



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عباس لغرور خنشلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



رقم التسجيل: ECO1/40/2014/02

الموضوع:

تقييم دور وكالات التصنيف الائتماني في ظل الأزمات المالية - الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أنموذجاً -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في علوم التسيير
تخصص: مالية وتسيير مؤسسة

إعداد الباحثة:
سهام زرقان

تحت إشراف:
أ.د. محمد الطاهر دربوش

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
د/ ليليا بن منصور	أستاذ محاضر - أ-	جامعة خنشلة	رئيساً
أ.د/ محمد الطاهر دربوش	أستاذ التعليم العالي	جامعة خنشلة	مشرفاً ومقرراً
أ.د/ السعدي رجال	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	ممتحناً
أ.د/ حسين بن الطاهر	أستاذ التعليم العالي	جامعة خنشلة	ممتحناً
د/ كريم زرمان	أستاذ محاضر - أ-	جامعة خنشلة	ممتحناً
د/ وسيلة السبتى	أستاذ محاضر - أ-	جامعة بسكرة	ممتحناً

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا

عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

البقرة (الآية 32)

شكر وعرّفان

بعد شكر الله شكراً يليق بجلاله وعظيم سلطانه وكبريائه وعظمته ومنّه وكرمه الذي أحاطني به ورعايته في انجاز هذه الدراسة وما توفيقني إلا بالله والصلاة والسلام على خير خلق الله محمد وعلى آله وصحبه ومن والاه.

يسعدني أتقدم بخالص الشكر والتقدير وبأخلص آيات الاحترام والعرّفان الجميل إلى الأستاذ الدكتور المؤطر دربوش محمد الطاهر على صبره طوال مدة إشرافه علي ولتوجيهاته الصائبة وتشجيعاته المعنوية وحرصه على إتمام هذا العمل على أحسن وجه وما قدمه من ملاحظات ونقد وتوجيه علمي أسهم في إغناء وإثراء هذه الدراسة فكانت كما أراد لها فالشكر له دائم وموصول.

كما أشكر الأساتذة الأفاضل لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذا البحث

كما أنني أبقى مدينة بالشكر للكثير من الأفكار والمعلومات والتوجيهات إلى الكتاب والباحثين الذين ترد أسماؤهم في النص وفي قائمة المراجع. والشكر الجزيل لكل من ساهم في إتمام هذا العمل ولو بكلمة طيبة.

المخلص

تعتبر وكالات التصنيف الائتماني أحد أهم الفاعلين في الأسواق المالية حيث تتكفل بتقييم الملاءة المالية لمختلف المتعاملين الاقتصاديين وتقليل فجوة عدم تماثل المعلومات من خلال قيامها بتوفير المعلومات المالية للمستثمرين من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية، كما تساهم في ادارة المخاطر وتجنب حدوث الأزمات المالية، لكن وفي الفترة الأخيرة أثبتت هذه الوكالات عدم كفاءتها في القيام بدورها الحقيقي وقامت بتقديم تصنيفات خاطئة حول الوضعية المالية لمختلف الأوراق المالية مما أدى إلى حدوث أزمات مالية كبيرة، كان أكثرها حدة الأزمة المالية العالمية 2008 فبالرغم من وجود الكثير من الأسباب التي ساهمت في ظهور وانتشار الأزمة المالية العالمية 2008 والعديد من الجهات التي عملت بشكل مباشر أو غير مباشر في حدوث هذه الأزمة وتطورها وامتدادها، إلا أن هذه الجهات لا يمكن أن تنفي الدور الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني في حدوث وتفاقم هذه الأزمة، حيث أن إخفاق وكالات التصنيف الائتماني ليس جديد بل هو ممتد منذ الأزمات المالية التي ظهرت في القرن الماضي حيث قامت بتخفيض درجات التصنيف الائتماني لبعض الدول خلال أزمة جنوب شرق آسيا والتي أدت إلى زيادة تكلفة التمويل اللازمة لعملية الإصلاح الاقتصادي، كما بقي إخفاقها مستمر إلى غاية القرن الواحد والعشرين وهذا على إثر حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، حيث اخفقت وكالات التصنيف الائتماني في قدرتها على تحليل وقراءة الواقع الاقتصادي، وإعطاء التصنيفات الصحيحة، بالإضافة إلى العديد من الأسباب التي جعلتها تفشل في تجنب الأزمات المالية وهو الدور الأساسي الذي وجدت من أجله.

وقد كان إخفاق وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بحدوث هذه الأزمات ومنح تصنيفات خاطئة قبل وأثناء الأزمة مصدر تساؤل أغلب الاقتصاديين، وبذلك فقد طرحت عقب هذه الأزمة العديد من الاقتراحات لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني تنوعت بين اجراءات استعجالية قصيرة المدى لتدارك أخطاء التصنيف التي ترتكبها هذه الوكالات واجراءات طويلة المدى من مثل تفعيل دور وكالات التصنيف الإسلامية كوكالات تعمل بشفافية ومصداقية أكثر، بالإضافة إلى اجراءات أخرى طويلة المدى كتشجيع بناء وكالات تصنيف محلية واقليمية للقضاء على احتكار القلة الذي تشكله وكالات التصنيف الدولية.

الكلمات المفتاحية: وكالات التصنيف الائتماني، الأزمات المالية، الأزمة المالية العالمية 2008، الاخفاق في التصنيف، إصلاح وكالات التصنيف الائتماني، الاستقرار المالي.

Résumé

Les agences de notation financière sont parmi les plus importants acteurs sur les marchés financiers, vu leur rôle de prise en charge de la couverture financière des différents opérateurs économiques et de réduction du fossé de l'incohérence des informations par le biais de la fourniture de ces informations aux investisseurs afin qu'il prennent leur décisions d'investissement et de financement , de ces agences contribuent à la gestion des risques et font face aux crises financières , mais au cours de ces dernières périodes , elles ont failli à leur mission et n'ont pas été à la hauteur du rôle effectif qu'elles doivent jouer. Elles ont présenté des classifications peu fiables sur la situation financière des différents dossiers financiers, ce qui a entraîné des crises financières graves dont la plus forte est-elle de la crise financière mondiale de l'Année 2008.

En dépit de l'existence de plusieurs causes ont contribué à l'apparition et à la diffusion de la crise financière mondiale de 2008 et les nombreuses parties ont apporté une contribution directe ou indirecte dans la lutte contre cette crise et son évaluation, ces parties ne peuvent ignorer le rôle joué par les agences de notation financière pour certains pays pendant la crise qui a prévalu sud Est de l'Asie et a entraîné une augmentation du coût du financement de la crise au profit de la réforme économique l'échec a persisté jusqu'à la fin du 21^{ème} siècle et ce à la suite de la crise financière mondiale de 2008 caractérisée par le recul des agences de notation financière dans leur capacités à analyser et à faire face à la situation économique et à fournir des classifications corrects en plus de nombreuses autres causes qui ont contribué à l'échec et par conséquent la crise financière a eu lieu . Il s'agit là du rôle principal de ces agences et c'est leur Raison d'être l'échec des agences de notation financière était notable dans les préventions concernant la possibilité de survenue de ces crises et en plus ces agences ont donné des classifications erronées avant et après la crise. c'est la source de certains questionnements par la majorité des économistes et par ceci, elles ont poussé les spécialistes à avancer plusieurs propositions de réforme concernant le redressement du travail des agences de notation financière. ces propositions portaient sur de nouvelles mesures urgentes sur le court terme pour rattraper les fautes commises sur la classification par ces agences et des mesures à long terme telles que la mise à jour et l'actualisation du rôle des agences de notation financière islamiques en tant qu'agences qui travaillent avec beaucoup de transparence et beaucoup de crédibilité en plus des autres mesures à long terme pour encourager la création de nouvelles agences de notation sur le plan local , régional afin de mettre fin le monopole des quelques exemples représentés par ces anciennes agences de notation internationale.

Mots Clés : agences de notation financière, crise financière, La crise financière mondiale 2008, échec dans la notation, réforme financière, stabilité financière.

Abstract

Credit rating agencies are among the most important actors in the financial markets, given their role in taking charge of the financial coverage of different economic operators and reducing the gap in information inconsistency through the provision of services. Investor information to make investment and financing decisions, these agencies contribute to risk management and deal with financial crises, but in recent years they have failed in their mission and have not lived up to the actual role it must play. They presented unreliable classifications on the financial situation of the various financial files, which led to serious financial crises, the worst of which is the global financial crisis of the year 2008.

Despite the existence of several causes that contributed to the emergence and spread of the global financial crisis of 2008, and many parties have made a direct or indirect contribution to the fight against this crisis and its evaluation, these parties can ignore the role played by Credit rating agencies for some countries during the crisis that prevailed in South East Asia and led to an increase in the cost of financing the crisis in favor of economic reform. The failure persisted until the end of the 21st century, following the global financial crisis of 2008 characterized by the decline of Credit rating agencies in their capacity to analyze and cope with the economic situation and to provide correct classifications in addition to many other causes that contributed to the failure and as a result the financial crisis took place. This is the main role of these agencies and it is their Reason to be the èche of the Credit rating agencies was notable in the preventions concerning the possibility of occurrence of these crises and in addition these agencies have given wrong classifications before and after the crisis. It is the source of some questions by the majority of economists and by this, they pushed the specialists to advance several proposals for reform concerning the recovery of the work of Credit rating agencies. These proposals focused on new urgent short-term measures to make up for the classification mistakes made by these agencies and long-term measures such as updating and updating the role of Islamic Credit rating agencies as a whole. Agencies that work with a great deal of transparency and credibility in addition to other long-term measures to encourage the creation of new rating agencies at the local, regional level in order to put an end to the monopoly of the few examples represented by these former international rating agencies.

Key words: Credit rating agencies, Financial crisis, the global financial crisis 2008, failure rating, financial reform, financial stability.

الفهرس العام

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

فهرس الملاحق

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	شكر وعرقان
XIII - I	الفهرس العام
I	فهرس المحتويات
IX	فهرس الجداول
XI	فهرس الأشكال
XIII	فهرس الملاحق
أ-ز	المقدمة العامة
2	الفصل الأول: الإطار العام للتصنيف الائتماني
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول صناعة التصنيف الائتماني
3	المطلب الأول: ماهية التصنيف الائتماني
3	أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني
5	ثانياً: ظهور وتطور التصنيف الائتماني
6	المطلب الثاني: نظرة عامة حول وكالات التصنيف الائتماني ومعايير ترخيصها
6	أولاً: أنظمة تصنيف مخاطر الائتمان
8	ثانياً: مفهوم وخصائص وكالات التصنيف الائتماني
10	ثالثاً: المعايير الواجب توفرها في وكالات التصنيف الائتماني
13	المطلب الثالث: منهجية التصنيف الائتماني
14	أولاً: مبادئ عملية التصنيف الائتماني
14	ثانياً: خطوات عملية التصنيف الائتماني
16	ثالثاً: شروط عملية التصنيف الائتماني
17	رابعاً: استخدامات التصنيفات الائتمانية

18	المبحث الثاني: أهم وكالات التصنيف الائتماني والدرجات التي تقدمها
18	المطلب الأول: أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية والعالمية
18	أولاً: وكالات التصنيف الائتماني العالمية
20	ثانياً: أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية
22	ثالثاً: مقارنة تصنيفات الوكالات الأمريكية وغير الأمريكية
22	المطلب الثاني: درجات التصنيف الائتماني
32	المبحث الثالث: أنواع التصنيف الائتماني
32	المطلب الأول: تقسيمات التصنيف الائتماني
32	أولاً: التصنيف الائتماني حسب معيار استحقاق القرض
33	ثانياً: التصنيف الائتماني حسب معيار الطلب
33	ثالثاً: التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة المصنفة
35	رابعاً: التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة
35	المطلب الثاني: التصنيف السيادي
35	أولاً: مفهوم التصنيف السيادي وأهميته
37	ثانياً: محددات ومنهجية التصنيف الائتماني السيادي
40	المطلب الثالث: التصنيف المصرفي
40	أولاً: مفهوم التصنيف المصرفي
41	ثانياً: أهمية التصنيف المصرفي
42	ثالثاً: محددات التصنيف المصرفي
44	المبحث الرابع: أهمية التصنيف الائتماني وآثاره
44	المطلب الأول: أهمية التصنيف الائتماني
50	المطلب الثاني: آثار التصنيف الائتماني
50	أولاً: فضيحة شركة أنرون
51	ثانياً: حركة درجات التصنيف الائتماني وأزمة جنوب شرق آسيا
55	ثالثاً: التصنيفات الائتمانية لأزمة الرهون العقارية

55	رابعاً: التصنيف الائتماني وأزمة الديون السيادية الأوروبية
58	خاتمة الفصل الأول
60	الفصل الثاني: التأسيس النظري للأزمات المالية
60	تمهيد
61	المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للأزمات المالية
61	المطلب الأول: الأزمات المالية: مفهومها، أعراضها ومراحلها
61	أولاً: مفهوم الأزمات المالية
63	ثانياً: أعراض الأزمات المالية
64	ثالثاً: مراحل الأزمات المالية
65	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
65	أولاً: تصنيف الأزمات المالية حسب طبيعتها
69	ثانياً: تصنيف الأزمات المالية حسب نطاقها الجغرافي
70	ثالثاً: تصنيف الأزمات المالية حسب تكرار حدوثها
70	رابعاً: تصنيف الأزمات المالية وفقاً لدرجة شدتها
70	المطلب الثالث: التنبؤ بالأزمات المالية
70	أولاً: نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية
73	ثانياً: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية
79	المبحث الثاني: نظرة تاريخية لأهم الأزمات المالية
80	المطلب الأول: أهم أزمات ما قبل القرن العشرين
81	المطلب الثاني: أبرز أزمات القرن العشرين
81	أولاً: أزمة الكساد الكبير 1929
83	ثانياً: أزمة المكسيك
84	ثالثاً: أزمة دول جنوب شرق آسيا
85	المطلب الثالث: أهم أزمات القرن الواحد والعشرين
85	أولاً: أزمة فقاعات شركات الإنترنت

86	ثانيا: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
86	ثالثا: أزمة الديون السيادية الأوروبية
89	المبحث الثالث: أسباب وعدوى الأزمات المالية
89	المطلب الأول: الأسباب العامة لحدوث الأزمات المالية
89	أولا: السياسات الاقتصادية الكلية غير الملائمة وغير القابلة للاستمرار
89	ثانيا: اضطرابات القطاع المالي (ضعف وهشاشة القطاع المالي)
91	ثالثا: الانقسام المتزايد بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي
92	رابعا: الخطر المعنوي
92	خامسا: تعدد الابتكارات المالية
93	سادسا: الأوضاع الخارجية
94	المطلب الثاني: عدوى الأزمات المالية
94	أولا: مفهوم العدوى المالية
96	ثانيا: أسباب العدوى المالية
97	ثالثا: مصدر العدوى المالية
98	المطلب الثالث: آليات انتقال العدوى المالية
98	أولا: الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد
100	ثانيا: الانتقال من دولة إلى دولة أخرى
102	المبحث الرابع: آثار الأزمات المالية وسياسات إدارتها
102	المطلب الأول: الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمات المالية
102	أولا: الآثار الاقتصادية للأزمات المالية
106	ثانيا: الآثار الاجتماعية للأزمات المالية
107	المطلب الثاني: آليات ادارة الأزمات المالية
107	أولا: دور الدولة في التدخل وإدارة الأزمة
109	ثانيا: دور صندوق النقد الدولي في تقوية النظام المالي الدولي وإدارة

	الأزمات المالية
112	ثالثا: دور البنوك المركزية في إدارة الأزمات المالية
113	رابعا: ادارة الأزمات المالية على مستوى الأسواق المالية
113	خامسا: دور التمويل الإسلامي في تجنب الأزمات المالية
116	خاتمة الفصل الثاني
118	الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008: دراسة تحليلية
118	تمهيد
119	المبحث الأول: تقديم عام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008
119	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق الثانوية للرهن العقاري الأمريكي
121	المطلب الثاني: طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008
124	المطلب الثالث: وضوح مؤشرات الأزمة المالية العالمية 2008 قبل حدوثها
125	أولا: المؤشرات المتعلقة بالهيكل الاقتصادي الكلي
126	ثانيا: المؤشرات المتعلقة بكساد أسعار الأصول
129	المطلب الرابع: مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية 2008
129	أولا: بداية الأزمة المالية العالمية
130	ثانيا: أهم محطات الأزمة المالية العالمية
132	المبحث الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعدوها
132	المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
132	أولا: أسباب مباشرة عامة
145	ثانيا: أسباب تتعلق بالجانب الأخلاقي والسلوكي
146	المطلب الثاني: عدوى الأزمة المالية العالمية 2008
147	أولا: أسباب العدوى في ظل الأزمة المالية العالمية 2008
147	ثانيا: عوامل انتشار الأزمة المالية العالمية 2008
148	ثالثا: امتداد الأزمة المالية العالمية 2008
150	رابعا: طرق انتشار الأزمة المالية العالمية 2008

153	المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم سياسات معالجتها
153	المطلب الأول: آثار الأزمة المالية العالمية 2008
153	أولاً: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية 2008
159	ثانياً: الآثار الاجتماعية للأزمة المالية العالمية 2008
160	المطلب الثاني: إجراءات معالجة الأزمة المالية العالمية 2008
160	أولاً: جهود بعض التجمعات الاقتصادية الإقليمية والدولية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية
161	ثانياً: جهود بعض المؤسسات المالية الدولية والإقليمية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية
164	ثالثاً: جهود بعض الدول لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية
166	رابعاً: جهود بعض الدول العربية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية
167	المبحث الرابع: نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم الدروس المستفادة
167	المطلب الأول: نتائج الأزمة المالية العالمية 2008
169	المطلب الثاني: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية 2008
172	خاتمة الفصل الثالث
174	الفصل الرابع: التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية 2008
174	تمهيد
175	المبحث الأول: سلوك وكالات التصنيف الكبرى قبيل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
175	المطلب الأول: حركة درجات التصنيف الائتماني قبل وأثناء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008
175	أولاً: وضعية التصنيف الائتماني وقروض الرهن العقاري
179	ثانياً: دور وكالات التصنيف الائتماني في نقل العدوى في الأزمة المالية لسنة 2008
180	المطلب الثاني: السلبات التي رافقت عمل وكالات التصنيف الائتماني قبل الأزمة المالية العالمية 2008

180	أولاً: غياب الشفافية في عمل وكالات التصنيف الائتماني
182	ثانياً: مدى وسرعة تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية التي تساندها أصول
183	ثالثاً: جودة عملية التصنيف
183	رابعاً: فشل السياسة التشريعية لوكالات التصنيف الائتماني
186	خامساً: الاحتكار
187	سادساً: ضعف المصداقية في عمل وكالات التصنيف الائتماني
188	المبحث الثاني: دراسة تحليلية لأثر التصنيف الائتماني على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
188	المطلب الأول: التوريق والتصنيف في الأزمة المالية العالمية 2008
188	أولاً: الهيكل والتصنيف الائتماني
190	ثانياً: التوريق والتصنيف الائتماني
192	ثالثاً: اجراءات عملية التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008
193	المطلب الثاني: تحليل درجات التصنيف الائتماني قبل وخلال الأزمة المالية العالمية 2008
198	المطلب الثالث: نظرة تقييمية لسلوك وكالات التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008
200	المبحث الثالث: إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني
200	المطلب الأول: تقييم الرقابة على وكالات التصنيف الائتماني
200	أولاً: وضعية الرقابة على وكالات التصنيف الائتماني قبل وبعد الأزمة المالية العالمية
202	ثانياً: درجة الثقة بالتصنيفات الائتمانية
207	ثالثاً: مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني
208	المطلب الثاني: أهم إجراءات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني
208	أولاً: أهم الأسس المقترحة لبناء إصلاحات لوكالات التصنيف الائتماني

210	ثانيا: أهم إجراءات الإصلاح المقترحة
217	ثالثا: أهداف إجراءات الإصلاح الواجب اتباعها
218	المطلب الثالث: وكالات التصنيف الإسلامية كوسيلة لإصلاح عمل وكالات التصنيف
218	أولا: مفهوم التصنيف الشرعي
219	ثانيا: دور التصنيف الشرعي
219	ثالثا: فوائد التصنيف الشرعي
220	رابعا: أهم وكالات التصنيف الإسلامية
221	خامسا: التصنيف الشرعي ودوره في تجنب الأزمات المالية
222	المبحث الرابع: نحو وكالات تصنيف محلية كمنهج لإصلاح صناعة التصنيف الائتماني
222	المطلب الأول: التصنيف الائتماني في الدول العربية وتحديات تطبيقه
222	أولا: وضعية التصنيف الائتماني للدول العربية
223	ثانيا: تحديات تطبيق وكالات تصنيف ائتماني في الدول العربية
228	المطلب الثاني: واقع التصنيف الائتماني في الجزائر وأفاق تطبيقه
231	خاتمة الفصل الرابع
233	الخاتمة العامة
241	قائمة المراجع
259	الملاحق

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة	الجدول رقم (01)
26	الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة	الجدول رقم (02)
28	العلاقة بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة والفترة القصيرة حسب وكالة موديز للتصنيف الائتماني	الجدول رقم (03)
52	ترتيب الجدارة الائتمانية لبعض الدول الآسيوية للقروض الحكومية بالعملة الأجنبية	الجدول رقم (04)
54	الإخفاق في التصنيف الائتماني خلال الفترة بين 1997 و 2002	الجدول رقم (05)
56	سلم التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني في 2012/01/15	الجدول رقم (06)
95	نماذج أربعة للعدوى المالية ومضامين الاقتصاديات الدنيا	الجدول رقم (07)
104	تكاليف إعادة هيكلة القطاعات المالية في بعض بلدان العالم	الجدول رقم (08)
109	دور الدولة في الإصلاحات الكبرى في أعقاب الأزمات المالية	الجدول رقم (09)
130	أهم مراحل الأزمة المالية العالمية	الجدول رقم (10)
145	الدول التي لم تكن متبعة لإطار عمل بازل (2)	الجدول رقم (11)
154	انخفاض المؤشرات في أهم البورصات العالمية	الجدول رقم (12)
165	بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الاقتصاد الحقيقي خلال سنة 2008	الجدول رقم (13)
166	بعض الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية العالمية	الجدول رقم (14)

176	التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها	الجدول رقم (15)
192	المتعاملون بالتزامات الدين المضمونة CDO سنة 2007	الجدول رقم (16)
196	عدد الشرائح التي شهدت تغييرات في درجات التصنيف في جميع الوكالات على الصعيد العالمي	الجدول رقم (17)
197	معدل التخلف عن السداد على أساس سنوي	الجدول رقم (18)
224	تواجد أنظمة الاستعلام الائتماني في الدول العربية	الجدول رقم (19)
227	التغيرات التي طرأت على التصنيفات السيادية في الدول العربية نهاية عام 2015/نهاية عام 2016	الجدول رقم (20)

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	مراحل عملية التصنيف الائتماني	الشكل رقم (01)
19	الحصة السوقية لوكالات التصنيف الائتماني بالنسبة للسوق العالمي للتصنيف	الشكل رقم (02)
39	محددات التصنيف الائتماني السيادي حسب وكالة ستاندرد آند بورز	الشكل رقم (03)
49	خطوات حساب معدل كفاية رأس المال وفقاً للأسلوب المعياري	الشكل رقم (04)
79	أهم الأزمات المالية بين عامي 1970 و 2010	الشكل رقم (05)
98	القنوات المحتملة لانتشار الأزمات المالية	الشكل رقم (06)
103	آثار حالات التوتر المالي على الهبوط الاقتصادي	الشكل رقم (07)
105	التغير في الناتج المحلي مقارنة بالاتجاه العام قبل الأزمات المصرفية	الشكل رقم (08)
122	الأزمة من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الافتراضي	الشكل رقم (09)
126	المؤشرات القائدة لدورات الكساد في أسعار المساكن	الشكل رقم (10)
127	إشارات إنذار لفترات كساد أسعار المساكن	الشكل رقم (11)
128	تطور حجم قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000_2007	الشكل رقم (12)
136	قروض الرهن العقاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي	الشكل رقم (13)
138	تقلبات أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية خلال الفترة 2000-2008	الشكل رقم (14)
141	الخطوات العملية للتوريق المالي ودورها في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008	الشكل رقم (15)
144	تطور حجم المشتقات الائتمانية	الشكل رقم (16)
156	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي خلال الفترة 2001-2008	الشكل رقم (17)

163	تطور عدد صناديق الثروة السيادية	الشكل رقم (18)
179	المنتجات المالية في القطاع المالي انطلاقاً من عملية التوريق	الشكل رقم (19)
189	تقسيم المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الائتماني	الشكل رقم (20)
190	تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلة الأوروبية والأمريكية	الشكل رقم (21)
194	تغيرات درجات التصنيف الائتماني على المستوى العالمي	الشكل رقم (22)
195	تراكم تخفيض درجات التصنيف حسب الثلاث وكالات الكبرى على مستوى العالم	الشكل رقم (23)
196	مسار الشرائح المصنفة ضمن الفئة الاستثمارية بعد عملية التغيير في التصنيف (فئة الاستثمار/ المضاربة) تبعاً للسنة والتصنيف الأولي	الشكل رقم (24)
209	الأسس المقترحة لبناء إصلاحات لوكالات التصنيف الائتماني	الشكل رقم (25)

فهرس الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
259	وكالات التصنيف: الحجم والملكية والتوزيع الجغرافي	الملحق رقم (01)
261	وكالات التصنيف الائتماني خلفية تاريخية	الملحق رقم (02)
264	مراحل التصنيف الائتماني لعدد من الدول الأوروبية قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008	الملحق رقم (03)

المقدمة العامة

- .I تمهيد
- .II الاشكالية
- .III التساؤلات الفرعية
- .IV دوافع اختيار الموضوع
- .V أهمية الدراسة
- .VI أهداف الدراسة
- .VII الفرضيات
- .VIII منهج الدراسة
- .IX هيكل الدراسة
- .X الدراسات السابقة
- .XI صعوبات الدراسة

المقدمة العامة

I. تمهيد

شهد النظام الاقتصادي العالمي خلال السنوات الماضية العديد من التطورات تمثلت في التقدم التكنولوجي واندماج الأسواق المالية وذلك إثر انتشار ظاهرة العولمة وما انجر عنها من تحرير وإزالة للقيود واندماج بين أسواق السلع والخدمات وأسواق رؤوس الأموال، ونتيجة لعمليات التحرير والاندماج بين الأسواق وتزايد سرعة نشاطها فقد تولد نقص كبير في المعلومات بين المتعاملين الاقتصاديين، كما أدت حاجة المستثمرين والمقترضين لسد فجوة المعلومات والرغبة في توفير معلومات سهلة الفهم وموجزة وموثوقة عن مستوى المخاطر في إقراض الحكومات والمؤسسات والشركات والأفراد إلى إنشاء شركات خدمات المعلومات الائتمانية في منتصف القرن التاسع عشر حيث ظهرت صناعة التصنيف الائتماني التي تتكفل بتوفيرها وكالات التصنيف الائتماني.

وتعتبر وكالات التصنيف أحد أهم الفاعلين في الأسواق المالية، وتتكفل هذه الوكالات بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الديون سواءً كانت ديون لشركات أو حكومات، وتعد قدرة الشركة أو الدولة على الوفاء بأصل الدين وفوائده المترتبة في أوقات السداد المتفق عليها من أهم المؤشرات التي تقاس عليها الجدارة الائتمانية للشركات والحكومات من قبل هذه الوكالات، وتعطي وكالات التصنيف الائتماني درجات للتصنيف الائتماني مستخدمة في ذلك حروفاً أبجدية للدلالة على جودة الائتمان.

وبالتالي فإن وكالات التصنيف الائتماني تلعب دوراً أساسياً في التحوط ضد المخاطر والأزمات المالية التي تصيب الاستقرار المالي والاقتصادي للدول وتؤدي إلى حدوث آثار سلبية على جميع المستويات الاقتصادية والاجتماعية، حيث تعتبر وكالات التصنيف الائتماني أحد أهم الهيئات لإدارة المخاطر المالية على المستوى الكلي من خلال مساهمتها في ضبط المبادلات المالية وتجنب الاقتصاد الوقوع في أزمات مالية حادة، كما أن وكالات التصنيف الائتماني تساهم في دعم عنصر الشفافية في الأسواق المالية عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر، فهذه الوكالات تساعد في حل مشكلة النقص في كفاءة المعلومات والبيانات المالية بين المقرضين والمستثمرين وفي الكشف عن الملاءة المالية وبالتالي تحديد درجة المخاطر المالية.

لكن وبالرغم من الدور الذي أنشأت من أجله هذه الوكالات كوسيلة لإدارة المخاطر وتجنب حدوث الأزمات المالية، إلا أنها عجزت عن منح الجهات المعنية سواءً مؤسسات أو حكومات أو أوراق مالية في تقديم التقييمات التي تستحقها أو المبالغة في منحها قبل وأثناء حدوث أغلب الأزمات المالية التي حدثت في الفترة الأخيرة كأزمة جنوب شرق آسيا والأزمة المالية العالمية 2008، حيث كشفت هذه الأزمات عن وجود عيوب كثيرة في عمليات التصنيف الائتماني التي قدمتها هذه الوكالات مما أدى إلى ضعف مصداقيتها وانخفاض درجة شفافيته.

وتعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي تمثل امتداداً لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أحد أكثر الأزمات التي أظهرت فشل وضعف وكالات التصنيف في القيام بالدور المنوط بها، وبالرغم من وضوح مؤشرات حدوث هذه الأزمة قبل بدايتها إلا أن وكالات التصنيف الائتماني لم تستطع التنبؤ بها وأعطت تصنيفات جيدة لأغلب البنوك والمؤسسات التي أعلنت إفلاسها عند حدوث الأزمة المالية، مما أثار الشكوك حول مدى أهمية ودور وكالات التصنيف الائتماني في عملية التحوط ضد الأزمات المالية، حيث تحولت هذه الوكالات من وسيلة للتحوط إلى أداة لصناعة الأزمات المالية نتيجة لافتقارها للكثير من المصداقية والشفافية والنزاهة في ممارسة عملها.

