



مركز الخليج للأبحاث  
المعرفة للجميع

# التصنيف الائتماني

## تعريفه ووكالاته وأهميته ومحدداته

مركز التواصل والمعرفة المالية  
Comm. & Financial Knowledge Center



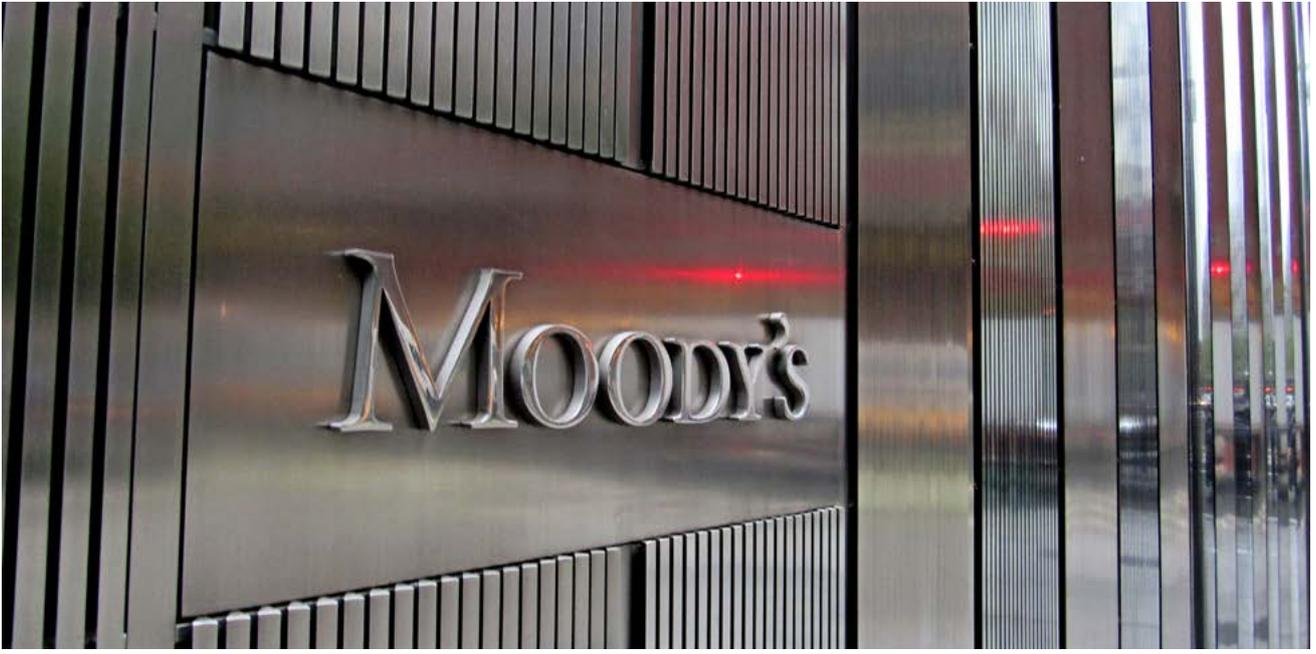
## مقدمة

تمثل التصنيفات الائتمانية مؤشراً مهماً وعاملاً أساسياً يؤثر بشكل مباشر، سواءً سلبياً أو إيجابياً؛ في القرارات المالية والاقتصادية والاستثمارية للدول والمؤسسات الكبرى.

وتكمن أهمية التصنيف الائتماني في كونه عبارة عن تقييم للجدارة الائتمانية تقوم به وكالات تصنيف متخصصة تهدف من خلاله إلى تقدير الملاءة المالية لبلد أو جهة معينة؛ وبالتالي تحديد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية القادمة، ومعرفة مدى أهليتها للحصول على قروض جديدة في فترة زمنية محددة.

ويعكس التصنيف الائتماني المرتفع لإحدى المؤسسات أو الدول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وسداد قروضها، وكذلك إمكانية صمودها بنجاح أمام أي أزمة مالية محتملة. في حين يشير التصنيف الائتماني المنخفض إلى وجود احتمال كبير لعدم قدرتها على الوفاء بهذه الالتزامات، وهو ما يدفع مانحي تلك القروض إلى وضع شروط أكثر صرامة أمام تلك المؤسسات أو الدول للحصول على القرض المطلوب، كأن يقومون مثلاً برفع نسبة الفائدة على القروض أو تقصير فترة سدادها.

ويأتي هذا التقرير الذي تم إعداده بالشراكة مع مركز الخليج للأبحاث، ليسلط الضوء على مفهوم التصنيف الائتماني وأهميته وأنواعه، إضافة إلى أبرز وكالاته المعترف بها عالمياً، وكذلك مقاييسها ومعاييرها ومحدداتها المعتمدة في إجراء هذه التصنيفات.



## 1. مقدمة عن التصنيف الائتماني

### 1.1. التحليل

التصنيف الائتماني هو عبارة عن تقييم للجدارة الائتمانية للمقترض تجاه أي دين أو أي التزام مالي، ويساعد في تقدير سعر الفائدة الذي سيتم به سداد الدين/القرض. وتتولى وكالات التصنيف الائتماني المعترف بها تقديم التصنيفات الائتمانية للشركات والجهات السيادية. وبناءً على الفرص الاستثمارية؛ يتم تصنيف الجدارة الائتمانية إلى تصنيف ائتماني استثماري، وتصنيف ائتماني من فئة المضاربة، وقد تختلف تصنيفات كل وكالة عن الأخرى.

### تشمل وكالات التصنيف الائتماني المعترف بها عالمياً:

#### وكالة موديز (MCO):

وكالة تصنيف ائتماني أمريكية تختص بإجراء الأبحاث الاقتصادية والتحليلات المالية وتقييم مؤسسات خاصة وحكومية من حيث القوة المالية والائتمانية، وهي تسيطر على ما يقارب 40% من سوق تقييم القدرة الائتمانية في العالم، كما تعد (موديز) المزود الأمريكي لبرامج وخدمات التحليل المالي، كذلك توفر البرمجيات والبحوث للتحليل الاقتصادي وإدارة المخاطر.

## وكالة ستاندرد آند بورز (S&P)

شركة خدمات مالية أميركية ومقرها في الولايات المتحدة، وتختص الشركة بتقديم آلاف الخدمات عالمياً للأسواق، أبرزها تقديم تصنيفات ائتمانية قصيرة وطويلة الأجل للسندات والبلدان والاستثمارات، إضافة إلى توفير أبحاث مخاطر الائتمان عالية الجودة بشأن ديون الشركات العامة والخاصة، بما في ذلك الحكومات.

## وكالة فيتش (Fitch):

شركة فرعية مملوكة بالكامل لشركة هيرست ويقع مقرها الرئيسي المزدوج في مدينتا نيويورك ولندن، وتعمل في أكثر من 50 بلداً حول العالم وتختص بتقديم خدمات المعلومات المالية، وهي تعد اليوم ثالث أهم وكالة للتصنيف الائتماني في العالم من حيث رقم مبيعاتها وحصتها في السوق، بعد كل من وكالتي موديز لخدمة المستثمرين وستاندارد آند بورز.

## وكالة دي بي آر إس مورنينجستار (DBRS):

تعد رابع أكبر وكالة تصنيف ائتماني في العالم، وتتمتع بريادتها في فئات الأصول المتعددة في أسواق كندا والولايات المتحدة وأوروبا، وتختص (دي بي آر إس مورنينجستار) بتصنيف أكثر من 3000 جهة إصدار، إضافة إلى 60.000 ورقة مالية في جميع أنحاء العالم، وهي تضم ما يقرب من 700 موظف في 8 مكاتب على مستوى العالم.

