# موسسات رتبه بندی اعتباری: نقش‌ها، مزایا، انتقادات و نحوه نظارت

# Credit Rating Agencies: Roles, Interests, Critics and the Supervision on them

**نویسندگان:**

1- شهنار مشایخ - استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا.

2) آمنه بذرافشان - دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا.

Email: Bazrafshan_63@yahoo.com

3) زهره عارف منش - عضو هیئت علمی دانشگاه یزد و دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا

Email:Zohreh_aref@yahoo.com

آدرس: یزد بلوار جمهوری بلوار استقلال کوی حیدر بن بست عرفان پلاک 20

# موسسات رتبه بندی اعتباری: نقش‌ها، مزایا، انتقادات و نحوه نظارت


## چکیده

از آن جا که در حال حاضر، تشکیل موسسات رتبه بندی از سوی فعالان بازار به صورت جدی پیگیری می شود، هدف این نوشتار کمک به درک بهتر نقش‌ها، مزایا، انتقادات و نحوه نظارت بر موسسات رتبه بندی اعتباری و در نتیجه ارتقای ساز وکارهای بسترسازی هرچه بهتر در این زمینه می باشد. موسسات رتبه بندی اعتباری با ارائه اطلاعاتی پیرامون صلاحیت اعتباری ناشران و اوراق بهادار موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کارایی بازار سرمایه و تخصیص بهینه منابع می شوند. با این حال، در سال های اخیر به دلیل فقدان رقابت، فقدان استقلال، به موقع نبودن اطلاعات و فقدان پاسخگویی مورد انتقاد شدید قرار گرفته بطوری که منشا بحران ها و فروپاشی های مالی اخیر را به آنها نسبت داده اند. موسسات رتبه بندی اعتباری، با فروش اظهار نظر خود نسبت به ارزش اعتباری که در قالب حروف الفبا یا علائم ارائه می شود کسب درآمد می نمایند؛ اما از آنجایی که اغلب هزینه های مربوط به انجام رتبه بندی توسط ناشران پرداخت می شود مساله تضاد منافع مطرح می گردد. این موسسات در پاسخ به تمام انتقادات وارده عنوان می نمایند که آنها مسئول ضرر و زیان های وارده بر سرمایه گذاران نیستند چراکه آنها تنها نظر خود را اعلام نموده و اظهار نظر به معنای تضمین نمی باشد. با توجه به تاثیر رتبه های اعلام شده از سوی موسسات بر تصمیمات سرمایه گذاران، موضوع نظارت بر فعالیت این موسسات اهمیت بسیاری پیدا کرده است و مورد توجه بسیاری از دست اندرکاران و قانون گذاران قرار گرفته است.



واژه های کلیدی: موسسات رتبه بندی اعتباری، اعتبارسنجی، عدم تقارن اطلاعات، نظارت

# Credit Rating Agencies: Roles, Interests, Critics and the Supervision on them

**Shahnaz Mashayekh (PH.D)**

*Assistant Professor of Alzahra University, Department of Accounting*

**Amene bazrafshan**

*PhD student of accounting at alzahra university*

**Zohreh Arefmanesh**

*PhD student of accounting at alzahra university and Faculty member of Yazd University, Department of Accounting*

**Abstract:**
Given to following the constitute of credit rating agencies by market participant in our country, the purpose of this paper is contribution to better understating the roles, interests, critics and the supervision on them. Key role of credit rating agencies is the reducing the asymmetry information about credit quality (of governments, business entities or securities) between issuers and investors, and ensuring a common standard of measuring the creditworthiness. Credit rating agencies by providing information around creditworthiness of issuers and securities cause capital market efficiency and best allocation of resources. However in recent years they are criticized sharply because of lack of competition, lack of independence, lack of timeliness and lack of accountability and collapse of the market is attributed to them. Credit rating agencies are engaged in the sale of opinions about creditworthiness in the form of an alphabetical letter or symbol. There is Conflict of interest because their costs are incurred by issuers. credit rating agencies are held privately and act in noncompetitive market. However they response to all critics that they are not responsible for investors' losses because they only declare their opinions and their opinions don't mean insurance. It is very important to supervise on these agencies' activities because of influence of their opinion on investors decisions and regulators are paying attention to it.
*Keywords: credit rating agencies, asymmetry information, creditworthiness, Supervision*

## مقدمه

هدف از رتبه بندی اعتباری، ارزیابی احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی ناشر است. این رتبه بندی اظهارنظری پیرامون پیش بینی صلاحیت اعتباری یک تعهد اعتباری، یک ورقه بهادار یا ناشر چنین تعهداتی است. موسسات رتبه بندی با بررسی و تحلیل اطلاعات در مورد ناشر، صنعت، وضعیت کلی اقتصاد و ماهیت اوراق بهادار، رتبه را تعیین می کنند و به این ترتیب اطلاعات ارزشمندی در مورد کشورها، واحدهای تجاری و اوراق بهادار آنها به سرمایه‌گذاران جهت سرمایه گذاری ارائه می دهند. موسسات رتبه بندی اعتباری در جهت تامین نیازهای سرمایه گذاران ایجاد شده اند. نیاز به سنجش عینی ارزش اعتباری کشورها، واحدهای تجاری و اوراق بهادار آنها به منظور تصمیم گیری مناسب سرمایه گذاری ناشی از کمبود اطلاعات با کیفیت و عینی است. عامل مهم دیگر پیرامون نیاز به سنجش ارزش اعتباری، ارائه استانداردی برای مقیاس رتبه بندی و مقایسه در جهت ایجاد پرتفولیویی از اوراق بهادار می باشد. با تضمین یک استاندارد مشترک توسط موسسات رتبه بندی اعتباری، عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشران اوراق بهادار و سرمایه گذاران در بازار سرمایه کاهش می یابد.