II. الإشكالية

عرف النظام المالي العديد من الأزمات المالية التي كانت لها آثار سلبية على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للبلدان المعنية، وقد تضاعف عدد هذه الأزمات بشكل كبير مع نهاية ثمانينات القرن العشرين مما جعلها من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً، وبالتالي فقد ظهرت العديد من المؤسسات والهيئات المالية التي تعمل من أجل التحوط ضد هذه الأزمات ومن بينها وكالات التصنيف الائتماني التي جاءت كوسيلة للتحوط ضد المخاطر والأزمات المالية ومنع وقوعها، وفي إطار قيام هذه الوكالات بصناعة التصنيف الائتماني اتهمت بدخولها كأحد الأطراف الأساسية في حدوث الأزمات المالية وعجزها عن منح المؤسسات والبنوك والدول التقييمات الحقيقية لملاءتها المالية، وإعطاء تصنيفات مظلة قبل وأثناء حدوث أغلب الأزمات المالية وهو ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008. ومن خلال ما سبق يمكن صياغة التساؤل الرئيسي كالتالي:

ما مدى فعالية وكالات التصنيف الائتماني في إدارة المخاطر المالية وتجنب حدوث الأزمات المالية؟ وكيف كان دورها في الأزمة المالية العالمية 2008؟

III. التساؤلات الفرعية

- إلى جانب التساؤل الرئيسي يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:
- هل وكالات التصنيف الائتماني تضيف إلى مجمل المعلومات وتوفر فعلاً قاعدة معلومات وقيمة مضافة للسوق؟
 - هل يمكن التنبؤ بالأزمات المالية قبل حدوثها؟ وهل حدثت الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل مفاجئ أم كانت هناك مؤشرات تنبئ بقومها؟
 - ما هي أهم العوامل التي ساهمت في اخفاق وكالات التصنيف الائتماني في أداء دورها كوسيلة للتحوط بالأزمات المالية؟
 - لماذا اعتبرت وكالات التصنيف طرفاً فاعلاً في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008؟

- ما مدى فعالية الإجراءات التي طرحت لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني عقب الأزمة المالية العالمية 2008؟

IV. الفرضيات

- من خلال التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية يمكن وضع الفرضيات الآتية:
- تعتبر وكالات التصنيف الائتماني أحد أهم الفاعلين في الأسواق المالية حيث تساعد على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات حول حجم المخاطر المالية؛
- حدثت الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل مفاجئ ولم تكن هناك أي مؤشرات سابقة لحدوثها؛
- يعتبر نقص المعلومات وعدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم المخاطر أحد أهم العوامل في اخفاق وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمات المالية وبالتالي تجنبها؛
- لعبت وكالات التصنيف الائتماني دوراً كبيراً في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008؛
- يمثل تطبيق الإصلاحات المقترحة عقب الأزمة المالية العالمية 2008 حاجة ملحة لتعزيز دور وكالات التصنيف الائتماني في الاقتصاد العالمي.

V. دوافع اختيار الموضوع

- يرجع اختيار الموضوع إلى جملة من الاعتبارات أهمها:
- الحدائة النسبية لموضوع البحث والذي تدور حوله النقاشات باستمرار خاصة في ظل مرور الاقتصاد العالمي بالأزمة المالية العالمية 2008 والتي تحولت بدورها إلى أزمة اقتصادية، بالإضافة إلى الاخفاقات المتكررة لوكالات التصنيف الائتماني في تجنب حدوث الأزمات المالية وتأتي الأزمة المالية العالمية 2008 كأحد أبرز مظاهر الإخفاق؛
- كون البحث ذو صلة وثيقة بالموضوع المختار في مرحلة التدرج، بالإضافة إلى علاقته بالتخصص؛
- إفادة الباحثين بهذه الدراسة لقلة الدراسات المتوفرة في هذا المجال؛
- الميول الشخصي إلى المواضيع التي تتعلق بالمالية الدولية.

VI. أهمية الدراسة

تظهر أهمية الدراسة في تسليط الضوء على موضوع في غاية الأهمية في المجال الاقتصادي وهو موضوع وكالات التصنيف الائتماني والتي أصبحت تلعب دوراً بارزاً في الأسواق المالية العالمية، حيث يعتبر التصنيف الائتماني بمثابة الجهود التسويقية للإصدارات المالية من خلال تقويم درجة مخاطر الاستثمار، وذلك في ظل تزايد الاتساع والاندماج بين الأسواق المالية العالمية خاصة مع تزايد اتجاه المستثمرين والمؤسسات والبنوك والدول للحصول على درجات التصنيف الائتماني من هذه الوكالات والتي تعطي صورة واضحة وموجزة عن الملاءة المالية وتحدد مخاطر عدم السداد.

كما تظهر أهمية الدراسة في التعرف على الدور الذي تلعبه وكالات التصنيف الائتماني في ظل الأزمات المالية، حيث أنها لم تقم بالدور المنوط بها في ظل الأزمات المالية وأظهرت فشلها في التحوط ضدها، فتحولت من وسيلة للوقاية من مخاطر الأزمات المالية إلى مسبب رئيسي لها، ويظهر الدور الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني بوضوح خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

VII. أهداف الدراسة

يهدف هذا البحث إلى التعرف على أهم الأدبيات والمفاهيم المتعلقة بالتصنيف الائتماني ووكالاته، بالإضافة إلى دوره في الأسواق المالية العالمية، والدرجات المقدمة عند القيام بعملية التصنيف الائتماني.

كما يهدف البحث إلى تسليط الضوء على الدور الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني خلال الأزمات المالية؛ وذلك من خلال إخفاها في إصدار التصنيفات الائتمانية للجهات المصنفة والمبالغة في هذه التصنيفات وهو ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية 2008، حيث أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمة وقامت بإعطاء تصنيفات مضخمة للبنوك والمؤسسات التي أفلست عقب ذلك.

VIII. منهج الدراسة

نظراً لطبيعة الموضوع محل الدراسة فإنه سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في تناول مشكلات الدراسة وتحقيقاً لأهدافها وذلك من خلال استعراض الأدبيات النظرية المتعلقة بموضوع وكالات التصنيف الائتماني والمفاهيم المتعلقة بصناعة التصنيف الائتماني من أهميته وآثاره والدرجات التي يقدمها، وموضوع الأزمات المالية بما تتضمنه من أسبابها وآثارها وسياسات إدارتها، كما سيتم استخدام المنهج التاريخي وذلك عند التعرض للجانب التاريخي للأزمات المالية.

أما الجانب التطبيقي من الدراسة فتمثل في دراسة حالة الأزمة المالية العالمية 2008 ودور التصنيف الائتماني في حدوثها، وقد تمت الدراسة بالاعتماد على مجموعة متنوعة من المراجع والكتب والمجلات والتقارير والدراسات المنجزة من طرف هيئات ومؤسسات دولية والتي تضمنت بيانات وإحصائيات حول موضوع الدراسة.

IX. الدراسات السابقة

من خلال البحث عن الدراسات السابقة التي تتعلق بموضوع الدراسة تبين نقصها بشكل عام، وهناك بعض الدراسات المحدودة أهمها:

1. دراسة نادية العقون بعنوان: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية' (2012/2013)

وهي عبارة عن مذكرة دكتوراه حيث تمحورت اشكالية هذه الدراسة حول مدى مساهمة العولمة المالية في تكريس الأزمات المالية وتوسع نطاقها، وأهم الاجراءات والبدائل التي يمكن تقديمها للوقاية من

هذه الأزمات على ضوء أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد هدفت الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تصاعد ظاهرة العولمة المالية وتكرار وتواتر الأزمات المالية، كما هدفت إلى حصر مجموعة من الآليات والبدائل العلاجية والوقائية من الأزمات مع التركيز على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج وذلك بعد اعتمادها على الدراسة التحليلية والقياسية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، كما طرحت الباحثة جملة من التوصيات التي توجهت بها إلى المسؤولين وأصحاب القرار من أجل تبني استراتيجية للاستفادة من مزايا العولمة المالية من جهة، والوقاية من الأزمات من جهة ثانية من أجل حماية النظام المالي الدولي والحفاظ على التوازن الاقتصادي العالمي.

2. دراسة الفاتح الشريف يوسف الطاهر بعنوان: دور نظام الاستعلام الائتماني في الحد من التعثر وأثره في الأداء المالي للمصارف التجارية العاملة في السودان (2015)

وهي عبارة عن مذكرة دكتوراه تمحورت اشكالياتها حول دور نظام الاستعلام الائتماني في توفير المعلومات الائتمانية عن كافة العملاء لحل مشكلة ازدياد الديون المتعثرة في البنوك السودانية والمساهمة في تطوير الأداء المالي للجهاز المصرفي في السودان، وقد توصلت الدراسة إلى أن تطبيق نظام الاستعلام الائتماني يحد من التعثر المالي والتأخر والفشل في سداد القروض، ويوفر بيانات عن كافة العملاء والعمليات الممولة مما يساعد في ترقية الأداء المالي للمصارف التجارية السودانية، ويساهم في جذب الودائع وتوفير السيولة وزيادة رأس المال وزيادة الربحية ونمو محفظة التمويل والاستثمار، ويوفر بيانات عن عملاء الجهاز المصرفي يمكن أن تمثل نواة السجل الائتماني الذي يساعد في تصنيف عملاء الجهاز المصرفي مستقبلاً، ويطور الائتمان في السودان ويلحقه بالدول المصنفة عالمياً مما يؤثر إيجاباً في الأداء المالي للجهاز المصرفي السوداني.

3. دراسة خالد مقدم بعنوان: وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح؟ (2013)

وهو عبارة عن مقال منشور في "مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية" حيث تعرض هذا المقال إلى دور وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى القوانين التنظيمية لوكالات التصنيف الائتماني قبل وبعد الأزمة المالية العالمية، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج حول إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني تمثلت في: إعادة النظر في القوانين التنظيمية، وزيادة إمكانيات المساءلة القانونية لهذه الوكالات، وزيادة عدد الوكالات وكسر الاحتكار.

4. دراسة مداني أحمد بعنوان: دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة أزمات أسواق المال (2013)

وهي عبارة عن مقال منشور في مجلة "الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية" حيث تضمنت هذه الدراسة مفاهيم حول صناعة التصنيف الائتماني وأشهر وكالاته، كما تضمنت الدراسة على دور

وكالات التصنيف الائتماني في ظل الأزمات المالية، ومتطلبات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لاجتتاب الوقوع في الأزمات المالية مستقبلاً وذلك من خلال عرض خيارين: الأول يتمثل في تقويم عمل وكالات التصنيف الائتماني القائمة، والثاني من خلال إيجاد البديل الشرعي لوكالات التصنيف الائتماني التقليدية، وقد تم التوصل في هذه الدراسة إلى: الإسراع في إصلاح المعايير التي تستخدمها وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف الائتماني، ضرورة إيجاد وكالة مستقلة لكي تعطي تصنيفاً ائتمانياً لوكالات التصنيف كما هم دأبوا على إعطاء تصنيفات للآخرين، ورفع عدد وكالات التصنيف الشرعي كبديل منافس.

5. دراسة Lawrence J White بعنوان:

Crédit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAS is better response (2010)

وهي عبارة عن مقال منشور في مجلة " Journal of International Banking Law and Régulation " حيث تضمنت الدراسة عرض لدور وكالات التصنيف الائتماني في ظل الأزمات المالية، بالإضافة إلى أهم الإجراءات لإعادة تنظيم عمل وكالات التصنيف الائتماني في ظل الأزمات المالية.

X. هيكل الدراسة

بناءً على طبيعة الإشكالية محل الدراسة ووفقاً للهدف منها، واستناداً إلى فرضياتها فإن الدراسة تم تقسيمها إلى مقدمة وأربع فصول وخاتمة حيث:

يتناول **الفصل الأول** مدخل مفاهيمي لوكالات التصنيف الائتماني ويتم التطرق في هذا الفصل إلى صناعة التصنيف الائتماني وأنواعه وأهميته وآثاره، بالإضافة إلى التعرف على أهم وكالات التصنيف الائتماني والدرجات التي تقدمها؛

أما **الفصل الثاني** فيعرض الإطار النظري للأزمات المالية حيث يضم هذا الفصل مفاهيم متعلقة بالأزمات المالية وأسبابها وآثارها وسياسات إدارتها وطرق التنبؤ بها، بالإضافة إلى أهم الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاديات المتقدمة والنامية؛

وسيعرض **الفصل الثالث** دراسة تحليلية للأزمة المالية العالمية 2008 حيث يتضمن الفصل طبيعة وأسباب الأزمة وآليات انتقالها ونتائجها وآثارها، وأهم السياسات التي اتبعت لمواجهتها، بالإضافة إلى الدروس المستفادة من هذه الأزمة؛

وبالنسبة **للفصل الرابع** فيضم التصنيف الائتماني وعلاقته بالأزمة المالية العالمية 2008؛ ويتناول دراسة تحليلية لأثر التصنيف الائتماني على الأزمة المالية العالمية 2008، وأهم الاجراءات لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني، بالإضافة إلى التعرض إلى آفاق بناء وكالات تصنيف محلية لإصلاح صناعة التصنيف الائتماني.

XI. صعوبات الدراسة

ككل البحوث فقد واجهت الباحثة العديد من الصعوبات، ومن أهم هذه الصعوبات تعدد المصطلحات حول متغيرات الدراسة مما تطلب التعمق واختيار أدق المصطلحات المفيدة لإشكالية البحث.

الفصل الأول: الإطار العام للتصنيف الائتماني

تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول صناعة التصنيف الائتماني
المبحث الثاني: أهم وكالات التصنيف الائتماني والدرجات
التي تقدمها

المبحث الثالث: أنواع التصنيف الائتماني

المبحث الرابع: أهمية التصنيف الائتماني وآثاره

خاتمة الفصل

الفصل الأول: الإطار العام للتصنيف الائتماني

تمهيد

يحتاج النظام الاقتصادي إلى وجود نظام معلومات وهذا من أجل توفير المعلومات لمختلف الأطراف الاقتصادية لمساعدتها على اتخاذ القرارات وخاصة في الجانب المالي، وهو ما تطلب وجود كيانات ومؤسسات خاصة تتكفل بتوفير هذه المعلومات في شكل رسمي ومتكامل ودقيق وذلك للاستفادة منها في جميع الجوانب، ويأتي على رأس شركات المعلومات الائتمانية وكالات التصنيف الائتماني التي تعتبر شركات خدمات تقوم بالأبحاث الاقتصادية والتحليلات المالية وتقييم مؤسسات خاصة وحكومية من حيث القوة المالية والائتمانية.

حيث تلعب المعلومات الائتمانية التي توفرها وكالات التصنيف الائتماني دوراً حيوياً في القطاع المالي والمصرفي من خلال تحقيق الاستقرار والوقاية من الاضطرابات والأزمات المالية، كما تساهم هذه الوكالات في توفير قاعدة معلومات ذات بيانات فعالة ومتطورة باستمرار، وبالتالي فإن هذه المعلومات التي توفرها وكالات التصنيف الائتماني تلعب دوراً مركزياً في الوفاء بمتطلبات سلامة النظام المالي، كما تشكل قاعدة مركزية لأنظمة إدارة المخاطر.

وعليه سيتم التعرض في هذا الفصل للمباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم عامة حول صناعة التصنيف الائتماني؛
- ✓ المبحث الثاني: أهم وكالات التصنيف الائتماني والدرجات التي تقدمها؛
- ✓ المبحث الثالث: أنواع التصنيف الائتماني؛
- ✓ المبحث الرابع: أهمية التصنيف الائتماني وآثاره.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول صناعة التصنيف الائتماني

يمثل التصنيف الائتماني رأي رسمي توفره وكالات متخصصة حول الجدارة الائتمانية لوحدة اقتصادية ما سواءً كانت حكومة أو شركة أو فرد، وتمثل التصنيفات الائتمانية أساس مقارنة المخاطر. ومن خلال ما سبق سيتم التعرض في هذا المبحث للعناصر الآتية:

- ✓ ماهية التصنيف الائتماني؛
- ✓ نظرة عامة حول وكالات التصنيف الائتماني ومعايير ترخيصها؛
- ✓ منهجية التصنيف الائتماني.

المطلب الأول: ماهية التصنيف الائتماني

سيتم التعرض في هذا المطلب إلى مفهوم التصنيف الائتماني وعلاقته ببعض المصطلحات، كما سيتم التعرض إلى ظهور وتطور التصنيف الائتماني.

أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني

يشير مصطلح التصنيف الائتماني إلى عملية تقدير أو تقييم مؤسسة أو شركة تجارية للوقوف على مقدرتها المالية ووضعها في السوق وتحديد صفتها أو درجة صفتها في المجالات والأعمال التجارية، ومدى توفر الظروف والشروط التي تؤهلها للاستدانة من البنك، وغالباً ما تكون هناك معاهد أو مراكز أو وكالات دراسية خاصة تتولى هذا التقييم نيابة عن البنك وترفع نتائج تقييمها إلى البنك المقصود.¹

ويعرف التصنيف الائتماني بأنه المراقبة المستمرة لمخاطر نقص السيولة للإصدارات، إذ ينتج عنه تنقيط أدوات الدين أو الإماءات، مما يسمح بتحديد مخاطر القروض أو مخاطر العميل المتعلقة بتلك الأدوات أو تلك الإماءات.²

ويعبر التصنيف الائتماني عن رأي محلل متخصص حول الجدارة الائتمانية للديون أو الإصدارات المالية، وذلك اعتماداً على المخاطر ذات العلاقة.³

¹ فهمي محمود شكري، المعجم التجاري والاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 423.

² حياة نجار، إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل -دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية-، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2013/2014، ص: 150.

³ Jonathan katz & Emanuel Salina & Constantinos Stephanou, **Credit Rating agencies**, Crisis response, the world Bank, October 2009, N°: 08, p: 1.

كما يعرف التصنيف الائتماني على أنه تقييم مستقل حول القدرة المستقبلية للمصنّف للوفاء بالتزاماته اتجاه دائنيه، ويتم القيام بهذا التقييم من طرف وكالات التصنيف الائتماني حيث تتكفل بهذا التنبؤ حول الوضعية المالية.¹

كما يعبر التصنيف الائتماني على أنه عملية إجراء تقييم لقدرة الجهة المعنية أو الكيان على دفع التزاماته المالية؛ والقدرة على دفع الالتزامات المالية تسمى "الجدارة الائتمانية"، والتصنيف الائتماني يطبق على سندات الدين، بالإضافة إلى المؤسسات والحكومات.²

كما يمثل التصنيف الائتماني رأي يعبر عن تقييم مخاطر الائتمان للمقترضين من الشركات والحكومات والجهات المصدرة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت، من خلال تحليل المعلومات ذات الصلة والمتاحة عن المصدر والمقترض والسوق والظروف الاقتصادية المحيطة.³

كما أن التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول:⁴

- 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.

وما هو جدير بالذكر أن التصنيف الائتماني ليس دعوة للمستثمرين بشراء وبيع أسهم المؤسسات أو التعامل مع المؤسسات المالية ذات التصنيف العالي أو الابتعاد عن تلك الأقل تصنيفاً، ولا يعتبر التصنيف حقيقة مطلقة بل هو مجرد رأي وتوقع عن وضع المؤسسة المالي الحالي، فالتصنيف مرتبط بوضع وأداء المؤسسة المالي وهي بدورها مرتبطة بالدورة الاقتصادية والائتمانية المتغيرة، حيث من الممكن أن يتغير تصنيف المؤسسة ارتفاعاً وانخفاضاً حسب المؤسسة والظروف المحيطة بها.⁵

وللتعرف أكثر على مصطلح التصنيف الائتماني يجب التفريق بين مصطلح التصنيف الائتماني ومصطلحات مشابهة له:

- **الفرق بين مصطلح التصنيف ومصطلح التنقيط:** يختلف مصطلح التصنيف عن مصطلح التنقيط، حيث يعبر مصطلح التصنيف عن مقدرة المؤسسة المقترضة على تأدية خدمة دينها (أصل القرض، الفوائد، العمولات) في تواريخ استحقاقه المحددة وفق العقد المبرم مع الطرف المقابل وذلك بناءً على محتوى القوائم المالية المنشورة، إضافة إلى المحيط الذي تزاوّل فيه

¹ Uwe Blaurock, "Control and responsibility of credit rating Agencies", **Electronic journal of comparative law**, netherlands comparative law association, vol.11.3, December 2007, p: 1.

² مصطلح الجدارة الائتمانية أو الملاءة الائتمانية يعبر عن درجة احتمال احتياج البنك أو المؤسسة للمساعدة المالية في المستقبل من طرف ثالث.

³ Investor Bulletin, **The ABCs of credit ratings**, office of investor education and advocacy, No.161, p: 1.

⁴ The IOSCO, **The role of credit rating agencies in structured finance markets**, Final Report, May 2008, P :3.

⁵ مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص: 54.

⁵ معهد الدراسات المصرفية، "التصنيفات الائتمانية"، إضاءات، العدد الرابع، الكويت، 2010، ص: 3.

نشاطها، وعوامل داخلية مستخلصة من خصائص المؤسسة تساعد على عملية التقييم، لكن مصطلح التنقيط في الأدبيات المالية لا يرقى إلى مصطلح التصنيف ذلك أن التصنيف هو تقييم ينتج من طرف وكالة متخصصة في مخاطر عدم السداد، وكل تقييم ينتج من تقييمات كمية مثل النسب المالية، وأخرى نوعية مثل تحليل المحيط، تحليل استراتيجية المؤسسة، دراسة التسيير الإداري، تحليل المخاطر المالية والمخاطر الاقتصادية، إضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار الوضع الاقتصادي (رواج، كساد، أزمة، ..).¹

- **الفرق بين مصطلح التصنيف ومعايير الجودة:** التصنيف ومعايير الجودة بينهما علاقة إذ أن كليهما يسعى إلى تحسين مستوى الخدمات التي تقدمها المؤسسات لعملائها، والأولى هي حكم جهة مستقلة على المؤسسة مقارنة بأقرانها فالحاصل على تصنيف عالي إنما هو متصدر للمنافسين له في المجال الذي ينصب عليه التصنيف، ومعايير الجودة الشاملة هي برامج تتبناها المؤسسة لكي تتفوق على منافسيها في نوعية السلع والخدمات التي تقدمها لهم.²

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف التصنيف الائتماني على أنه: تلك العملية التي يتم من خلالها قياس مدى قدرة الدول أو الشركات أو البنوك على الوفاء بالتزاماتها المالية لدى الجهة المقرضة، وتتم هذه العملية بناءً على معايير ومحددات للوصول إلى درجة التصنيف الائتماني التي يتم الحكم بناءً عليها.

ثانياً: ظهور وتطور التصنيف الائتماني

بدأت عملية التصنيف الائتماني لأول مرة من طرف "جون مودي" سنة 1909 عندما صنف سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم أنتشر التصنيف الائتماني بعد ذلك للحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع، وذلك من خلال دخول عدة شركات تعمل في مجال التصنيف الائتماني، حيث برزت شركة ستاندر أند بورز للتصنيف الائتماني سنة 1916، ثم ظهرت بعد ذلك شركة فيتش سنة 1922،³ ثم انتقلت هذه التقنية إلى أوروبا الغربية وانتشرت، إذ أصبحت أغلب الهيئات التي تلجأ إلى العرض العام للادخار (حكومة، جماعات محلية، شركات) تبحث عن تقييم جيد تمنحها لها وكالات التصنيف، حيث اكتسبت النتائج التي تنشرها مصداقية كبيرة بسبب احترافيتها، حيث

¹ فاطمة بن شنة ومحمد الجموعي قريشي، "دراسة تطبيقية لمنهج التصنيف الداخلي الأساسي (حالة البنك الخارجي الجزائري خلال فترة 2004 - 2008)"، مجلة الباحث، العدد الثالث عشر، الجزائر، 2013، ص: 14.

² محمد علي القري، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 4/3 أكتوبر 2004، ص: 1.

³ Lawrence White, "Credit Rating Agencies and the Financial crisis : Less Regulation of CRAS is better response", *Journal of International Banking Law and Regulation*, Volume 25, Issue 4, 2010, p: 6, 7.

أن المستثمرين لا يوجهون أموالهم إلى شراء السندات التي تتسم بمستويات منخفضة آخذين بعين الاعتبار الترتيب الذي أعدته هذه الوكالات.¹

والفكرة الأساسية التي بدأت من خلالها هذه الوكالات هو أن هناك من يحتاج إلى معلومات توضح فكرة السندات المصدرة والعائد عليها وإعطاء تقييم للمستثمرين الذين يريدون الاستثمار فيها، حيث بدأت الفكرة في شكل مساعدة يدوية لتقييم استثمارات بمقابل مادي، وبسبب حداثة التجربة وعدم الوثوق بها لم يكن المستثمرون على قناعة بدفع مقابل الحصول على تلك المعلومات، وبالتالي كانت النتيجة ومع استيعاب مصدري السندات والقروض لأهمية توفير المعلومات للمستثمرين لإقناعهم بالاستثمار، أصبحت الآلية أنهم هم من يدفعون لشركات التصنيف مقابل إعطاء معلومات عن السندات والقروض التي يرغبون في إصدارها. ومع مرور الوقت والتوسع الهائل في النظام المالي العالمي وتقدم المنتجات المالية والتقدم الكبير في أنظمة المعلومات والدراسات البحثية المبنية على المعلومات وخاصة تلك المعلومات التي لا تحصل عليها إلا وكالات التصنيف بحكم تغلغلها في النظام المالي، فقد أصبحت هذه الوكالات لاعباً رئيسياً لا يمكن الاستغناء عنها، وتوجهت إلى تصنيف الدول من ناحية الملاءة المالية لتلك الدول وقدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية المترتبة على القروض التي تحصل عليها، وتطورت إلى ما هو أبعد من ذلك، حيث أصبحت تلك الوكالات تعطي أحكاماً على الأنظمة وتطورها وكذلك على القدرات السيادية لكل بلد.²

المطلب الثاني: نظرة عامة حول وكالات التصنيف الائتماني ومعايير ترخيصها

في إطار وضع مؤسسات مستقلة تعمل على توفير المعلومات الائتمانية بمصداقية وشفافية وبدقة ظهرت وكالات التصنيف الائتماني لتوفر هذه الخدمة، حيث تعمل هذه الوكالات وفقاً لجملة من المعايير لتنظيم عملها.

أولاً: أنظمة تصنيف مخاطر الائتمان

لقد جرت عدة مبادرات على مستوى العالم خصوصاً في الدول المتقدمة لتصميم نظم لتصنيف مخاطر الائتمان، وكانت الجهود المبذولة على صلة وثيقة بالاتفاقيات الدولية بقصد توفير الحماية للمودعين بعد تزايد حالات إفلاس المودعين مثل اتفاقية بازل التي تم الاتفاق فيها على تبني نظام دولي لتصنيف مخاطر الائتمان يطبق على البنوك وذلك في سياق تقويم عنصر كفاية رأس المال، كما قامت

¹ عمر قيرة، "التنقيط المجتمعي كمؤشر لقياس أداء مؤسسات الأعمال من الناحية الاجتماعية (المسؤولية الاجتماعية)"، المؤتمر العلمي الدولي حول: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس سطيف، 08/07 أفريل 2008، ص: 8.

² عبد الباري مشعل، "سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بالتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 3 جوان 2009، ص ص: 7، 9.

أكثر من مؤسسة متخصصة مثل فينش وموديز وستاندرد آند بورز وغيرها بوضع معاييرها الخاصة لتصنيف مخاطر الائتمان، وقد امتدت جهودها لتشمل بجانب مخاطر الائتمان على مستوى البنوك مخاطر الائتمان على مستوى الدول أيضاً.¹ ويمكن تقسيم أنظمة التصنيف الائتماني استناداً إلى ملكيتها وإدارتها وأنواع معلوماتها إلى ثلاثة أنواع هي:²

1. أنظمة رسمية

تنشئ البنوك المركزية هذه الأنظمة لتحقيق أهداف رقابية على البنوك والمؤسسات المالية، وعادة تكون في البنك المركزي أو جهة مستقلة تنشئها بقانون يعطيها الحق في إلزام الجهات التي يحددها قانونها بتوفير المعلومات والبيانات الائتمانية عن العملاء الممولين من قبل البنوك والمؤسسات المالية، ويتم منح سلطة لها لتوفير قاعدة بيانات وتأمينها وإدارتها ببرنامج خاص بها ومنح صلاحية التصنيف لمسؤولين مفوضين من الجهات المسموح لها بالتصنيف الائتماني عن العملاء وذلك حفاظاً على سرية المعلومات، ويتم تداول المعلومات وفقاً لضوابط معينة يصدرها البنك المركزي ونشرات توضيحية.

2. أنظمة مملوكة للدائنين

عبارة عن أنظمة لتقديم خدمات التصنيف الائتماني عن العملاء تنشئها البنوك والمؤسسات المالية التي تقدم التمويل والتسهيلات الائتمانية للعملاء، وذلك بغرض تبادل المعلومات الائتمانية وتقديم خدمات التصنيف الائتماني للجهات المشتركة في ملكيتها ولبنوك والمؤسسات المالية الراغبة في الاستفادة من خدماتها، ويقوم البنك المركزي بوضع ضوابط وأسس لتنظيم أعمال هذه الشركات والمكاتب التي تقدم خدمات التصنيف، وفي بعض الأحيان يساهم البنك المركزي بسهم استراتيجي فيها بغرض إحكام وزيادة الرقابة والإشراف على أعمالها.