## وكالة تشينا تشينجكسين إنترناشيونال:

وكالة تصنيف صينية تأسست في بكين في 8 أكتوبر 1992 وبعد ذلك شكلت شركات تابعة وأنشأت فروعاً في جميع أنحاء الصين، حتى أصبحت أول شركة تصنيف ائتماني على مستوى البلاد في عام 2002م، وهي تعد الشركة واحدة من وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية القليلة العاملة حالياً في الصين.

## وكالة التصنيف الائتماني اليابانية (JCR):

شركة خدمات مالية يابانية وافقت عليها وكالة الخدمات المالية اليابانية باعتبارها مؤهلة للبنوك المحلية اليابانية لاستخدامها في إطار بازل، وتختص (JCR) بتقديم تصنيفات ائتمانية لديون للشركات اليابانية والحكومات المحلية ومصدري السندات الأجنبية، كما تعنى بنشر مجموعة متنوعة من المعلومات المالية والاقتصادية، كذلك تعمل كدليل لمخاطر الائتمان للطرف المقابل.

## 1.2. نظرة عامة وأبرز الاتجاهات في التصنيف الائتماني

يمكن منح التصنيف الائتماني لأي جهات ترغب في اقتراض الأموال أو الخضوع لأي التزام مالي، بما في ذلك الشركات والحكومات السيادية وسلطات الدولة أو المقاطعات، وتتميز هذه التصنيفات بأنها غير ثابتة، ويمكن أن تتغير نتيجة حدوث اختلافات في بيانات المدخلات أو المحددات. كما أنها تمثل المخاطر الائتمانية التي تنطوي عليها أداة الدين، مثل القروض أو إصدار السندات، وتشير إلى احتمالية تخلف المدين عن السداد.

## ويتم تصنيف الجدارة الائتمانية بناءً على نوع الجهة على النحو التالي:

### التصنيف الائتماني للشركات

التصنيف الائتماني للشركات هو تقييم الجدارة الائتمانية للشركات أو الجهات المؤسسية. وعلى مستوى السوق العالمي، تعد ستاندرد آند بورز، وموديز، وفيتش من أهم مقدمي خدمات التصنيف الائتماني للشركات. ولا تعد التصنيفات الائتمانية للشركات ضمانًا لوفاء الشركة بالتزاماتها، بل هي مجرد انعكاس للتغيرات الحاصلة في الجدارة الائتمانية، بناءً على سجلاتها الائتمانية طويلة الأجل. ووفقًا للبيانات التي أفادت بها ستاندرد آند بورز، بلغ معدل التخلف عن السداد في السندات من فئة المضاربة 5.5 في المائة في عام 2020، بينما لم يُسجل أي تخلف عن السداد في السندات الاستثمارية خلال العام ذاته.

### التصنيف الائتماني السيادي

التصنيف الائتماني السيادي هو تقييم الجدارة الائتمانية لدولة أو جهة سيادية، ويعكس مستوى المخاطر المرتبطة بالاستثمار في ديون دولة بعينها، بما في ذلك المخاطر السياسية. وتعد نسبة خدمة الدين، ونمو المعروض النقدي المحلي، ونسبة الاستيراد، وتباين عائدات التصدير من بين العوامل الرئيسية التي تؤثر على التصنيفات الائتمانية السيادية. وعلى مستوى السوق العالمي، تعد ستاندرد آند بورز، وموديز، وفيتش وكالات التصنيف الائتماني السيادي الأكثر نفوذًا، إلى جانب الوكالات المعروفة الأخرى مثل: وكالة تشينا تشينجكسين إنترناشيونال للتصنيف الائتماني، ووكالة داجونج جلوبال الصينية للتصنيف الائتماني، ووكالة دي بي آر إس مورنينجستار (DBRS)، ووكالة التصنيف الائتماني اليابانية (JCR).

## كما يتم تصنيف الجدارة الائتمانية بناءً على مستوى المخاطر الائتمانية على النحو التالي:

### التصنيف الائتماني الاستثماري

يُعزى منح التصنيف الائتماني من الفئة الاستثمارية بشكل أساسي إلى انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية. وتخصّص وكالات التصنيف الائتماني مثل ستاندرد آند بورز وفيتش لهذا التصنيف الدرجة BBB- فأعلى، بينما تخصّص وكالة موديز لهذا التصنيف الدرجة Baa3 فأعلى.

### التصنيف الائتماني من فئة المضاربة

يُعزى منح التصنيف الائتماني من فئة المضاربة بشكل أساسي إلى ارتفاع مستويات المخاطر الائتمانية. وتخصّص وكالات التصنيف الائتماني مثل ستاندرد آند بورز وفيتش لهذا التصنيف الدرجة BB+ فأدنى، بينما تخصّص وكالة موديز لهذا التصنيف الدرجة Ba1 فأدنى.

وتقوم وكالات التصنيف الائتماني ضمن إطار الهيكل المالي بتحليل وتقييم الجدارة الائتمانية لأي جهة مؤسسية والأوراق المالية لجهات إصدار الديون السيادية. وتشمل وكالات التصنيف الائتماني المعترف بها بشكل رئيسي في المملكة العربية السعودية: إس آند بي جلوبال ريتنجز يورب ليمتد (ستاندرد آند بورز)، وموديز أنفيسستورز سيرفيس ليمتد الشرق الأوسط، وفيتش الأسترالية، ووكالة سمة للتصنيف، وللعمل في المملكة العربية السعودية، يجب أن تمثل وكالات التصنيف الائتماني للمتطلبات التالية:

1. أن يتم تأسيسها في المملكة برأس مال لا يقل عن 2,000,000 ريال سعودي، أو رأس مال عامل يكفي لمدة ثلاثة أشهر، أيهما أكبر.

2. أن تكون وكالات التصنيف الائتماني الأجنبية مسجلة أو مرخصة في منطقة لا يقل مستوى معاييرها ومتطلباتها التنظيمية عن تلك المعمول بها لدى هيئة السوق المالية (على النحو الذي تحدده هيئة السوق المالية، حسب تقديرها) من خلال فرع يتم إنشاؤه وترخيصه للعمل داخل الدولة.

ويصف الجدول التالي الاختلاف بين مقاييس التصنيف الائتماني التي تعتمدها وكالات التصنيف الائتماني الثلاث الرئيسية وتفسير كل مقياس /مستوى.

### الجدول (1) مقاييس التصنيف الائتماني المعتمدة من موديز، وستاندرد آند بورز، وفيتش

	موديز Moody's		ستاندرد آند بورز S&P Global		فيتش FitchRatings		
	على المدى الطويل	على المدى القصير	على المدى الطويل	على المدى القصير	على المدى الطويل	على المدى القصير	
الدرجة الاستثمارية	Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	درجة ممتازة
	Aa1		AA+		AA+		درجة مرتفعة
	Aa2		AA		AA		
	Aa3		AA-		AA-		
	A1		A+		A+		
	A2	A	A	F1	درجة فوق المتوسطة		
	A3	A-	A-	F2	درجة أقل من المتوسطة		
	Baa1	P-2	BBB+	A-2		BBB+	
	Baa2	P-3	BBB	A-3		BBB	F3
Baa3	BBB-		BBB-				
درجة المضاربة	Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	درجة غير استثمارية (مضاربة)
	Ba2		BB		BB		
	Ba3		BB-		BB-		
	B1		B+		B+		
	B2		B		B		
	B3		B-	B-			
	Caa1		CCC+	C	CCC	C	مضاربة شديدة المخاطر
	Caa2		CCC				مضاربة بدرجة كبيرة
	Caa2		CCC-				
	Ca		CC				
	C		C				
	D	/	DDD		في حالة تخلف عن السداد		

• ملاحظة: تستخدم موديز الأرقام 1 و 2 و 3، وتستخدم ستاندرد آند بورز وفيتش الرموز (+) و(-) للتصنيف العام لإبراز المكانة النسبية في فئات التصنيف الرئيسية.