بر طبق آمارهای بانک بین المللی ستلمنت (BIS[1])، در حدود 150-130 موسسه رتبه بندی اعتباری در جهان وجود دارد. بسیاری از این موسسات، کوچک هستند و بر بخش های معین یا مناطق جغرافیایی مشخصی تمرکز دارند. سه موسسه مشهور (استاندارد اند پورز[2]، مودیز[3] و فیچ ریتینگ[4]) بیش از 90% بازار را پوشش می دهند. با توجه به ساختار بازار و نفوذ سه موسسه بزرگ رتبه بندی، می توان نتیجه گرفت که آنها یک ساختار انحصاری را ایجاد نموده اند. شایان ذکر است که همبستگی بالایی بین کیفیت رتبه بندی کشورهای مختلف که توسط سه موسسه بزرگ انجام شده است وجود دارد بطوریکه ضریب

---

[1] Bank of International settlement
[2] Standard and Poor's
[3] Moody's
[4] Fitch Rating

همبستگی آنها بین 0/97 تا 0/99 می باشد [4]. موسسات رتبه بندی نقش مهمی در بهبود کارایی بازار سرمایه دارند. آنها با استفاده از اطلاعات بدست آمده از منابع مختلف، کشورها، واحدهای تجاری و اوراق بهادار را در گروه هایی که از نظر سطح کیفیت، متفاوت هستند، برمبنای حروف طبقه بندی می کنند. موسسات رتبه بندی به غیر از حروف، از علائم توصیفی[5] که نشانگر تغییر مورد انتظار در رتبه است نیز بهره می گیرند.

بحران مالی در آسیا، سقوط انرون (که بالاترین رتبه اعتباری را از موسسات اعتباری تا سال 2001 درست قبل از فروپاشی، دریافت کرده بود) و همچنین بحران مالی جهانی که اخیرا رخ داده است برخی از نمونه هایی است که علت اصلی آن، ارزیابی نادرست موسسات رتبه بندی اعتباری می باشد. در این بحران، موسسات رتبه بندی خود را در مرکز توجه دیدند. در این نوشتار بعد از پرداختن به تاریخچه موسسات رتبه بندی اعتباری و نقش و اهداف آنها، انتقادات وارده به این موسسات بعد از بحران و فروپاشی های مالی عنوان می گردد. در انتها نیز راهکارهای پیشنهادی از سوی اداره نظارت بر بازار و بورس اروپا[6] (ESMA) درخصوص نظارت بر موسسات رتبه بندی مطرح خواهد شد.

## تاریخچه موسسات رتبه بندی اعتبار

هدف اصلی موسسات رتبه بندی اعتبار در آمریکا، مطلع کردن سرمایه گذاران در مورد کیفیت اعتباری اوراقی است که به تازگی منتشر شده اند. آنها کار خود را با صنعت راه آهن که در نیمه قرن نوزدهم در آمریکای شمالی در حال گسترش بود، آغاز کردند. توسعه گسترده صنعت راه آهن، مستلزم سرمایه زیادی بود. این مبلغ بیشتر از مقداری بود که بانکها و سرمایه گذاران مستقیم[7] بتوانند آن را تامین کنند. به همین دلیل، صنعت راه آهن و سایر واحدهای تجاری شروع به انتشار اوراق قرضه کردند که منجر به نیاز سرمایه گذاران برای کسب اطلاعاتی در مورد اعتبار انتشار دهندگان اوراق بدهی شد. استاندارد

---

[5] descriptive marks
[6] .European Securities and Markets Authority
[7] Direct investors

اند پورز در 1941 با ادغام موسسه آماری استاندارد و موسسه انتشاراتی پورز تاسیس شد. سپس در سال 1966، شرکت مک گروهیل، S&P را تحصیل نمود. شرکت "جان مودی و شرکت"[8] با اتکا بر ارزیابی خود از نیازهای بازار، آیین نامه "اوراق بهادار صنعتی و گوناگون"[9] مودیز را در سال 1900 منتشر نمود که طی دو ماه به فروش رسید (آیین نامه شامل اطلاعات آماری در مورد ابزارهای مالی، صنایع و ... بود). زمانی که بازار سرمایه در سال 1907 سقوط کرد، مودی مجبور شد واحد تجاری خود را به فروش رساند اما در سال 1909 با ایده جدیدی به بازار برگشت. وی تصمیم گرفت به جای جمع آوری اطلاعات در مورد دارایی ها، مدیریت و ... به سرمایه گذاران، خدمات تجزیه و تحلیل اوراق بهادار را ارائه نماید. در سال 1914 جان مودی، شرکت خدماتی سرمایه گذاری مودیز[10] را به ثبت رساند. در سال 1924، واحد تجاری او به حدی گسترش یافته بود که تقریبا 100% اوراق قرضه در بازارهای مالی آمریکا را رتبه بندی می کرد. شرکت طی سال 1970، رتبه بندی را به برات های تجاری و سپرده های بانکی گسترش داد. در حال حاضر بخش عمده فعالیت شرکت را تعیین رتبه، پژوهش و تجزیه و تحلیل ریسک انواع مختلف اوراق بهادار تشکیل می دهد. دان و باداستریت[11]، مودیز را در سال 1962 خریداری نمودند و در حال حاضر، مودیز به صورت شرکت هلدینگ ساختاربندی شده است. سومین موسسه بزرگ رتبه بندی اعتباری، فیچ ریتینگ است که بیشتر از 75 کشور را تجزیه و تحلیل و رتبه بندی می کند. فیچ رتبه بندی اعتبار را از سال 1924 آغاز کرد. فیچ مشابه سایر موسسات، محدوده وسیعی از اوراق بهادار بدهی منتشر شده توسط شرکت ها، موسسات مالی، دولت ها، شرکت های بیمه و ... را تحت پوشش درآورده است. در سال 1977، فیچ ریتینگ تحت تملک شرکت هلدینگ فیمالاس درآمد. در حال حاضر سه موسسه اس اند پی، مودیز و فیچ به عنوان بزرگترین و مشهورترین موسسات رتبه بندی اعتباری در سطوح بین المللی فعالیت می کنند.