3. أنظمة مستقلة

هي شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني ينشئها أفراد أو مؤسسات مستقلة بخلاف البنوك والمؤسسات المالية التي تقدم تمويل وتسهيلات ائتمانية، ويتم الترخيص لهذه الشركات من قبل البنك المركزي بعد استيفاء شروط وضوابط معينة، وعادة ما تعتمد قاعدة بياناتها على المعلومات المنشورة والمعلومات الصادرة من الجهات الرسمية.

¹ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2003، ص: 387.

² عبد الله الحسن محمد، "دور الاستعلام الائتماني في ترقية أداء المصارف"، مجلة المصرفي، العدد 62، السودان، ديسمبر 2011، ص: 5.

ثانياً: مفهوم وخصائص وكالات التصنيف الائتماني

وكالات التصنيف الائتماني* هي مؤسسات تجارية متخصصة تقوم بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الديون سواءً للشركات أو الحكومات، وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبني عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات، وعليه فإن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بثلاث مهام رئيسية هي: توفير المعلومات وتقييم المستثمرين، تمكين المصدرين من الوصول إلى أسواق رأس المال، مساعدة المسيرين على التنظيم.¹

وتعنى وكالات التصنيف الائتماني التي ترجع أصول بعضها إلى القرن التاسع عشر، بتقييم المخاطر الائتمانية المحيطة بسندات الدين الصادرة عن الشركات والحكومات وتقييم المنتجات الاستثمارية مثل التزامات الدين المضمونة بأصول. وتمنح هذه الهيئات عموماً درجة تسمى مرتبة ائتمانية تتراوح بين أعلى مستويات الجودة حيث لا توجد مخاطر تذكر إلى أدنى مستويات الجودة حينما تنخفض احتمالات السداد أو تزول.²

فوكالات التصنيف الائتماني تقوم بإنشاء وصيانة قاعدة بيانات ضخمة للمعلومات الائتمانية، حيث تستطيع الوكالات الحصول على المعلومات ذات الصلة (مثل تصفية الشركات)، كما يمكن للوكالات الوصول إلى معلومات حول سجلات المدفوعات لشركة ما (أو لمعلومات تجارية مرجعية أخرى) تزود بها من قبل عملائها، وهذه المعلومات قد تكون ذات قيمة خاصة لعملاء آخرين. وقد يتم بيع المعلومات الائتمانية المتوفرة لدى المكاتب الائتمانية أو وكالات التصنيف إلى المؤسسات التي تطلب هذه المعلومات، ويتم ذلك مقابل الحصول على عمولات يتم تحديدها حسب حجم البيانات أو مقابل رسوم عضوية سنوية للمؤسسات المالية لدى هذه المكاتب تحتسب عند الاشتراك.³

وتتميز وكالات التصنيف الائتماني بجملة من الخصائص أهمها:⁴

- جهات متخصصة في تصنيف الأوراق المالية، وهي في الغالب شركة مثل وكالة موديز وفيتش، وقد تكون بنك مثلما هو الحال في فرنسا حيث يقوم بنك فرنسا بالتصنيف الائتماني؛

* عمل وكالات التصنيف الائتماني يقوم على جمع المعلومات المالية عن الأفراد والمؤسسات والشركات وإجراء التحليل المالي المفصل للعمليات المالية ومن ثم إصدار التقارير الائتمانية ثم التصنيفات الائتمانية، أما مكاتب الائتمان الخاصة بالدائنين فهي تركز في عملها أساساً على سجلات سداد القروض والاعتماد على التحليلات الإحصائية لعينات كبيرة من المقترضين من جهات مالية كثيرة مثل البنوك وشركات الإقراض وغيرها وهي لا تعتمد على التحليل المتعمق للمعلومات المالية عن الأفراد والمؤسسات والشركات وهذا هو الفرق بين وكالات التصنيف من ناحية ومكاتب الائتمان من ناحية أخرى.

¹ John Ryan, **The negative impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation**, working paper, Berlin, January 2012, p:6.

² ضياء مجيد الموسوي، **الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009**، كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، دون بلد النشر، 2013، ص: 63.

³ عيسى السويطي، "المعلومات الائتمانية: أهميتها ومصادرها"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، الأردن، 2014، ص: 36.

⁴ طاهر شوقي مؤمن، "التصنيف الائتماني للأوراق المالية"، مجلة المعيار، العدد 03، 2014، ص ص: 102، 103.

- تقوم بإصدار شهادات بمدى جودة الأوراق المالية؛
- تعمل وفق معايير محددة للوصول إلى الدرجة الائتمانية؛
- تعتمد في عملها على رموز ودرجات محددة، وكل درجة لها مدلول معين وذلك للوقوف على مدى إمكانية سداد الديون في المستقبل.

وتكون وكالة التصنيف الائتماني ضمن أحد الفئات الآتية:¹

- وطنية؛
- إقليمية؛
- عالمية.

وتعمل وكالات التصنيف الائتماني المحلية على مستوى السوق المحلية فقط، وتعتبر وكالات التصنيف الائتماني الموجودة في السويد من أبرز وكالات التصنيف المحلية، في حين يمتد عمل وكالات التصنيف الإقليمية إلى أسواق عدة دول مثل وكالة كابيتال انتلجنس، بالإضافة إلى وكالات التصنيف العالمية التي تقدم خدماتها في السوق العالمية.²

ويتم اختيار وكالة التصنيف الائتماني الأنسب للحصول على درجة التصنيف الائتماني بالاعتماد على جملة من المعايير أهمها:³

- درجة الاستخدام العملي والفعلي للتصنيف في السوق من يوم ليوم؛
- النجاحات السابقة في تاريخ الوكالة الناشئة؛
- مصداقية الوكالة الناشئة؛
- اتساع نطاق التغطية سواءً للأسواق أو المخاطر أو الأدوات؛
- درجة عمق التحليل ودرجة المهنية التي تعرض بها النتائج؛
- درجة الاتساق والتناسب في النتائج عبر الدول والمنشآت وعبر الزمن.

وتعتبر مقارنة عدد وكالات التصنيف التي يتم استخدامها عملية معقدة لأن بعض المراقبين يعترفون بأجزاء مختلفة لوكالة التصنيف نفسها، بينما يعترف البعض الآخر بالوكالة بأكملها، ويحدث هذا عندما يتم دمج وكالتين، أو عندما يوجد فرع محلي لوكالة دولية، وتعمل هذه الوكالة الدولية في الدولة نفسها مما يعكس هياكل التشغيل المتعددة لوكالات التصنيف بين دول مختلفة بقدر ما يستخدم المراقبون سياسات اعتراف مختلفة، بغض النظر عن الأسباب فإن هذا يجعل المقارنة عملية معقدة.

¹ Estrella A, **Credit ratings and complementary sources of credit quality information**, Basel committee on banking supervision, working papers, Bank of international settlements, Basel, 2000, p: 15.

² **Ibid**, p: 15.

³ أحمد طلفاح، "الجدارة الائتمانية السيادية: المبادئ الأساسية- الفوائد- والوظائف- المؤسسات- المؤشرات- المجالات"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص: 28.

ويوضح الجدول في الملحق رقم 01 وكالات التصنيف المعترف بها بواسطة المراقبين المصرفيين في كل من الدول الأعضاء في لجنة بازل للرقابة المصرفية والدول المختارة غير الأعضاء، وقد تم تكوين هذا الجدول على أساس المقارنة في أنه يتجاهل الاعترافات المتعددة الصادرة عن مراقب ما للوكالة نفسها (أو أجزائها المختلفة)، ويوضح العمود الأيمن في الجدول العدد الاجمالي للوكالات المعترف بها في كل دولة، ومن الواضح أنه يوجد تفاوت ملحوظ في عدد الوكالات المعترف بها والمسموحة بواسطة المراقبين في مختلف الدول الأعضاء، فالمملكة المتحدة تعترف بأكثر عدد من الوكالات وهو عشرة، ويتبعها كل من فرنسا وهولندا التي تعترف كل منهما بتسع وكالات، أما المراقبين المصرفيين في لوكسمبورغ والسويد فيعترفون بأقل رقم وهو ثلاث وكالات. وتوضح الصفوف الأخيرة في كل قسم من الجدول (بالأرقام المائلة) عدد الدول التي تعترف بكل وكالة، حيث أن وكالات فينتش، وستاندر آند بورز وموديز معترف بها في جميع الدول الإحدى عشر الأعضاء التي تستخدم التصنيفات في رقابتها المصرفية.¹

ولقد تزايد دور وكالات التصنيف الائتماني حيث أن لها دور كبير في عملية تقييم الدول، البنوك، أو الشركات وهو ما يشكل عبئاً مالياً على تلك الأطراف خاصة الشركات التي تكون مجبرة على اللجوء لتلك المؤسسات لتقييمها من أجل الحصول على التمويل اللازم.²

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن وكالات التصنيف الائتماني هي وكالات تقييم للجدارة الائتمانية لمصدري الأسهم والسندات، أو قدرة الشركات والحكومات على سداد ديونها، وهي تصدر تقييمها بناءً على قائمة مطولة من المحاور تشمل الاقتصاد، والتشريعات، والتأثيرات الجيوسياسية، وحوكمة الشركات، والإدارة، والقدرة التنافسية ...

ثالثاً: المعايير الواجب توفرها في وكالات التصنيف الائتماني

وضعت اتفاقية بازل 2 للرقابة المصرفية ستة معايير يجب أن تتوفر في وكالات التصنيف الائتماني وذلك للتأكد من أن المنهجية التي تعمل ضمنها هذه الوكالات جديرة بالثقة وقابلة للمقارنة مع مرور الوقت، كما أن هذه التصنيفات المنتجة تكون أكثر موثوقية ومصداقية.³ حيث يجب أن تتمتع وكالة التصنيف الائتماني بالمؤهلات الآتية:

¹ نيبيل حشاد، دليلك إلى التصنيف الائتماني الخارجي والتصنيف الائتماني الداخلي، اتحاد المصارف العربية، الجزء الرابع، لبنان، 2006، ص: 269، 270.

² محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص: 185.

³ Commission fédérale des banques, **Circulaire agences de notation**, suisse, juillet 2006, p: 12.

1. الموضوعية

يجب أن تكون الطريقة المعتمدة للتصنيفات الائتمانية سليمة وبالغة الدقة وأن تكون خاضعة لإمكانية مراقبة صحتها، ويهدف التأكد من التزام الشركة بمعيار الموضوعية يجب أن تتوفر فيها على الأقل الشروط الآتية:¹

- أن تشمل عملية التصنيف كل خصائص ومواصفات الملف الائتماني للعميل؛
- أن تضع تعريفاً واضحاً للفئات التي ستستخدم في عملية التصنيف، وأن تضع معايير محددة لاعتمادها في تصنيف عملائها بين هذه الفئات؛
- أن تعتمد المعايير والاجراءات نفسها في تصنيف جميع العملاء بحيث تكون مبنية على معلومات وافية من خلال الإفصاحات المقدمة من العملاء، و/أو من السوق، و/أو من خلال مقابلات مع العميل، و/أو أي وسيلة أخرى موثوقة؛
- أن تحرص على أن يعكس التصنيف المعتمد كل أنواع المخاطر التي يتعرض لها العميل؛
- أن تضع تعريفها الخاص للتعثر بما يتلاءم مع المعايير الدولية ومع السوق المحلية، وأن تخضع الطرق المعتمدة لديها في عملية التصنيف لإعادة الاختبار الكمي وأن تجري التغييرات في التصنيف بناءً على ذلك؛
- أن تعتمد الطريقة نفسها لتصنيف كل قطاع من قطاعات السوق (قطاع البنوك، قطاع المؤسسات المالية، قطاع الشركات الكبيرة الحجم، قطاع الشركات المتوسطة الحجم، ...) بما في ذلك عمليات إعادة الاختبار لمدة سنة على الأقل؛
- أن تتخذ كل قرارات التصنيف من قبل لجنة خاصة داخل الشركة تسمى لجنة التصنيف؛
- أن تقوم بمراجعة مستمرة لأوضاع العميل بعد تاريخ نشرها للتصنيفات العائدة له، وأن تقوم بإجراء التعديلات المناسبة على هذه التصنيفات كلما دعت الحاجة لذلك؛
- أن تعتمد أنظمة داخلية ملائمة تساعد في عملية التصنيف الائتماني.

2. الاستقلالية

يجب أن لا تبغي الشركة أي منفعة خاصة مباشرة أو غير مباشرة من العميل وأن تكون مستقلة وأن لا تخضع لأي ضغوطات سياسية و/أو اقتصادية قد تؤثر على التصنيف، ويهدف التأكد من التزام الشركة بمعيار الاستقلالية يجب أن تتوفر فيها على الأقل الشروط الآتية:²

¹ مصرف لبنان، المعايير الواجب توفرها في وكالات تصنيف الائتمان، قرار رقم 9641 بتاريخ 2007/06/29 المتعلق بتنظيم العلاقة بين المصارف ووكالات تصنيف الائتمان، الملحق رقم 1، بيروت، 2007، ص ص: 820، 821.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 821، 822.

- الملكية: يفترض بمساهمي الشركة عدم ممارسة أي ضغوطات على قرار التصنيف الذي تعطيه الشركة، ولا يجوز أن يمتلكوا مساهمات أو مشاركات من أي نوع كان خاضعة لتصنيف هذه الشركة.
- الإدارة الرشيدة: على الشركة وضع وتطبيق معايير ذات جودة عالية للإدارة الرشيدة من أجل الحفاظ على استقلالية ومصداقية التصنيف.
- مصادر التمويل: لا يجوز أن يخضع التعاقد مع الشركة ودفع بدلات أتعابها لأي ضغوطات من قبل العميل.
- الخدمات الإضافية: لا يسمح للشركة بتقديم أي نوع من الخدمات الأخرى للعميل مثل خدمات إدارة المخاطر أو الخدمات الاستشارية من أي نوع كانت.
- إدارة وموظفو الشركة: على جميع القائمين على الشركة التقيد بما يلي:
 - أن لا تكون لهم أي علاقة قرابة مباشرة (أصول أو فروع حتى الدرجة الثانية ضمناً) بينهم وبين العميل؛
 - أن لا تكون لهم أي علاقة استثمارية ذات أهمية نسبية (أسهم، سندات، حصص مشاركة، مساهمة) مع العميل من أي نوع كانت؛
 - انقضاء مدة سنة على الأقل من تاريخ ترك الموظف لعمله في حال كان يعمل سابقاً لدى العميل؛
 - عدم قبول أي نوع من أنواع التقديمات المباشرة أو غير المباشرة، العينية أو النقدية، أو الهبات أو الهدايا من العميل.

3. الشفافية وتوفير المعلومات للغير

بهدف التأكد من التزام الشركة بمعايير الشفافية وتوفير المعلومات للغير يجب:¹

- أن يكون الاطلاع على التصنيفات التي تجريها الشركة متاحاً لجميع المستخدمين الحاليين والمحتملين لهذه التصنيفات في الأسواق المحلية والدولية؛
- أن تكون المنهجيات العامة للتصنيف العائدة لكل من القطاعات التي تنوى الشركة التعامل معها متاحة لجميع المستخدمين الحاليين والمحتملين لهذه التصنيفات في الأسواق المحلية والدولية.

4. الإفصاح

يجب أن توفر الشركة المعلومات اللازمة لأطراف كافة التي تتعامل معها لتمكينها من اتخاذ القرار المناسب بشأن مدى ملاءمة التصنيف الائتماني، لذلك عليها الإفصاح على الأقل عن المعلومات الآتية:²

¹ نفس المرجع السابق، ص: 822.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 823، 824.

- شكل العلاقة التعاقدية بين العميل والشركة (مباشرة أو غير مباشرة)؛
- تعريف التعثر وتحديد معدلاته الفعلية الموجودة في كل فئة من فئات التصنيف؛
- تحديد الفترات الزمنية المقبولة لاعتماد التصنيف؛
- تعريف فئات التصنيف؛
- الطرق المعتمدة للتصنيف وأي تغيير مهم فيها مع تفسير أسباب التغيير؛
- التغييرات في تصنيف العميل؛
- تاريخ المتابعة الأخيرة وتاريخ تعديل التصنيف؛
- تاريخ توقف الشركة عن متابعة تصنيف العميل مع ذكر أسباب هذا التوقف (مثل رغبة العميل أو رغبة الشركة أو أي سبب آخر).

5. الموارد اللازمة

يجب أن تتوفر لدى الشركة الإمكانيات الكافية للقيام بعمليات تصنيف ائتماني دقيق وهي تشمل:¹

- **الموارد البشرية:** يجب أن يتمتع القائمون على الشركة بالسمعة الجيدة والخبرة الكافية والكفاءة العالية؛
- **الموارد التقنية:** يجب أن تعتمد الشركة برامج وأنظمة متخصصة تمكنها من إدخال وتحليل المعلومات بطريقة سليمة وموثوقة.

6. المصادقية

تقاس مصادقية الشركة بما يلي:²

- مدى التزام الشركة بالمعايير الخمسة المشار إليها سابقاً؛
- مدى اعتماد أطراف مستقلة (مستثمرون، شركات تأمين، أصحاب شركات تجارية، ...) على تصنيفات الشركة؛
- وجود إجراءات داخلية تمنع إساءة استخدام المعلومات السرية.

المطلب الثالث: منهجية التصنيف الائتماني

ترتبط عملية التصنيف الائتماني بمجموعة من العناصر من أجل الحصول في النهاية على التقرير النهائي، سيتم التعرف على أغلب العناصر الملازمة لعملية إجراء التصنيف الائتماني من خلال جملة من النقاط.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 824.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 824، 825.

أولاً: مبادئ عملية التصنيف الائتماني

- تلتزم الوكالات عند إجراء عملية التصنيف الائتماني بعدد من المبادئ الأساسية أهمها ما يلي:¹
- تأكيد الجانب الكيفي لعناصر التصنيف المستخدم؛
 - تجنب التركيز المفرط على الجانب الكمي؛
 - شمولية التحليل وعدم التحيز وتوخي الدقة؛
 - التركيز على الأجل الطويل وليس على التغيرات المؤقتة أو الآنية، أي التركيز على العوامل الجوهرية التي تحدد مقدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته؛
 - الحفاظ على درجة عالية من الاستقرار في التصنيف ليعكس النظرة طويلة الأمد؛
 - الاتساق والتناسب عالمياً لتصنيف الائتمان حتى يسهل المقارنة ليس عبر الدول فقط بل عبر القارات؛
 - التركيز على مقدرة المقترض على توليد تدفقات مالية في المستقبل تمكنه من الوفاء بالالتزامات العاجلة والأجلة؛
 - العمل على استخدام معايير ومبادئ محاسبية موحدة بحيث يمكن مقارنة نتائج التحليل المالي دولياً على الرغم من أن هناك عدد كبير من النظم المحاسبية المستخدمة؛
 - التركيز على محاولة فهم حقيقة الوضع الاقتصادي في الدولة، وما هي المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المباشر على حركة التبادل الاقتصادي والمالي في السوق المحلي وتداعياته على الأسواق العالمية؛
 - التركيز على قطاع أو قطاعات اقتصادية معينة تمثل جوهر حركة الاقتصاد ونتائج عملياته.

ثانياً: خطوات عملية التصنيف الائتماني

تكون عملية التصنيف بناءً على طلب الجهة الراغبة في الحصول على تصنيف يعكس مدى قوتها وصلابتها المالية والائتمانية، حيث تستغرق هذه العملية فترة من ثمانية إلى اثنا عشر أسبوعاً وتتم على أربع مراحل كما يلي:²

1. المرحلة الأولى: إعداد المستندات وتقديمها لوكالة التصنيف الائتماني

بعد قيام الجهة الراغبة في الحصول على تصنيف بتقديم طلبها إلى وكالة التصنيف، فإنها تتبع ذلك بتقديم المستندات التي تطلبها الوكالة والمتعلقة ب: الوضعية المالية، هيكل رأس المال، الوضع في السوق والقدرة التنافسية، الهيكل التنظيمي...، وزيادة على ذلك فإنه يتواجد على مستوى كل مؤسسة ما

¹ ناجي التوني، "مؤشرات الجدارة الائتمانية"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد الرابع والأربعون، الكويت، 2005، ص: 5.

² بودخدخ كريم وكرياش رحمة، "دور وكالات التقييم العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشيخ العربي التبسي، 20/19 جوان 2013، ص: 4.

يسمى بـ "مستشار التصنيف"، والذي يتولى مهمة مرافقة ومساعدة وكالة التصنيف في مهمتها، وبالأخص توضيح نقاط القوة والجوانب الايجابية للمؤسسة المعنية بالتصنيف، وذلك كتبرير لأية جوانب ونقاط سلبية قد تتوصل إليها الوكالة من خلال دراستها للمستندات.

2. المرحلة الثانية: تحليل وكالة التصنيف للمستندات

تستغرق هذه العملية أسبوعين أو ثلاثة أسابيع، حيث أنه قد تتخللها إمكانية طلب الوكالة لمستندات إضافية من طرف المؤسسة المعنية الخاضعة للتصنيف، قد توصل إلى نتائج واقعية ودقيقة تعكس حقيقة الوضعية المالية والائتمانية للمؤسسة المعنية.

3. المرحلة الثالثة: زيارة محلي الوكالة للمؤسسة الخاضعة للتصنيف

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

4. المرحلة الرابعة: تحضير التقرير النهائي وتقديم التصنيف

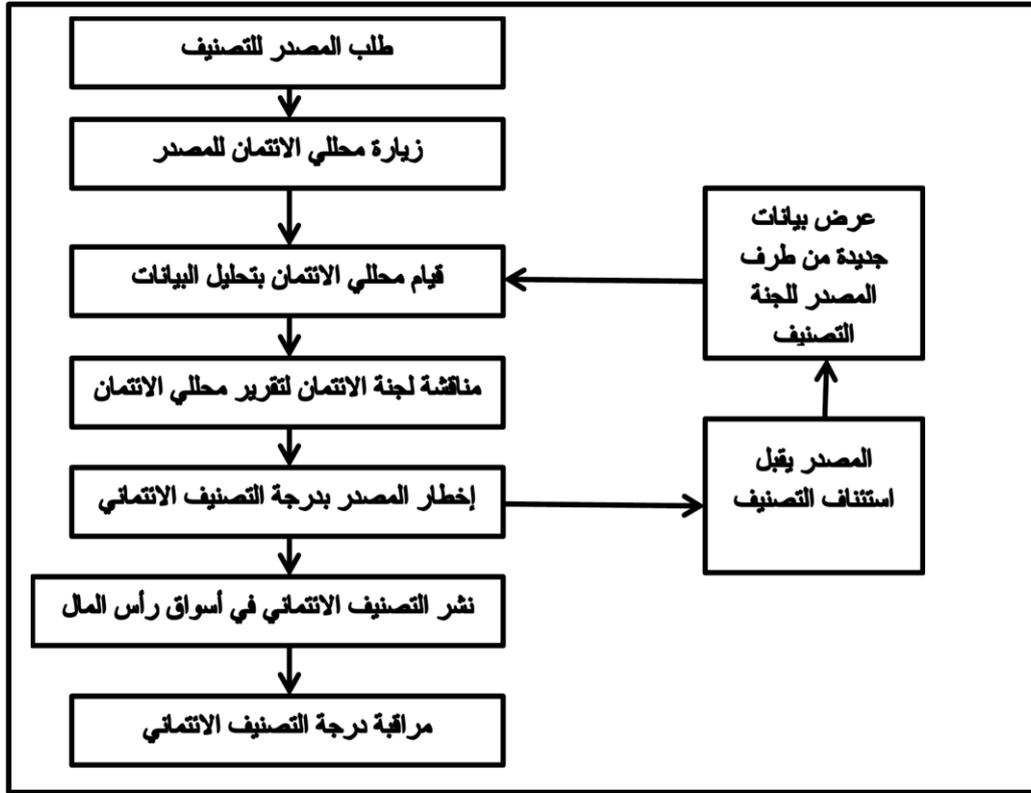
بعد القيام بزيارة المؤسسة الخاضعة للتصنيف يقوم المحللون بإعداد تقاريرهم التي تقدم إلى الهيئة المختصة بتقديم التصنيف، والتي تقوم بناءً على ما جاء فيها وعلى ما جاء في تقارير تحليل المستندات الخاصة بمختلف جوانب نشاط المؤسسة الخاضعة للتصنيف بوضع التصنيف النهائي الذي يعكس حقيقة الوضعية المالية والائتمانية للمؤسسة.

قد تعيد منظمة تصنيف ما تصنيفها لإصدار دين معين من وقت لآخر، فعندما تتغير الظروف ويكون هناك شك أكبر حول ملاءة المصدر وقبل خفض رتبة إصدار ما إلى تصنيف ائتماني أقل، قد تعلن الوكالة أنها أخضعت التصنيف للمراجعة، وقد تخفضه في المستقبل القريب ويشار إلى هذا على أنه موضوع تحت المراقبة الائتمانية أو في حالة المراقبة التصنيفية. وعندما يوضع إصدار دين ما تحت المراقبة الائتمانية قد تكون النتيجة رفع أو خفض أو إعادة تثبيت التصنيف الموجود، ومع ذلك تبين وكالة التصنيف عندما يكون الأمر معنياً بالخفض بإضافة الكلمات "مع تضمنات سلبية" للتصنيف الذي يكون تحت المراجعة. وعندما يكون إصدار دين ما تحت المراقبة الائتمانية مع تضمنات سلبية فإن وكالة التصنيف قد تتصح المستثمرين باستخدام التصنيف بحذر.¹

ويمكن توضيح مراحل عملية التصنيف الائتماني من خلال الشكل الآتي:

¹ خالد أمين عبد الله، "وكالات التصنيف الائتماني"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، الأردن، 2014، ص: 16.

الشكل رقم (01): مراحل عملية التصنيف الائتماني



Source : Barry M Jackson, **Obtaining a municipal credit rating**, UK Limited, London, 2006, p :19.

ثالثاً: شروط عملية التصنيف الائتماني

تستوجب عملية التصنيف الائتماني توفر الشروط الآتية:¹

- اليقين (الوضوح والشفافية)؛
- المصداقية؛
- الدقة خاصة عند تقييم المخاطر؛
- مدى واسع للمخاطر المأخوذة في الحساب؛
- تغطية كبيرة للأسواق المالية والأدوات التمويلية؛
- تعددية الاهتمام على المستوى المحلي والقومي والعالمية؛
- إمداد متخذي القرارات بإطار فعال للمرجعية الاستثمارية (أدوات التحليل المالي).

¹ بلعزوز بن علي ومداني أحمد، "التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية"، المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الكويت، 16/15 ديسمبر 2010، ص: 4.

رابعاً: استخدامات التصنيفات الائتمانية

يستخدم التصنيف الائتماني من طرف العديد من المتعاملين الاقتصاديين مثل المستثمرين، الوسطاء، المصدرين، الشركات، المؤسسات المالية، الدول، ولكل من هذه الأطراف استخداماتها الخاصة للتصنيف الائتماني:¹

- بالنسبة للمستثمرين يستخدم التصنيف الائتماني في الغالب للمساعدة في تقييم مخاطر الائتمان والمقارنة بين الاصدارات المختلفة وذلك عند اتخاذ القرارات الاستثمارية وادارة المحافظ الاستثمارية؛
- بالنسبة للوسطاء يساعد التصنيف الائتماني في تسهيل تدفق رؤوس الأموال من المستثمرين إلى المصدرين، حيث أن التصنيف الائتماني يضع معيار لمخاطر الائتمان النسبي للديون المختلفة من خلال إنشاء التسعير الأولي للديون المختلفة والمساعدة في تحديد سعر الفائدة؛
- بالنسبة للمصدرين من شركات ومؤسسات مالية وحكومات فإن التصنيف الائتماني يستخدم للحصول على تقييم مستقل فيما يتعلق بالجدارة الائتمانية لهم ونوعية ديونهم، بالإضافة إلى استخدام درجات التصنيف لتحديد نوعية ديونهم اتجاه المستثمرين المحتملين، وتوقع أسعار الفائدة على إصدارات الدين الجديدة.

¹ Andreas Ostlund & Mikael Hayleen, **The relationship between credit ratings and beta**, Master thesis, 2009, p p : 8, 9.

المبحث الثاني: أهم وكالات التصنيف الائتماني والدرجات التي تقدمها

نتيجة لأهمية وكالات التصنيف الائتماني فقد زادت الحاجة إليها باعتبارها مؤسسة لتوفير درجات تعبر عن الملاءة الائتمانية للجهة الطالبة للتصنيف، فقد انتشرت وكالات التصنيف الائتماني على مستوى العالم؛ ومنها وكالات كبيرة تقدم خدماتها على المستوى الدولي وعلى رأسها الوكالات الثلاث الكبرى وهي ستاندرد آند بورز وموديز وفيتش، ومنها ما هي وكالات محلية تقدم خدماتها على المستوى المحلي. وبناءً على ما سبق فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ما يلي:

✓ أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية والعالمية؛

✓ درجات التصنيف الائتماني.