### 1.3. أهمية التصنيف الائتماني في التجارة الدولية

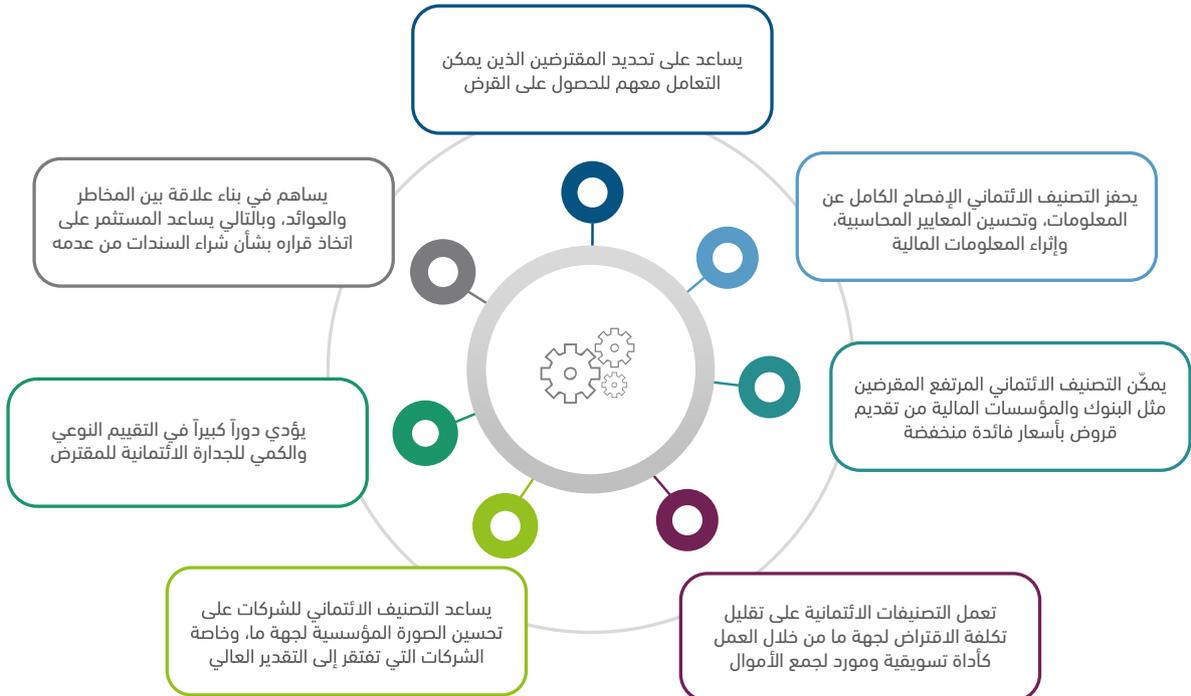
لطالما اكتسب التصنيف الائتماني أهمية في التجارة الدولية، مع تزايد عدد الشركات والجهات السيادية التي تفضل الائتمان التجاري على الائتمان المصرفي. ويساعد التصنيف الائتماني الاستثماري الجهات السيادية على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ويضمن وجود تجارة دولية مربحة، ويعتبر بمثابة أداة تسويقية ومورد لجمع الأموال للتوسع في أنشطة الأعمال. بالإضافة إلى ذلك، يحفز التصنيف الائتماني الإفصاح الكامل عن المعلومات، وتحسين المعايير المحاسبية، وتحسين المعلومات المالية.

التجارة الدولية هي تجارة تسعى إلى انتهاز الفرص لتوسيع نطاق وصول دولة ما إلى السلع والخدمات غير المتوفرة في سوقها المحلي، أو المتوفرة بسعر أعلى. وتتأثر بشدة بالوضع المالي للدولة أو العميل. وفي حالة حدوث أزمات مالية حادة، تقوم البلدان أو العملاء بالرجوع إلى الائتمان التجاري عوضاً عن الائتمان المصرفي خلال المعاملات الدولية. ويعتبر الائتمان التجاري شكلاً من أشكال القروض قصيرة الأجل، يمنح العملاء فترة معينة بين توريد السلع ودفع ثمنها. ويستخدم كمصدر رئيسي للتمويل من معظم الدول الكبرى في العالم. وتتمتع كبرى الشركات متعددة الجنسيات أو الدول بإمكانية الوصول إلى الائتمان المالي، ولكنها تفضل الائتمان التجاري، لأنه يوفر ميزة لها مقارنة بالضمانات القابلة للتداول لدى المؤسسات المالية.

وقد أبرز اعتماد الائتمان التجاري على نطاق واسع في التجارة الدولية دور التصنيفات الائتمانية في الأسواق المالية. وتتمثل العوامل الرئيسية التي تؤثر على أهمية التصنيف الائتماني في تمويل التجارة الدولية في عولمة الأسواق المالية، والتوسع في عدد الشركات المصدرة للديون، والاستخدام المتزايد للابتكارات المالية، وخاصة الأوراق المالية المدعومة بالأصول والرهن العقاري.

كما ازداد الاعتماد على التصنيفات الائتمانية، نظراً لارتباطها المباشر بالعديد من اللوائح التي تغطي مجال المؤسسات المالية ووسطاء الاستثمار. ويكتسب التصنيف الائتماني أهمية متزايدة في التجارة الدولية نظراً للجوانب الموضحة بالشكل التالي:

#### الشكل (1) أهمية التصنيف الائتماني في التجارة الدولية



## 2. أثر التصنيفات الائتمانية

### 2.1. التحليل

التصنيف الائتماني هو أداة مالية مهمة تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين، وتمكين المستثمرين والشركات من اتخاذ قرارات مستنيرة فيما يتعلق بالاستثمارات وتوسيع أنشطة الأعمال. وتعمل هذه التصنيفات أيضًا على تعزيز الشفافية المالية في القطاع العام، مما يساعد في تقييم الوضع المالي للحكومة، وكذلك التكاليف والفوائد الفعلية للأنشطة الحكومية. وتملك وكالات التصنيف الائتماني صلاحية خفض أو رفع قيمة جهة سيادية أو مؤسسية من خلال التصنيف الذي تقوم بمنحه. ويؤدي التصنيف المنخفض أو التصنيف من فئة المضاربة إلى خفض مستوى الجهة، وبالتالي يقلل من قيمتها في السوق الدولية أو المحلية. وبالمثل، فإن التصنيف المرتفع أو التصنيف الائتماني الاستثماري يزيد من قيمة الجهة في السوق.

وتستند التصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني إلى العديد من المحددات المتقلبة خلال الدورة الاقتصادية وتتأثر بها. وبالتالي، قد تتغير التصنيفات الائتمانية أيضًا خلال الدورة الاقتصادية، مما يؤدي إلى طبيعتها المتقلبة بشكل دوري. وتعتبر التصنيفات الصادرة لجهة سيادية متأخرة عن اتجاهات السوق، وتتسم بالمبالغة في رد الفعل، وتتخلف عن مواكبة دورات الأعمال والظروف الاقتصادية. وعلاوة على ذلك، من المرجح أن تؤدي التصنيفات الائتمانية إلى تثبيت دورة الائتمان بدلًا من توسيعها وتعزيزها. كما تؤدي التغييرات في التصنيف الائتماني إلى تغييرات طويلة الأمد في المخاطر الائتمانية الأساسية، عوضًا عن التطورات الدورية المؤقتة.

وقد جرى التشكيك في دقة التصنيفات الائتمانية الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني وفي المنهجية التي تستخدمها، وخضعت للدراسة عدة مرات. وتُتهم الوكالات خاصة خلال الأزمات المالية العالمية بارتكاب العديد من الأخطاء ومنها تقديم تصنيفات زائفة، واستخدام منهجية معيبة، والتعدي على سياسة الحكومة، والتحيز السياسي، والعدوان الانتقائي، والمفاضلة في التصنيفات الائتمانية. ومع ذلك، لا تخضع هذه الوكالات للمساءلة عن أفعالها، نظرًا لأن التصنيفات الائتمانية للجهات السيادية والشركات تعتبر مجرد رأي، وليست حكمًا عليها.