---

[8] John Moody & Company
[9] Industrial and Miscellaneous Securities
[10] Moody's Investor Service
[11] Dun & Badstreet

شایان ذکر است که فعالیت اصلی موسسات رتبه بندی اعتباری فروش بررسی های شان می باشد. این بررسی ها به شکل نمره ای ارائه می شود که بیانگر کیفییت اعتباری اوراق بهادار، واحدهای تجاری یا کشورها است. موسسات رتبه بندی اعتباری، خدمات مشاوره سرمایه گذاری بر حسب توصیه به خرید یا فروش اوراق بهادار ارائه نمی کنند. آنها اظهارنظری در مورد ارزش اعتباری اوراق بهادار و ناشران آنها ارائه می کنند. سرمایه گذاران باید توجه داشته باشند که ارزیابی ریسک به معنی ضمانت نیست، بلکه تنها اظهار نظری در مورد ارزش اعتباری (توانایی ایفای تعهدات) می باشد. ارزیابی و اظهار نظر بر اساس تجزیه و تحلیل های افراد حرفه ای با تجربه است که اطلاعات دریافتی از ناشران اوراق بهادار و سایر منابع معتبر را ارزیابی و تفسیر می کنند. هر موسسه رتبه بندی اعتبار با روش پژوهش خاص خود ارزش اعتباری را تجزیه و تحلیل و اندازه گیری می کند و با مقیاس معینی رتبه اعتباری که بر اساس اظهار نظر متخصصین می باشد را منتشر می کند. سرمایه گذاران معمولا از نمرات اعتباری استفاده می کنند و بنابراین می توانند کیفیت اعتباری ناشران مختلف را با یکدیگر مقایسه کنند و تصمیم بهینه ای اتخاذ نمایند. اطلاعات مورد استفاده در تجزیه و تحلیل ها، اطلاعات جاری و تاریخی هستند اما آنها تاثیر بالقوه رویدادهای آتی قابل پیش بینی را نیز برآورد می کنند. عموما موسسات رتبه بندی اعتبار بر روش های کمی و کیفی اتکا می کنند. تعیین رتبه اعتباری یک علم دقیق و عینی نیست و در مورد کیفیت اعتباری هیچگونه تضمینی نمی دهد و معیار دقیقی از احتمال اینکه انتشار دهنده اوراق بهادار بدهی خود را خواهد پرداخت نمی باشد. بلکه نمرات یا رتبه تعیین شده اظهار نظری در مورد کیفیت اعتباری هر یک از واحدهای تجاری یا ابزارهای مالی است و سرمایه گذاران مسئولیت نهایی را برعهده دارند.

جدول شماره 1 مقیاس رتبه بندی سه موسسه بزرگ رتبه بندی بر حسب حروف را نشان می دهد. با این علائم برای هر طبقه می‌توان اعداد 1 تا 3 و علائم (+) و (-) را اضافه کرد. عدد 1 یا علامت (+) بیانگر این است که واحد تجاری به رتبه بالاتر تعلق دارد، عدد 2 یا بدون علامت به معنی سطح وسط و عدد 3 یا علامت (-) بیانگر رتبه پایین تر می باشد [6].

**جدول1: مقیاس رتبه بندی استاندارد و پورز، فیچ ریتینگ و مودیز**

| | استاندارد و پورز | فیچ ریتینگ | مودیز |
|---|---|---|---|
| نمره سرمایه گذاری | | | |
| بالاترین میزان کیفیت اعتباری | AAA | AAA | Aaa |
| کیفیت اعتباری بسیار بالا | $AA^+$ | $AA^+$ | Aa1 |
| | AA | AA | Aa2 |
| | $AA^-$ | $AA^-$ | Aa3 |
| کیفیت اعتباری بالا | $A^+$ | $A^+$ | A1 |
| | A | A | A2 |
| | $A^-$ | $A^-$ | A3 |
| کیفیت اعتباری خوب | $BBB^+$ | $BBB^+$ | Baa1 |
| | BBB | BBB | Baa2 |
| | $BBB^-$ | $BBB^-$ | Baa3 |
| نمره سفته بازی | | | |
| سفته بازی | $BB^+$ | $BB^+$ | Ba1 |
| | BB | BB | Ba2 |
| | $BB^-$ | $BB^-$ | Ba3 |
| سفته بازی بالا | $B^+$ | $B^+$ | B1 |
| | B | B | B2 |
| | $B^-$ | $B^-$ | B3 |
| ریسک اعتباری | $CCC^+$ | $CCC^+$ | Caa1 |
| | CCC | CCC | Caa2 |
| | $CCC^-$ | $CCC^-$ | Caa3 |
| ریسک اعتباری بسیار بالا | CC | CC | Ca |
| | C | C | C |

به طور کلی 4 رتبه اول آن دسته از ابزارهای مالی هستند که ویژگی سرمایه گذاری دارند در حالی که سایر ابزارهای مالی دارای مشکلاتی هستند و معمولا "اوراق بنجل، رتبه پایین یا سفته بازی[12]" نام دارند [6].

[12] Junk, low risk or speculative securities

رتبه بندی اعتبار هنگام تصمیم گیری ناشران اوراق بهادار در خصوص افزایش سرمایه از اهمیت زیادی برخوردار است. تغییرات در رتبه بندی اعتبار می تواند به هزینه ها یا سودهای آتی برای واحد تجاری منجر شود. در مورد اوراق قرضه، علاوه بر اینکه قیمت اوراق قرضه با سررسید هر یک از این اوراق مرتبط است، تغییرات رتبه بندی اعتبار نیز می تواند بر قیمت اوراق بهادار اثرگذار بوده و باعث افزایش هزینه های واحد تجاری از جمله افزایش نرخ بهره گردد. رتبه بندی اعتبار، بر انتشار اوراق بهادار نیز موثر است. به اعتقاد کیسجن[13] (2006) واحدهای تجاری که با علائم + یا – رتبه بندی می شوند نسبت به واحدهای تجاری که چنین علائم مشخصی ندارند، اوراق بدهی کمتری در مقایسه با اوراق سهام منتشر می‌کنند. به عبارت دیگر واحدهای تجاری که در یک سوم اول و یک سوم آخر گروه درجه بندی سرمایه گذاری قرار می گیرند، اوراق بدهی کمتری در مقایسه با اوراق سهام منتشر می کنند [8].

