صندوق النقد الدولي، جوان 2008
- 11- ساكاسا نويل، "منع الأزمات في المستقبل"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008.
- 12- صندوق النقد الدولي، "الإسكان و الدورة الاقتصادية"، أفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008
- 13- مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية و متطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية و القانونية، العدد 10، جوان 2013
- 14- عبد المجيد قدي، "الأزمة الأمريكية و تداعياتها العالمية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، ربيع 2009.

د- الملتقيات و الدوريات:

- 15- بريش عبد القادر وطرشي مُجد، "التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهن و البدائل المصرفية، 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.
- 16- عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، "الأزمات المالية سجل التدويل و أطروحات التعولم الثلاثي"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010.

ثانيا- المراجع باللغة الفرنسية:

A-LES LIVRES :

- 17- Florence Samson, « l'ombre de 1929 plane en cette année 2009 », édition l'harmattan , paris, 2009.

B-les sites internet :

18- Etienne Dubois, "**La notation financière-une convention Au cœur turbulences**", Master de Science de gouvernement comparées 2009-2010, université Pierre Mendès - France, institut d'études politiques de grenoble.sur le site :

<http://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00826328/document>

19-Gérard Gourguechon : « **les agences de notation** »,P8 document sur :

<http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>

<http://iris-recherche.s3.amazonaws.com/uploads/publication/file/Brochure-Notation-web.pdf>

20-Ilanah Jospè et autre : "**les failles des agences de notation**"2012, document

sur :http://www.infoguerre.fr/fichiers/les_failles_des_agences_de_notation_2012.pdf

21-Julia Posca, «**Agences de notation :Au cœur des dérives de finance**»,Institut de recherche et d'Informations Socio-économiques

ثالثا- المراجع باللغة الإنجليزية

A-web site :

23- Richard Sylla, "**A Historical Primer on the Business of Credit Ratings**",

Prepared for conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy", The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001; on the site: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf

24-Ashok Vir Bhatia, "**Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation**", IMF, WP/02/170, Washington, D.C., 2002, on the site:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>

25-Credit Rating Agencies, "**The Sovereign Debt Crisis and Competition Law**" sur le site: <http://ssrn.com/abstract=1909910>

26-Financial Crisis Inquiry Commission, "**Credit Ratings and the Financial Crisis**", **Financial Crisis Inquiry Commission**", Washington, DC, 2010,on the site:

<http://www.fcic.law.stanford.edu/resource/reports.pdf>

27-Fitch Ratings, "**Méthodologie de Notation des Risques Souverains**", New York, 2002, on the site :

http://www.doyoubuzz.com/var/f/ws/KD/wsKDfbpV4OjCA6ZLtEPGqr_9v8NkM5JuSghHoml2TnxIz7a3Qc.pdf.

28-Fitch Ratings, "**Souviern Ratings Methodology** " Fitch Ratings, new York, 2009, , on the site:

https://www.fitchratings.com/web_content/product/sovereign_brochure.pdf

29-Fitch Ratings, "**Bank Rating Methodology**", **Fitch Ratings**", NY 2004, , on the site: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106f.pdf

30-Gautam Sitty and Randall Dodd,"**credit rating agencies:Their Impact on Capital Flows to Devlopping Contries**" Special Policy Report6, 2003 on the site:

<http://www.financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf>

-
- 31-Hossein Asgharian, “**Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need?**”, Master Thesis, Lund University, Lund, Sweden, 2005, on the site : <https://www.sec.gov/rules/proposed/s70405/mchartwall6956.pdf>
- 32-Jonathan Katz, and others : “**Credit Rating Agencies, no easy regulatory solutions**”, the world bank , October 2009, on the site: <http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/282884-1303327122200/Note8.pdf>
- 33-Maurice Mullard : « **the credit rating agencies and their contribution to the Financial crisis** », The Political Quarterly, Vol. 83, No. 1, January–March 2012, on the site: <http://www.fc.law.stanford.edu/resource/reports>
- 34-Ministry of finance capital markets division," **Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies**", December 2009,p18, on the site: <http://rmi.nus.edu.sg/gcr/files/02%20GCR%20vol%201.pdf>
- 35-Moody’s Investors Service, “**A Guide to Moody's Sovereign Ratings Summary**”, Moody’s Investors Service, NY 2006, ,on the site: http://economix.fr/docs/19/Whither_ratings_regulation.pdf
- 36-Moody’s Investors Service, “**Moody’s Rating Symbols & Definitions**”, op cit, 2008, , on the site: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>.
- 37-Fitch Ratings, “**Definitions of Ratings and Other Scales**”, Fitch Ratings, NY 2009, ,on the site: http://media.umassp.edu/massedu/treasurer/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf
- 38-Moody’s Investors Service,“**Moody’s Rating Symbols & definitions**”, New York 2008,on the site : <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>
- 39-Partnoy, Frank : “**How and why credit rating agencies are not like Otcher gatekeepers**” , Brookings Institution.2006, 13,on the site: <http://lamfin.arizona.edu/fixi/creditmod/Portnoy.pdf>
- 40-Siegfried Utzig, “**The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective**”, No. 188, 2010, on the site: <http://www.fd.uc.pt/~pgon/PDF/aulas/REGULATIONOFRATINGAGENCIES.pdf>
- 41-Standard & Poor’s, “**Financial Institutions Criteria: Bank Rating Analysis Methodology Profile**”, Standard & Poor’s, NY, 2004, P4. On the site: <http://www.reuters.com/article/2011/07/06/idUKWNA295920110706>
- 42-www.albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009573/10/10/
- 43-www.fitchratings.com
- 44-www.moodys.com
- 45-www.standardandpoors.com

46-Marwan Elkhoury, “**Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries**”, UNCTAD, Geneva, 2009, p100 on the site:

http://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf

http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf

47-Standard and poor's, ” **Souviern credit ratings:A primer**», The McGraw-hill companies, New York, 2006 on the site:

http://www.investinginbondseurope.org/uploadedFiles/Learn_About_Bonds/What_You_Should_Know/Market_and_Economic_Influences_on_Your_Bond_Investments/Sovereign%20Credit%20Ratings%20Primer%20-%20SP.pdf

الملاحق

الملحق رقم 1: التصنيف الائتماني المعتمد من قبل أشهر وكالات التقييم الدولية.

	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Interprétation financière	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme		
Investissement	A1+	AAA	F1+	AAA	P1	Aaa	Meilleure qualité de signature possible. Capacité de remboursement extrêmement élevée non susceptible d'être affectée par les événements extérieurs.	
		AA+		AA+		Aa1	Excellente qualité de signature. Capacité de remboursement très élevée, non significativement vulnérable.	
		AA		AA		Aa2		
		AA-		AA-		Aa3		
	A1	A+	F1	A+	P2	A1	Très bonne qualité de signature. Capacité de remboursement élevée, mais éventuellement vulnérable aux changements de conjoncture économique.	
		A		A		A2		
	A2	A-	F2	A-	P3	A3	Bonne qualité de signature. Capacité de remboursement satisfaisante mais pouvant être affectée par des changements de conjoncture défavorable.	
		BBB+		BBB+		Baa1		
	A3	BBB	F3	BBB	Baa2			
		BBB-		BBB-	Baa3			
	Spéculatif	B	BB+	B	BB+	Not prime	Ba1	Spéculatif. Risque de défaut non négligeable, particulièrement, en cas de conjoncture défavorable.
			BB		BB		Ba2	
BB-			BB-		Ba3			
B+			B+		B1		Hautement spéculatif. Risque de crédit significatif, mais avec une marge de sécurité rémanente. Engagements financiers encore tenus. Possibilité de redressement.	
B			B		B2			
B-			B-		B3			
C		CCC	C	CCC	Caa	C	Risque de défaut élevé. Capacité de remboursement conditionnelle à des restructurations. CC indique un défaut probable. C indique un défaut de paiement imminent.	
		CC		CC				Ca
		C		C				C
D		D	D	D	D	D	Défaut	

الملحق رقم 2: تأثير الأزمة على المؤشرات البورصية.