وفي ظل الافتقار إلى الشفافية في المنهجية التي تتبعها وكالات التصنيف الائتماني، تشير الافتراضات إلى تفضيل السياسات التقليدية التي تركز على كبح جماح التضخم والعجز في الميزانية الحكومية عند إصدار تصنيف لأي جهة. ويركز العديد من صناع السياسات على أوجه القصور المتعلقة بالممارسات التي تتبناها وكالات التصنيف الائتماني، مثل قلة المنافسة، والحوافز التي تحول دون الدخول إلى القطاع، وتضارب المصالح، وانعدام الشفافية والمساءلة.

### 2.2. تكاليف وفوائد الحصول على التصنيف

تساعد التصنيفات الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني الجهة المعنية على توسيع انتشارها في سوق رأس المال الخاص والتجارة الدولية. وينتج عن التصنيف الجيد، أي التصنيف الاستثماري، انخفاض في إصدار الديون وتكلفة الفائدة. وتصادق وكالات التصنيف الائتماني على قيمة مختلف الشركات والجهات السيادية في الأسواق الدولية والمحلية، إذ يمكن أن يؤدي التصنيف من الفئة الاستثمارية الذي تمنحه الوكالات إلى زيادة قيمة الجهة، وبالمثل يمكن أن يقلل التصنيف من فئة المضاربة من قيمتها في السوق العالمية أو الدولية، ومن ثم تقليل تكاليفها الرأسمالية. وبالمثل، فإن تراجع تصنيف دولة ما من تصنيف عالٍ إلى تصنيف منخفض يمكن أن يقلل من قيمتها في السوق الدولية، ويثني المستثمرين عن شراء سندات الدولة أو الاستثمار فيها. فعلى سبيل المثال، في عام 2010، تفاقم أزمة الديون السيادية الأوروبية مصحوبة بانخفاض التصنيف السيادي الذي منحه ستاندرد آند بورز لليونان والبرتغال وأيرلندا.

وتساعد وكالات التصنيف الائتماني في تقليل التناقضات في المعلومات بين المشتريين وجهات الإصدار أو حلها، وتساعد جهات الإصدار على تحديد قدرة المشتري/المقترض على السداد. وعلاوة على ذلك، تحقق التصنيفات الائتمانية للشركات والجهات السيادية فوائد غير مباشرة للأسواق ذات الدخل المنخفض والأسواق النامية من خلال تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، وتحفيز إنشاء أسواق رأسمالية محلية أكثر حيوية، ودعم الشفافية المالية للقطاع العام. وتعتمد الجهات السيادية على المستثمرين الأجانب لشراء ديونها أو إصدار السندات، بينما يعتمد المستثمرون على التصنيفات الائتمانية الصادرة للجهة المعنية لتحليل جدارتها الائتمانية. ومن ثم، تقوم الشركات بتقييم الاستقرار المالي لدولة ما أو شركة أخرى قبل الاستثمار فيها أو توسيع العمليات في دولة جديدة. وتعتبر سندات الخزنة الأمريكية منخفضة المخاطر، لأن تصنيفها الائتماني هو نفس التصنيف الائتماني للولايات المتحدة، وهي دولة تتمتع باقتصاد قوي ومخاطر سياسية منخفضة.

### 2.3. الازدهار والكساد: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة ومسايرة التقلبات الدورية للتصنيفات

كانت أنظمة ووكالات التصنيف الائتماني في قلب الأزمات المالية الكبرى أثناء انهيار الأسواق المالية في مدينة نيويورك في منتصف السبعينيات، والأزمة المالية الآسيوية 1997-1998، وفضيحة إنرون عام 2001، والأزمة المالية العالمية عام 2008. وتتأثر التصنيفات الائتمانية بمحددات وعوامل مثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونصيب الفرد من نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومؤشر أسعار المستهلكين، ونسبة الميزان المالي الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي. وتميل هذه المتغيرات المالية إلى التقلب خلال الدورة الاقتصادية، مما يؤدي إلى تقلبات دورية للتصنيفات الائتمانية. وتصور العديد من الدراسات التجريبية أن هذه التصنيفات السيادية ما هي إلا اتجاهات متأخرة عن السوق، وتتخلف عن مواكبة الظروف الاقتصادية ودورات الأعمال، مما يؤدي إلى ظهور تصنيفات مبالغ فيها. كما سلط الضوء على العلاقة بين التصنيفات الائتمانية والفروق في عوائد السندات السيادية. ولوحظ وجود تأخر منتظم في التصنيفات الائتمانية جراء التغيرات في ظروف السوق، والتي أثرت بشكل مباشر على سوق رأس المال الدولي. ومن المرجح وفقاً لدراسة أجرتها وكالة موديز حول مسايرة التقلبات الدورية أن تؤدي التصنيفات الائتمانية إلى تثبيت الدورة الائتمانية بدلاً من توسيع نطاقها وتعزيزها، وانعكست معظم تغيرات التصنيف في التغييرات طويلة الأمد في المخاطر الائتمانية الأساسية عوضاً عن التطورات الدورية المؤقتة. وأثارت مثل هذه التدهورات في أنظمة التصنيف الائتماني مخاوف بشأن ممارسات التصنيف الائتماني التي تنتهجها وكالات التصنيف.

### 2.4. دقة التصنيفات وأدائها

تحدد التصنيفات الائتمانية مستوى سعر الفائدة الذي يجب على المقترض دفعه، بالإضافة إلى التنبؤ بالجدارة الائتمانية. وبالتالي، يجب أن تكون التصنيفات دقيقة لتجنب التشوهات في أسعار أدوات الدين وأسعار الفائدة المستحقة عليها. وتؤدي التصنيفات غير الدقيقة إلى ظهور فقاعات الأصول التي تنفجر في النهاية، وتؤدي إلى الإخلال بعمل الأسواق المالية.

وقد خضعت تصنيفات ومنهجية وكالات التصنيف الائتماني الثلاثة الرئيسية في العالم للتدقيق والفحص منذ حدوث الأزمات المالية الكبرى في الماضي، حيث تم توجيه اتهامات للوكالات بارتكاب العديد من الأخطاء، ومنها تقديم تصنيفات زائفة، واستخدام منهجية معيبة، والتعدي على سياسة الحكومة، والتحيز السياسي، والعدوان الانتقائي، والمفاضلة في التصنيفات الائتمانية. ومع ذلك، لا يمكن مساءلتها عن عدم دقة تصنيفاتها أو عدم صحتها، لأن التصنيفات الائتمانية لأدوات الدين تعتبر مجرد آراء وليست أحكاماً. وهكذا، تم تحصين هذه الوكالات من المساءلة عن طريق التعديل الأول لدستور الولايات المتحدة، الذي يضمن "حرية التعبير"، على الرغم من قدرتها على الإخلال بالأسواق المالية، وخاصة بالنسبة للبلدان النامية.

## 2.5. أثر التصنيفات على السياسات التي تنتهجها الدول المقترضة

أدى عدم وجود معرفة دقيقة حول كيفية مراعاة وكالات التصنيف الائتماني لسياسات الاقتصاد الكلي عند إصدار التصنيفات إلى ظهور افتراض بأنهم يطبقون سياسات تقليدية تركز على الحد من التضخم وعجز الميزانية الحكومية. وبناءً عليه، لتجنب فخذ التصنيفات، تتبنى البلدان المقترضة سياسات تعالج مخاوف المستثمرين قصيرة الأجل، حتى لو كانت متعارضة مع احتياجات التنمية طويلة الأجل. وتعد التصنيفات الائتمانية الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني بمثابة معيار مرجعي لأنظمة السوق المالي. فعلى سبيل المثال، تتطلب بعض القوانين من بعض المؤسسات العامة امتلاك سندات استثمارية حاصلة على تصنيف BBB أو أعلى.