المطلب الأول: أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية والعالمية

هناك نحو 150 وكالة تصنيف ائتماني تعمل في 32 دولة حول العالم، لكن اثنتين فقط من هذه الوكالات تحتكران 80% من سوق التصنيف العالمي، وهما وكالة موديز ووكالة ستاندرد آند بورز، تليهما وكالة فيتش التي تسيطر على 14% من سوق التصنيف العالمي المقدرته قيمته بنحو 250 مليار دولار، فيما تتنافس باقي الوكالات على حصة سوقية لا تزيد قيمتها على 6% من حجم السوق. وكثيراً ما أثار هذا الاحتكار الثلاثي لسوق وكالات التصنيف العالمية الكثير من علامات الاستفهام حول غياب المنافسة، إلى حد أن الكونغرس الأمريكي بدأ مناقشة المسألة لتسهيل منح التراخيص لوكالات جديدة، وإسقاط كل الحواجز أمام قيام المزيد من وكالات التصنيف الائتماني، وللتقليل من السيطرة شبه الكاملة التي تتمتع بها وكالات موديز وستاندرد آند بورز وفيتش، وإن كان الكثير من المراقبين يرون أن مجرد نشوء وكالات جديدة لن يقضي على نفوذ مثلث التصنيف الشهير، لأن معظم حكومات العالم تتعامل مع واحدة من هذه الوكالات الثلاث الشهيرة كأمر بديهي مفروغ منه.¹

أولاً: وكالات التصنيف الائتماني العالمية

يسيطر على سوق التصنيف الائتماني شركتين أمريكيتين هما شركة ستاندرد آند بورز وشركة موديز، بالإضافة إلى شركة فيتش كمنافس ثالث، حيث تهيمن هذه الشركات الثلاث على حصة سوقية مهمة حيث تسيطر وكالة موديز على ما يقارب 36% من سوق تقييم القدرة الائتمانية في العالم، كما تسيطر وكالة فيتش على 14% من هذه السوق، وتقدم هذه الوكالات الثلاث خدماتها في السوق العالمية وتقوم بتصنيف جميع أنواع الديون، وتتميز بميزة تنافسية عالية عالمياً.²

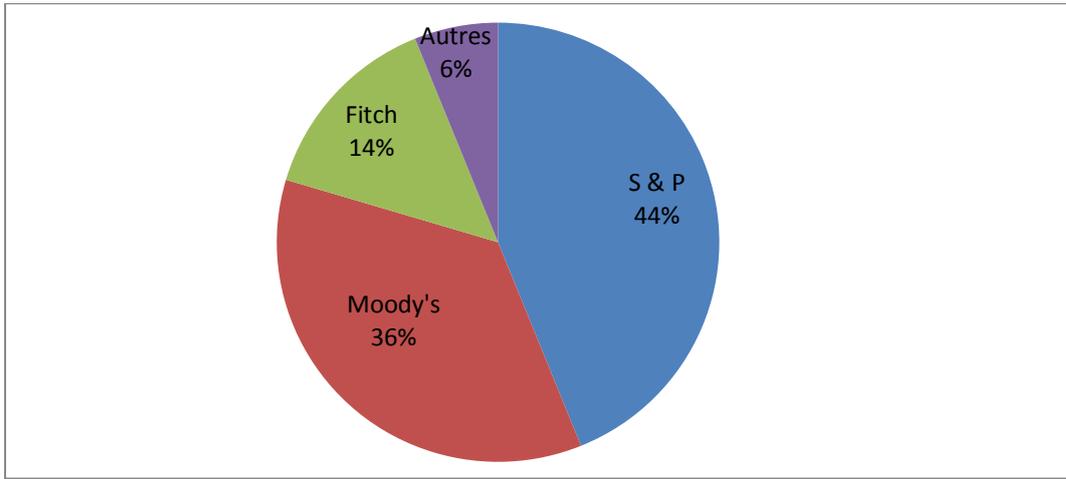
¹ معهد الدراسات المصرفية، مرجع سابق، ص: 2.

² Andreas Ostlund & Mikael Hyleen, Op. Cit, p: 6.

مرت الثلاث وكالات الكبرى الأمريكية للتصنيف الائتماني بثلاث مراحل هي:¹

- المرحلة الأولى: بناء الإحصائيات للمستثمرين الماليين؛ (1860-1916)
 - المرحلة الثانية: وضع منهج وهيكله لوكالات التصنيف الائتماني؛ (1916 إلى سنوات السبعينات)
 - المرحلة الثالثة: الابتكار المالي وتطوير هيكل العمل؛ (سنوات السبعينات والثمانينات إلى الوقت الحالي).
- والشكل رقم (02) يبين الحصة السوقية لوكالات التصنيف الائتماني بالنسبة للسوق العالمي للتصنيف الائتماني:

الشكل رقم (02): الحصة السوقية لوكالات التصنيف الائتماني بالنسبة للسوق العالمي للتصنيف



Source: Jeremy UHR, *Les agences de notation: Analyse critique et enjeux politique*, Fédération wallonie, Bruxelles, Novembre 2012, p: 10.

1. وكالة موديز

أنشئت وكالة موديز عام 1900 ولها 16 مكتباً حول العالم، وتعمل في 50 سوقاً ناشئة،² وتعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية كما أنها توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقويم مخاطر الائتمان، وتنفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع أنحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف منهم أكثر من 1000 محلل ائتماني، وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية الآتية:³

- 100 تصنيف ائتماني سيادي؛

¹ Mireille bardos, "Les grandes agences de notation", séminaire "régulation financière", cahier n° 38, 09/04/2010, p: 6.

² إدارة البحوث الاقتصادية، "التصنيف السيادي للمخاطر القطرية في الدول العربية وعلاقته بالمعاملات الدولية"، مجلة المال والاقتصاد، العدد 64، نوفمبر 2010، ص: 26.

³ مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 56.

- 12000 تصنيف للشركات؛
- 29000 تصنيف للسندات المالية العامة؛
- 96000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

2. وكالة ستاندرد آند بورز

أنشئت وكالة ستاندرد آند بورز بشكلها الحالي بعد اندماج شركة ستاندرد للإحصاء وشركة بور للنشر ولها 17 مكتباً في 13 دولة،¹ وتعتبر أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الأفضل من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقييم المخاطر والأبحاث المختلفة التي تخص الاستثمار، يعمل لديها ما يزيد عن 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلداً حول العالم، بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية في سنة 1922. قامت بإصدار أكثر من مليون تصنيف ائتماني، وقامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون كما تملك واحداً من أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية وهو مؤشر "S&P500".²

3. وكالة فيتش

وكالة فيتش هي مؤسسة تقييم دولية، وهي وكالة مختلطة أمريكية وبريطانية، يتواجد هيكلها في نفس الوقت بنيويورك ولندن، وهي أصغر مؤسسة من بين الوكالات الثلاث الكبرى، تأسست هذه الوكالة في 24 ديسمبر 1913 بنيويورك.³

ثانياً: أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية

من أهم وكالات التصنيف الائتماني المحلية والإقليمية ما يلي:⁴

1. وكالة بونييرز **Bonniers Kreditfakta I Norden AB**: تقوم بتصنيف جميع الشركات في السويد والبالغ عددها 780000 شركة، وتملكها مجموعة بونيير **Bonnier Group** وتعمل في السويد.
2. وكالة خدمة تصنيف السندات الكندية **Canadian Bond Rating Service**: تقوم بتصنيف ما يزيد على 500 شركة، ملكيتها خاصة وتعمل في كندا.
3. شركة أمان الائتمان **Credit Safe AB**: تقوم بتصنيف 690000 شركة في السويد، وتملكها الشركة النرويجية **Norwegian Company** وتعمل في السويد.

¹ إدارة البحوث الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 26.

² مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 56.

³ بلعوز بن علي ومداني أحمد، مرجع سابق، ص: 9.

⁴ نبيل حشاد، مرجع سابق، ص ص: 232، 233.

4. وكالة خدمة تصنيف السندات العامة **Dominion Bond Rating Service**: تقوم بتصنيف ما يزيد على 500 شركة بالإضافة إلى السندات الحكومية، ملكيتها خاصة وتمارس نشاطها في كندا.
 5. وكالة إيغان جونز لتصنيف الائتمان **Egan-jones Credit Rating Co**: تقوم بتصنيف 2000 شركة أمريكية، وتعمل في أمريكا.
 6. وكالة **Instantia Creditsystem AB International**: تقوم بتصنيف جميع الشركات في السويد وملكيتها خاصة، وتعود لعائلة كوستر **The koster Family** ومقرها الرئيسي في السويد، وتعمل إقليمياً في السويد والنمسا.
 7. وكالة التصنيف الإيطالية **Italrating DCR SpA**: يملكها بنك الاستثمار الإيطالي وشركة **Duff Phelps &**، وتمارس نشاطها في السوق الإيطالية.
 8. وكالة لايس المالية **Lace Financial Corp**: تقوم بتصنيف أكثر من 1000 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية، و250 بنك أجنبي، وأكثر من 35 شركة تأمين، وتعمل في الولايات المتحدة الأمريكية.
 9. وكالة ميكوني **Mikuni & Co**: تقوم بتصنيف 4000 إصدار و1600 شركة، ملكيتها خاصة ومقرها اليابان، تمارس نشاطها في اليابان.
 10. وكالة **R@S Rating Services AG**: ملكيتها خاصة، ومقرها ألمانيا، تمارس نشاطها في ألمانيا.
 11. وكالة **SVEA Kredit-Information AB**: تقوم بتصنيف جميع الشركات في السويد، وملكيتها خاصة وتعمل في السويد.
 12. وكالة **Unternehmensratingagentur AG (URA)**: ملكيتها خاصة، وتعمل في ألمانيا.
 13. وكالة **Upplysningscentralen AB (UC AB)**: تقوم بتصنيف جميع الشركات في السويد، ويملكها أكبر 4 بنوك خاصة في السويد، ولديها فرعان في السويد والنرويج، وتمارس نشاطها إقليمياً في السويد والنرويج.
 14. وكالة كابيتال انتلجنس **Capital Intelligence**: تقوم بتصنيف أكثر من 400 بنك في 37 بلد، ملكيتها خاصة ويقع مقرها في قبرص، وتعمل إقليمياً في منطقة الخليج العربي والبحر المتوسط ومنطقة آسيا والمحيط الهادي ومنطقة وسط أوروبا وشرقها.
- بالإضافة إلى أن هناك وكالات تصنيف ائتماني محلية عربية أقل أهمية من بينها:
15. الشركة السعودية للمعلومات الائتمانية (سمة): أنشئت هذه الشركة (سمة) في عام 2004 كشركة وطنية مملوكة من قبل البنوك السعودية بتشجيع من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي، وتخضع لإشراف ورقابة المؤسسة، وتهدف سمة إلى توفير المعلومات الائتمانية لأعضائها بما يساعد مانحي الائتمان على اتخاذ القرارات السليمة والموضوعية، ويتكون أعضاء الشركة من 12

بنك تجاري سعودي وثلاثة بنوك تجارية غير سعودية وثلاث شركات اتصالات، بالإضافة إلى 23 شركة.¹

ثالثاً: مقارنة تصنيفات الوكالات الأمريكية وغير الأمريكية

ارتبط تصنيف الائتمان تاريخياً بتصنيف الكيانات الأمريكية التي حددتها وكالتا موديز وستاندرد آند بورز اللتان تقع رئاستهما في الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن في السنوات الأخيرة توسعت كل منهما بدرجة كبيرة في عملياتها، وتعتبر الدرجة التي تختلف بها تصنيفات خارج الوكالات الأمريكية المنشأة عن وكالات التصنيف المحلية ذات أهمية وهناك مجال واسع للتفسيرات المتغيرة لممارسات الأعمال المختلفة والأنظمة المحاسبية والقانونية عند تقييم مخاطر المصدرين في الدول المختلفة.

خارج الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر وكالات التصنيف اليابانية من أقدم وأنشط الوكالات ولذلك جذب توفر البيانات انتباه الباحثين، وقد قام العديد من الباحثين بالكتابة عن أن وكالات التصنيف اليابانية تعطي تصنيفات أعلى من وكالتي موديز وستاندرد آند بورز لإصدارات السند نفسه.²

المطلب الثاني: درجات التصنيف الائتماني

مع تطور الطابع المعقد الذي تتسم به الأسواق المالية حدثت زيادة هائلة أيضاً في فرص الاقتراض، وازدادت إلى حد كبير صعوبة حصول الطرف المقرض على معلومات كاملة عن المقترضين المحتملين، وتستطيع وكالات التصنيف من خلال وفورات الحجم الكبيرة أن تقدم خدمات معلومات منخفضة التكلفة تعمل على تضيق الفجوة بين ما يعرفه المستثمر عن المقرض وما يعرفه المقرض، فتحدد لكل مقترض درجة وهو ما يسمى تقدير المرتبة الائتمانية.³

وتعتبر درجات التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف الائتماني حول الملاءة الائتمانية للمصدر خلال فترة زمنية معينة، ويتم التعبير عن درجة التصنيف الائتماني بواسطة رموز في شكل حروف، ولكل وكالة طريقتها الخاصة في وضع هذه الرموز.⁴ كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية ضمن كل درجة تصنيف، حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa هي 1 أو 2 أو 3، ويشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم 2 على منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. في حين تضيف وكالتا ستاندر آند بورز وفيتش

¹ محمد يسر برنيه، "تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزيات المخاطر في الدول العربية"، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2008، ص: 28.

² نبيل حشاد، مرجع سابق، ص: 457.

³ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009، مرجع سابق، ص: 64.

⁴ Autorité des marchés financiers, les agences de notation: comprendre et utiliser leurs notes de crédit, France, 2013, p: 3.

للتصنيف إشارة "+" أو "-" إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير على مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

ويُعتمد كثيراً على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف الائتماني خصوصاً للحكومات والمؤسسات المالية والمصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع بناءً على معايير كمية ونوعية، إذ أصبحت أسواق رأس المال حساسة لدرجة التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف الائتماني، ذلك أنها تؤثر على قدرة الشركات والدول على الدخول إلى أسواق رأس المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب. وبالإضافة إلى ذلك فإن غياب المعلومات الكافية لاتخاذ قرار الاستثمار في شراء الأدوات المالية المصدرة يدفع المستثمر إلى اللجوء إلى التصنيف الائتماني لقياس مستوى المخاطر المالية وقدرة المدين على الوفاء بالالتزامات المالية، كما أن تغيير السندات المصدرة يؤثر على أسعارها في أسواق الأوراق المالية.¹

وتتميز درجات التصنيف الائتماني بما يلي:²

- لا تحدد درجات التصنيف الائتماني النسبة المئوية للخسارة المحتملة؛
- لا تعكس درجات التصنيف الائتماني القيمة السوقية لأي ورقة مالية؛
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني على درجة سيولة الأوراق المالية للجهة المصدرة؛
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني عن حدة الخسائر المحتملة للالتزامات المالية في حالة عدم السداد؛
- لا تعبر درجات التصنيف الائتماني على الوضعية التجارية أو التشغيلية أو المالية إنما تعبر عن رأي وكالة التصنيف بمستوى المخاطر المؤدية لحدوث حالة عدم السداد.

وتنقسم درجات التصنيف الائتماني إلى قسمين هما: درجة الاستثمار ودرجة المخاطرة حيث أن درجة الاستثمار تقع بين (طويل الأجل: من AAA إلى BBB⁻، قصير الأجل بين F1 إلى F3)، بينما درجة المخاطرة فتقع بين (طويل الأجل BB⁺ إلى D، أما قصير الأجل من B إلى D).³ ففي المقام الأول هناك فئة الاستثمار التي تضم الأوراق المالية المحدودة المخاطر الصادرة عن مقترضين ذوي ملاءة عالية، وهو ما يزيد من إقبال المستثمرين على اقتنائها رغم انخفاض معدلات فوائدها، يلي ذلك الأوراق المالية المتوسطة المخاطر ذات الفوائد العالية نسبياً، وأخيراً نجد فئة السندات العالية المخاطر الصادرة عن مدينين ضعيفي الملاءة والتي تعرض بمعدلات فوائد عالية لجلب المستثمرين للاكتتاب فيها.⁴

¹ مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 55.

² Fitch ratings, **Definitions of ratings and other forms of opinion**, Fitch ratings, New York, 2014, p : 11.

³ Hunter Richard and others, **Inside the ratings: what credit ratings mean**, Fitch ratings, New York, 2007, P:1.

⁴ مغاري عبد الرحمن، "دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم المالية وأثرها على سير الأوراق المالية الدولية"، مجلة أبعاد اقتصادية، العدد 3، 2013، ص: 41.

1. درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة

تعكس درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات فترة الاستحقاق سنة أو أكثر، وتحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى.¹ ويمثل الجدول رقم (01) الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة.

الجدول رقم (01): الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة

A.M Best	DBRS	Egan-Jones Ratings "EJR"	Fitch	Japan credit rating agency "JCR"	Kroll Bond rating agency "KBRA"	Moody's	Morningstar	Standard & Poor's
Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA
Aa	AA	AA	AA	AA	AA	Aa	AA	AA
A	A	A	A	A	A	A	A	A
Bbb	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	Baa	BBB	BBB
Bb	BB	BB	BB	BB	BB	Ba	BB	BB
B	B	B	B	B	B	B	B	B
Ccc	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	Caa	CCC	CCC
Cc	CC	CC	CC	CC	CC	Ca	CC	CC
C	C	C	C	C	C	C	C	
D	D	D		D	D		D	SD/D
Rs								R

Source: Report to congress, **Credit rating standardization study**, The staff of U.S Securities and Exchange Commission, Wall Street, 2012, p: 16.

وتمثل درجات التصنيف الائتماني* للفترة الطويلة كما يلي:²

¹ Moody's investors service, **Moody's ratings symbols & definitions**, Moody's investors service, New york, 2003, p : 6.

* تم التركيز على درجات التصنيف الائتماني لأهم ثلاث وكالات كبرى في التصنيف الائتماني وهي وكالة موديز وستاندرد آند بورز وفيتش حيث أن باقي وكالات التصنيف تستخدم نفس درجات التصنيف لهذه الوكالات الثلاثة.

² تم الاعتماد على المرجعين الآتيين:

-Moody's investors service, **Moody's ratings symbols & definitions**, Op. Cit, p : 6.

-Fitch ratings, **Definitions of ratings and other forms of opinion**, Op. Cit, p : 9,10.

- **Aaa/AAA**: أعلى جودة ائتمانية؛ حيث تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات الجودة الائتمانية الأعلى، والأقل مخاطر ائتمانية ومخاطر عدم السداد، وتعتبر عن قدرة عالية ومتميزة على الوفاء بالالتزامات المالية.
- **Aa/AA**: جودة ائتمانية عالية جداً؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية عالية جداً، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد منخفضة جداً، وتعتبر عن قدرة عالية جداً على الوفاء بالالتزامات المالية.
- **A**: جودة ائتمانية عالية؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية عالية، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد منخفضة، وتعتبر عن قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية.
- **Baa/BBB**: جودة ائتمانية جيدة؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية جيدة، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد مقبولة، ولكن من الممكن للظروف الاقتصادية أن تؤثر على قدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية.
- **Ba/BB**: مخاطر مضاربة؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية دون المتوسط، ومخاطر ائتمانية عالية، وتتضمن مخاطر مضاربة.
- **B**: مخاطر مضاربة عالية؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.
- **Caa/CCC**: مخاطر ائتمانية كبيرة؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وهناك احتمال لحدوث حالة عدم السداد.
- **Ca/CC**: مخاطر ائتمانية عالية جداً؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر مضاربة عالية جداً، وهناك بعض المظاهر لحدوث حالة عدم السداد.
- **C**: المخاطر الائتمانية الأعلى؛ تعتبر الإصدارات المصنفة ضمن هذه الفئة بأنها ذات الجودة الائتمانية الأدنى وأصبحت حالة عدم السداد عالية، وبالتالي هناك صعوبة في استعادة أصل المبلغ أو الفوائد.
- **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، وتعتبر عن دخول المصدر في حالة الإفلاس وحالة التصفية وتتم ملاحقته قضائياً من قبل الدائنين.

2. درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة

تعكس درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة رأي وكالة التصنيف حول المقدرة المالية للمصدرين لمقابلة الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل عن 13 شهراً¹ ويمثل الجدول رقم (02) الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة.

الجدول رقم (02): الرموز المستخدمة من طرف أهم وكالات التصنيف الائتماني للتعبير عن درجات التصنيف الائتماني للفترة القصيرة

A.M Best	DBRS	Egan-Jones Ratings "EJR"	Fitch	Japan credit rating agency "JCR"	Kroll Bond rating agency "KBRA"	Moody's	Standard & Poor's
AMB-1	R-1	A-1	F1	J-1	K1	P-1	A-1
AMB-2	R-2	A-2	F2	J-2	K2	P-2	A-2
AMB-3	R-3	A-3	F3	J-3	K3	P-3	A-3
AMB-4	R-4	B	B	NJ	B	NP	B
D	R-5	B-1	C		C		B-1
	D	B-2	RD		D		B-2
		B-3	D				B-3
		C					C
		D					D

Source: Ibid, p: 19.

وتستخدم وكالة موديز مجموعة من الرموز للتعبير عن جودة الائتمان للفترة القصيرة وهي كما يلي:²

- P-1: يعتبر المصدر المصنف ضمن Prime-1 بأنه ذو قدرة عالية جداً على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.
- P-2: يعتبر المصدر المصنف ضمن Prime-2 بأنه ذو قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.
- P-3: يعتبر المصدر المصنف ضمن Prime-3 بأنه ذو قدرة مقبولة على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل.

¹ Moody's investors service, **Moody's ratings symbols & definitions**, Op. Cit, p : 7.

² Ibid, P : 7.

- **NP**: يعتبر المصدر المصنف ضمن Not Prime بأنه لا يقع ضمن أي من درجات التصنيف السابقة.
- أما الرموز التي تستخدمها وكالة فيتش للدلالة على جودة الائتمان للفترة القصيرة فهي كما يلي:¹
- **F1**: أعلى جودة ائتمانية بالفترة القصيرة؛ تشير إلى أعلى قدرة مالية على مقابلة الالتزامات المالية في الوقت المحدد بالفترة القصيرة، ومن 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، ومن 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 سداد محدودة لواحد أو أكثر من الالتزامات المالية.
- **D**: حالة عدم السداد؛ تشير إلى حدوث حالة عدم السداد Default للالتزامات المالية بالفترة القصيرة.

3. الارتباط بين درجات التصنيف طويلة الأجل وقصيرة الأجل

يبين الجدول الآتي العلاقة بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة والتصنيف الائتماني للفترة القصيرة حسب وكالة موديز للتصنيف الائتماني.

¹ Fitch ratings, **Definitions of ratings and other forms of opinion**, Op. Cit, p : 18.

الجدول رقم (03): العلاقة بين درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويلة والفترة القصيرة حسب وكالة موديز للتصنيف الائتماني

درجات التصنيف الائتماني قصير الأجل	درجات التصنيف الائتماني طويل الأجل
	Aaa
	Aa1
	Aa2
Prime-1	Aa3
	A1
	A2
	A3
Prime-2	Baa1
Prime-3	Baa2
	Baa3
Not prime	Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C.

Source : Moody's investors service, **Ratings symbols & definitions**, Moody's investors service, New york, 2015, p : 6.

4. تصنيفات الاسترداد

تقدم وكالات التصنيف الائتماني بالإضافة إلى التصنيفات الائتمانية العامة تصنيفات الاسترداد والتي تقيس مدى احتمال قدرة المستثمرين على تعويض الجزء غير المدفوع من رأس المال في حالات عدم السداد، وبالتالي فتصنيف الاسترداد هو تقييم للجدارة الائتمانية للقضية لاسيما في حالات الديون غير المسترجعة، كما أن تصنيفات الاسترداد تساعد في ضبط الائتمان عند تقييم قضية الديون أعلى أو أسفل فيما يتعلق بالتصنيف الائتماني المخصص للمصدر. ويرتكز مقياس نسب الاسترداد على توقع استرداد الالتزامات المالية بعد معالجة حالة عدم السداد، فهي مقياس ترتيبية وليس محاولة لتوقع نسب الاسترداد بدقة.¹ وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني رموزاً للتعبير على تصنيفات الاسترداد هي:²

¹ Standard & Poor's Ratings Services ,**What are credit ratings and how do they work ?**, Guide to credit rating essentials, New york, 2014, P :12.

² Fitch ratings, **Definitions of ratings and other forms of opinion**, Op. Cit, p : 21.

- **RR1**: آفاق استرداد عالية جداً لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد بين 100% و 91% من أصل المبلغ والفائدة؛
- **RR2**: آفاق استرداد مرتفعة لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد بين 90% و 71% من أصل المبلغ والفائدة؛
- **RR3**: آفاق استرداد جيدة لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد بين 70% و 51% من أصل المبلغ والفائدة؛
- **RR4**: آفاق استرداد متوسطة لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد بين 50% و 31% من أصل المبلغ والفائدة؛
- **RR5**: آفاق استرداد دون المتوسط لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد بين 30% و 11% من أصل المبلغ والفائدة؛
- **RR6**: آفاق استرداد ضعيفة لحالة عدم السداد؛ إن الأوراق المالية المصنفة ضمن هذه الفئة لديها خصائص الأوراق المالية التي تم تاريخياً استرداد أقل من 10% من أصل المبلغ والفائدة.

5. مثال لكيفية منح درجات التصنيف للصكوك

سيتم التعرض لكيفية تصنيف الصكوك* من طرف وكالة ستاندرد آند بورز كمثال لعملية منح درجات التصنيف الائتماني:¹

1.5. تصنف الصكوك طويلة الأجل وتمنح تصنيف ائتماني بنفس مستوى التصنيف الأولى غير المضمون للجهة الراعية* في حال استوفت الشروط الآتية:

- كانت التزامات التسديد التعاقدية للجهة الراعية تجاه المصدر كافية للوفاء بالتوزيعات الدورية وتسديد لرأس المال (بتاريخ التصفية المقرر أو في حال إجراء تصفية مبكرة)؛
- كان مستوى التزامات التسديد التعاقدية للجهة الراعية يتساوى مع الالتزامات المالية الأولية غير المضمونة الأخرى؛
- لا يمكن التراجع عن التزامات التسديد التعاقدية للجهة الراعية؛
- تلتزم الجهة الراعية بالتسديد التام وغير المشروط لجميع التكاليف المتوقعة للمصدر بما في ذلك الضرائب والتكاليف ذات الصلة بالقيم، ووكيل الخدمات ومدير الاستثمار خلال مدة المعاملة في

* تمثل الصكوك شهادات ائتمانية عادة يجري إصدارها من خلال أداة ذات أغراض خاصة، تقرض مبالغها عموماً للشركات أو المؤسسات المالية أو شركات التأمين، أو الحكومات السيادية أو الحكومات المحلية أو الإقليمية بهدف جمع التمويل.

¹ وكالة ستاندرد آند بورز، منهج تصنيف الصكوك، ريتنجزايركت، ستاندرد آند بورز، نيويورك، 2015، ص: 6، 11.

* الجهة الراعية: الجهة القانونية الملزمة تعاقدياً بشكل مباشر أو غير مباشر لتسديد دفعات محددة للمصدر.

الوقت المناسب بشكل لا يؤدي إلى إضعاف قدرة المُصدر على الوفاء بجميع الدفعات المستحقة في الوقت المناسب؛

- من المستبعد أن تؤثر مخاطر الأحكام على تسوية الدفعات بالكامل وفي الوقت المناسب، وفي حال كانت هذه المخاطر ليست مستبعدة قد يتم منح الصكوك تصنيفاً مختلفاً عن التصنيف الأولى غير المضمون للجهة الراعية.

2.5. تصنف الصكوك بمستوى الالتزامات المالية للجهة الراعية ذات المستوى نفسه من الأولية عندما لا يتساوى مستوى التزامات التسديد التعاقدية للجهة الراعية مع مستوى الالتزامات المالية الأولية غير المضمونة واستوفت الأحكام الأربعة سائلة الذكر، عندها يتم خفض أسقف التصنيف من خلال فارق النقاط ما بين التصنيفات الثانوية والأولية غير المضمونة. يتم على سبيل المثال تحديد أسقف تصنيف الصكوك الثانوية ويرعاها بنك عند BBB⁻ وليس عند التصنيف BBB، ولتصنيف صكوك مدة استحقاقها أقل من عام واحد يتم تطبيق التصنيف الائتماني قصير الأجل للجهة الراعية، في حال تم الوفاء بالأحكام الأربعة السائلة الذكر، ويتم تطبيق التصنيف الائتماني قصير الأجل للجهة الراعية بصرف النظر عما إذا تساوى مستوى الالتزامات بالتسديد التعاقدية للجهة الراعية مع مستوى الالتزامات المالية الأولية غير المضمونة نظراً لأنه لا يتم التفريق بين الديون الأولية والثانوية في مقياس التصنيف قصير الأجل.

3.5. يعتمد التصنيف الائتماني للصكوك على تقويم التوزيعات الدورية للصكوك ورأس المال، وبالمقابل على تصنيفات الجهة الراعية بالعملة المحلية أو الأجنبية. تمنح الجهة الراعية التصنيفات الائتمانية من الدرجة D و SD في حال إخفاق المصدر في تسديد التوزيعات الدورية للصكوك ورأس المال، وفشل الجهة الراعية في الوفاء سواءً من حيث المبلغ أو التوقيت بأحد من التزاماتها بالتسديد للمصدر بموجب شروط وأحكام الصكوك.

4.5 تنطبق معايير تحديد درجات التصنيف ⁺CCC، و CCC⁻، و CC⁻، و CC، وتسود هذه المعايير على سبيل المثال عند وقوع خسارة كلية، وبالتالي الصكوك حالياً معرضة لعدم التسديد وتعتمد على ظروف تجارية ومالية واقتصادية ملائمة للوفاء بالتزاماتها المالية.

6. اجراءات التصنيف الائتماني

يمكن تعظيم فوائد التصنيف الائتماني بشكل كبير وذلك إذا استطاع مستخدموه فهم الإشارات غير التصنيفية والتي أضحت جزءاً اعتيادياً من نظام التصنيف الائتماني مثل توقعات التصنيف ولائحة المراقبة، والتي تعكس بشكل كبير المستقبل المتوقع للشركة أو المؤسسة المصدرة للسند:

1.6. مشاهدة التصنيف Rating Watch

تظهر الشركات والمؤسسات التي تحت المراقبة لاحتمال إجراء تغيير في تصنيفها في المستقبل سواءً إلى الأعلى أو الأسفل، أو لتوجه غير أكيد خلال 90 يوم من ضم الشركة أو المؤسسة المعنية لللائحة، وقد دلت النتائج العملية على أن حوالي 77% من الشركات التي وضعت في هذه اللائحة تم تغيير تصنيفها في نفس الاتجاه المتوقع لها.¹

2.6. توقعات التصنيف Rating Outlook

فتشير إلى الاتجاه المحتمل للتصنيف في الأجل المتوسط (بين 6 أشهر إلى سنتين) وعند تحديد هذه التوقعات يتم الاعتماد على العديد من الاعتبارات، مثل مناخ الاستثمار والأعمال، والأوضاع الاقتصادية المحتملة، ويشير "التوقع الايجابي" إلى إمكانية تحسن التصنيف مستقبلاً، و"توقع مستقر" ويعني إمكانية استمرار التصنيف الحالي.²

¹ أحمد طلفاح، "مفاهيم أساسية حول طريقة وكالة Moody's لتصنيف السندات للشركات والمؤسسات الصناعية والتجارية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2005، ص: 18، 19.