## نقش و اهداف موسسات رتبه بندی اعتبار

کارکردهای موسسات رتبه بندی اعتباری تحت سه سرفصل طبقه بندی می شوند: (1) فراهم نمودن اطلاعات و ارزیابی برای سرمایه گذاران (2) توانمند نمودن ناشران در دسترسی به بازار سرمایه (3) کمک به قانونگذاران در قانونگذاری. به این ترتیب سرمایه گذاران، ناشران و قانونگذاران از خدمات موسسات رتبه بندی اعتباری منتفع می شوند. موسسات رتبه بندی اعتباری به سرمایه گذاران کمک می کنند تا در ک بهتری از ریسک در هنگام سرمایه گذاری در اوراق بهادار داشته باشند. بعلاوه با فراهم نمودن اطلاعات پیرامون اعتبار ناشران به سرمایه گذاران در غلبه بر عدم تقارن اطلاعاتی کمک نموده و در تجزیه و تحلیل عوامل فعلی و آتی موثر بر ریسک اعتباری به آنها یاری می رسانند. به عبارت دیگر، موسسات با ارائه اطلاعات به سرمایه گذاران در تحلیل و تفسیر حجم گسترده ای از داده های خام بازار و اتخاذ تصمیمات صحیح کمک می کنند.

---

[13] Kisgen

ناشران به دلایلی چون جلب نظر سرمایه گذاران و منطقی کردن هزینه سرمایه خود، بهبود قابلیت عرضه اوراق بهادار، قیمتگذاری صحیح اوراق در بازار از رتبه های اعتباری بهره می برند. قانونگذاران نیز به منظور افزایش کارایی اطلاعاتی، حفظ حقوق سرمایه گذاران و کنترل اجرای استانداردهای لازم برای ناشران تمایل به گسترش استفاده از رتبه های اعتباری دارند. رتبه های اعتباری کارایی بازار اعم از کارایی اطلاعاتی و تخصیصی را افزایش می دهد. زیرا موجب می شود ناشران بدین وسیله صلاحیت و شایستگی اعتباری خود را اعلام نموده و به تخصیص سرمایه بهینه کمک کنند.

اهداف موسسات رتبه بندی اعتبار، بر طبق اعلام عمومی در سایت رسمی، عبارت است از: افزایش شفافیت، سرمایه گذاری بیشتر در آموزش، تشویق سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه روش های مدرن تجزیه و تحلیل و حسابرسی صورتهای مالی و حمایت از استقلال و کیفیت رتبه بندی های آتی.

## انتقادات وارده بر موسسات رتبه بندی اعتباری

رتبه بندی اعتباری در بازار اوراق بهادار موجب کاهش عدم تقارن اطلاعات میان سرمایه گذاران و ناشران می شود. با این حال این مساله که رتبه های اعتباری تا چه حد به واقعیت نزدیک هستند همواره مورد پرسش و بحث بوده است. در سال های اخیر موسسات رتبه بندی اعتباری خودشان را در معرض اتهامات و انتقادات بسیاری دیده اند از جمله انتقاداتی که به این موسات وارد شده می توان به موارد زیر اشاره نمود:

(1) فقدان رقابت

با درنظر گرفتن نوع رقابت بازار، در حال حاضر فعالیت موسسات رتبه بندی اعتباری یک فعالیت انحصاری تلقی می شود. صنعت رتبه بندی مالی در آمریکا و سراسر دنیا تحت تسلط استاندارد اند پورز و مودیز است. از آنجایی که این دو موسسه رقیبی در بازار ندارند می توانند هزینه های زیادی بر شرکت ها تحمیل کنند. بزرگترین موسسات رتبه بندی

اعتباری به منظور حذف رقابت اندک اما موفق، اغلب تصمیم به ادغام نموده تا به این وسیله به سودهای بیشتری نائل آمده و تاثیر بیشتری بر بازارهای مالی داشته باشند.

موسسات رتبه بندی استاندارد اند پورز، مودیز و فیچ در شکست مالی نقش قابل توجهی داشته اند. این موضوع مورد توجه فدرال رزرو نیز قرار گرفته است. بسیاری از متصدیان امر، تنها ضمانت هایی را که یکی از این سه موسسه بزرگ ارزیابی نموده بودند می پذیرفتند. این موضوع سبب عقب راندن بسیاری از موسسساتی بود که توسط SEC برای افزایش رقابت به رسمیت شناخته شده بودند.

فدرال رزرو، تعهد نمود که فهرست موسسات رتبه بندی خوب را افزایش دهد، با این وجود برنانک مدیر فدرال رزرو اخیرا بیان نموده است که با همین سه موسسه بزرگ البته به شرط تجدید نظر در مدل هایشان می توان کار را ادامه داد.

(2) فقدان پاسخگویی

بر اساس شواهد موجود، گزارشات موسسات رتبه بندی تاثیر زیادی بر تصمیمات سرمایه گذاران دارد. در حالی که تصمیمات رتبه بندی عموما بر اساس استانداردهای مستند و ثابت است، موسسات خودشان اذعان دارند که ارزیابی هایشان بسیار قضاوتی است و در دادگاه ها نمی توانند مورد تایید قرار گیرند. فرآیند رتبه بندی اغلب به گونه ای است که ابتدا اعتبارسنجی و نمره دهی اعتباری انجام می شود و سپس نتایج حاصل توسط کمیته رتبه بندی و تحلیلگران مورد بررسی قرار می گیرد و بر اساس نمره اعتبارسنجی و قضاوت کمیته، رتبه اعتباری ناشر تعیین می شود. لذا ارزیابی یک ناشر و طبقه بندی ناشران در یک دسته خاص متعاقبا مبتنی بر اطلاعات غیرقابل تایید و غیرقابل حسابرسی است.

موسسات رتبه بندی اعتباری، اغلب به دلیل ساختار حقوقی آن، چنانچه در نتیجه ارزیابی های اشتباه خود، منجر به خسارت شوند مسئولیت قانونی را به دوش نمی کشند.