وقد دفعت الأهمية المتزايدة لوكالات التصنيف الائتماني في الهيكل المالي الحديث صانعي السياسات مثل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، وهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، ولجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية (CESR)، و الكونجرس ومجلس الشيوخ الأمريكي للتركيز على أوجه القصور الناشئة عن المخاوف المتعلقة بوكالات التصنيف الائتماني، وقد تم ذكر هذه المخاوف في الشكل أدناه.

- يتميز هذا السوق بأنه موحد بدرجة كبيرة نظراً لوجود عدد محدود من وكالات التصنيف الائتماني
- يوجد حوالي 120 وكالة تصنيف ائتماني في جميع أنحاء العالم ولا يوجد سوى عدد قليل منها معترف بها دولياً
- بحسب ما ذكرت وزارة العمل الأمريكية، شكل تعيين منطقة التصنيف الاحصائي المعترف بها وطنياً حاجزاً للحيلولة دون دخول أطراف جديدة، باستخدام طريقة الحلقة المفرغة بحيث لا يمكن لوكالة التصنيف الجديدة الحصول على اعتراف وطني بدون الحصول على وضع قانوني من منظمة التصنيف الاحصائي المعترف بها وطنياً ولا يمكنها الحصول على هذا الوضع القانوني بدون اعتراف وطني.
- كما هو وارد في تقرير لجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية لعام 2005، فإن أثر المتطلبات التنظيمية على المنافسة غير واضح، وبالتالي لا يوجد دليل حاسم حول أثر المتطلبات التنظيمية على حواجز الدخول إلى قطاع التصنيف.

### الحواجز التي تحول دون الدخول إلى القطاع وعدم المنافسة

- وفي عام 2003، سلطت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الضوء على أن تضارب المصالح المحتمل قد ينشأ في حالة تقديم وكالة التصنيف لخدمات استشارية أو غيرها إلى جهات الإصدار التي تقوم بتصنيفها، حيث قد يتعرضون إلى لضغوط غير مبررة لشراء خدمات استشارية مقابل تحسين التصنيف
- ينشأ تضارب المصالح أيضًا بسبب «التصنيف المتحيز» الذي تمارسه وكالات التصنيف الائتماني، أي خفض تصنيفات لقطاعات لم يقوموا بتصنيفها، وينشأ كذلك التضارب من بسبب التصنيفات «المطلوبة» مقارنة بتلك «غير المطلوبة» حيث يمكن استخدام أساليب تعسفية للحد على دفع مبالغ لتصنيف لم تطلبه الجهة المصدرة.
- اعتمدت موديز وإستاندرد على آند بورز توصية المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية الواردة في مدونة قواعد السلوك المهني لديها والتي تنص على ضرورة عدم تأثر التصنيف الائتماني الممنوح من وكالة التصنيف الائتماني بوجود أو عدم وجود علاقة عمل محتملة بين وكالة التصنيف الائتماني (أو الشركات التابعة لها) وجهة الإصدار (أو الشركات التابعة لها) أو أي طرف آخر.

### تضارب المصالح المحتمل

- نشأت العديد من المخاوف إزاء انعدام الشفافية في منهجيات التصنيف التي تستخدمها وكالات التصنيف الائتماني وإجراءاتها وممارساتها وعملياتها
- ووفقاً لمدونة المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية يجب أن تشرح وكالات التصنيف الائتماني كيفية تناول كل بند من أحكام السياسات المدونة في مدونة قواعد السلوك الخاصة بها، ويجب عليها الإفصاح عما إذا كانت مدونة قواعد السلوك بها تنحرف عن أساسيات المدونة وكيفية حدوث ذلك، وكيف تلبى هذه الانحرافات الأهداف المنصوص عليها في أساسيات المدونة، وعلاوة على ذلك ينبغي عليها نشر منهجياتها على الملأ لضمان تحقيق قدر أكبر من الشفافية
- وفقاً للجنة منظمي الأوراق المالية الأوروبية التابعة للمفوضية الأوروبية، بوصفها بديل للتنظيم الذاتي، هناك حاجة إلى استحداث عدة قواعد محددة بشأن التمثيل العادل، والتي ستحدد حد أدنى من الإفصاح عن العناصر والافتراضات التي تساهم في توعية مشغلي السوق والمستثمرين وتعريفهم بكيفية قيام وكالة التصنيف الائتماني بمنح تصنيف معين.

### الشفافية

- لا توجد آلية لحماية المستثمرين والمقترضين من الأخطاء التي ترتكبها وكالات التصنيف الائتماني أو أي إساءة استخدام للسلطة من جانبهم
- يعاني قطاع التصنيف الائتماني من فجوة في المساءلة، وبشكل ذلك مصدر قلق لوكالات التصنيف الائتماني وكذلك المشاركين في السوق، فبالنسبة لوكالات التصنيف الائتماني، قد يؤثر ذلك على مصداقيتها في السوق، أما بالنسبة للمشاركين فتشكل مصدر قلق على نحو خاص، نظراً للدور الذي يضطلعون في أسواق رأس المال
- قام قانون اصلاح وكالات التصنيف الائتماني لعام 2006 في الولايات المتحدة الأمريكية بتفويض وتعيين هيئة الأوراق المالية والبورصات العالمية بشكل واضح لمراقبة امتثال وكالات التصنيف الائتماني لأنظمة ولوائح الأوراق المالية الجديدة

### المساءلة

## 3. محددات التصنيفات الائتمانية السيادية

### 3.1. التحليل

التصنيف الائتماني السيادي هو تقييم الجدارة الائتمانية لدولة ما، ويشير إلى مستوى المخاطر المرتبطة بالإقراض لدولة معينة، ويسري هذا التصنيف على جميع السندات الصادرة عن حكومة الدولة. وتقوم الوكالات الدولية بتقييم الجدارة الائتمانية للحكومات الوطنية من خلال تقييم قدرتها على سداد الديون، مع مراعاة المخاطر الاقتصادية والسوقية والسياسية المرتبطة بالبلد. وبالتالي، تُعد هذه التصنيفات بمثابة التقييم المستقبلي لقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية بالكامل، وفي الوقت المناسب. وتتراوح التصنيفات بين سندات استثمارية وسندات عالية المخاطر متعثرة بالفعل، وعادة ما تتم الإشارة إليها من خلال أحرف.

وتحظى التصنيفات الائتمانية السيادية بأهمية لدى البلدان التي ترغب في الوصول إلى الأموال في سوق السندات الدولية. وعادة ما تقوم وكالة التصنيف الائتماني بتقييم البيئات الاقتصادية والسياسية في الدولة بناءً على طلب الحكومة، وتمنح تصنيفاً يتراوح من الدرجة AAA إلى الدرجة DDD. وتستخدم الوكالات أساليب نوعية وكمية لتحديد التصنيف الائتماني السيادي، وفيما يلي بعض العوامل التي تراعيها وكالات التصنيف الائتماني عند منح التصنيفات الائتمانية السيادية:



### 3.2. نصيب الفرد من الدخل

يشير نصيب الفرد من الدخل إلى متوسط الدخل أو مقدار المال الذي يكسبه فرد ما في منطقة جغرافية محددة في عام محدد. ويتم حسابه من خلال قسمة إجمالي الدخل الذي يكسبه الأشخاص في منطقة معينة على إجمالي عدد السكان خلال الفترة المحددة. ويعتبر نصيب الفرد من الدخل عاملاً مهماً في منح التصنيف الائتماني لجهة سيادية، حيث يساعد الوعاء الضريبي لدولة ما في تحديد استقرارها المالي. وتعكس الدولة المقترضة التي تمتلك وعاء ضريبياً قوياً قدرة الحكومة بشكل أكبر على سداد الديون. ويمكن أن يُستخدم الوعاء الضريبي للدولة أيضاً كمقياس لمستوى الاستقرار السياسي فيها.