² أحمد الكواز، "وكالات التصنيف الائتماني: عرض وتقييم"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دراسات تنموية، العدد 51، الكويت، جويلية 2016، ص: 13.

المبحث الثالث: أنواع التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع مختلفة من درجات التصنيف الائتماني، فقد ازدادت أنواعها بشكل كبير لتتماشى مع تطور السوق المالي العالمي ولتلبى الطلب المتزايد عليها من قبل مختلف الأطراف المعنية في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية، وتحديد احتمالات التأخر عن السداد والخسارة الناجمة عنها، ويمكن حصر أنواع التصنيف الائتماني من خلال تقسيمها إلى عدة معايير: معيار استحقاق القرض، الأداة المصنفة، الجهة المصنفة، طالب التصنيف...، ومن خلال ما سبق سيتم التعرض في هذا المبحث للنقاط الآتية:

- ✓ تقسيمات التصنيف الائتماني؛
- ✓ التصنيف السيادي؛
- ✓ التصنيف المصرفي.

المطلب الأول: تقسيمات التصنيف الائتماني

يمكن تقسيم التصنيف الائتماني وفقاً لعدة معايير؛ فالتصنيف الائتماني حسب معيار استحقاق القرض يضم تصنيف الديون قصيرة الأجل وتصنيف الديون طويلة الأجل، والتصنيف الائتماني حسب معيار الطلب يضم التصنيف الائتماني المطلوب وغير المطلوب، كما أن التصنيف الائتماني حسب الجهة المصنفة يضم التصنيف الائتماني الداخلي والخارجي وتصنيف الهيئات الرسمية، أما التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة فيضم التصنيف الائتماني السيادي والتصنيف الائتماني المصرفي.*

أولاً: التصنيف الائتماني حسب معيار استحقاق القرض

يقسم التصنيف الائتماني وفقاً لهذا المعيار إلى تصنيف الديون قصيرة الأجل وتصنيف الديون طويلة الأجل وذلك كما يلي:¹

1. تصنيف الديون قصيرة الأجل

يخص هذا التصنيف الديون التي حددت تواريخ استحقاقها الأولية بأقل من سنة، لهذا جاء سلم تصنيفها مكتظاً في التدرج نوعاً ما، أي يحتوي على عدد أقل من الدرجات مقارنة بسلم تصنيف الديون

* تم التعرض إلى أهم أنواع التصنيف الائتماني وليس جميعها وذلك تبعاً لدرجة أهميتها على مستوى الأسواق المالية، كما أن وكالات التصنيف الائتماني تقوم باستحداث أنواع جديدة ومتنوعة من منتجات التصنيف الائتماني بشكل دائم لتلبي حاجة السوق المتزايدة في تقييم المخاطر المالية.

¹ جبار محفوظ، "وكالات تصنيف الائتمان: دراسة تحليلية"، مجلة المال والصناعة، العدد 22، الكويت، 2004، ص ص: 52، 54.

طويلة الأجل، أما الرموز المستعملة في تصنيف الديون والأدوات قصيرة الأجل فقد اختلفت من وكالة لأخرى، وإن كانت تتبع نفس المنطق في التدرج.

2. تصنيف الديون طويلة الأجل

يخص هذا التصنيف الديون والإصدارات التي يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة، أي تشمل الديون المتوسطة وطويلة الأجل، سلاّم تصنيفها أوسع من تلك المستعملة في تصنيف الديون قصيرة الأجل.

ثانياً: التصنيف الائتماني حسب معيار الطلب

يقسم التصنيف الائتماني وفقاً لهذا المعيار إلى نوعين هما:¹

1. التصنيف المطلوب

هو تصنيف يتم بناءً على طلب الشركات أو الهيئات المصدرة للأوراق المالية، لاسيما حالة إصدار السندات، ما يسمح لوكالات التصنيف المعنية من الحصول على المعلومات الضرورية لإجراء عملية التصنيف خاصة المعلومات المحاسبية والخطط والتوقعات، بما في ذلك بعض المعلومات السرية من الشركة طالبة التصنيف، ذلك أن هذه الأخيرة تريد أن تظهر المستوى العالي لملاءتها وقدرتها الائتمانية، مما يزيد من فرص نجاح إصداراتها والحصول على رؤوس الأموال باستمرار وبشروط ميسرة نسبياً.

2. التصنيف غير المطلوب

يمكن للوكالات المختصة بتصنيف أي بلد أو شركة دون طلب منها أو دون أن تكون رغبة في ذلك، وهذا بغية إعلام المستثمر بوضعية الدولة أو الهيئة أو الشركة محل التصنيف. وعلى عكس التصنيف المرغوب فإنه في إطار التصنيف غير المرغوب لا تتوفر الوكالات على المعلومات الضرورية والكافية لإجراء عملية التصنيف، حيث تعتمد أكثر على ما يوفره السوق من معطيات حول المدين أو المصدر والتي عادة لا تكون كاملة الشيء الذي يجعل عملية التصنيف غير موضوعية.

ثالثاً: التصنيف الائتماني حسب معيار الجهة المصنفة

ينقسم التصنيف الائتماني وفقاً لهذا المعيار إلى التصنيف الائتماني الداخلي، والتصنيف الائتماني الخارجي، وتصنيف الهيئات الرسمية وذلك كما يلي:

¹ حياة نجار، مرجع سابق، ص: 156.

1. التصنيف الائتماني الداخلي

وهو ما يقصد به تصنيف المؤسسات لزيائنها، حيث توجد على مستوى مؤسسات الإقراض لجان متخصصة في دراسة طلبات القروض المقدمة من طرف الزبائن وتتخذ القرارات على ضوء ذلك، كما تضطلع بمهمة متابعة القروض الممنوحة معتمدة في ذلك على المعلومات المتوفرة لديها لتقييم المخاطر.

ولقد شجعت لجنة بازل البنوك على استعمال نظامها الداخلي للتصنيف على أساس أن البنك (المصنف الداخلي) يمكنه الوصول إلى بعض المعلومات الداخلية التي يتعذر على المصنفين الخارجيين الوصول إليها في تقييم مخاطرها وتحديد الهيكل الرأسمالي لها، فضلاً عن النصائح والتوجيهات المقدمة للزبائن فيما يتعلق بسوق السندات.¹ ويساعد التصنيف الائتماني الداخلي البنك في تحقيق مجموعة من الأهداف من بينها:²

- التمييز في درجة ومستويات مخاطر الائتمان لمختلف التسهيلات الائتمانية؛
- تحديد جميع خصائص المحفظة الائتمانية؛
- تحديد المناطق التي تتركز فيها مخاطر الائتمان؛
- تحديد المشكلات الائتمانية؛
- تقدير مدى كفاية الاحتياجات لمقابلة خسائر القروض المحتملة؛
- التخصيص الداخلي للملائم لرأس المال المستند إلى مخاطر المحفظة الائتمانية؛
- التسعير للملائم للائتمان بشكل يتلاءم مع مستويات الخطر الائتماني.

2. التصنيف الائتماني الخارجي

هو نشاط لتقييم المخاطر لمختلف المتعاملين الاقتصاديين (الدول، الهيئات المحلية، الشركات، الأفراد...) سواء قاموا بعمليات الإصدار في أسواق الأوراق المالية الوطنية والدولية أم لا، وذلك من طرف الهيئات المعتمدة المتخصصة في مجال التصنيف.³

3. تصنيف الهيئات الرسمية

تسير بعض الهيئات الرسمية المخاطر المتعلقة بالشركات في بلد معين وتنتشر توقعاتها حول احتمال تعثر تلك الشركات في السنتين أو الثلاث سنوات القادمة، ومن أمثلة تلك الهيئات الرسمية بنك فرنسا الذي يقوم منذ 1995 بحساب ونشر مؤشر التعثر لـ 90000 شركة صناعية فرنسية مع تبيان احتمال توقفها عن التسديد في الثلاث سنوات القادمة، مستعملاً في ذلك طريقة إحصائية تعرف بمعادلة التنقيط. وعليه يمكن القول أن هذه المتابعة من قبل هيئة رسمية مثل البنك المركزي تعتبر بمثابة المكمل

¹ نفس المرجع السابق، ص: 155.

² محمد داود عثمان، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص ص: 360، 361.

³ حياة نجار، مرجع سابق، ص: 155.

للتصنيفين الخارجي والداخلي من أجل تقديم خدمة ذات جودة أكبر للمستثمر بتوفيره المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية في ظروف تمتاز بالشفافية.¹

رابعاً: التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة

ينقسم التصنيف الائتماني حسب معيار الأداة المصنفة إلى التصنيف الائتماني السيادي، والتصنيف الائتماني المصرفي.*

المطلب الثاني: التصنيف السيادي

يقوم التصنيف الائتماني السيادي على أساس قدرة الدولة على السيطرة على التزاماتها من حيث العملة، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المحلية والخارجية.

أولاً: مفهوم التصنيف السيادي وأهميته

يعرف التصنيف الائتماني السيادي بأنه رأي وكالة التصنيف الائتماني في تقييم الحالة المستقبلية للمقدرة المالية السيادية للحكومات، ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.² حيث انخفضت العديد من مصادر التمويل الذاتية والمحلية بالنسبة للكثير من الدول الشيء الذي جعلها تتوجه أكثر فأكثر إلى إصدار السندات في أسواق المال الدولية، حتمت هذه الوضعية على المستثمرين الاعتماد أكثر على وكالات التصنيف التي اضطلعت بمهمة تقييم مخاطر الدول المصدرة، وبذلك ازدادت أهمية تلك الوكالات وقوتها وتأثيرها على الاقتصاد العالمي برمته لاسيما على التمويل الدولي.³

ويعتبر التصنيف الائتماني السيادي مهماً جداً حيث أنه وبطريقة غير مباشرة يؤثر على الجدارة الائتمانية لمجموعة عريضة من المقترضين المحليين الذين يحملون نفس الجنسية. ولقد انتهجت وكالات التصنيف الائتماني العالمية عدم إعطاء تصنيف أعلى لمقترض محلي عن التصنيف السيادي للدولة بغض النظر إذا كان هذا المقترض ينتمي إلى القطاع العام أو الخاص وبغض النظر عن مقدار جودة وضعه المالي.⁴ حيث أن التصنيف الائتماني السيادي من الناحية المنهجية ليس مصمم للمقارنة بين الدول بالدرجة الأولى، بل للمقارنة النسبية للمخاطر الائتمانية داخل دولة بعينها وآثار ذلك على إصدارها

¹ نفس المرجع السابق، ص: 156.

* سيتم التعرض للتصنيف الائتماني السيادي والتصنيف الائتماني المصرفي بالتفصيل في المطلب الموالي.

² Ashok vir bhatia, *Sovereign credit ratings methodology: an evaluation*, IMF, WP/02/170, Washington, D.C, 2002, p: 4.

³ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 58.

⁴ أحمد طلفاح، "الجدارة الائتمانية السيادية: المبادئ الأساسية - الفوائد - الوظائف - المؤسسات - المؤشرات - المجالات"، مرجع سابق، ص: 5.

السندات المختلفة بالعملة المحلية أو الأجنبية مع الاحتفاظ بسقف ائتماني سيادي لا تتخطاه المؤسسات أو المنشآت المالية والاستثمارية في تلك الدولة.¹

وترجع أهمية التصنيف الائتماني السيادي إلى الأسباب الآتية:

- يعتبر التصنيف السيادي من عوامل جذب وتعزيز ثقة المستثمرين في مجمل المناخ الاستثماري وبيئة أداء الأعمال ومن ثم تحويل المستثمر المحتمل إلى مستثمر فعلي؛
- تستعين بنتائجه الشركات والمؤسسات التي تعمل في مجال الإقراض والاستثمار الدولي، حيث تسعى إلى تعظيم المردود المادي للعمليات التي تقوم بها من خلال تطبيق أفضل الممارسات في مجال السياسات الاحترازية بهدف تقليل المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه العمليات بصرف النظر عن المدى الجغرافي أو نوع النشاط الاقتصادي الذي تغطيه؛
- يؤهل حكومات الدول حول العالم للنفاد إلى أسواق المال الدولية والحصول منها على التمويل اللازم للمشاريع التنموية بكلفة تنافسية سواءً من خلال تمكينها من الاقتراض الخارجي التقليدي، أو من خلال طرح سندات الدين الحكومية في أسواق رأس المال العالمية؛
- يمثل التصنيف الائتماني لدولة ما سقفاً أو حداً أقصى لا يمكن تجاوزه بالنسبة للتصنيفات الائتمانية التي يمكن أن تحصل عليها البنوك والمؤسسات والشركات العاملة داخل تلك الدولة، ومن ثم يؤثر على تكلفة التمويل اللازم لاحتياجات تلك الكيانات الاقتصادية؛
- يعكس التصنيف الائتماني السيادي مدى الاستقرار السياسي والاقتصادي وقدرة الدولة على تحقيق موارد كافية من النقد الأجنبي، ومن ثم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الخارجية في تاريخ استحقاقها دون تأخير؛
- يعتبر مؤشراً للأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتوقعات المستقبلية لأداء الدولة على تلك الأصعدة؛²
- لا يعتبر تصنيف أي دولة سواءً تعلق الأمر بإصدار أو بدين عادي بمثابة إظهار ونشر ملاءمتها فحسب، وإنما مصداقيتها ككل أيضاً لاسيما قدرتها على خدمة ديونها، فتحدد تصنيف لها أو تعديله أو نشر توقع بشأنها أو تعديله يؤثر عليها سلباً أو إيجاباً حسب درجة التصنيف واتجاه التوقع، إذ أكدت دراسة ميدانية أن لتصنيف الدول دوراً هاماً في تحديد إمكانية دخولها إلى أسواق رأس المال الدولية وتوقيت ذلك، وعليه إذا صنفت دولة ما تصنيفاً منخفضاً فإنها في الغالب لا تتمكن من تسويق إصداراتها مستقبلاً في الأسواق الدولية، ولا يمكنها الوصول إلى مصادر التمويل الأخرى إلا بشروط و ضمانات وتكاليف إضافية.³

¹ نفس المرجع السابق، ص: 18.

² إدارة البحوث الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 25.

³ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 57.

ثانياً: محددات ومنهجية التصنيف الائتماني السيادي

تعتمد وكالات التصنيف الائتماني عوامل محددة كمية وإجراء التصنيف واستخراج مؤشر التصنيف، وهناك مجموعة من العوامل التي تتفق عليها أغلب وكالات التصنيف الائتماني وهي كالآتي:

1. معدل النمو (مستوى التنمية الاقتصادية)

يعتبر معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي مقياس كلي للأداء الاقتصادي للدولة، كما يستخدم من قبل الدائنين كمؤشر هام لقياس مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، وإذا كانت الدولة المدينة لديها القدرة على استخدام القروض الأجنبية الاستخدام الأمثل بحيث تتحقق الشروط النظرية للاقتراض وهي "أن يكون الناتج الحدي لرأس المال المقترض أكبر من التكلفة الحدية لسعر الفائدة على القروض الأجنبية". ويعتبر تحقيق الشرط النظري للاقتراض الأمثل من أهم العوامل التي يركز عليها الدائنون، وبالتالي فإن الدولة المدينة التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في الدخل سوف توفر موارد إضافية تستطيع من خلالها أن تحافظ على مستوى معيشة سكانها وأيضاً الوفاء بخدمة ديونها الخارجية.

ويعتبر مستوى التنمية الاقتصادية من أهم الاعتبارات المؤثرة على مستوى الجدارة الائتمانية للدولة لأنه يعطي مؤشراً عن الطاقة الاقتصادية للدولة الحالية والمستقبلية على خدمة ديونها الخارجية، ولذلك فإنه من المتوقع أن يرتفع مستوى الجدارة الائتمانية للدول التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في الناتج المحلي الاجمالي.¹

2. نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي

ويعكس هذا المتغير مقدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها وسداد قيمة القرض مع خدمة الدين، وهذا المتغير يعكس بالدرجة الأولى قدرة النظام الضريبي في الدولة على توليد الإيرادات اللازمة للإنفاق على البنود المختلفة بما في ذلك القروض وخدمة الدين، كما يعكس هذا المتغير بطريقة غير مباشرة مدى الاستقرار السياسي للدولة المعنية.

3. معدل التضخم

ارتفاع معدل التضخم يدل على اختلالات هيكلية في الاقتصاد وعدم قدرة الحكومة على تمويل القروض.

4. وضع الموازنة العامة

إن عجز الموازنة دليل على عدم قدرة الحكومة على سداد القرض وعدم قدرة النظام الضريبي على توليد ما يلزم لتغطية النفقات.

¹ محمد خالد أبو الفهم، "محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية"، المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، 9/8 ماي 2005، ص: 9.

5. وضع الميزان التجاري

إن ظهور العجز في الميزان الخارجي يدل على اعتماد كل من القطاعين العام والخاص على الموارد المالية من الخارج، وإذا تحول العجز إلى عجز مزمن فيعتبر ذلك دليلاً على اختلال جوهري في الهيكل الاقتصادي مما يتطلب برامج إصلاح اقتصادي واسعة.

6. وضع المديونية الخارجية

ارتفاع معدل المديونية الخارجية يعني زيادة مخاطر عدم الوفاء، وبالتالي يعني تصنيف جدارة سيادية منخفض.

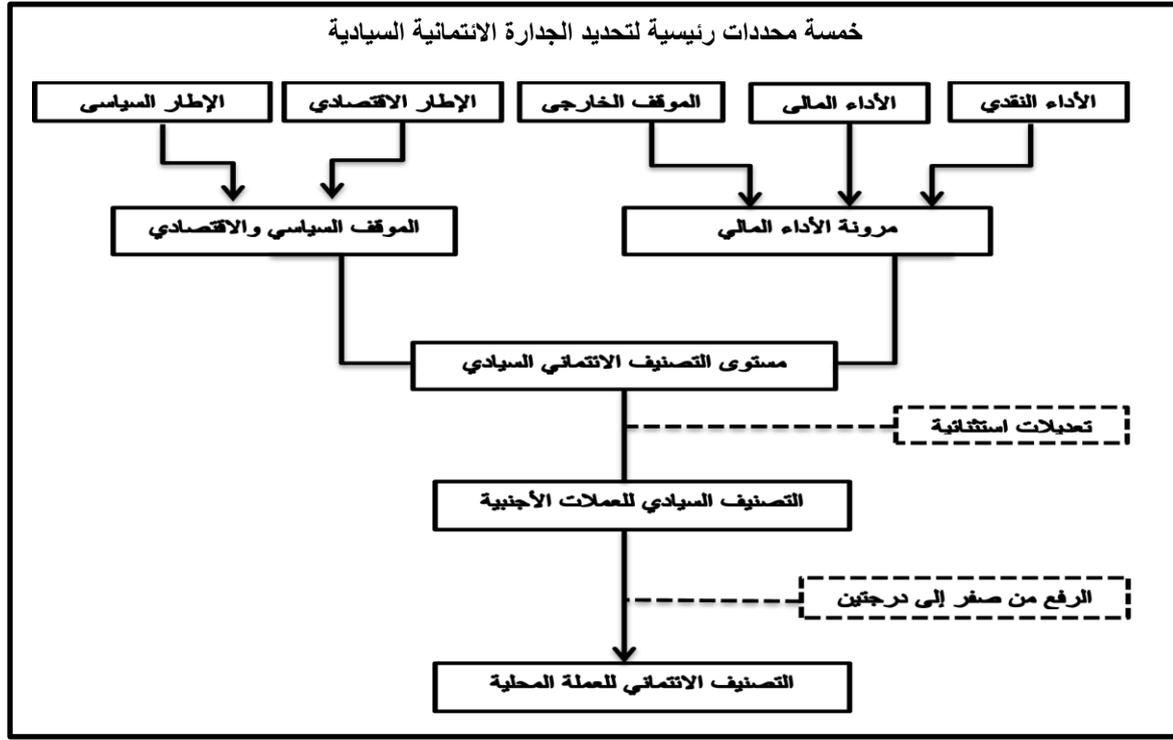
7. المراجعة التاريخية لتحقق خطر عدم السداد

إذا كانت الدولة لها تاريخ في عدم السداد خصوصاً في الماضي القريب، فإن هذا يعتبر دليلاً على زيادة مخاطر عدم السداد.¹

ويوضح الشكل الآتي محددات التصنيف الائتماني السيادي حسب وكالة ستاندرد آند بورز

¹ Richard cantor & Frank packer, **Determinants and impact of sovereign credit ratings**, FRBNY Economic policyre view, october 1996, p :38.

الشكل رقم (03): محددات التصنيف الائتماني السيادي حسب وكالة ستاندرد آند بورز



Source: Standard & Poor's, **How We Rate Sovereigns**, Global Credit Portal, March 2012, p: 3.

وتقوم وكالات التصنيف الائتماني للديون السيادية بعملية التصنيف الائتماني من خلال منهجية التصنيف الخاصة بها والتي تتضمن شبكة معقدة من العوامل الكمية والنوعية لتحديد مخاطر الائتمان السيادي وإصدار التصنيف، وتأخذ عملية التصنيف مدة تتراوح بين عدة أسابيع إلى عدة شهور وذلك حسب تعقيد الإصدار وحجمه، وتؤكد وكالات التصنيف الائتماني أنه لا يوجد نموذج كمي يمكن أن يصنف الشبكة المعقدة من العوامل الكمية والنوعية بشكل دقيق، وتعتمد منهجية التصنيف الائتماني لوكالة ستاندرد آند بورز على العوامل الآتية:¹

- **الملف السياسي والاقتصادي:** وركز هذا الملف على تحليل المتغيرات السياسية والاقتصادية الأساسية من خلال تحليل الفاعلية المؤسسية والمخاطر السياسية وتحليل الهيكل الاقتصادي وأفاق النمو الاقتصادي.
- **ملف الأداء والمرونة:** ويعتمد على تحليل قدرة الحكومة على تعبئة الموارد داخلياً وخارجياً لتسديد ما بذمتها من ديون وذلك من خلال تحليل السيولة الخارجية والاستثمار الدولي، وتحليل الأداء المالي فضلاً عن المرونة النقدية.

¹ حيدر جواد كاظم المرشدي، "التصنيف الائتماني لحجم الديون السيادية والعوامل المؤثرة فيها (دراسة تحليلية لدرجة التصنيف الائتماني للعراق حسب معايير وكالة standard & poor)", مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع عشر، العدد 03، 2017، ص ص: 49، 50.

المطلب الثالث: التصنيف المصرفي

لنجاح المحلل المالي في عمله لا بد من توفر المعلومات اللازمة لإعداد التقرير الائتماني، وبالتالي فإن البنوك في حاجة دائمة للمعلومات الموثوقة والدقيقة والتي لا تتوفر بالطرق العادية، مما أدى إلى الاستعانة بمؤسسات خاصة هدفها توفير المعلومات من خلال التقارير الائتمانية التي تحتوي على معلومات عن أداء العميل وتاريخه الائتماني.

أولاً: مفهوم التصنيف المصرفي

التصنيف المصرفي عملية غرضها توفير المعلومات والتقييم المستقل لكل من الملاءة الائتمانية وحسن الأداء الفني للأعمال المصرفية، سواءً للبنوك أو الصناديق والمحافظ الاستثمارية أو شركات التأمين أو المنتجات المالية التي تتداول في الأسواق كالصكوك ونحوها.¹

كما أن التصنيف المصرفي يعبر على مدى قدرة البنك على الاستجابة للمتطلبات والوفاء بالالتزامات المالية اتجاه دائنيه، ويختلف التصنيف المصرفي اختلافاً جوهرياً عن تصنيف الشركات الأخرى حيث أن الملاءة الائتمانية للبنك تتوقف على السلامة المالية الجوهرية له.²

كما أن التصنيف المصرفي هو شهادة جهة مستقلة عن البنك متخصصة في التصنيف بشأن الملاءة المالية لذلك البنك وقدرته على الوفاء بالتزاماته تجاه الآخرين مقارنة بمن خضع لمثل ذلك التصنيف من البنوك الأخرى، فالتصنيف المصرفي متعلق بتقويم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته تجاه الآخرين وهم دائنوه، وإذا كان التصنيف خاصاً بورقة مالية فهو يتعلق بقدرة حاملها على استرداد حقوقه (عند استحقاقها) من المصدر لها.³

إن الهدف من التصنيف المصرفي هو إعطاء المؤسسة أو المنتج مستواه الصحيح من الجودة النوعية لكي يعتمد المستثمرون والممولون على ذلك التصنيف في تحقيق المستوى النوعي من الملاءة والائتمان طبقاً للمقاييس المعتمدة في تحديد المخاطر.⁴

¹ عبد الستار أبو غدة، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، البحرين، 4/3 أكتوبر 2004، ص: 3.

² Nadège Dongmo-Kenhfack, **Influence des agences de notation sur les banques: apports de la theorie néo-institutionnelle**, cahier de recherche N° 2012-01, France, p: 7.

³ محمد علي القري، مرجع سابق، ص: 2.

⁴ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 3.

ثانياً: أهمية التصنيف المصرفي

لا يخفى أن عمل البنك يختلف عن المؤسسات الأخرى في القطاع الخاص من عدة نواحي تصب جميعها في نتيجة واحدة وهي عدم قدرة الناس ممن لهم علاقة بهذا البنك التعرف على وضعه الحقيقي من الناحية المالية بصفة مستمرة ومحدثة وذلك لخصوصيات منها:¹

- أن العمل المصرفي يكتنفه قدر كبير من المخاطر، والمخاطرة هي احتمال وقوع المكروه، والمكروه في عمل البنوك هو عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته الأمر الذي يؤدي إلى الفشل، والفشل في لغة البنك هو الإفلاس، إلا أن البنوك تواجه هذا الخطر في كل يوم لذلك كان يجب بشكل مستمر أن تتأكد أن التزاماتها تتلاءم مع موجوداتها؛
- يقوم عمل البنوك التقليدية على الاقتراض ثم الإقراض وهي تقترض بطرق متعددة أشهرها الحسابات الجارية والمؤجلة كما أنها تصدر سندات الدين للحصول على الأموال، وتستفيد البنوك من التصنيف الائتماني العالي في تقليل تكاليف الاقتراض إذ من المعروف أن الفائدة على القرض تتأثر بالمخاطر الائتمانية، فإذا حصل البنك على تصنيف مرتفع يمكن بناءً عليه أن يحصل على مصادر أموال ذات تكلفة أقل نسبياً مما يترتب عليه تحسن في ربحية ذلك البنك؛
- إن النشاط المصرفي يحاط بقدر من السرية، والبنوك تحتاج هذه السرية حتى تحمي نفسها من المنافسين وتحمي أسرار عملائها، ولذلك لا يتمكن الآخرون ممن لهم علاقة بالبنك من الوصول إلى المعلومات الصحيحة والمحدثة عن وضعه المالي؛
- مع أن البنوك تصدر التقارير الدورية وتوفر المعلومات لمن يريدونها إلا أن تلك المعلومات تبقى صادرة عن البنك نفسه، الأمر الذي يجعلها متحيزة ومن ثم ينظر إليها بمنظار الشك من قبل الناس وذوي العلاقة بذلك البنك؛
- وحتى لو توفرت كافة المعلومات الصحيحة والمحدثة يبقى أن الحكم على بنك بأنه قوي أو ضعيف إنما يكون نسبة إلى البنوك الأخرى، وهذا لا يتحقق إلا بإيجاد مسطرة موحدة تقاس بها تلك القوة وتمكن من المقارنة بين البنوك.

نتيجة لذلك كله احتاج الناس إلى جهة مستقلة عن البنك تتخصص في إصدار التقويم الذي يمكن من المقارنة بين البنوك من ناحية قوتها المالية، فجاء ما يسمى بالتصنيف الائتماني الذي تقوم به مؤسسات عالمية مشهورة فإذا منح بنك ما تقويم ممتاز علم أن هذا البنك يتوافر على قوة مالية لا يجاريه فيها إلا من حمل نفس التصنيف.

¹ محمد علي القري، مرجع سابق، ص ص: 2، 4.

ثالثاً: محددات التصنيف المصرفي

يعتمد التصنيف الائتماني على مزيج من المدخلات الكمية والكيفية التحليلية لأداء المؤسسة المعنية، ومن خلال التحليل الذي تقوم به وكالات التصنيف يمكن فهم نقاط القوة والضعف في المؤسسة المالية ومن ثم معرفة حساسيتها للتغيرات المفاجأة في بيئة العمل أو في الظروف والأحوال المالية المحلية أو العالمية والتي قد تؤدي إلى زيادة احتمال عدم الوفاء. وتتمثل أهم المحددات الكمية والكيفية للتصنيف الائتماني المصرفي فيما يلي:¹

1. مجالات التحليل المالي

هناك أربعة مجالات رئيسية لإجراء التحليل المالي تستخدمها كافة وكالات التصنيف الائتماني الدولية وهي:

1.1. الإيرادات والربحية

تعتبر مقدرة المؤسسة المالية على توليد الإيرادات ودرجة استدامة هذه المقدرة هي العامل الأول لتحقيق الربحية، ويجب أن تحقق المؤسسة أرباحاً تمكنها من تغطية تكاليف عملياتها وخدمة الديون بالإضافة إلى تكوين رأس مال يمكنها من النمو والتوسع في المستقبل. كما أن مقدرة المؤسسة على توليد الدخل بصورة قوية يخلق ثقة المستثمرين ويجعل المؤسسة في وضع جيد في السوق المالي ويمكنها من الاقتراض بسهولة، وهذا هو حجر الزاوية في تحليل الجدارة الائتمانية أي مدى سهولة الحصول على الائتمان عند الحاجة.