(3) عدم استقلال موسسات رتبه بندی اعتباری

موسسات رتبه بندی اعتباری مدعی هستند استقلال آنها نقش حیاتی در ایفای نقش و وظیفه آنها دارد. اکثر این موسسات معیار استقلال را رعایت نمی کنند و بنابراین از این منظر که تضاد منافع ایجاد می شود مورد انتقاد قرار می گیرند [9]. به عبارت دیگر برخی از موسسات رتبه بندی اعتباری با شرکت هایی که آنها را رتبه بندی می کنند رابطه نزدیکی دارند و به طور آشکار تضاد منافع وجود دارد. این امر در نتیجه مدل "پرداخت ناشر[14]" در مورد پاداش است که ناشر اوراق بهادار برای تعیین رتبه به موسسات رتبه بندی اعتبار، حق الزحمه پرداخت می کند و ناشر می تواند رتبه بالاتری را خریداری کند [7]. تا پیش از سال 1970، سرمایه گذاران (و در برخی موارد وام دهندگان) به عنوان مشتریان موسسات رتبه بندی تلقی می شدند و می بایست هزینه های رتبه بندی را پرداخت نمایند. اما بعد از سال 1970، این موسسات مدل کسب و کار خود را تغییر داده و ناشران به جای سرمایه گذاران و وام دهندگان هزینه های مربوط به انجام رتبه بندی را متقبل شدند. این مساله نشاندهنده اهمیت رتبه بندی برای ناشران است زیرا ناشران از این طریق قادر خواهند بود شرایط مناسب مالی و صلاحیت اعتباری خود را به سرمایه گذاران و وام دهندگان نشان دهند. پرداخت هزینه های انجام رتبه بندی از سوی ناشران می تواند منجر به تضاد منافع شود [1].

البته سیاست هایی از قبیل ارائه مشاوره به صاحبکار در مورد تاثیر استراتژی های مختلف مدیریتی بر تخصیص رتبه آتی شرکت، نیز موجب کاهش استقلال موسسات رتبه بندی اعتبار می شود. در حقیقت موسسات رتبه بندی گاهی خدمات جنبی شخصی و مشاوره ای ارائه می کنند که سبب ایجاد فرصت های کسب درامد مضاعف برای موسسات می شود زیرا موسسات رتبه بندی هم در زمینه نحوه انتشار اوراق اثرگذار بر رتبه بندی مشاوره می دهند و هم رتبه ای را اختصاص می دهند که مطابق با توصیه های آنها باشد. به عبارت دیگر ممکن است ناشران در مقابل خرید این خدمات مشاوره ای تقاضای رتبه های بالاتر از سوی موسسات نمایند. این امر می تواند تضاد منافع را به همراه داشته باشد.

---

[14] Issuer-pays

بزرگترین مساله این است که موسسات رتبه بندی اعتباری مانند هر واحد تجاری دیگر به دنبال کسب سود هستند درحالیکه آنها باید نماینده قانونگذار باشند. مک دانیل مودیز در پاسخ به انتقادات وارده بیان می کند اگر صنعتی یک مدل کسب و کار جایگزین را بپذیرد که در آن سرمایه گذاران بجای ناشران برای رتبه ها پرداخت انجام دهند این امر موجب کاهش تضاد منافع مزبور نمی شود بلکه تنها آن را منتقل می کند. [2].

پر واضح است که در هر حال تضاد بالقوه ایجاد می شود بدون توجه به اینکه چه شخصی هزینه های مربوط به انجام رتبه بندی را پرداخت می کند. نکته کلیدی این است که موسسات رتبه بندی تا چه حد می توانند این تضادها را مدیریت کنند.

(4) به موقع نبودن

یکی از انتقادات وارد بر موسسات رتبه بندی اعتبار، عدم ارائه اطلاعات به موقع از سوی آنان می باشد. گاهی موسسات رتبه بندی اعتبار نسبت به اعلام کاهش رتبه شرکت هایی که با آنها آشنایی دارند سهل انگار هستند به عبارت دیگر کاهش ارزش را به موقع گزارش نمی کنند. به عنوان مثال بعضی از این موسسات رتبه بندی، از ماه ها قبل از اعلام کاهش رتبه انرون، از مشکلات مالی آن آگاه بودند درحالیکه این کاهش رتبه را تنها چهار روز قبل از اعلام ورشکستگی انرون گزارش کردند، زمانی که بسیار دیر شده بود [7]. موسسات رتبه بندی اعتباری طی بحران آسیای شرقی در 1997 به دلیل عدم ارائه علائم هشداردهنده اولیه مورد انتقاد قرار گرفتند.

(5) رتبه آستانه[15]

موسسات رتبه بندی اعتباری، روال نادرستی برای بدهکاران و کل صنعت ایجاد کرده اند [9]. زمانی که رتبه شرکت ها کاهش می یابد، چرخه ای ایجاد می شود که نه تنها نرخ بهره شرکت را به دلیل کاهش رتبه آن افزایش می دهد بلکه شرکت را ملزم می کند که تضمین (وثیقه) اضافی

[15] . rating triggers

برای تامین رضایت شرط آستانه مربوط به قراردادهای مالی، تخصیص دهد. درنظر گرفتن این شرط ها توسط موسسات مالی بدین دلیل است که آنها می توانند قبل از اعلام ورشکستگی شرکت، نسبت به دارایی های آن مدعی شوند. در اصل تغییر در رتبه شرکت به عنوان یک رویداد آستانه به کار می رود [7]. رتبه آستانه باعث مشکل نقدینگی شدید برای بدهکاران و کاهش سریع اعتماد سرمایه گذاران می شود. در مورد هرگونه کاهش ارزش عمده، اوراق قرضه بلندمدت فورا سررسید می شوند و شرکت های با توان پایین پرداخت بدهی دچار ورشکستگی می شوند. به عنوان مثال فروپاشی انرون در نتیجه مستقیم رتبه آستانه بود. با وجود اینکه موسسات رتبه بندی اعتبار مدعی شدند که رتبه آستانه باعث شد بدهکاران تحت تعقیب باشند و متعهد به پرداخت بدهی خود باشند، آنها به دلیل استفاده نادرست از این قدرت مورد انتقاد قرار گرفتند. این موضوع، ایجاد تقاضا در جهت افزایش افشا در مورد صحت و اعتبار رتبه آستانه و اثر بالقوه آنها بر کشورها و شرکت ها، همانطور که اخیرا در منطقه اروپایی مشاهده شد را به دنبال داشت [9].