### 3.3. الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي هو من بين المحددات الرئيسية التي تؤثر على التصنيفات الائتمانية لأي دولة. ويتناسب نمو الناتج المحلي الإجمالي عكسياً مع المخاطر الائتمانية لدولة ما، حيث يشير ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نسبياً إلى تخلص الدولة من عبء الدين القائم، وخفضه بمرور الوقت. وتحتل المملكة العربية السعودية المرتبة الثانية من حيث الموارد الطبيعية الأكثر قيمة في العالم، بقيمة 33.50 تريليون دولار أمريكي، ووصفتها منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) بأنها "القوة العظمى في مجال الطاقة" في عام 2018، حيث تمثل ثاني أكبر احتياطي نفطي وقدرة إنتاجية على مستوى العالم، ودولة رائدة في تصدير النفط في العالم.

### 3.4. معدل التضخم

التضخم هو أحد العوامل الحاسمة التي تصف الاستقرار المالي والسياسي للدولة، وتلجأ الحكومة إلى التمويل النقدي التضخمي في حالة فشلها، أو عدم رغبتها في دفع نفقات الميزانية الحالية من خلال الضرائب أو إصدار الديون. ويؤدي ارتفاع معدل التضخم، الذي يشير إلى مشكلات هيكلية في مالية الحكومة، إلى استياء عام، وهو ما يؤدي بدوره إلى عدم الاستقرار السياسي في البلاد.

وتُستخدم معادلة لاسبير لحساب معدلات التضخم الثلاثة - مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك، ومؤشر الرقم القياسي لأسعار الجملة، والتضخم في أسعار المستهلك (النسبة المئوية السنوية). ووفقًا لتعريف البنك الدولي، "يعكس مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك التغيرات الحاصلة في تكلفة سلة من السلع والخدمات للمستهلك العادي، والتي قد تكون ثابتة أو متغيرة على فترات زمنية محددة، على سبيل المثال سنويًا. وعلاوة على ذلك، يشير مؤشر الرقم القياسي لأسعار الجملة إلى مزيج من السلع الزراعية والصناعية في مختلف مراحل الإنتاج والتوزيع، بما في ذلك رسوم الاستيراد. ونظرًا لقياسه بناءً على مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك، يعكس التضخم النسبة المئوية للتغير السنوي في التكلفة التي يتحملها المستهلك العادي للحصول على سلة من السلع والخدمات التي قد تكون ثابتة أو متغيرة على فترات زمنية محددة، على سبيل المثال سنويًا.

### 3.5. الدين الخارجي

يشير الدين الخارجي إلى ديون الدولة التي تم اقتراضها من الحكومات الأجنبية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الدولية وغيرها. ويؤدي العجز عن سداد الديون الخارجية إلى حدوث أزمات دين، وتعتبر الجهة السيادية في حالة تخلف عن تسديد ديونها السيادية. كما يزداد عبء الدين الخارجي مع ارتفاع الديون بالعملة الأجنبية لبلد ما، مقارنة بأرباحها من العملات الأجنبية (الصادرات). وللديون الخارجية تأثير مباشر على التصنيف الائتماني للدولة، فكلما ارتفع عبء الديون زادت مخاطر التخلف عن السداد.

### 3.6. التنمية الاقتصادية

انعكس التطوير الهيكلي المالي والاقتصادي الذي انتهجته المملكة خلال الخمس سنوات الماضية منذ عام 2017 وفق مستهدفات رؤية المملكة 2030م بشكل إيجابي على أداء السياسة النقدية والاقتصاد الكلي، وتحسين فعالية السياسة المالية ودفع أجندتها الشاملة للتنويع الاقتصادي، مما ساهم في نمو الإيرادات غير النفطية.

كما أن الحكومة تسعى في العام 2022م وعلى المدى المتوسط لدعم استمرار التعافي في النشاط الاقتصادي، خصوصًا بعد جائحة كورونا والآثار المترتبة عليها، مع الحفاظ على المبادرات التي تم البدء في تنفيذها خلال الأعوام الماضية، والالتزام بتحقيق مستهدفات رؤية المملكة 2030م من خلال تقليل الاعتماد على الإيرادات النفطية، وتنويع الاقتصاد وتنمية الإيرادات غير النفطية وضمان استدامتها.

### 3.7. المراجعة التاريخية لعدم السداد

تصنف وكالات التصنيف الائتماني البلدان التي تتخلف عن سداد التزامات ديونها السابقة بمخاطر ائتمان سيادية مرتفعة. وبالتالي، فإن هذه البلدان تحصل على تصنيفات منخفضة، مما يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات منخفضة المخاطر.

## 4. التصنيف الائتماني للشركات

### 4.1. التحليل

تشير التصنيفات الائتمانية للشركات إلى المخاطر المرتبطة بالشركات وأدائها المالية؛ أي سندات الدين مثل سندات الشركات. ويتم منح هذه التصنيفات من قبل وكالات التصنيف الفردية، وتشير هذه التصنيفات إلى احتمالية التخلف عن سداد الديون. ويعترف البنك المركزي الأوروبي بأربع وكالات تصنيف - ستاندرد آند بورز، وموديز، وفيتش ودي بي آر إس مورينجستار - لتحديد متطلبات الضمانات للبنوك التي تخطط للاقتراض من البنك المركزي والمؤسسات المالية الأخرى. وتعتبر هذه التصنيفات بمثابة رأي حول الوضع النسبي للجهة فيما يتعلق بتبني ممارسات حوكمة الشركات.

### وتُستخدم التصنيفات الائتمانية للشركات بشكل أساسي بهدف:

- توفير معلومات للأطراف المعنية.
- تحديد المراجع والقياسات المعيارية لإجراء مزيد من التحسينات.
- تقديم تقييم مستقل وموثوق لجودة حوكمة الشركات ونطاقها.

وتحظى الشركة التي تحصل أدواتها المالية على تصنيف مرتفع بفرصة لتقليل تكلفة الاقتراض من المستثمرين، من خلال عرض أسعار فائدة منخفضة على الودائع أو الشهادات أو السندات الثابتة، حيث سيسعى المستثمرون الذين يفضلون المخاطر المنخفضة للاستثمار في الأوراق المالية الآمنة، بغض النظر عن انخفاض هامش معدلات العائد. ويمكن لمثل هذه الشركات التواصل مع المستثمرين من خلال استخدام وسائل الإعلام على نطاق واسع لحشد الموارد. وبإمكان الأدوات المالية ذات التصنيف المرتفع جذب المستثمرين من مختلف طبقات المجتمع، لوعيهم بدرجة اليقين المتعلقة بسداد الفائدة وأصل الدين في الوقت المناسب على أدوات الدين ذات التصنيف الأفضل.

ويمكن للشركات الحاصلة على تصنيفات للأدوات المالية تحسين صورتها، والاستفادة من التصنيفات كأداة تسويقية لتكوين صورة أفضل للتعامل مع مستثمريها، وإحساس العملاء بالثقة في المنتجات التي تصنعها الشركات والتي تحمل تصنيفات مرتفعة لأدواتها الائتمانية. كما يمكن للشركة الحاصلة على تصنيف مرتفع جذب المستثمرين بأقل جهد. وبالتالي، يمكنها توفير في تكلفة الإصدارات العامة وتقليلها، من خلال السيطرة على نفقات التغطية الإعلامية والمؤتمرات وغيرها من وسائل الدعاية.