2.1. تقييم جودة الأصول

يعتبر هذا التقييم مؤشراً قوياً على وضع الأرباح والخسائر، كما يعتبر مؤشراً على مقدرة المؤسسة المالية على قبول المخاطر الائتمانية، حيث أن جودة الأصول تعكس بصورة مباشرة رأسمال المؤسسة واحتياطها العام.

3.1. التمويل والسيولة

إن درجة نفاذ أية مؤسسة مالية إلى التمويل والحصول على متطلباتها من السيولة هو العنصر الحاسم في أدائها لعملياتها، وبدون هذا الإمداد المستمر من السيولة ويغض النظر عن رأس المال أو درجة الأمان التي تتمتع بها المؤسسة فإنها لا تستطيع الاستمرار في القيام بنشاطها معتمدة على مواردها الذاتية فقط، وتعتمد قدرة المؤسسة المالية على النفاذ المستمر للتمويل على درجة ثقة السوق والمقرضين على وجه الخصوص في أدائها.

¹ ناجي التوني، "مؤشرات الجدارة الائتمانية"، مرجع سابق، ص ص: 9، 11.

4.1. الكفاية الرأسمالية

يجب التأكيد أولاً على أن نقص السيولة وليس عدم الكفاية الرأسمالية هو العامل الرئيسي في إفلاس العديد من المؤسسات المالية، إن كفاية رأس المال تقيس بالدرجة الأولى درجة الأمان الذي تتبعه المؤسسة المالية من ناحية ونظرة عملاء السوق لدرجة الحماية التي تتطلبها المؤسسة لمواجهة أي أزمة في المستقبل من ناحية أخرى، فهي تعكس بصورة أو بأخرى درجة ثقة المستثمرين في المؤسسة.

2. التحليل الكيفي

إن التحليل الكمي مفيد جداً ولكنه بدون التحليل الكيفي يبقى ناقصاً لتكوين فكرة صحيحة عن المؤسسة المالية وتقييم جدارتها الائتمانية، وهناك موضوعات لا يتعرض لها التحليل الكمي مثل: قدرة المؤسسة على المنافسة والمناخ العام للمنافسة في السوق، الميزة التنافسية التي تتمتع بها المؤسسة، حصتها في السوق، درجة ثقة العملاء في المؤسسة، عوائق الدخول إلى السوق الحالية والمستقبلية.

وهذه الموضوعات لا يمكن تغطيتها عن طريق النسب المالية ولكن عادة ما يتم تصميم استمارة استبيان تغطي كافة تلك الموضوعات توجه إلى الإدارة العليا للمؤسسة من خلال المقابلة الشخصية، أيضاً تنتقل إلى مستقبل وتوجهات المؤسسة ورؤية الإدارة العليا لأهم المشاكل التي تواجه المؤسسة والتخطيط الاستراتيجي الذي يستخدم للتغلب على هذه المشاكل، كما تتناول المقابلة أيضاً رؤية الإدارة لحالة السوق وتوقعاتها لمستقبله.

ويمكن القول أن تحليل النسب المالية يعكس الوضع المالي والأداء الحقيقي للمؤسسة المالية، بينما يعكس التحليل الكيفي بشكل مباشر دور الإدارة العليا والتوجهات الاستراتيجية للمؤسسة بما يسمح بتكوين صورة صحيحة وكاملة.

المبحث الرابع: أهمية التصنيف الائتماني وآثاره

تزايدت أهمية التصنيف الائتماني في الاقتصاد باعتباره سبباً في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات وبالتالي توفير التمويل بثقة وأمان أكثر بالنسبة للأطراف الاقتصادية المتعاملة، حيث أن قوة ومصداقية التصنيف الائتماني تدعم عملية التمويل لمختلف الجهات مما يخفف من حالات التعثر ويساعد على إدارة جيدة للمخاطر المالية، بينما وفي بعض الحالات ما يصبح للتصنيف الائتماني آثار سلبية قد تؤدي إلى حدوث أزمات مالية. وبناءً على ما سبق سيتم التعرض في هذا المبحث إلى العناصر الآتية:

- ✓ أهمية التصنيف الائتماني؛
- ✓ آثار التصنيف الائتماني.

المطلب الأول: أهمية التصنيف الائتماني

تتمثل أهمية الحصول على التصنيف الائتماني في: النفاذ إلى أسواق رأس المال، وبناء سمعة حسنة في السوق تتعكس على مختلف الأطراف المتعاملة فيه والتميز عن المنافسين، مع تخفيض تكاليف التمويل، بالإضافة إلى العديد من المزايا التي يحققها التصنيف الائتماني.¹

1. أهمية التصنيف الائتماني في تحقيق التنمية الاقتصادية

حيث تفضل بعض الشركات العائلية تزويد وكالات التصنيف الائتماني بمعلومات تتعلق بشركاتهم في حين يترددون من فعل الشيء ذاته مع عشرات المقرضين، المستثمرين أو البنوك. كما أن التصنيف الائتماني يفتح الباب لشركات دولية كما أنه يعمل على زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر، لأن التصنيف الائتماني عادة ما يأخذ في عين الاعتبار عناصر الاقتصاد الكلي إلى جانب العناصر الخاصة بالمؤسسات والشركات المصنفة، بينما يعطي التصنيف الائتماني السيادي صورة واضحة عن صحة الاقتصاد الكلي والآفاق الاقتصادية المستقبلية.²

2. أهمية التصنيف الائتماني للدول النامية

تواجه الدول النامية صعوبة في توفير التمويل اللازم لزيادة الاستثمارات نظراً لانخفاض المداخيل والادخارات من جهة، وضعف النظام المالي في تخصيص الموارد المتاحة نحو قنوات الاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يجعل من أسواق رأس المال العالمية مصدراً مهماً للحصول على التمويل اللازم لزيادة مستوى الاستثمار ودفع عجلة النمو الاقتصادي، ومن أجل ذلك يتوجب على الدول النامية الحصول على

¹ Hossein Asgharian, **Reformation of the crédit rating industry-isthere a need ?**, Master thesis, Institution of business Studies, lunds university, Sweden, 2005, p :28.

² قصي بن عبد المحسن الخنيزي، وكالات التصنيف الائتماني والأسواق الخليجية، الشركة السعودية للمعلومات الائتمانية (سمة)، السعودية، ص:

درجة تصنيف ائتماني مناسبة تعكس ملاءتها المالية من أحد وكالات التصنيف الائتماني تساعدها في النفاذ إلى الأسواق المالية العالمية.¹ لذا فالتصنيف الائتماني وإمكانية الحصول على التمويل من أسواق المال العالمية أهمية كبرى خصوصاً للدول محدودة الدخل ومصادر التمويل والتي هي في حاجة لتمويل المشاريع التنموية.²

3. أهمية التصنيف الائتماني ودوره في إرساء مبادئ الحوكمة

إلى جانب أهمية التصنيف الائتماني الاقتصادية والمالية المتوقعة من نشاطات التصنيف الائتماني، تبرز فوائد أخرى مرتبطة بالجوانب التشريعية والتنظيمية وحوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، حيث أن وكالات التصنيف الائتماني تطلب إتباع المعايير العالمية في مجال المحاسبة والتقارير والنماذج المالية من قبل الشركات الخاضعة لعملية التصنيف الائتماني، لذا فإن الشركات التي تخضع للتصنيف الائتماني تجد في ذلك حافزاً للالتزام بإتباع المعايير العالمية في المحاسبة والتقارير المالية وشروط حوكمة الشركات، علماً بأن التصنيف الائتماني الدقيق يستلزم وجود حرفيين من ذوي الدراية بالسوق نفسه وممن يستطيعون قراءة ما وراء القوائم المالية.³

4. أهمية التصنيف الائتماني للاستثمار الأجنبي المباشر

يمثل التصنيف الائتماني أحد أهم محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وعامل مهم في جذب المستثمرين، حيث أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين درجة التصنيف الائتماني للبلد وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن تحسن درجة التصنيف الائتماني السيادي بـ 1% تؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بـ 5.352%.⁴

5. أهمية التصنيف الائتماني للمستثمرين

إن الهدف الرئيسي للتصنيفات الائتمانية هو تقديم المعلومات للمستثمرين في الإصدارات العامة لرأس المال المقترض، والتصنيف هو مؤشر للمخاطرة الاستثمارية وهي الاحتمال بأن المستثمرين سيتسلمون مدفوعات الفوائد بالكامل وفي الوقت المحدد ومع إعادة أصل القرض في تاريخ الاستحقاق. ويمكن أن يعتمد المستثمرون في سياسة استثماراتهم على التصنيفات الائتمانية بتقييم القيمة التي يستطيع المدراء الماليون أن يستثمرونها في إصدارات دين أقل من مستوى ائتماني معين، أو حتى منع الاستثمار في إصدارات ذات تصنيف أقل من مستوى معين.⁵

¹ Gautam Setty and Randall Dodd, **Credit rating agencies : their impact on capital flows to developing countries**, Special policy report 6, Derivatives Study center, Washington, D.C, 2003, p :1.

² قصي بن عبد المحسن الخنيزي، مرجع سابق، ص: 7.

³ نفس المرجع السابق، ص: 6.

⁴ Miroslav Mateev, "Determinants of Foreign Direct Investment in Central and Southeastern Europe :New Empirical Tests", **8th Global Conference on Business & Economics**, American University in Bulgaria, Florence, 2008, p: 24.

⁵ خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 11.

كما تظهر أهمية التصنيف الائتماني للمستثمرين من خلال التأثير بشكل مباشر على مستوى الفائدة التي يطلبها "مصدر الدين" أو الطرف الذي سيقدم الدين للطرف المستدين، حيث أن هناك علاقة عكسية بين التصنيف الائتماني والفائدة المطلوبة على الدين، فكلما ارتفع التصنيف الائتماني قلت المخاطر كلما انخفضت نسبة الفائدة المطلوبة والعكس صحيح.¹ كما تستطيع وكالات التصنيف الائتماني حماية المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق، وذلك عن طريق جمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة وتحديد التصنيف الائتماني المناسب لهذا الإصدار، ويؤدي التصنيف الائتماني الجيد إلى توسيع قاعدة المستثمرين من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية المصدرة، ويساعد في تحديد الوفرة المالية للمصدر الذي يستطيع الحصول على الأموال بتكلفة أقل.²

6. أهمية التصنيف الائتماني في قرار الاستثمار في الصناديق

يلعب التصنيف الائتماني عالمياً دوراً رئيسياً في سياسات الصناديق الاستثمارية، فوفقاً لقانون شركات الاستثمار فإن الاستثمارات في الصناديق تخضع لعدد من القيود والضوابط تهدف جميعها إلى حماية أموال المستثمرين، إلا أنه وفق هذا القانون فقد تم منح استثناء من الرقابة ومن القيود في حال تم استثمار وحدات الصندوق في شركات وإصدارات ذات تصنيف مرتفع، وللحصول على الاستثناء يتوجب على الصندوق عدم الاستثمار في شركات أو إصدارات ذات تصنيف ائتماني منخفض تحوطاً وحماية لأموال المستثمرين في الصناديق من تعثر الشركات وبالتالي انخفاض قيمة وحدات الصندوق، لهذا فإن عدداً كبيراً من الصناديق العالمية تركز استثماراتها في شركات وإصدارات ذات تصنيف مرتفع.³

7. أهمية التصنيف الائتماني للأسواق المالية

يساعد التصنيف الائتماني الأسواق المالية من خلال:⁴

- المساهمة في زيادة عمق السوق المالي وتحفيز النمو فيه؛
- زيادة استقرار الأسواق المالية وتعزيز الأمان فيها؛
- زيادة كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة؛
- تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محلياً وعالمياً؛
- تسهيل الحصول على القروض وتوفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية؛
- إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بإطار فعال للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة.

¹ أبو سفيان علي، "مفهوم التصنيف الائتماني وأثره على اقتصاديات الدول والمؤسسات"، مجلة المال والاقتصاد، العدد 82، جويلية 2013، ص: 46.

² بن رجم محمد خميسي، "التوريق ووقعه على الأزمات المالية"، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص: 59.

³ أماني بورسلي، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، كاميبتال ستاندارد، الكويت، 2008، ص: 7.

⁴ ناجي التوني، "مؤشرات الجدارة الائتمانية"، مرجع سابق، ص: 4.

8. أهمية التصنيف الائتماني للسندات والشركات

تتحقق هذه الأهمية من خلال ما يلي:¹

- التصنيف الائتماني هو تصنيف لدرجة المخاطر الائتمانية للمؤسسة أو الشركة المصدرة للسند يتصف بالموضوعية والاتساق والبساطة وعدم التحيز، ومن خلال ذلك فإن التصنيف الائتماني يحسن من درجة انسياب المعلومات بين المؤسسات المقترضة والجهات المقرضة، باعتبار أن المقترض يكون لديه معلومات أكثر من المقرض؛
- التصنيف الائتماني يؤدي إلى تقليل التكاليف المتعلقة بمراقبة ومتابعة المخاطر الائتمانية للمقترض أو المؤسسات المالية الوسيطة؛
- يساعد التصنيف الائتماني على الحكم أو تكوين الرأي عن مستوى الإدارة وجودتها وأدائها العام في الشركات المصدرة للسندات؛
- يساعد التصنيف الائتماني مصممي السياسات ومنظمي الأسواق المالية على فهم مخاطر السوق، والتعرف على أوضاع السوق والشركات والمنشآت المصدرة للسندات، واتخاذ التدابير التي تساهم في حماية عملاء السوق والقطاع المالي من أي أزمات مستقبلية؛
- تحسين درجة الشفافية والإفصاح والوضوح لكيفية إجراء التصنيف وفهم تداعياته مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وأكثر تعقلاً؛
- أثبتت التجارب العملية أن التصنيفات الائتمانية استطاعت بشكل واضح وقوي التمييز بين الأخطار طويلة الأجل.

حيث تلجأ الدول والشركات الكبرى متعددة الجنسيات إلى تغطية احتياجاتها للتمويل من أسواق الدين الدولية عن طريق إصدار السندات، ومن أهم شروط إصدار السندات هو كون الجهة المصدرة مؤهلة للاقتراض، ويأتي ذلك التأهيل من خلال حصول الجهة على تصنيف ائتماني دولي من إحدى وكالات التصنيف الدولية، ولكي تتأهل الجهة الراغبة بالاقتراض يجب أن لا يقل تصنيفها الائتماني عن درجة الاستثمار أي BBB، وفي حال كون التصنيف BB أو أقل تعتبر درجة التصنيف درجة مضاربة حيث تتميز بارتفاع كلفة إصدارها وارتفاع سعر الفائدة عليها.²

9. أهمية التصنيف الائتماني للبنوك

تتمثل أهمية التصنيف الائتماني بالنسبة للصناعة المصرفية في الحد من ظاهرة الديون المتعثرة مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض والتمويل، فضلاً عن ذلك توسيع قاعدة العملاء الممولين وتوجيه التمويل للعملاء الذين يوفون بالتزاماتهم ويساهمون في زيادة الإنتاج وتوفير السلع والخدمات على مستوى

¹ أحمد طلفاح، "مفاهيم أساسية حول طريقة وكالة Moody's لتصنيف السندات للشركات والمؤسسات الصناعية والتجارية"، مرجع سابق، ص: 15، 17.

² ماهر كنج شكري ومرwan عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص: 44.

الاقتصاد الوطني.¹ إن البنوك تأخذ بالاعتبار التصنيف الائتماني لشركة ما وتقرر بناءً على ذلك فيما إذا كانت ستقرض تلك الشركة أم لا، وفي حالة القرار بالموافقة تقوم بتحديد معدل سعر الفائدة ويكون الهامش فوق معدل LIBOR*، ويمكن للشركات الكبيرة أن تتفاوض على أساسه بشأن قروضها والذي يتأثر بنظام التصنيف الائتماني. كما يمكن للبنوك أيضاً استخدام التصنيفات الائتمانية في وضع محددات لقيمة المعاملات مع شركة ما، ومثال ذلك أن يضع البنك محددات لحجم قرض أو قيمة كفالة حسن تنفيذ أو حجم معاملة خارجية وغيرها لأي شركة ذات تصنيف ائتماني معين.²

10. دور التصنيف الائتماني في تحديد حجم رأس المال لتغطية مخاطر الائتمان

فرضت عولمة الأسواق المالية إيجاد أداة مشتركة تسمح بتقدير المخاطر التي تحيط بديون الدول، البنوك والمؤسسات، واعتمدت اتفاقيات بازل الثانية درجات وكالات التصنيف الدولية كأساس لتقدير القدرة على سداد الديون وذلك من خلال مساهمة درجات التصنيف الائتماني لحساب قيمة رأس المال لتغطية المخاطر ويطلق على هذا الأسلوب المعتمد على التصنيفات الائتمانية بالأسلوب المعياري.

يعتبر الأسلوب المعياري من أبسط الأساليب لحساب متطلبات رأس المال لتغطية مخاطر الائتمان، ويعتمد في تحديد أوزان المخاطر على التصنيفات الائتمانية لوكالات التصنيف الائتماني الخارجية المعترف بها، ولقد حددت مقررات لجنة بازل 2 معايير يجب أن تتوفر في وكالات التصنيف الائتماني* بحيث تكون السلطات الرقابية الوطنية مسؤولة عن تحديد ما إذا كانت هذه الوكالات تستوفي هذه المعايير أو لا.³

ومن الأسباب التي أدت إلى الاعتماد على درجات وكالات التصنيف الائتماني هو أن معيار كفاية رأس المال حسب بازل 1 يعاني من بعض جوانب الضعف، فعلى سبيل المثال لا يفرق المعيار بازل 1 بين المقرضين، فالمقرض الذي يتصف بتصنيف AAA يتطلب نسبة كفاية رأس مال تماماً مثل المقرض المصنف BB بغض النظر عن الفرق في احتمالية عدم الدفع بين هذين المقرضين، وبالتالي من زاوية العائد على حقوق الملكية فإنه من غير المفضل الإقراض إلى العملاء الممتازين، أو الذين يتصفون بانخفاض درجة المخاطر وذلك لانخفاض العائد على قروضهم. كذلك فإن هذا الوضع قد يدفع بالبنوك إلى المراجعة بين الديون بحيث يتم توريق الديون الممتازة والاحتفاظ بالديون ذات الخطورة العالية في محفظة البنك، بمعنى أن نسبة رأس المال القديمة تساهم بطريقة غير مباشرة بالتوجه نحو الإقراض

¹ الفاتح الشريف يوسف الطاهر، دور نظام الاستعلام الائتماني في الحد من التعثر وأثره في الأداء المالي للمصارف التجارية العاملة في السودان، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم والتكنولوجيا، جامعة السودان، 2015، ص: 41.

* يعبر معدل ليبور LIBOR عن معدل سعر الفائدة على القروض المتبادلة بين البنوك في سوق لندن وحالياً هو سعر الفائدة المرجعي الأوسع استخداماً على النطاق الدولي للقروض قصيرة الأجل.

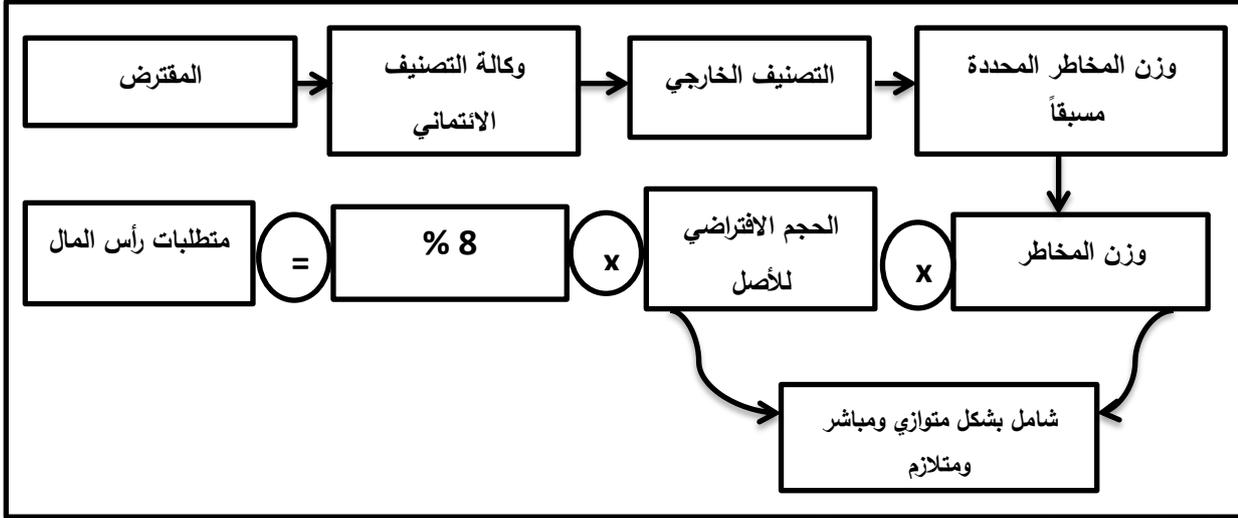
² خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 11.

* لقد تم التعرض للمعايير الواجب توفرها في وكالات التصنيف الائتماني بالتفصيل في المبحث الأول.

³ Basel committee on Banking supervision, **International convergence of capital measurement and capital standards**, Bank for international settlements, A Revised framework , Juin 2006, p: 19.

إلى العملاء غير الجديرين أو ذوي الخطورة العالية من أجل تحقيق عائد أكبر على أساس أنه كلما زادت المخاطر كلما زاد العائد.¹ ويبين الشكل رقم (04) خطوات حساب معدل كفاية رأس المال بالاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني:

الشكل رقم (04): خطوات حساب معدل كفاية رأس المال وفقاً للأسلوب المعياري



assessment process, Oesterreichische national Bank, Working paper, Vienna, February 2006, p: 38.

وهذا النظام لتقدير المخاطر يعني أنه مثلاً في حالة أن يكون الطرف الآخر (المقترض) جهة سيادية، قدم لها البنك تمويلاً قدره 100 مليون دولار وهي مصنفة في مرتبة AAA إلى AA⁻ فإنه ستتم معاملة هذا التمويل (الأصل) على أنه خالٍ من مخاطر العجز عن السداد، ولن يطلب من البنك مقدم التمويل أي رأس مال مقابل ذلك. ولكن إن كان تصنيف هذه الجهة السيادية في مرتبة BB إلى B⁻ فإن التمويل المقدم يتطلب حماية من رأس المال بنسبة 100% (أي أن يحتفظ البنك بنسبة 4% من الأصل، 4 مليون دولار رأس مال أساس، وبنسبة 8%، 8 مليون دولار إجمالي رأس مال نظير المخاطر المرتبطة بذلك الأصل). إن جاء تصنيف الطرف الآخر (الحكومة) عند مستوى B⁻ ولأجل احتساب متطلبات رأس المال، فالأصل الناشئ بمبلغ 100 مليون دولار سيعامل على أنه يساوي 150 مليون دولار وستكون متطلبات رأس المال لمقابلة مخاطرة 8% من 150 مليون دولار.²

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 271.

² طارق الله خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، جدة، 2003، ص: 109، 110.

المطلب الثاني: آثار التصنيف الائتماني

تستجيب أسواق رؤوس الأموال الدولية لتغيير التصنيفات، حيث ترتفع الهوامش على السندات السيادية وتخفض أسعارها في البورصة نتيجة لذلك، كما يؤثر ذلك التغيير على تصنيف بقية أدوات الدين السيادية سلباً أو إيجاباً، فإذا ما خفض تصنيف الدين السيادي لدولة ما فإن تصنيف بقية أدوات الدين المصدرة في أسواق رؤوس الأموال الدولية من قبل تلك الدولة سيخفض تبعاً لذلك وهذا بالنسبة للديون والإصدارات السيادية، أما بالنسبة للشركات فإن لتخفيض تصنيفها أو توقع ذلك خاصة المعرفة المسبقة لاحتمال التعثر آثاراً سلبية كثيرة أهمها:

- رفض العملاء بيعها بالآجل؛
- رفض أو تحفظ البنوك من تمويلها، كما تقوم في الغالب بتخفيض الحجم الإجمالي لديونها؛
- انخفاض عدد الزبائن خوفاً من عدم تسلمهم للسلع محل الصفقة، أو عدم حصولهم على خدمات ما بعد البيع.

بالإضافة إلى ذلك فإن هذه العوامل نفسها ستسرع عملية التدهور نظراً لتخوف المستثمرين من التعامل مع تلك الشركات التي حصلت على توقعات سلبية من قبل وكالات التصنيف، الشيء الذي يضعف مركزها التنافسي ويقلل من حصتها في السوق ويرفع من تكلفة تمويلها وغيرها من الآثار السلبية، ونفس الشيء يمكن أن يقال في حالة المعرفة المسبقة لاحتمال تعثر بنك أو شركة تأمين أو غيرها من المؤسسات والشركات.¹ وقد أصبحت عمليات التصنيف الائتماني ذات أهمية وأثر كبير ليس فقط في مجال الأسواق المالية وإنما امتد تأثيرها لينال الاقتصاد العالمي نصيب منه، وهو الأمر الذي ظهر واضحاً من خلال الاضطرابات والأزمات المالية التي حدثت.² ومن بين هذه الاضطرابات والأزمات:

أولاً: فضيحة شركة أنرون

فلقد شهدت أسعار أسهم شركة أنرون انخفاضاً معتبراً. ففي شهر أوت من سنة 2000 كان سعر سهم هذه الشركة يقدر بـ 90 دولار، ثم انخفض إلى 60 دولار في شهر أبريل 2001، ثم استمر في نزوله، إذ بلغ 33 دولار في 16 أكتوبر 2001، وهذا بعد أن أعلنت الشركة نفسها عن تحقيقها خسائر كبيرة ولجئها إلى تعديل الأرباح للفترة 1997-2000، ثم توالى الانهيار، حيث وصل سعر السهم في 2 ديسمبر إلى 8 دولار، وهو ما جعل الشركة تباشر إجراءات الإفلاس. لكن رغم هذا الوضع المالي المتردي لشركة أنرون إلا أن وكالتا موديز وستاندرد آند بورز استمرت في منح نقطة جيدة لسندات وأسهم هذه الشركة، وهذا أربعة أيام فقط قبل إعلان إفلاسها في 2 ديسمبر 2001. وقد بررت وكالات التصنيف الدولية هذا الأمر بلجوء مدراء شركة أنرون إلى تقديم معلومات مزورة. لكن هذا التبرير غير مقنع لكون الوكالات لم

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 69.

² طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص: 104.

تتأكد من صحة المعلومات المقدمة لها، وهي التي يسمح لها القانون بالحصول على المعلومات التي تمكنها من الحكم على الوضعية المالية للشركة.¹

ثانياً: حركة درجات التصنيف الائتماني وأزمة جنوب شرق آسيا

أعتبر تخفيض التصنيف الائتماني الجماعي الذي مس عدد من الأسواق الناشئة الآسيوية بين جويلية 1997 ونوفمبر 1998، بأنه أكبر تخفيض في تاريخ عملية التصنيف الائتماني السيادي، كما أطلق عليه البعض بأزمة التصنيف الائتماني وقشل في التصنيف، كانت انتقادات المشاركين في السوق أن الوكالات لم تتساهل فقط في استشراف مواطن الضعف للبلدان التي وقعت في الأزمة، ولكنها استجابت أيضاً إلى التطورات السلبية ببطء شديد، حيث أنه لم يتم تخفيض درجات التصنيف لتلك البلدان إلا بعد بدء الأزمة، مما زاد من حدة تقلبات أسعار السوق وعدم استقرارها؛ حيث انتقد صندوق النقد الدولي الضعف في المنهجية الإحصائية المتبعة والتي تحتاج إلى تحسين كبير في تقنيات تقييم المخاطر، ووضع سيناريو شامل للتحليل، إضافة إلى تحليل الحساسية واختبارات الضغط.²

حيث أن الأزمة الآسيوية تبعها أزمة روسيا في عام 1998، ثم أزمة البرازيل في عام 1999، وأزمة الأرجنتين سنة 2000، وهذه الأزمات سلطت الضوء على التصنيف الائتماني السيادي، حيث أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمات قبل حدوثها بالإضافة إلى أنها أدت إلى تفاقم هذه الأزمات بعد أن قامت بتخفيض درجات التصنيف الائتماني خلال الأزمة والتي أدت إلى زيادة تكلفة التمويل اللازمة لعملية الإصلاح الاقتصادي.³

تقوم وكالات التصنيف الائتماني الدولية مثل ستاندرد آند بورز، وموديز، ويورومني دورياً بتقدير وترتيب مخاطر الإقراض في الأسواق الناشئة، ومن هنا فإن متابعة هذه التقديرات توضح ما إذا كانت هذه المؤسسات تستشعر وجود مخاطر أو تزايد في مستويات هذه المخاطر، فإذا زاد إحساس هذه المؤسسات أو قناعتها بتزايد مخاطر الإقراض لهذه الأسواق الناشئة فإن ترتيب السندات الحكومية لهذه الدول لا بد وأن يكون قد أصابه الانخفاض في الأيام والشهور السابقة على الأزمة. على العكس من ذلك كان ترتيب سندات تايلاند حتى الأيام السابقة للأزمة قد وصل إلى درجة 82، وكانت الدولة الوحيدة التي سبقتها في جنوب شرق آسيا هي ماليزيا حيث وصل ترتيب سندات إلى درجة 81 في الأيام السابقة على الأزمة، أي في جوان 1997، بل وتساعد ترتيب سندات الفلبين. كذلك الأمر فيما يتعلق بترتيب الجدارة الائتمانية بالنسبة للقروض طويلة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية.⁴ ويوضح الجدول رقم (04) ترتيب

¹ مغاري عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 50.