علاوه بر این زمانی که رتبه شرکت کاهش می یابد، مبلغ مورد نیاز برای تامین وثیقه خرید غیرنقدی[16] اوراق بهادار افزایش می یابد. به عنوان مثال، بر اساس قوانین اروپا، برای اوراق قرضه با رتبه $AAA^-$ تنها 0/6% اندوخته سرمایه لازم است. این مبلغ برای اوراق قرضه ای که رتبه آن به BBB تنزل یابد به 4/8% افزایش می یابد، برای رتبه BB این مبلغ به 34% و برای رتبه $BB^-$ به 52% می رسد. در نتیجه کاهش رتبه می تواند به مسدود شدن دارایی ها[17] و ایجاد مشکلات دائمی مالی منجر شود [7].

همچنین موسسات رتبه بندی از این منظر که رتبه بندی خود را در زمان نامناسب و بدون توجه به تاثیر تصمیم خود منتشر می کنند مورد انتقاد قرارگرفته اند. دکتر ولف کلینز ام ای پی[18] در مورد رفتار موسسات رتبه بندی اعتباری می گوید: "موسسات رتبه بندی اعتباری، رتبه بندی خود را طی مدت زمان طولانی هموار می کنند و به رتبه بندی معینی بیش از

[16] financed purchase
[17] dry up
[18] Dr Wolf Klinz MEP

میزانی که توجیه داشته باشد، ادامه می دهند و سپس همگی به طور ناگهانی چند روز قبل از یک جلسه قاطع، شروع به کاهش رتبه اعتباری شرکت ها می کنند که البته این امر، شرایط را وخیم تر می کند." در زمانی که آشفتگی ها، قضاوت های بازار سرمایه را غیر قابل اتکا نموده است، موسسات رتبه بندی اعتبار به جای ارزیابی صحیح ریسک عدم پرداخت بدهی و اتخاذ یک دیدگاه بلندمدت تر، به راحتی تحت تاثیر جو بازار قرار گرفته و صرفا به دنبال انعکاس دیدگاه های آشفته بازار می روند.[9].

## نظارت بر موسسات رتبه بندی اعتباری

با توجه به این نقش بااهمیت و تاثیر رتبه های اعلام شده از سوی موسسات بر تصمیمات سرمایه گذاران، ناشران و غیره نظارت بر فعالیت این موسسات اهمیت بسیاری پیدا کرده است. بطوریکه به عنوان مثال پارلمان اروپا و کنسول اتحادیه اروپا با طراحی قوانین ویژه برای عملیات موسسات رتبه بندی با هدف حمایت از سرمایه گذاران و ثبات بازارهای مالی موافقت نمود. بدین ترتیب قانون موسسات رتبه بندی در سال 2009 پذیرفته و در سال 2011 اصلاح شد. قوانین و مقررات حاکم بر موسسات رتبه بندی یک رویکرد قانونی رایج را معرفی می کند تا این اطمینان را فراهم آورد که فعالیت های رتبه بندی اعتباری مطابق با اصول صحت، شفافیت، پاسخگویی و راهبری مناسب انجام شده و در نتیجه رتبه بندی ها دارای کیفیت مناسب، عینی و مستقل هستند. قوانین و مقررات حاکم بر موسسات رتبه بندی، موسسات را ملزم به رعایت مجموعه ای از الزامات شامل موارد ذیل می نماید:

- استفاده از روش شناسی های دقیق، نظام مند، مستمر و قابل تایید
- افشای مناسب به عموم با تاکید بر روش شناسی هایی که موسسات در تعیین رتبه ها بکار می برند.
- خط مشی ها و رویه های کنترلی مناسب به منظور پیشگیری، شناسایی، حذف یا مدیریت و افشای هرگونه تضاد منافع
- ترتیباتی برای راهبری شرکتی مناسب

اداره نظارت بر بازار و بورس اروپا[19] (ESMA) در راستای بهبود عملکرد موسسات رتبه بندی طی گزارشی درخصوص نظارت بر موسسات رتبه بندی در مارس 2012 موارد ذیل را پیشنهاد نمود:

1. *فرایندهای کنترلی موسسات رتبه بندی اعتباری*

*ثبت جلسات داخلی*

- موسسات رتبه بندی باید ثبت فرآیندهای اصلی داخلی خود بویژه فعالیت های کمیته های رتبه بندی را بهبود دهند. اتخاذ یک رویکرد سخت گیرانه تر درمورد ثبت موضوعات مطرح در کمیته های رتبه بندی و سایر کمیته ها و جلسات کلیدی داخلی (به عنوان مثال در مورد کارکردهای کنترل، جلسات مدیریت کسب و کار) منجر به مکانیسم های کنترلی بهبود یافته برای نظارت بر کیفیت و نیز هماهنگی تصمیمات داخلی به ویژه پیرامون فعالیت های رتبه بندی خواهد شد.
- به منظور افزایش سخت گیری ها و متعاقبا شفافیت درباره مشارکت و تصمیم گیری در کمیته ها و جلسات کلیدی داخلی نظیر انتخاب اعضای کمیته باید مقررات رسمی و اداری بیشتری وضع گردد.

*تحلیل اطلاعات*

- موسسات رتبه بندی بایستی این اطمینان را فراهم کنند که مستندات به موقع در اختیار اعضای کمیته حسابرسی قرار گرفته به نحویکه تصمیمات موسسات رتبه بندی مبتنی بر تحلیل جامعی از تمام اطلاعات موجود است.