وتشجع تصنيفات الأدوات الشركات على تحقيق النمو لشعور المروجين بالثقة في جهودهم المبذولة، وتحفزهم لتوسيع عملياتهم أو مشاريعهم الجديدة. وبفضل تكوين صورة أفضل من خلال التصنيفات الائتمانية المرتفعة، يمكن للشركات جمع الأموال من الجمهور أو البنوك من خلال التقييم الذاتي لوضعها، والذي يخضع للانضباط الذاتي والتحسين الذاتي. وتعود الأدوات مرتفعة التصنيف بالنفع على الوسطاء والوسطاء الماليين الآخرين، من خلال توفير الوقت والطاقة والتكاليف والقوى العاملة اللازمة لإقناع عملائهم بالاستثمار في هذه الأدوات.

وتقوم الشركات بتصنيف الأوراق المالية العامة والاكتابات الخاصة، بما في ذلك الأوراق المالية الاستثمارية أو الأوراق المالية مرتفعة العائد. وفيما يلي الأدوات المالية المحددة:

الأسم  
المتمازة

الأوراق  
التجارية

الأذون متوسطة  
الأجل

الديون طويلة  
الأجل

الدين لأغراض  
التغطية

## 4.2. محددات التصنيفات الائتمانية للشركات

تقوم وكالات التصنيف بتحليل العديد من العوامل المالية مثل السيولة والربحية والتمويل بالاقتراس (الرافعة المالية)؛ وعوامل مخاطر الأعمال مثل الحصة السوقية، ومستوى الابتكار والتنويع والمنافسة، والعوامل المتعلقة بالإدارة مثل جودة الإدارة والكفاءة، والحد المقبول من المخاطر لتحديد التصنيف الائتماني للشركات.

وتقدم كبرى وكالات التصنيف الائتماني للشركات، مثل ستاندرد آند بورز، وموديز، وفيتش تصنيفات الشركات من خلال استخدام منهجياتها السرية. وتشكل هذه الشركات أكثر من 95% من أعمال التصنيف الائتماني. علاوة على ذلك، يشبه المقياس طويل الأجل لوكالة دي بي آر إس تصنيفات فيتش وستاندرد آند بورز مع بعض التعديلات في العرض. وتُصنف محددات التصنيف الائتماني للشركات إلى محددات مالية وغير مالية.

### 4.2.1. المحددات المالية

تشمل المحددات المالية التدفقات النقدية للشركات ونسب الرافعة المالية والالتزامات وهيكل رأس المال والسياسة المالية ووضع السيولة، وتُراعى جميع المبررات المالية السابقة، ويتم تحديد توقعاتها حسب نوع الأداة المالية. وعلاوة على ذلك، فإن وكالات التصنيف لديها اعتباراتها الخاصة للصناعات المختلفة، وتستخدم المنهجيات الخاصة بها لحساب تصنيفات الشركات والأدوات المالية. وتُحدد السلامة المالية من خلال تحليل عوامل تقييم المخاطر المالية. وتقوم وكالات التصنيف بمراجعة تصنيفاتها على فترات منتظمة وتحديثها.

وتشمل التدفقات النقدية للشركات جميع أشكال النقدية الناتجة عن عملياتها واستثماراتها وأنشطتها التمويلية. وتندرج التدفقات النقدية المتأتمية من أنشطة الأعمال الرئيسية للشركة تحت الأنشطة التشغيلية، بينما تندرج التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمارات في مشاريع الأعمال الأخرى وعائدات الأصول الرأسمالية تحت التدفقات النقدية الاستثمارية. وتُعرف التدفقات النقدية المالية بأنها المكاسب المتحققة من إصدار حقوق الملكية والديون، وكذلك من المدفوعات التي تسدها المؤسسات.

وتقدم الروافع المالية والالتزامات لمحة عن تمويل أعمال المؤسسة والعمليات التي تستفيد من الديون وحقوق الملكية. وعلاوة على ذلك، تشير نسب الرافعة المالية إلى مستوى الدين الذي تتحمله المؤسسات مقارنة بميزانياتها العمومية وبيانات الأرباح والخسائر وقوائم التدفقات النقدية لديها.

كما توفر هياكل رأس المال والسياسات المالية نبذة عن مقترح تمويل حقوق الملكية والديون للمؤسسات؛ مما يتيح لها مواصلة عملياتها والوفاء بالتزاماتها المستقبلية. ويتم تقييم تكلفة كل نوع من أنواع رأس المال ومزايا جمعه، إلى جانب قدرتها على زيادة رأس المال.

ويشير وضع السيولة إلى قدرة الشركة على الوفاء بالديون قصيرة الأجل/الحالية باستخدام أصولها الحالية. وتعتبر نسبة السرعة ونسبة التداول ونسبة صافي رأس المال العامل إلى جانب التغيرات السنوية الحاصلة فيه من بين النسب الرئيسية التي تؤخذ في الاعتبار عند تحديد وضع السيولة.

وتجمع وكالات التصنيف الائتماني بين المحددات المالية المذكورة أعلاه، مع توفير التصنيفات الائتمانية للشركات.

## 4.2.2. المحددات غير المالية

تؤدي المحددات غير المالية دورًا خاصًا في تحديد التصنيف الائتماني العام للشركة والمخاطر المرتبطة بالبيئة الخارجية. وتتمثل المحددات غير المالية الرئيسية التي يستخدمها مقدمو خدمات التصنيف الائتماني للشركات في المخاطر المرتبطة بالدولة، والمخاطر المرتبطة بالقطاع، والوضع التنافسي، ومحفظة المنتجات/الخدمات، والإدارة، والحوكمة، وتأثير المجموعة/الحكومة.

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بوصف جوانب الأعمال الرئيسية للمؤسسات، والتي تم تحديدها بناءً على مواصفات الصناعة الخاصة بها، وفقًا للمنهجية المحددة. ويتم تعديل المعايير النموذجية وفقًا لعوامل التغطية الخاصة بالقطاع والتي تنطبق على الملف الائتماني للمؤسسة.



## 5. التحليل والنظرة المستقبلية المحتملة

يعمل التصنيف الائتماني على تقييم المخاطر المرتبطة بالمدين المحتمل (الدول والشركات)، والتنبؤ بالقدرة على سداد الديون. كما يمثل التصنيف الائتماني التقييم الذي تجريه وكالات الائتمان مثل ستاندرد آند بورز، وموديز، وفيتش فيما يتعلق بالمعلومات النوعية والكمية الخاصة بالمدين. وتختلف التصنيفات التي تمنحها وكالات التصنيف الائتماني باختلاف المحددات التي تستخدمها؛ ومع ذلك، يظل المبدأ الأساسي المطبق كما هو دون تغيير. وتتقاضى وكالات التصنيف الائتماني أجرًا نظير هذه التصنيفات من قبل الجهات المُصدرة للديون، مثل البنوك والمؤسسات المالية وجهات إصدار الائتمان السيادي؛ ونتيجة لذلك، فإنها تواجه مزاعم بتحيز التصنيفات، وهو الأمر الذي سيقوم المستثمرون الخارجيون بمراعاته أثناء إصدار القروض. وبالنظر إلى عدد الشركات التي تشارك فيها وكالات التصنيف الائتماني، بما في ذلك الخدمات الاستشارية وخدمات الاستخبارات، فإنها تتعرض لضغوط لتقديم تصنيفات أعلى لعملائها. ونشرت جهات حكومية العديد من التقارير التي تفيد بمنح وكالات التصنيف الائتماني لتصنيفات مرتفعة لبعض الأدوات المالية التي تُعرف حاليًا بأنها عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها.