² خالد مقدم، "وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح؟"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد الأول، العدد السادس، 2013، ص: 133، 134.

³ Nada Mora, **Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?**, Lecture and Working Paper Series N° 1, American University of Beirut, Beirut, 2005, P: 9.

⁴ عمرو محيي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، 2000، ص: 73.

الجدارة الائتمانية للقروض الحكومية طويلة الأجل المقومة بالعملة الأجنبية لمؤسسة ستاندرد آند بورز ومؤسسة موديز:

الجدول رقم (04): ترتيب الجدارة الائتمانية لبعض الدول الآسيوية للقروض الحكومية بالعملة الأجنبية

ستاندرد آند بور		موديز		اسم الدولة
التاريخ	الترتيب	التاريخ	الترتيب	
1992/07/20	BBB ⁻	1994/03/14	Baa3	اندونيسيا
1995/04/18	BBB	1997/12/21	Ba1	
1997/10/10	BBB ⁻	1998/01/09	B2	
1997/12/31	BB ⁺	1998/03/20	B3	
1998/01/09	BB			
1988/10/01	A ⁺	1986/11/18	A2	
1995/05/03	AA ⁻	1990/04/04	A1	
1997/10/24	A ⁺	1997/11/27	A3	
1995/11/25	A ⁻	1997/10/01	Baa2	
1997/12/11	BBB ⁻	1997/12/22	B ⁺	
1989/06/26	A ⁻	1989/08/01	A2	تايلاند
1994/12/29	A	1997/04/08	A3	
1997/09/03	A ⁻	1997/10/01	Baa1	
1997/10/24	BBB	1997/11/27	Baa3	
1998/08/18	BBB ⁻			
1989/06/26	A ⁻	1986/11/18	Baa1	
1991/07/08	A	1990/03/12	A3	
1994/12/29	A ⁺	1993/03/11	A2	
1997/12/23	A	1995/03/15	A1	
		1997/12/21	A2	
1993/07/02	BB ⁻	1993/07/01	Ba3	الفلبين
1995/05/30	BB	1995/05/12	Ba2	
1997/02/21	BB	1997/05/18		

المصدر: عمرو محيي الدين، أزمة النمو الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، 2000، ص:

ويبدو من الجدول السابق، أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بزيادة المخاطر في هذه الدول، ففي تايلاند ظلت الجدارة الائتمانية عند ترتيب A بالنسبة لمؤسسة ستاندرد آند بور ولم تتغير إلا بعد حدوث الأزمة في أوائل شهر سبتمبر 1997، وحتى حينما انخفض ترتيب الجدارة الائتمانية لتايلاند فقد انخفض في شهر سبتمبر 1997 إلى ترتيب A⁻ ولم ينخفض للمستوى BBB إلا في شهر أكتوبر 1997 أي بعد الأزمة بأربعة أشهر، وكذلك الأمر بالنسبة لماليزيا حيث ظلت جدارتها الائتمانية ثابتة منذ 1994 بالنسبة لمؤسسة ستاندرد آند بور عند مستوى A⁺، ومنذ عام 1995 بالنسبة لمؤسسة موديز عند مستوى A⁺ ولم ينخفض ترتيب هذه الجدارة الائتمانية إلا في نهاية شهر ديسمبر عام 1997 وهو عام الأزمة. وكذلك الأمر بالنسبة لكوريا الجنوبية فقد ظل ترتيب جدارتها الائتمانية ثابتاً عند مستوى AA⁻ منذ عام 1995 بالنسبة لمؤسسة ستاندرد آند بور ولم تتغير حتى شهر أكتوبر 1997، وفي نهاية هذا الشهر نزل ترتيب الجدارة الائتمانية فقط إلى مستوى A⁺، وبالنسبة لمؤسسة موديز فقد ظل ترتيب الجدارة الائتمانية ثابتاً عند مستوى A1 منذ عام 1997 ولم يتغير إلا بعد ما يزيد على 4 شهور من بداية الأزمة في شهر نوفمبر 1997 حيث انخفض الترتيب في نهاية هذا الشهر إلى A3 فقط، أما الفلبين كما يوضح الجدول فقد ارتفعت جدارتها الائتمانية عام 1997 قرب حدوث الأزمة.¹

ويبين الجدول رقم (05) الإخفاق في التصنيف الائتماني خلال الفترة بين 1997 و2002

¹ عمرو محيي الدين، مرجع سابق، ص: 75.

الجدول رقم (05): الإخفاق في التصنيف الائتماني خلال الفترة بين 1997 و2002

وكالة ستاندرد آند بورز				
السنة	البلد	الإخفاق في التصنيف والتاريخ	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلند	A (3 سبتمبر 1997)	BBB-	↓4
1997	اندونيسيا	BBB (10 أكتوبر 1997)	B-	↓7
1997	كوريا	AA- (24 أكتوبر 1997)	B+	↓10
1997	ماليزيا	A+ (23 ديسمبر 1997)	BBB-	↓5
1998	كوريا	B+ (18 فيفري 1998)	BBB-	↑4
1998	رومانيا	BB- (20 ماي 1998)	B-	↓3
1998	روسيا	BB- (9 جوان 1998)	B-	↓3
2000	الأرجنتين	BB (14 نوفمبر 2000)	B-	↓4
2002	الأوروغواي	BBB- (14 فيفري 2002)	B	↓5
وكالة موديز				
السنة	البلد	الإخفاق في التصنيف والتاريخ	التصنيف المعدل	مقدار التعديل
1997	تايلندا	A2 (8 أبريل 1997)	BA1 (21 ديسمبر 1997)	↓5
1997	كوريا	A1 (27 نوفمبر 1997)	Ba1 (21 ديسمبر 1997)	↓6
1997	اندونيسيا	Baa3 (21 ديسمبر 1997)	B3 (20 مارس 1998)	↓6
1997	ماليزيا	A1 (21 ديسمبر 1997)	Baa2 (14 سبتمبر 1998)	↓4
1998	روسيا	Ba2 (11 مارس 1998)	B3 (21 أوت 1998)	↓4
1998	مولدوفا	Ba2 (14 جويلية 1998)	B2 (14 جويلية 1998)	↓3
1998	رومانيا	Ba3 (14 سبتمبر 1998)	B3 (6 نوفمبر 1998)	↓3
2002	أوروغواي	Baa3 (3 ماي 2002)	B3 (31 جويلية 2002)	↓6

Source: Marwan Elkhoury, **Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries**, Discussion papers, UNCTAD, No 186, January 2008, p : 10.

ويعتبر إخفاق وكالات التصنيف الائتماني في توقع الأزمة المالية الآسيوية نتيجة إلى أنها لم تأخذ بالاعتبار الالتزامات الطارئة، واعتبارات السيولة الدولية، وقد قامت وكالة موديز بإدخال مجموعة جديدة من العوامل في تحليل التصنيف الائتماني وهي:¹

- تحليل أكبر لمخاطر ديون الفترة القصيرة والملاءة المالية للدول؛
- زيادة التركيز على مخاطر قروض الفترة القصيرة للمقترضين المحليين والملاءة المالية لهم؛
- تحليل مخاطر ضعف النظام المصرفي؛
- زيادة التركيز على مخاطر قروض الفترة القصيرة للمقترضين الأجانب والملاءة المالية لهم؛

¹ Marwan Elkhoury, **Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries**, discussion papers, UNCTAD, N° 186, January 2008, p p: 9, 10.

- الأخذ بالاعتبار الحساسة المتزايدة لمخاطر انتقال الأزمة المالية من بلد ما إلى آخر مما يؤدي إلى آثار العدوى المالية.

وقد أشارت الدراسات إلى وجود ارتباط وثيق بين التصنيفات الائتمانية وانخفاض عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث أشارت دراسة (Cantor and Packer 1996) إلى أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، ومستوى الديون الخارجية، الماضي الائتماني (حالة العجز الماضية)، والتنمية الاقتصادية تفسر التصنيفات جيداً. وفي دراسة متابعة وجدت أن هذه العوامل تفسر بشكل كافي التصنيفات في عامي 1996 و1997، ولكن هناك متغيرات إضافية على ما يبدو أصبحت في عام 1998 تلعب دوراً كبيراً في عملية التصنيف وهي أصول البنوك كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، والفوارق في سعر الفائدة (الناتجة عن تغير أسعار الصرف المتوقعة).¹

ويؤكد مما سبق أولاً: أن هذه المؤسسات لم تتوقع أو تتنبأ بالأزمة قبل حدوثها، حتى في الأشهر القليلة السابقة على انفجارها، ثانياً: أنه بعد انفجار الأزمة لم تتوقع هذه المؤسسات احتمال وصولها إلى العمق الذي وصلت إليه أو احتمال انتقال العدوى بهذه السرعة، ولذا فإن تغيير ترتيبها للجدارة الائتمانية جاء متأخراً للغاية. وينطبق ذات التوجه على تقييم وترتيب المخاطر الذي تقوم به عدد من المؤسسات العالمية مثل مؤسسة يوردمني حيث أنه ما بين مارس 1997 وسبتمبر 1997 (باستثناء كوريا وتايلاند) ظل هذا الترتيب من قبل مؤسسة يوردمني إما ثابتاً أو حقق تحسناً طفيفاً.²

ثالثاً: التصنيفات الائتمانية لأزمة الرهون العقارية*

كشفت الأزمة المالية لسنة 2008 عن وجود عيوب كثيرة اعترت عمليات التصنيف التي تقوم بها وكالات التصنيف، وكذلك الاجراءات المتبعة في عملها، لذلك اتجهت أصابع الاتهام إلى الوكالات.³

رابعاً: التصنيف الائتماني وأزمة الديون السيادية الأوروبية

إذا ما تم النظر إلى طبيعة الأزمة الأوروبية فإن القروض التي منحت إلى بعض الحكومات ذات التصنيف الائتماني المنخفض نسبياً كان أحد فواعل الأزمة، لذا فإن القطاع الحكومي لا القطاع الخاص من تسبب في الأزمة بخلاف فواعل الأزمة التي عرفت بأزمة الديون العقارية، وبدلاً من أن تصبح الأصول الرديئة هي المحرك الأول كانت القروض المقرونة بانخفاض التصنيف السيادي هي الأساس

¹ خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 134.

² عمرو محيي الدين، مرجع سابق، ص: 75.

* سيتم التعرض إلى علاقة وكالات التصنيف الائتماني بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالتفصيل في الفصل الرابع.

³ بن سويسي حمزة، "دور وكالات التصنيف الائتماني في حدوث الأزمات المالية وانعكاسات ذلك على الاقتصاد الجزائري، مجلة الحقيقة، العدد 38، سبتمبر 2016، ص: 505.

لخلق بوادر الأزمة.¹ وعلى إثر تأزم الوضع المالي للدول الأعضاء في منطقة الأورو، أصبح بإمكان البنك المركزي الأوروبي التدخل في السوق الثانوية لشراء سندات الدولة ولكن بشرط أن لا يكون تصنيفها أقل من الرتبة BBB بمعنى أنها تكون سندات استثمار، ولا تتخطى ذلك لتصبح سندات مضاربة في بادئ الأمر.²

الجدول رقم (06): سلم التصنيف الائتماني الممنوح من طرف وكالات التصنيف الائتماني في
2012/01/15

صنف السند	موديز	ستاندرد آند بوررز/ فيتش	التفسير	خطر عدم القدرة على التسديد	مثال عن تصنيف S & P
استثمار	AAA	AAA	نوعيته أولى	حد أدنى	ألمانيا، فنلندا، هولندا
	AA	AA	نوعية عالية	ضعيف جداً	فرنسا، إستونيا، النمسا
	A	A	نوعية متوسطة عالية	ضعيف	سلوفينيا، إسبانيا،
	BAA	BBB	نوعية متوسطة دنيا	ضعيف	روسيا، إيطاليا، إيرلندا،
	BAa	BB	مضارب	خطر بارز	البرتغال، قبرص
مضاربة أو مرتفع العائد	B	B	مضارب جداً	مرتفع	
	CAA	CCC	مضارب أقصى حد	مرتفع جداً	اليونان
	CA	CC			
	C	C			

المصدر: أوكيل نسيمه وبوكساني رشيد ومصباح أحمد، "الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، ربيع 2013، ص: 21.

وعلى هذا الأساس فإن اللجوء المتزايد إلى الأسواق المالية لتغطية العجز في الميزانيات زاد في تبعية الدول الصناعية إلى الأسواق المالية، ومن ثم خضوعها إلى التقييم من طرف وكالات التصنيف الائتماني.³

¹ عاطف لافي مرزوك، "أزمة اليورو 2011: تحليل للسيناريو العالمي وآثاره المتوقعة على بلدان الخليج"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 07، العدد 21، 2011، ص: 10.

² أوكيل نسيمه وبوكساني رشيد ومصباح أحمد، "الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، ربيع 2013، ص: 20.

³ نفس المرجع السابق، ص: 21.

ويتمثل الأثر الكبير الذي أحدثته وكالات التصنيف الائتماني في أزمة منطقة الأورو، هو إقدام وكالة ستاندرد آند بورز على تخفيض التصنيف الائتماني لتسع دول في يوم واحد (في 16 جانفي 2012)، بما فيها دول محورية كفرنسا، واعتُبر هذا القرار بمثابة تخفيض للتصنيف الائتماني لمنطقة الأورو وليس لبعض الدول فقط، ويُعد هذا القرار انعكاساً للصراع السياسي القائم بين الأطراف المتحاورَة وخصوصاً بين ألمانيا وفرنسا حول آليات معالجة الأزمة بالنظر إلى الوضع الهش لموقف فرنسا، وعلى إثرها أُجبرت فرنسا على تطبيق مخطط تقشف أكثر صرامة.

وفي تصريح لبارت أوستيرفيلد المسؤول العام لتصنيف الديون السيادية لدى وكالة ستاندرد آند بورز في جريدة Le quotidien d'économie les échos بعد تراجع التصنيف الائتماني لمنطقة الأورو أن احتمال عدم القدرة على التسديد الجزائي المتعدد لأغلب دول منطقة الأورو غير مستبعد. كما أضاف أيضاً أنه على الرغم من محاولات إبعاد المنطقة عن الانفجار من قبل الدول المهيمنة في المنطقة ذاتها فسيكون هناك سلسلة من الصدمات التي ستحول دون اللجوء إلى السوق المالية (سوق الديون العمومية) لعدد متزايد من الدول، وكذلك صعوبة تبني برامج تمويل جديدة بين الدول الأعضاء وذلك أن أغلب دول منطقة الأورو معنية بالأزمة، وعليه فإن كلاً من الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني تُعد أيضاً بمثابة قناة لنقل الأزمة من دولة إلى أخرى.¹

إلى جانب الدور الذي تلعبه وكالات التصنيف الائتماني في توفير المعلومات لمختلف الجهات سواء أسواق مالية أو مستثمرين أو غيرها من الأطراف الاقتصادية التي تكون في حاجة دائمة للمعلومات، فإن التصنيفات الائتمانية لا تخلو من الآثار السلبية التي يكون لها أثر كبير على مختلف الأطراف الاقتصادية وقد تتفاقم لتتحول إلى أزمات مالية.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 24، 25.

خاتمة الفصل الأول

أدى تطور الأسواق المالية وتعقد العمليات المالية إلى حاجة الأطراف المتدخلة فيها إلى المعلومات سواءً المستثمرين أو المصدرين، مما دعا إلى ضرورة إنشاء مؤسسات متخصصة في توفير المعلومات المالية لمختلف الأطراف الاقتصادية بصورة دقيقة وصادقة وتُعرف هذه المؤسسات بوكالات التصنيف الائتماني، حيث ظهرت هذه الوكالات سنة 1909 في الولايات المتحدة الأمريكية ثم بدأت في التطور والانتشار، وقد أصبحت في الآونة الأخيرة من أكثر الأطراف تأثيراً في الاقتصاد العالمي، وبالرغم من انتشار هذه الوكالات على مستوى العالم إلا أن سوق التصنيف يسيطر عليه ثلاث وكالات كبرى وهي وكالة ستاندرد آند بورز ووكالة موديز ووكالة فيتش.

وتلعب وكالات التصنيف الائتماني دوراً كبيراً في التأثير على الأسواق المالية وتزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر، فهي تساهم بحل مشكلة نقص المعلومات، كما أنها تساهم في تحديد درجة المخاطر المالية وذلك من خلال جملة ما تقوم به من تطبيق معايير كمية وكيفية لتوفير درجات التصنيف الائتماني التي تبني من خلالها الحكم على الملاءة الائتمانية للطرف المصنف، وعليه فإن هذه الوكالات تعمل على قياس درجة المخاطر وهو ما يساعد الطرف المصنف من معرفة درجة ملاتته وبالتالي اتخاذ القرار الصحيح الذي يجنبه الوقوع في المخاطر.

وعليه فإن الهدف الرئيسي لوكالات التصنيف الائتماني هو المساعدة في إدارة جيدة للمخاطر وتجنب حدوث الأزمات المالية وهذا عند قيامها بالدور المنوط بها بالشكل الصحيح.

الفصل الثاني: التأسيس النظري للأزمات المالية

تمهيد

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للأزمات المالية

المبحث الثاني: نظرة تاريخية لأهم الأزمات المالية

المبحث الثالث: أسباب وعدوى الأزمات المالية

المبحث الرابع: آثار الأزمات المالية وسياسات إدارتها

خاتمة الفصل

الفصل الثاني: التأصيل النظري للأزمات المالية

تمهيد

يتميز النشاط الاقتصادي بطابع الدورية حيث يمر بمرحلة من الازدهار والتطور والنمو لفترة، ثم تليها فترة من الاختلال والتقلبات والأزمات وتعتبر هذه الظاهرة ملازمة للنشاط الاقتصادي منذ القديم، تعتبر مرحلة النمو والازدهار مرحلة مفيدة للتطور الاقتصادي، أما مرحلة التقلبات والأزمات المالية والاقتصادية فهي من أصعب المراحل التي يمر بها النشاط الاقتصادي لذلك فهذه المرحلة من أهم المراحل التي اهتم بها أغلب الاقتصاديين وذلك لخطورتها وأثرها على الاقتصاد، حيث تمثل الأزمات المالية مرحلة من التوتر الاقتصادي تبدأ في شكل تقلبات واضطرابات مالية ثم تتطور لتتحول إلى أزمات مالية ذات درجة عالية من الخطورة.

وقد شهدت الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة العديد من الأزمات المالية خاصة مع مطلع القرن العشرين حيث تضاعف حدوثها وتزايدت آثارها السلبية على جميع المستويات الاقتصادية والاجتماعية، والتي تطلبت التدخل من طرف جميع الجهات الرسمية لإدارة هذه الأزمات والحد من آثارها ووضع إجراءات وسياسات لتجنب حدوثها في المستقبل.

وبناءً على ما سبق فسيتم التعرض في هذا الفصل للمباحث الآتية:

- ✓ **المبحث الأول:** مدخل مفاهيمي للأزمات المالية؛
- ✓ **المبحث الثاني:** نظرة تاريخية لأهم الأزمات المالية؛
- ✓ **المبحث الثالث:** أسباب وعدوى الأزمات المالية؛
- ✓ **المبحث الرابع:** آثار الأزمات المالية وسياسات إدارتها.

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للأزمات المالية

تحدث الأزمات المالية نتيجة لحالة من عدم الاستقرار وتصيب الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على السواء بين الفترة والأخرى، وتمثل الأزمات المالية حالة من التدهور تصيب اقتصاد ما ثم تتفاقم وتنتشر لتتحول إلى أزمات عالمية. ومن هذا المنطلق، سيتم التركيز في هذا المبحث على العناصر الآتية:

- ✓ الأزمات المالية: مفهومها، أعراضها ومراحلها؛
- ✓ أنواع الأزمات المالية؛
- ✓ التنبؤ بالأزمات المالية.

المطلب الأول: الأزمات المالية: مفهومها، أعراضها ومراحلها

أصبح مصطلح الأزمات المالية واسع الانتشار في المجتمعات المعاصرة، فقد تطرق العديد من الباحثين والاقتصاديين إلى مفهوم الأزمات المالية من وجهات نظر مختلفة، تبعاً لخصائصها وأعراضها.

أولاً: مفهوم الأزمات المالية

الأزمات المالية هي عبارة عن اضطرابات على مستوى الأسواق المالية، تؤدي إلى آثار بالغة على مستوى اقتصاد معين، ثم تبدأ آثارها في الانتشار لتصبح أزمات عالمية.

1. تعريف الأزمة

لغة: في اللغة العربية الأزمة تعني الشدة أو القحط، وفي اللغة الانجليزية، في قاموس أكسفورد هي نقطة تحول في تطور المرض، الحياة، التاريخ،... وتفسر نقطة التحول بأنها وقت يتسم بالصعوبة والخطورة والقلق على المستقبل ووجوب اتخاذ قرار محدد.¹

وتتحدّر الكلمة الفرنسية "crise = أزمة" من الكلمة اللاتينية "crisis" وتكتب عادة "krisis" وفق الحروف اللاتينية، وقد ظهرت كلمة "krisis" اليونانية بداية في الاصطلاح التشريعي بمعنى لحظة الحكم، ثم استخدمت في الطب، وعمّ المعنى السابق للدلالة على مرحلة حاسمة في تطور الأشياء والأحداث والأفكار، أو علاوة على ذلك للدلالة على انفصام توازن معين.²

أما اصطلاحاً: فقد عرفت الأزمات من وجهات نظر عديدة وذلك تبعاً لتفسيرها والجانب المراد دراسته فيها ومن أهم هذه التعريفات:

¹ جمال حواش، التفاوض في الأزمات والمواقف الطارئة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 14.

² إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جدة، 2009، ص: 5، 6.

من الناحية الاجتماعية فقد تم تعريف الأزمة على أنها: "عبارة عن خلل يؤثر تأثيراً مادياً على النظام كله كما أنه يهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام".¹

أما الأزمة من الناحية السياسية فتعني: "حالة أو مشكلة تأخذ بأبعاد النظام السياسي وتستدعي اتخاذ قرار لمواجهة التحدي الذي تمثله (إداري، سياسي، نظامي، اجتماعي، اقتصادي، ثقافي)، لكن الاستجابة الروتينية المؤسسية لهذه التحديات تكون غير كافية فتتحول المشكلة إلى أزمة تتطلب تجديدات حكومية ومؤسسية إذا كانت النخبة لا تريد التضحية بمركزها وإذا كان المجتمع يريد البقاء".²

ومن الناحية الاقتصادية فقد تم تعريف الأزمة على أنها: "مرحلة تباطؤ للنشاط الاقتصادي تأتي بعد مرحلة توسع اقتصادي وتتميز عادة بانخفاض عنيف للإنتاج، ولمعدل النمو، وبارتفاع معدل البطالة".³

كما عرفت الأزمة على أنها: "حالة من عدم الاستقرار تتضمن إشارات وتنبؤات بحدوث تغيرات حاسمة قريبة قد تكون نتائجها غير مرغوب فيها، وقد تكون هذه النتائج ايجابية في بعض الأحيان ومرغوب فيها بصورة كبيرة".⁴

2. تعريف الأزمة المالية

تعرف الأزمات المالية على أنها: "عبارة عن اضطراب في أسواق المال، والذي يكون سوء الاختيار والمخاطر المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية".⁵

كما تعرف الأزمات المالية على أنها: "اضطراب في الأسواق المالية يرتفع ليصل إلى مستوى الأزمة عندما يكون هناك تدفق غير مقيد للانتمان، مما يؤثر سلباً على الأسر والشركات والاقتصاد الحقيقي من السلع والخدمات".⁶

كما تعرف الأزمة المالية على أنها: "عبارة عن تغير حاد يؤدي إلى تدهور المؤشرات المالية كلها تقريباً خلال المدى القصير سواءً من خلال حدوث تدهور في أسعار الفائدة أو الأصول (الأسهم والعقارات والأراضي)، ويكون ذلك مصحوباً بتزايد حالات الإعسار التجاري وانهيار المؤسسات المالية".⁷

¹ نيفين الحلواني محمد، إدارة الأزمات والسياحة، مطبعة أبناء وهبة حسان، مصر، 2004، ص: 10.

² رواد غالب سليقة، إدارة الأزمات الدولية في ظل نظام الأمن الجماعي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2014، ص: 33.

³ إبراهيم أبو العلا وآخرون، مرجع سابق، ص: 14.

⁴ يوسف أحمد أبو فارة، إدارة الأزمات مدخل متكامل، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص: 23.

⁵ Frederic S. Miskin, **Anatomy Of A Financial Crisis**, Working Paper No: 3934, National Bureau of economic Research, Cambridge, December 1991, P: 7.

⁶ Mark Jickling, **Containing Financial Crisis**, CRS Report For Congress, Order Code RL 34412, 24 November 2008, P: 1.

⁷ Ola Honningdal Grytten, **Financial crises and monetary expansion**, Norwegian School of Economics and business administration, Norges bank, 2011, p :4.

وتحدث الأزمات المالية عندما تكون العلاقة بين الاقتصاد الحقيقي (إجمالي الإنتاج من السلع والخدمات)، والاقتصاد المالي (النقود بالمعنى الواسع) تخرج عن التوازن حيث أنه في هذه الحالة يصبح الاقتصاد المالي لا يعتمد في المقام الأول على الاقتصاد الحقيقي، ولكن يأخذ شكل مستقل خاص به مما يؤثر سلباً على الاقتصاد الحقيقي.¹

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الأزمات المالية على أنها اضطراب حاد في بعض التوازنات الاقتصادية، نتيجة انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى قطاعات أخرى.

3. خصائص الأزمات المالية

تتميز الأزمات المالية بجملة من الخصائص والتي من أهمها:²

- أنها ناتجة عن التدفق الضخم لرؤوس الأموال داخل البلد الواحد؛
- أنها يرافقها توسع مفرط وسريع في الائتمان؛
- أنها تؤدي إلى ما يلي:
 - تدهور حاد في قيمة العملة الوطنية؛
 - ارتفاع سعر الصرف الحقيقي؛
 - حدوث موجة من التدفقات باتجاه الخارج؛
 - عزوف عن الاستثمار؛
 - بروز حالات من الذعر والحذر وعدم الثقة بين المتعاملين الماليين.

ثانياً: أعراض الأزمات المالية

تختلف الأزمات التي تحدث بين الفترة والأخرى في الاقتصاد إلا أن أغلبها كان لها نفس الخصائص، بالرغم من اختلاف الأعراض التي تصيب اقتصاد معين عند تعرضه لأزمة مالية، ومن أهم أعراض الأزمات المالية ما يلي:³

- ركود أو تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي؛
- خصائص هيكلية (اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية للهروب للخارج) وتزايد خطورة ذلك حينما يكون جزء كبير من الائتمان موجه للقطاع الخاص؛
- المخاطر المعنوية (قيام البنوك بالإفراط في الإقراض بدون ضمانات كافية) وبالتالي تزايد الخطر؛

¹ مرتضى محمد صلاح الدين عبد اللطيف، أثر الأزمة المالية العالمية على قطاع تكنولوجيا المعلومات، المكتب العربي للمعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، 2013، ص: 9، 10.

² أحمد طرطار، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 4.

³ Barry Jhonston & Jingque Chai And Liliana Scumacher, **Assessing Financial System Vulnerability**, International Monetary Found, Working Paper Wp/ 00/ 76, April 2000, P: 8.

- تؤدي المعلومات غير الكاملة أو غير الصحيحة أثناء الأزمة إلى قيام كل من المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة أسوأ بالآخرين (سلوك القطيع)، ويؤدي ذلك إلى تعميق الأزمة وزيادة الخسائر خصوصاً حينما يقوم المستثمرون بتسييل الأصول التي يمتلكونها؛
- هيكل تدفقات رأس المال الأجنبي عنصر هام فكلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل تزايد ميل الاقتصاد إلى تعرضه لأزمة مصرفية؛
- تلعب الصدمات الخارجية دوراً هاماً، فارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى تدهور معدلات التبادل وانخفاض قيمة الصادرات؛
- قد تكون أسعار الصرف الحقيقية غير موجهة بشكل سليم؛
- هروب رؤوس الأموال للخارج، ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون غير القابلة للتحويل، وانهيار أسعار الأصول وتبدأ عملية الدويرة^{*} لتعقد من مشاكل البنوك بدرجة أكبر؛
- انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع البنوك وتزايد خسائرها وتعرضها للإعسار وتنتشأ معها أزمات مصرفية جديدة.

ثالثاً: مراحل الأزمات المالية

تنقسم مراحل حدوث الأزمات المالية إلى ثلاث مراحل هي مرحلة ما قبل الأزمة، مرحلة حدوث الأزمة، ومرحلة ما بعد انتهاء الأزمة، ويمكن توضيحها كما يلي:¹

1. مرحلة ما قبل اندلاع الأزمة

تعد هذه المرحلة هي مرحلة ميلاد الأزمة، حيث تتكون من أحداث ومواقف غير محددة المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في محاولة استشراف الأزمة والاستعداد والحيلولة دون وقوعها أو الإعداد لمواجهةها عند حدوثها، ويعد ذلك تنفيساً للأزمة لافتقادها مرتكزات النمو ومن ثم تحجيمها والقضاء عليها.

والأزمات المالية لا تحدث فجأة وإنما تسبقها مقدمات ومؤشرات كثيرة تنبئ بوقوعها، ومن هذه المؤشرات ما يتعلق بارتفاع نسب العجز المالي، والاستهلاك الحكومي، وارتفاع حجم الائتمان المصرفي والديون الخارجية قصيرة الأجل المستحقة على القطاعات المصرفية، والتقلبات في أسعار الأسهم، وارتفاع نسبة الديون المعدومة، والتحويلات الكبيرة في الأسواق المالية، وضعف نظم الرقابة والإشراف، وغياب الشفافية والإفصاح وغيرها مما يعد مقدمات لمولد أزمة مالية.