2. *منابع تحلیلی*

- موسسات رتبه بندی باید بر کفایت منابع اختصاص یافته به کسب و کار تحلیلی به لحاظ تعداد و تجارب کارکنان در زمینه توسعه بازار و تاثیر آنها بر سازمان ها بطور مستمر نظارت کنند.

3. *کارکردهای کنترلی و راهبری*

---

[19] .European Securities and Markets Authority

در موسسات رتبه بندی باید کنترل های داخلی به نحوی استقرار یابند که از رعایت قوانین اطمینان حاصل گردد. بنابراین موسسات رتبه بندی باید:

- نظارت مستمر بر کفایت منابع اختصاص یافته به کارکردهای کنترل به لحاظ تعداد و تجارب کارکنان داشته باشند و
- این اطمینان را ایجاد کنند که کارکردهای کنترل مربوط، بطور اثربخشی به کاربرد مطمئن و پایدار روش های رتبه بندی کمک می کند.

4. *افشای روش شناسی ها و تعیین رتبه ها*

درخصوص افشای روش ها و تعیین رتبه ها به اعتقاد ESMA، موسسات رتبه بندی باید:

- هدفشان دست یابی به بالاترین سطح شفافیت از طریق افشای تمام معیارهایی که رتبه بندی بر مبنای آن انجام می شود و نیز از طریق توصیف روش اتخاذ تصمیماتشان بطور مستمر باشد و
- این اطمینان را فراهم کنند که افشای روش های رتبه بندی کامل و جامع است و تا جایی که ممکن است تمام معیارهای مربوط در یک مجموعه سند واحد جمع آوری شده است.

بعلاوه موسسات رتبه بندی باید تمام تلاش منطقی خود را بکار گیرند تا از تبعیت کامل از رویه های افشای اقدامات رتبه بندی، تعریف شفاف نقش ها و مسئولیت ها بویژه در کنترل قبل از اعلان عمومی محتوای اطلاعات، شکل و زمانبندی افشا اطمینان حاصل کنند.

5. *سیستم های فناوری اطلاعات*

موسسات رتبه بندی باید معیارهای کافی به منظور کسب اطمینان از اینکه محیط فناوری اطلاعات بطور صحیح مدیریت و کنترل می شود وضع نمایند. به عنوان مثال آنان باید مبادرت به انجام امور زیر نمایند:

- کسب اطمینان از اینکه فعالیت حسابرسی فناوری اطلاعات به لحاظ حوزه و نوع فعالیتی که انجام شده است کافی می باشد. به ویژه ESMA توصیه می کند که موسسات رتبه بندی نه تنها بر کنترل های فناوری اطلاعات تمرکز نموده و ابعاد امنیتی سیستم های فناوری

اطلاعات شان را بررسی نمایند بلکه از مناسب و صحیح بودن حالات انتقالی (سیستم های جدید، جایگزینی سیستم های قدیمی) اطمینان حاصل نمایند.

- کسب اطمینان از اینکه کنترل های کافی بر سیستم ها و رویه هایی که به افشای رتبه بندی ها روی وب سایت های شرکت مربوط می شوند اعمال می گردد [5].

## موسسات رتبه بندی اعتباری در ایران

در ایران، قبل از تشدید تحریم‌های بین المللی، شرکت‌های مختلف مانند موسسه رتبه بندی فیچ جهت اعطای رتبه اعتباری به انعقاد قرارداد با شرکت های بزرگ ایرانی اقدام نمودند اما پس از اعمال تحریم ها این فعالیت‌ها ادامه نیافت. با این‌حال، با تصویب قانون بازار اوراق بهادار، در سال 1384 شرایط لازم برای تاسیس و فعالیت نهادهای مالی مختلف از جمله موسسات رتبه بندی اعتباری فراهم آمد. در این قانون الزامات مشخصی از قبیل الزامات ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، تایید حداقل سرمایه موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرس و صلاحیت حرفه ای اعضای هیئت مدیره و مدیران... مد نظر قرار گرفته است[1]. بر این اساس سازمان بورس و اوراق بهادار درصدد است بستر لازم برای ایجاد صنعت رتبه بندی اعتباری را فرآهم آورد. مؤسسه‌های رتبه‌بندی در کشور سبب می‌شوند برای گسترش سطح تأمین مالی، بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه در آینده اوراق بهادار زیادی متناسب با ریسک و نرخ مختلف منتشر کنند. طبق اطلاعات موجود، سازمان بورس و اوراق بهادار با بررسی مقررات بازارهای مالی نوظهور و همچنین شرایط و ویژگی‌های بازار سرمایه کشور، در حال تدوین پیش‌نویس مقررات مربوط به این مؤسسات می‌باشد.

به هر ترتیب، در حال حاضر مؤسسات رتبه‌بندی در کشور وجود ندارد اما برای پوشش ریسک از ضامن که عمدتا بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه هستند، استفاده می‌شود. از این رو بانک ها و شرکت های مزبور، اقدام به اعتبار سنجی می نمایند. مقصود از اعتبارسنجی این است که متقاضیان دریافت تسهیلات بایستی بر مبنای ریسک طبقه‌بندی

شوند. ریسک به این معنا است که دریافت کننده تسهیلات تا چه میزان امکـان بازپرداخـت تسهیلات دریافت شده را دارد و یا اینکه احتمال سوخت شدن این تسـهیلات بـه چـه میـزان است. ثبات شغلی، ثبات سکونت، تاریخچه اعتباری که شامل بدهی به سیستم بانکی، بدهی به گمرک و مالیات و چند موضوع دیگر می‌شود از شاخص‌های مورد نظـر در تعیـین رتبـه اعتباری فرد است. تمام شعب متصل به سامانه اعتبارسنجی با وارد کردن کـد ملـی مشـتری، رتبه اعتبـاری فـرد را مشـاهده نمـوده و بانـک بـا اسـتفاده از ایـن اطلاعـات بـرای پرداخـت تسهیلات تصمیم‌گیری می‌کند.