وتعمل الوكالات الرائدة بطريقة سوق احتكار القلة، حيث تستخدم كبرى الشركات الخدمات المقدمة من الوكالات الرائدة بشكل أساسي، وتخضع المنافسة في السوق لقيود شديدة. وبالإضافة إلى ذلك، أثرت قضايا مثل تضارب المصالح المحتمل، حيث يتم تقديم عدة خدمات لعميل واحد، مما يضر بدرجة كبيرة بالقدرة على تقديم تصنيفات مستقلة لكل ذراع مستقلة للشركات، والتي يغلب عليها التهاون في تقديم تصنيفات محايدة للأدوات المالية.

وبالنظر إلى الانتقادات التي تواجهها وكالات التصنيف، اتخذت كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة خطوات لإجراء إصلاحات لقياس أداء اللوائح التي تعمل بها هذه الوكالات من أجل المصلحة العامة. وتم اعتماد الفواتير ذات الصلة بموجب توجيهات متطلبات رأس المال والإصلاحات التنظيمية المالية. وستواصل وكالات التصنيف الائتماني التركيز على المنظمين الماليين. ومع ذلك، فشلت الإصلاحات التنظيمية في الولايات المتحدة وأوروبا في اقتراح نموذج إيرادات بديل للوكالات لحصولها على مقابل نظير التصنيفات.

وتعمل أوروبا على نموذج السداد من خلال المستثمر والذي من المتوقع أن يزيد من قبول التصنيفات بشكل أكبر، لكن المنظمين بحاجة إلى معالجة المشكلات الناجمة عن تضيق الخناق الذي تمارسه وكالات التصنيف الرائدة. وحتى ذلك الحين، ستواصل وكالات التصنيف هيمنتها على السوق المالي، وستستمر المؤسسات المالية العالمية في الرجوع إلى التصنيفات التي تمنحها قلة من وكالات التصنيف الائتماني.

كما تدرس البنوك والمؤسسات المالية مصادر تصنيف بديلة؛ حيث اقترح بنك إنجلترا مؤخرًا إجراء تقييم للمخاطر خاص به للعديد من فئات الضمانات لديه كبديل لوكالات التصنيف الائتماني. وبصفته مقيماً ائتمانياً محايداً، سيوفر للمستثمرين تصنيفات قوية وموثوقة وعالية الجودة. ويركز الاتحاد الأوروبي أيضًا على إنشاء وكالة تصنيف ائتماني أوروبية لتقليل الاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني الرائدة.

## 6. الملحق

### 6.1 قائمة الاختصارات/المسرد

#### الجدول (4) قائمة الاختصارات/المسرد

الاختصار	المعنى
CESR	لجنة المفوضية الأوروبية لمنظمي الأوراق المالية الأوروبية
CMA	محاسب إداري معتمد
Covid-19	مرض فيروس كورونا 2019
CPI	مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك
CRA	وكالة التصنيف الائتماني
DBRS	وكالة دي بي آر إس
ECB	البنك المركزي الأوروبي
FDI	الاستثمار الأجنبي المباشر
FX	صرف العملات الأجنبية
GDP	الناتج المحلي الإجمالي
IOSCO	المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية
JCR	وكالة التصنيف الائتماني اليابانية
S&P	ستاندرد آند بورز
SAMA	البنك المركزي السعودي
SEC	هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية
VAT	ضريبة القيمة المضافة

المصدر: تحليل مركز الخليج للأبحاث

## 6.2. المراجع

- الهيئة العامة للترفيه
- الهيئة السعودية للسياحة
- البنك المركزي السعودي (ساما)
- وزارة الاستثمار
- البنك الدولي
- هيئة السوق المالية، وكالة التصنيف الائتماني
- الهيئة العامة للإحصاء
- جوليا كاجان، "التصنيف الائتماني"، أغسطس 2021.  
<https://www.investopedia.com/terms/c/creditrating.asp>
- "ماهو التصنيف الائتماني".  
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/credit-rating/>
- "جيمس تشين"، التصنيف الائتماني السيادي، أغسطس 2020  
<https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign-credit-rating.asp>
- "ماهو التصنيف الائتماني: المعنى وسبب أهميته"  
<https://slacabos.wordpress.com/tag/credit-rating/>
- محمد خاشيف، "تأثير التصنيف الائتماني على التجارة الائتمان: الأدلة التجريبية من الشركات الباكستانية غير المالية"، 2018  
<https://thesis.cust.edu.pk/UploadedFiles/Muhammad%20Kashif-MMS161039.pdf>
- محمد كاشف، جليل أحمد، "تأثير التصنيف الائتماني على الائتمان التجاري: الأدلة التجريبية من القطاع غير المالي الباكستاني"  
[https://www.researchgate.net/publication/335934784\\_Effect\\_of\\_Credit\\_Rating\\_on\\_Trade\\_Credit\\_Empirical\\_Evidences\\_from\\_Pakistani\\_Non-financial\\_sector](https://www.researchgate.net/publication/335934784_Effect_of_Credit_Rating_on_Trade_Credit_Empirical_Evidences_from_Pakistani_Non-financial_sector)
- "التصنيف الائتماني في الهند"،  
<https://www.bankbazaar.com/cibil/credit-rating.html>
- <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210407-default-transition-and-recovery-2020-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11900573>
- [https://www.khoshaim.com/wp-content/uploads/2020/01/977562051\\_New\\_Rating\\_Agencies\\_Rules.pdf](https://www.khoshaim.com/wp-content/uploads/2020/01/977562051_New_Rating_Agencies_Rules.pdf)
- <https://tradingeconomics.com/saudi-arabia/rating>
- <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJIF-03-2018-0028/full/html>
- <https://www.investopedia.com/terms/c/creditrating.asp>
- [https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081_en.pdf)
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>

- [https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081_en.pdf)
- <https://www.investopedia.com/ask/answers/09/benefits-of-credit-ratings.asp>
- <https://theconversation.com/why-credit-rating-agencies-are-still-getting-away-with-bad-behaviour-117549>
- [https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081_en.pdf)
- <https://internationalbanker.com/finance/it-is-high-time-to-implement-a-major-reform-of-credit-rating-agencies/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/rating-agency/>
- [https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081_en.pdf)
- <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>
- <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>
- <https://www.stats.gov.sa/sites/default/files/CPI%20%20May%202021%20EN.pdf>
- [https://www.stats.gov.sa/sites/default/files/Consumer%20Price%20Index%202020En\\_2.pdf](https://www.stats.gov.sa/sites/default/files/Consumer%20Price%20Index%202020En_2.pdf)
- <https://www.investopedia.com/terms/e/external-debt.asp>
- <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>
- <https://www.reuters.com/article/saudi-economy-debt-analysis-idINKBN27S1FS>
- <https://web.archive.org/web/20130727223220/http://www.cfr.org/united-states/credit-rating-controversy/p22328>
- [https://www.spglobal.com/ratings/\\_division-assets/pdfs/guide\\_to\\_credit\\_rating\\_essentials\\_digital.pdf](https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf)
- <https://www.moodyanalytics.com/public-courses/corporate-cash-flow-analysis>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/leverage-ratios/>
- <https://www.bondsavvy.com/bonds/leverage-ratios>
- [https://www.swpberlin.org/publications/products/arbeitspapiere/The\\_Negative\\_Impact\\_of\\_Credit\\_Rating\\_Agencies\\_KS.pdf](https://www.swpberlin.org/publications/products/arbeitspapiere/The_Negative_Impact_of_Credit_Rating_Agencies_KS.pdf)
- <https://www.ft.com/content/253210d5-4a2d-439f-a4a6-204a7f66d445>
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:EN:PDF>
- <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2011/number/5/article/credit-rating-agencies-part-of-the-solution-or-part-of-the-problem.html>
- <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/basel/index.shtml>



مركز التواصل والمعرفة المالية  
Comm. & Financial Knowledge Center



مركز الخليج للأبحاث  
المعرفة للجميع