در یک مدل ساده بانک یا شرکت های تامین سرمایه جهت سـنجش رفتـار اعتبـاری فـرد و وضعیت عملکرد اعتبـاری او در سـایر سـازمانها و نهادهـای مـرتبط، از سـامانه اعتبارسـنجی استعلام می‌نماید. سیستم سنجش اعتبار، پس از وصول درخواست و بـا توجـه بـه اطلاعـاتی که از سایر منابع اطلاعاتی بیرونی گردآوری می‌کند، پـردازش لازم را انجـام داده و پاسـخ استعلام را ارسال می‌کند. چنانچه درخواستی منجر به اخذ تسهیلات گـردد، شـعبه یـا بانـک عامل می‌بایست در فواصل زمانی مشخص اطلاعات مربوط بـه بازپرداخـت تسـهیلات اخـذ شده توسط مشتری را به صورت مکانیزه به سامانه اعتبارسنجی ارسال نماید تا این اطلاعـات نیز بتواند مبنای رتبه اعتباری مشتری مـذکور در آینـده گـردد. پرواضـح اسـت پیـاده‌سـازی موفق نظام سنجش اعتبار در بستر بانکداری الکترونیکی مناسب امکانپذیر می باشد[6].

## نتیجه گیری

هدف موسسات رتبه بندی اعتباری، سنجش ارزش اعتباری کشورها، ناشران و اوراق بهادار و مهمترین وظیفه آنها تعیین احتمال نکول ناشران در ایفای تعهدات مالی شان است. از نگرش های موسسات رتبه بندی به عنوان ابزاری برای تنظیم و نظارت بر بازارهای مالی (دراغلب موارد توسط ناشر ابزار مالی) و همچنین مدیریت ریسک سرمایه گذاران استفاده می شود. بنابراین موسسات رتبه بندی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی درکارایی بازار و تخصیص بهینه منابع نقش بسزایی دارند.

با اینحال علیرغم دارابودن چنین اثرات مثبتی که موسسات رتبه بندی بر بازار داشته اند، در سال های اخیر به دلیل فقدان رقابت، فقدان استقلال، به موقع نبودن اطلاعات و فقدان پاسخگویی مورد انتقاد شدید قرار گرفته بطوریکه منشا بحران ها و فروپاشی های مالی اخیر را به آنها نسبت داده اند. موسسات رتبه بندی اعتباری در ابتدا با ارائه خدمات ارزیابی ریسک درخدمت سرمایه گذاران بودند درحالیکه در اواسط قرن بیستم بجای خدمت رسانی به سرمایه گذاران، موسسات رتبه بندی اعتباری شروع به فعالیت و ارائه خدمات به ناشران برای سنجش ابزارهای مالی نمودند که با این شرایط احتمال وجود تضاد منافع می رفت. به علت تضاد منافع، موسسات رتبه بندی قادر نیستند وظایف خود را به صورت معتبر و عینی به انجام برسانند. سود، به عنوان هدف اصلی موسسات رتبه بندی اغلب در تضاد با منافع قوانین بازار است. از سوی دیگر موسسات هیچگونه مسئولیتی در ازای ضرر و زیان وارده به سرمایه گذاران (ناشی از اتکای سرمایه گذاران بر رتبه های ارائه شده از سوی موسسات) نمی پذیرند. مخفی نگهداشتن روش تعیین رتبه کشورها، واحدهای تجاری و اوراق بهادار می تواند به آزادی آنها در اتخاذ رتبه ها کمک کند. شفافیت ناکافی پیرامون روش های تعیین کیفیت اعتباری کشورها، کسب و کارها یا اوراق بهادار از دیگر انتقاداتی است که علیه موسسات مطرح می شود. بعلاوه، این مساله که موسسات رتبه بندی اعتباری شرکت های خصوصی هستند و در یک بازار غیررقابتی فعالیت می نمایند از دیگر انتقادات مطرح شده علیه این موسسات می باشد.

با توجه به تاثیر رتبه های اعلام شده از سوی موسسات بر تصمیمات سرمایه گذاران، ناشران و غیره بحث نظارت بر فعالیت این موسسات اهمیت بسیاری پیدا کرده است و مورد توجه بسیاری از دست اندرکاران و قانونگذاران قرار گرفته است. به عنوان مثال در نتایج اولین بررسی ESMA از موسسات رتبه بندی، توصیه ها و پیشنهاداتی نظیر ثبت جلسات داخلی، زمانبندی توزیع اسناد مورد استفاده کمیته های رتبه بندی، کفایت منابع اختصاص یافته به کسب و کار تحلیلی، کارکردهای کنترل داخلی و مدیران مستقل، افشای روش شناسی

های رتبه بندی، فرآیند افشای اقدامات رتبه بندی و محیط فناوری اطلاعات ارائه شده است.

امید است ارگان های ذی ربط به ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار بستر و شرایط لازم جهت ایجاد و توسعه صنعت رتبه بندی اعتباری و فعالیت چنین موسساتی را هرچه زودتر فراهم آورد.

## منابع


1. موسسه رتبه بندی اعتباری، انتشارات بورس

2. Baresa, Suzana, Sinisa Bogdan, and Sasa Ivanovic. (2012). "Role, interests and critics of credit rating agencies". **UTMS Journal of Economics** 3 (1): 71–82.

3. Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. (2006). "Pocela ulaganja". **4. izd. Zagreb: Mate.**

4. Canuto, Otaviano, Sanket Mohapatra, and Dilip Ratha. (2011). "Shadow Sovereign Ratings". **Economic Premise** 63, World Bank.

5. European Securities Market Authority (2012)."ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies":1-15

6. http://irancreditscoring.com

۷. Ivanovic, Zoran. (1997). Financijski menadzment [Financial Management]. **Rijeka: Sveuciliste u Rijeci**.

۸. Khanzada, Muhamed Ali. (2011). "The Role and Criticisms of Credit Rating Agencies in the Financial Crisis". **Available at: mainelaw.maine.edu***:* 557-570.

۹. Kisgen, Darren J. (2006)." Credit Ratings and Capital Structure". **Journal of Finance** 61: 1035–1073. http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00866.x

۱۰. Ryan John. (2012). "The Negative impact of credit rating agencies and proposals for better regulation". **SWP Working paper**: 1-19