^{*} الدويرة: هي الاستخدام التلقائي في بلد ما للدولار الأمريكي إلى جانب عملته المحلية في معاملاته المالية، فهي حيازة المقيمين لجزء كبير من أصولهم في شكل أدوات مقومة بالدولار.

¹ عمر يوسف عبد الله عيابه، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص ص: 33، 34.

2. مرحلة حدوث الأزمة

تمر الأزمة بهذه المرحلة عندما لا يمكن السيطرة على متغيرات الأزمة المتسارعة، لتصل إلى نقطة الانفجار منذرة بخطر حقيقي على الاقتصاد، ويكمن ذلك في الصدمة وحالة عدم التوازن التي تحدثها. ولهذه المرحلة مؤشرات تظهر في التقلبات الحادة في أسعار الأصول المالية وأسعار الأسهم والعقارات، وتزايد حالات الإفلاس، والاندفاع في سحب الودائع وإغلاق العديد من المشروعات، وتأميم بعض المؤسسات، وتقديم المساعدات للمؤسسات المالية من قبل الحكومات، كل هذه الأحداث تعد مؤشراً لانفجار الأزمة.

3. مرحلة انحسار الأزمة وانتهائها

وهذه المرحلة تبدأ بعد أن يقوم الجهاز المالي والنقدي بمواجهة الأزمة بعد انفجارها، وذلك بتغيير السياسات المالية والنقدية وإجراء الإصلاحات الضرورية في الإدارة والضوابط الرقابية والنظم الخاصة بالعمل للخروج من هذه الأزمة المالية، حيث أن تفاقم الأزمة وانفجارها ووصولها إلى الذروة هو بداية الانفراج ونقطة التحول نحو الدور الآخر والمرحلة الأخرى من مراحل الدورات الاقتصادية.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمر الاقتصاد العالمي بين الفترة والأخرى بأزمات مالية تختلف باختلاف أنواعها، وتعتبر عملية التعرف على نوع الأزمة من أهم المراحل من أجل التحوط منها واتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهتها، ويمكن تقسيم أنواع الأزمات المالية وفقاً لعدة تصنيفات.

أولاً: تصنيف الأزمات المالية حسب طبيعتها

يمكن التمييز بين عدد من الأزمات المالية حسب طبيعتها كما يلي:

1. أزمة العملة

تحدث هذه الأزمة عند فقدان قدر كبير من الاحتياطات الدولية للدولة، أو عندما تتغير قيمة عملة الدولة بالتخفيض.¹

¹ آيت زيان كمال واليفي محمد، "تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، 6/5 ماي 2009، ص: 6.

كما تحدث أزمة العملة في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف و/أو إعلان السلطات النقدية سوء تقدير العملة المحلية ومن ثم تعديل نظام الصرف، و/أو إدخال رقابة على حركة رؤوس الأموال، أو إغلاق سوق الصرف لبعض الساعات.¹

كما تعرف أزمة العملة على أنها الأزمة التي تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات. وتحدث هذه الأزمة لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بتخفيض سعر العملة، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطة النقدية؛ إلا أنه في أغلب الحالات يكون قراراً ضرورياً يتخذ في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجة. وبالتالي يقال أن هناك أزمة سعر صرف إذا:²

- حصل انخفاض كبير في قيمة صرف العملة، أو؛
- تدخلت السلطات النقدية بقوة لبيع العملات الأجنبية حماية لسعر صرف عملتها المحلية، أو؛
- رفعت السلطات النقدية سعر الفائدة بشكل كبير.

2. الأزمة المصرفية

تعرف الأزمة المصرفية على أنها الأزمة التي تكون فيها الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها، لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كافٍ لتغطية نفقاته. كما أنها الحالة التي تكون فيها البنوك في حالة إعسار مالي، بحيث يتطلب الأمر تدخلاً من البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي.³

وتظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع؛ فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، ومن ثم يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح

¹ Burkart Olivier, *Les crises de change dans les pays émergents*, Bulletin de la banque de France, N°74, février 2000, p: 54.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 190.

³ Patric T-Downes & David Martson & Inci Otker, *Mapping Financial Sector Vulnerability In Non- Crisis Country*, IMF Discussion Paper, May 1999, P: 1.

القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.¹

3. أزمة الديون

تحدث هذه الأزمة عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواءً للكيانات العامة أو الخاصة. وترتبط أزمة الدين بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن السداد لالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وبالتالي تحدث أزمة في الصرف الأجنبي.²

4. أزمة أسواق الأوراق المالية

وهي أزمة تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية، تضعف من قدرتها على أن تعمل بكفاءة وتؤدي إلى آثار غير مواتية بالنسبة للاقتصاد الحقيقي.³

وتحدث هذه الأزمة عندما يقوم طالبو التوفير بتحويل قسم من أموالهم مما لا يودون إنفاقه خلال فترة من الزمن إلى أداة مالية عالية الربحية، وهي الأداة المالية ذات الدين أو الائتمان التي تطلب من المقترض أن يدفع فائدة دورية وأن يعيد القرض في نهاية الفترة المتفق عليها أو تعطي صاحبها حصة من الشركة ونصيباً من أرباحها.

ويحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق الأوراق المالية نتيجة للتدهور الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم والذي يعكس آثاره السلبية التي يتركها على قطاع الانتاج والعمالة، بحيث يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بينها، وارتفاع الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الانتاجية مثل الآلات والمعدات، وإما أصول مالية؛ وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية، وكلما زاد ارتفاع الأسعار أصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيعه فيبدأ سعره في

¹ جواد كاظم البكري، فح الاقتصاد الأمريكي الأزمة المالية، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، الطبعة الأولى، لبنان، 2011، ص: 31، 32.

² كمال العريب وبلحمدي سيد علي، "أهم الأزمات الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبدل"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، 6/5 ماي 2009، ص: 8.

³ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص: 14.

الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر المالي في الظهور. وعادة ما تحدث هذه الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو مختلف الأصول سواءً في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.¹

ويضم هذا النوع من الأزمات المالية صوراً مختلفة أهمها:

1.4. أزمة السيولة

تحدث أزمة السيولة عندما يفاجئ بنك ما بزيادة كبيرة في طلب سحب الودائع، وبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي تحدث الأزمة.²

2.4. أزمة انفجار فقاع الأصول

يحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة، أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادلة، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو المضاربة على سعره وليس الشراء من أجل الاستثمار لتوليد الدخل.³

3.4. أزمة استراتيجيات وقف الخسائر

يحصل هذا النوع من الأزمات عند إصدار المضاربين والتجار أوامرهم بالبيع أو الشراء إلى السماسرة بسعر معين، فإذا انتشرت هذه الممارسات فإن انخفاض الأسعار سيتفاقم بشكل ضخم.⁴

4.4. أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات

تنتج هذه الأزمة عندما تميل المشروعات إلى الدخول في مجالات استثمار مرتفعة، مما يؤدي إلى إفلاسها كما حدث لبنوك الإقراض والادخار في الولايات المتحدة الأمريكية في مطلع الثمانينات.⁵

5. الأزمة النظامية

إن الأزمة النظامية هي الأزمة الشاملة التي لا تقتصر على قطاع واحد أو مظهر واحد ولكنها تمتد إلى النظام ككل، وهي أزمة هيكلية تمتاز بكونها:⁶

- تتولد في الأسواق المالية وتتضخم فيها، حيث أن المخاطر النظامية تتولد في عملية التمويل، بمعنى أن ما يحتاجه المشروع من أموال لأداء مهامه يتم توفيره بواسطة مستثمرين خارج

¹ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص: 24.

² Robert Boyer & Mario Dehove & Dominique Plihon, **Les Crises Financiers**, La Documentation Française, Paris, 2004, P: 15.

³ **Ibid**, p: 15.

⁴ حدة رايس، "الأثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، الجزائر، مارس 2009، ص: 67.

⁵ نفس المرجع السابق، ص: 68.

⁶ عمرو محيي الدين، مرجع سابق، ص ص: 90، 91.

- المشروع، وبالتالي فالمخاطر النظامية لا تنشأ إذا كان التمويل يتم ذاتياً، ومن هنا تلعب نسبة المديونية دوراً مهماً؛
- يسود خلالها أثر العدوى، بمعنى أن الأزمة في بلد معين تسبب أزمة في دولة أخرى لا يبدو على اقتصادها أنه يعاني من أية أزمة؛
 - تؤدي الأزمة النظامية إلى فقدان ثقة المستثمرين، حيث أن المستثمرين أو المؤسسات المالية يقومون بتخفيض حجم السيولة التي يكونون على استعداد لتوفيرها وهذا نتيجة لتغير في مزاج المستثمرين؛
 - تؤدي الأزمة النظامية إلى تكلفة عالية جداً متمثلة في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية؛
 - تتطلب تدخل الدولة في السياسة الاقتصادية لتصحيح الاختلالات، ذلك أن الأزمة تؤدي إلى تدني الأداء الاقتصادي وهو ما يستدعي ضرورة التدخل من خلال السياسات العامة.
- وقد تتطور الأزمة المالية وتتحول إلى أزمة اقتصادية بعد تدهور المتغيرات الاقتصادية الكبرى مثل التشغيل أي زيادة البطالة وانخفاض النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية والتجارة الدولية، والأزمة الاقتصادية هي أزمة تمتد آثارها في الاقتصاد المالي (بنوك الاستثمار، أسواق المال)، والاقتصاد العيني ممثلاً في قطاعات الصناعة سواءً على مستوى سلع الإنتاج أو سلع الاستهلاك.

ثانياً: تصنيف الأزمات المالية حسب نطاقها الجغرافي

باعتبار هذا المعيار هناك أزمات ذات طابع محلي تقع ضمن نطاق جغرافي محدود، قد يكون دولة واحدة مثل الأزمات التي تعرضت لها الأسواق الناشئة في كل من المكسيك والأرجنتين، أو تمس إقليم معين بحيث تبدأ من دولة لتنتشر إلى الدول المجاورة لها مثل أزمة جنوب شرق آسيا، وهناك أزمات عالمية تظهر آثارها على كل اقتصاديات العالم مثل أزمة الكساد الكبير 1929، وأزمة الرهن العقاري الأمريكية 2008.¹

ثالثاً: تصنيف الأزمات المالية حسب تكرار حدوثها

اعتماداً على هذا المعيار هناك نوعان من الأزمات؛ أزمات وحيدة وهي أزمات غير متكررة ويصعب التنبؤ بها ومن أمثلة هذا النوع انهيار الأسواق المالية الأمريكية بسبب أحداث 11 سبتمبر

¹ كمال رزيق وعبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص: 27.

2001، وهناك أزمات تتسم بالدورية والتكرار وهي تحدث في دورات اقتصادية يسهل التنبؤ بها، ومن أمثلة هذا النوع الأزمات المالية التي تمس الأسواق المالية الناشئة.¹

رابعاً: تصنيف الأزمات المالية وفقاً لدرجة شدتها

وفقاً لهذا المعيار هناك نوعان من الأزمات؛ الأزمات السطحية والأزمات العميقة، حيث تكون الأزمات السطحية خفيفة التأثير ولا تستغرق وقتاً طويلاً وتمس قطاع معين فقط، ونطاق جغرافي محدود، ومن أمثلة هذا الصنف الانهيارات التي تعرضت لها الأسواق المالية الأمريكية في بداية القرن الحالي، في حين أن الأزمات العميقة هي الأزمات التي تكون تأثيراتها شديدة وتتميز باتساع مجالها من قطاع إلى آخر وانتشار عدواها من منطقة جغرافية إلى أخرى، ومن أمثلة هذا الصنف أزمة 1978، وأزمة 1983.² من خلال ما سبق يمكن القول أن الأنواع المختلفة للأزمات المالية تتسم بالارتباط فيما بينها والتتابع في بعض الأحيان، كما يمكن أن تبدأ الأزمة بشكل معين ثم تتطور وينتج عنها أشكال أخرى من الأزمات المالية.

المطلب الثالث: التنبؤ بالأزمات المالية

عادة ما تسبق الأزمات المالية إشارات تنذر وتنبئ عن قرب وقوعها، ونظام الإنذار المبكر هو النظام الذي يطلق إشارات تحذير مسبقة باحتمال قرب وقوع أزمة، وذلك باستخدام جملة من المؤشرات المالية.

أولاً: نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية

قد يختلف المختصون في الاجراءات الوقائية عند حدوث الأزمات المالية، إلا أنهم لا يختلفون في أهمية التفكير والعمل في وضع نظام للإنذار المبكر للتنبؤ بحدوث الأزمات واتخاذ الاجراءات اللازمة لذلك.

1. تعريف نظام الانذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية

يقصد بنظم الإنذار المبكر تلك الإشارات التي تنبئ عن قرب وقوع الأزمة، وهنا يوجد أربع احتمالات لهذه الإشارات: الإنذار الصحيح أي احتمال وجود أزمة، أو الإنذار الكاذب، أو الفشل في التعرف على الإشارات، أو الرفض الصريح بمعنى الاعتقاد الصحيح بعدم وجود أزمة.³

¹ نفس المرجع السابق، ص: 27.

² نفس المرجع السابق، ص: 28.

³ محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية، الإسكندرية، 2008، ص: 104.

أما نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية فهو من بين الأنظمة التي يستخدمها صندوق النقد الدولي للتغلب على الصعوبات التي تواجهها المؤسسات والهيئات المالية ومراقبة أدائها المالي في الأوقات الصعبة، ويتطلب هذا النموذج بيانات كاملة ودقيقة عن الأداء السابق لتقييم الوضع الحالي. ويستخدم نظام الإنذار المبكر من طرف رجال الاقتصاد للتنبؤ بتوقيت الأزمات واتخاذ التدابير المالية اللازمة للتغلب عليها، وتتم مقارنة التغيرات التي شهدتها مرحلة ما قبل الأزمة مع الوضع الاقتصادي في الأوقات العادية من أجل التوصل إلى نموذج يمكن من خلاله الحكم على الوضع الاقتصادي لتلك الفترة.¹

كما يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر على أنه عبارة عن القدرة على استيعاب الإشارات المتعلقة باحتمال حدوث الأزمات وذلك بالنسبة للاقتصاد الكلي مما يمكن من اتخاذ كافة التدابير لتجنبها، وتقوم العملية على رصد وتسجيل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث أزمة. وبالنسبة للمؤشرات المتعلقة بالمؤسسات الخاصة ينبغي أن تتمتع الإدارة التنفيذية العليا في المؤسسة المالية بالقدرة على التعرف على إشارات الإنذار المبكر للأزمات وبشكل دقيق، ويقضي ذلك تقييم المؤسسات لقدرتها على اكتشاف إشارات الإنذار المبكر واستكمال الأنظمة المتعلقة بذلك، بالإضافة إلى امتلاك أدوات التحليل والتنبؤ بالأزمات وذلك لتجنب وقوعها أو التخفيف من آثارها لدى وقوعها.²

2. ظهور فكرة نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية

في حين أن الاجراءات الحالية التي يضعها صندوق النقد الدولي للمراقبة تواصل في التحسن مع مرور الوقت، فقد استولى تركيز اهتمام المجتمع الدولي على الاكتشاف المبكر للأزمات المالية. حيث أن مشاورات المادة الرابعة* لم تتجح في كشف ظروف الأزمات المالية لتصحيح الوضع المالي الدولي، وبالتالي فقد قام الباحثون في المجال الاقتصادي على مستوى صندوق النقد الدولي بإجراء نظرة جديدة على الأسباب المساهمة في الأزمات المالية، في محاولة لوضع نظام الإنذار المبكر للإشارة إلى المخاطر التي قد تؤدي إلى حدوث الأزمات.

ونظم الإنذار المبكر من الأنظمة التي تحتوي على مؤشرات تكون بمثابة دلائل على الصحة العامة للاقتصاد، وهذه المؤشرات هي عبارة عن بيانات كمية تهدف إلى قياس ضعف الاقتصاد و/أو مؤسساته المالية على أساس التعرض للمخاطر. والميزة الأكثر أهمية في نظم الإنذار المبكر هو أنها مصممة خصيصاً لتلبية احتياجات البلد وقدراته، وتستند أفضل النظم التي وضعت حتى الآن على وضع منهجية شاملة لا تمكن فقط من تحديد المشاكل المحتملة التي تتطلب اهتماماً فورياً، ولكن أيضاً يمكن

¹ Armagan turk, "predicting financial crisis with artificial neural network model: the case of turkey", **research journal of international studies**, issue 21, October 2011, p: 69.

² فؤاد حمدي بيسيسو، "أولوية تطوير مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات الاقتصادية والعمل بها"، **جريدة الدستور**، العدد 15968، الأردن، 27 ديسمبر 2011، ص: 2.

* مشاورات المادة الرابعة هي مناقشات شاملة منتظمة (تُعقد سنوياً في العادة) بين خبراء صندوق النقد الدولي وممثلي البلدان الأعضاء المنفردة حول سياساتها الاقتصادية والمالية، وتستند هذه المناقشات إلى المادة الرابعة من اتفاقية تأسيس الصندوق (وتعديلاتها في عام 1978) والتي تقضي بممارسة الصندوق الرقابة الدقيقة على سياسات أسعار الصرف في كل بلد من بلدانه الأعضاء.

تحديد الاصلاحات المطلوبة في البنية التحتية القانونية والتنظيمية والمؤسسية التي يمكن أن تقلل من احتمال أزمة في المستقبل.¹

3. خصائص نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية

أهم الخصائص التي يجب أن تتوفر في نظام الإنذار المبكر ما يلي:²

- الثبات والذي يقيس عدد المرات التي يجري فيها تحديد النقاط الحساسة ومدى قدرة علامات الإنذار على الوصف الصحيح للأزمات المحتملة؛
- الدقة وتقيس الأزمات التي وقعت فعلاً وما إذا كانت نظم الإنذار لعبت الدور المطلوب منها أم لا؛
- الفعالية وتقيس المزايا والمخاطر والتكاليف المرتبطة بنظم الإنذار؛
- الصدق ويقيس قدرة نظم اكتشاف علامات الإنذار على تصوير علامات الإنذار.

4. أهمية نظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأزمات المالية

من أهداف نظام الإنذار المبكر الواقعية وإن كانت طموحة، تقليل حجم الخطر بشأن أوضاع أسوأ حالة وتقديم خيارات لصناع السياسة حول أفضل الطرق للتصدي لها، ويتطلب ذلك تحليلاً استشرافياً دقيقاً، وأحكاماً سليمة، واتصالاً متقناً.³

وتشمل نظم الإنذار المبكر معلومات أساسية مفيدة ويمكن أن تنتج تقديرات لاحتمال نشوء الأزمة وترتيب مختلف البلدان من حيث حساسيتها لها، وفي الغالب لا يمكن التعويل على نظم الإنذار المبكر إلا جزئياً في هذه المرحلة من تطورها، ولكنها تظل نقطة بداية مفيدة للمحللين وصانعي القرار.⁴ كما يهدف وضع جهاز للإنذار المبكر للأزمات المصرفية إلى زيادة قدرة البنوك على الاستخدام الكفء لمواردها ومواجهة المخاطر التي قد تواجهها عند القيام بأعمالها، فضلاً عن معاونة صانعي القرار في التعرف على أية اختلالات خاصة في المدى القصير، واقتراح أهم الأساليب والاجراءات التي تعالج الموقف أولاً بأول قبل تفاقم المشاكل.⁵

ثانياً: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية

هناك عدة مؤشرات رقابية للإنذار المبكر تستخدم لقياس مدى سلامة الأداء المصرفي والقطاع المالي، إذ تستخدم كمؤشرات لتقييم أداء البنوك والقطاعات المالية ثم تصنيفها واكتشاف أوجه الخلل

¹ Erin Waldron John Kenneth Galbraith, **Averting The next financial crisis Improving International Monetary Fund Surveillance**, Action Education Fund, Washington, p p: 26, 27.

² محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص ص: 110، 111.

³ أتيش جوش وجوناثان أوستري وناتاليا تاميريزا، "التنبؤ بالأزمة القادمة ما الذي يمكن أن نتوقعه من أنظمة الإنذار المبكر؟"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009، ص: 37.

⁴ اندروبيرج وكاثرين باتيلو، "تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية"، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، جويلية 2000، ص: 10.

⁵ عبد الغني حريري، "دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 12.

المالي في أداؤها قبل وقت مبكر حتى لا تتعرض لمشاكل مالية تؤدي إلى انهيارها، وبالتالي تقوم هذه المؤشرات بالتعريف باحتمالات الحدوث في وقت مبكر لاتخاذ ما يلزم من إجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات.

1. المؤشرات التقليدية للتنبؤ بالأزمات المالية

توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، وأهمها:¹

1.1. المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية، وتتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة وينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، حيث دائماً ما تتوجه هذه الاستثمارات إلى حيث تجد المناخ الملائم للنمو، ومن بين هذه المؤشرات:

- الارتفاع في معدل البطالة؛
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع المحلية؛
- ارتفاع معدلات التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية؛
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة؛
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بترجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره؛
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

2.1. المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية

يمكن اجمال أهم المؤشرات التي تنبئ بقرب حدوث الأزمات المالية والتي تتصل بالأسواق النقدية والمالية فيما يلي:

- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية) على أسواق الائتمان؛
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛
- غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب على المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات وبالتالي أسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية؛
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل لما لهذه الديون من أثر سيء على القطاعات المالية بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها، مما يساهم في زعزعة عنصر الملاءة للمؤسسات المالية، ويساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفه التمويلية؛

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص ص: 20، 22.

- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق، دخولاً إليها وخروجاً منها؛
 - غلبة سيطرة صناعة معينة على سوق الأوراق المالية؛
 - انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.
- ويمكن لصانع القرار مراقبة أسواق المال والأسواق النقدية من خلال إدارة معينة للمخاطر، تلقي الضوء بصفة دورية شهرية أو ربع سنوية أو سنوية على المؤشرات التي تنبئ بقرب وقوع أزمة مالية، سواءً في قطاعات البنوك أو في أسواق الأوراق المالية.

2. مؤشرات الحيطة الكلية

تشير مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي إلى مجموعة مؤشرات يتم من خلالها مراقبة ورصد الاتجاهات الهيكلية للتوجيه والإنذار المبكر، والتحذير من عدم الاستقرار المالي قبل وقوع الحدث لذلك احتلت اهتمام كبير من قبل البنوك المركزية.¹

وتتبع أهمية مؤشرات الحيطة الكلية من كونها مؤشرات تدل على مدى سلامة استقرار النظام المالي وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية، وهي أيضاً تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي المالي للخطر. وعلى العموم تظهر أهمية مؤشرات الحيطة الكلية من خلال ما يلي:²

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبنياً على مقاييس كمية موضوعية؛
 - تساعد على ترسيخ مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة مختلف المعلومات للعملاء؛
 - تعد مقاييس تسمح بمقارنة أوضاع الدول من خلال مجموعة مؤشرات؛
 - تقوم على معيارية النظم المحاسبية والإحصائية من خلال استخدام المؤشرات نفسها التي تسهل المقارنة محلياً ودولياً؛
 - تساعد على كشف مخاطر انتقال الأزمات، وتعمل على التقليل من حدتها.
- وتشمل مؤشرات الحيطة الكلية على جانبين رئيسيين:³
- مؤشرات الحيطة الجزئية الممثلة لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي كل على حدى؛
 - مؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي.

وكثيراً ما تحدث الأزمات المالية عندما يشير كلا النوعين من المؤشرات إلى جوانب للضعف، أي عندما تكون المؤسسات المالية ضعيفة ومهددة بصدمات الاقتصاد الكلي. وتعتمد مؤشرات الحيطة الجزئية على ستة مؤشرات تجميعية أساسية هي ما يعرف بإطار CAMELS (وهي الأحرف الأولى من المؤشرات

¹ Ephilip Davis and Dilruba Karim, **Macroprudential Regulation The Missing Policy Pillar**, European Union, 8 June 2009, P: 5.

² Owen Evans and Others, **Macroprudential Indicators of Financial Soundness**, Occasional Paper 192, IMF, Washington DC. April, 2000, P: 3.

³ مصطفى عبد اللطيف، "الوضعية المالية ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد انتهاء برنامج التسهيل الموسع"، مجلة الباحث، العدد 6، الجزائر، 2008، ص: 120.

الستة) وهي: كفاية رأس المال، جودة الأصول، الربحية والإيرادات، التمويل والسيولة، سلامة الإدارة، الحساسية لمخاطر السوق، ويضاف إليها مؤشرات خاصة بالسوق وهي لا تدخل ضمن إطار CAMELS. أما بالنسبة لمؤشرات الاقتصاد الكلي فمن بينها: بيانات النمو الكلية والنمو في القطاعات، اتجاهات ميزان المدفوعات، مستوى التضخم ودرجة تقلبه، أسعار الفائدة والصراف ونمو الائتمان، وتغير أسعار الأوراق المالية والعقارات، وقابلية الأنظمة المالية للإصابة بحدوث الأزمات.¹

3. وسائل مراقبة السيولة

يعتبر الافتقار لاحتياطي من السيولة مؤشراً رئيسياً للتنبؤ باحتمال وقوع أزمة في العملة ومدى عمقها، والاحتياطات الرسمية هي الاحتياطي الوافي الرئيسي بالنسبة لبلدان الأسواق الناشئة، وفي هذه الظروف من المهم وضع تقديرات لما يلي:²

- احتياطات البلد من التمويل الخارجي بما في ذلك عجز الحساب الجاري والتزامات الديون التي يجل موعد استحقاقها خلال الفترة القادمة، ومقدار الأموال التي يحتمل أن يحولها المقيمون إلى الخارج؛

- تلك المصادر التمويلية المضمونة بصورة أو بأخرى بما فيها الاستثمار الأجنبي والاقتراض من السوق على هيئة سندات مضمونة بالفعل والتمويل الرسمي.

ويتم تجميع هذه البيانات بصورة منتظمة وتلخيصها في جداول الاحتياط التمويلية، والتي تمثل أداة فحص وتدقيق تبادلي لاحتياطات التمويل العالمية، وتسمح بتقديم حجم الطلب الممكن على موارد الصندوق. ويتعين أن يشمل التحليل لمدى تعرض بلد ما إلى الخطر مجموعة كاملة من المؤشرات للتعرض وأن يقدم بيانات تاريخية قديمة وتقديرات مستقبلية، وتستند المؤشرات التي تم اختيارها لإلقاء الضوء على أوضاع بلد ما إلى ما يلي:³

- أساليب تحليلية: بما فيها تحليل الميزانية العمومية؛

- النماذج التجريبية: مثل نماذج أزمات العملات.

4. المؤشرات المالية القائدة

تهتم النماذج المستخدمة في التنبؤ بالأزمات المالية بمتابعة ورصد الظروف الاقتصادية التي تسبق وقوع الأزمات، نظراً لأن مثل تلك الظروف يمكن أن تعطي مؤشرات إنذار بقرب وقوع الأزمات، وبالتالي تسهل عملية تجنبها أو الاستعداد المبكر للتعامل معها وتقليل آثارها السلبية. ولقد تبنى صندوق النقد الدولي في هذا الصدد منهجية الإشارات لتركيبة مؤشرات تستخدم في التنبؤ بالأزمات المالية، كما

¹ نفس المرجع السابق، ص: 120.

² Christian mulder, "Évaluer détecter les facteurs de vulnérabilité financière pour prévenir les crises", **finances and développement**, nombre 2, décembre 2002, p: 9.

³ **Ibid**, p: 10.

تنبت مجموعة من الدراسات الخاصة بالصندوق هذه المؤشرات والتي قام بتطويرها نخبة من الاقتصاديين تأتي في مقدمتهم الخبيرة الاقتصادية كامينسكي.¹

ويقوم منهج الإشارات على أساس تحديد مجموعة من المؤشرات أو المتغيرات الاقتصادية ومقارنة سلوكها قبيل وقوع الأزمات المالية (أي قبيل حدوث الضغوط في الأسواق المالية) بسلوكها خلال الفترات العادية التي يسودها الهدوء، وعن طريق مراقبة ومتابعة تلك المتغيرات عن كثب قد يكون من الممكن رصد أنماط السلوك المشابهة لأنماط التي سبقت وقوع الأزمات في الماضي.²

ويوجد عدد كبير من المؤشرات التي قد تعمل كمؤشرات لقابلية التعرض لمخاطر الأزمات، ويعتمد اختيار المؤشرات بدرجة كبيرة على فهم أسباب الأزمة ومحدداتها المباشرة، فعلى سبيل المثال؛ نجد أن التقدير المغالى فيه لسعر الصرف، والنمو السريع للائتمان المحلي، والتوسع في منح الائتمان للقطاع العام، والزيادة في معدل التضخم المحلي، وتراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والزيادة في سعر الفائدة في البلدان الصناعية يمكن أن تكون بمثابة تحذير من إمكانية حدوث أزمة في العملة. كما أن هناك عوامل أخرى تجد بعض التأييد التطبيقي ولكن بدرجة أقل مثل اتساع العجز التجاري، زيادة عجز المالية العامة، تدهور الأداء التصديري، وتباطؤ النمو الحقيقي لإجمالي الناتج المحلي.³

1.4. الاهتمام بالمؤشرات المالية القائدة

لقد كان هناك اهتمام كبير للتعرف على المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تصلح كإشارات تحذير للأزمات المالية، ويمكن بناء نظام إنذار مبكر من خلال التعرف على مجموعة من المتغيرات والتي يكون سلوكها قبل حدوث الأزمة مختلفاً عن السلوك الذي تسلكه خلال الفترات العادية، وعن طريق مراقبة هذه المتغيرات فإنه من الممكن تتبع مسار أنماط سلوكها في الفترة التي تسبق حدوث الأزمة المالية.⁴

2.4. أهمية المؤشرات المالية القائدة

تتبع أهمية المؤشرات المالية القائدة من قيمتها بأنها تقدم أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مصرفية أو أزمة عملة، ونقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الأزمة لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، وتساعد المؤشرات المالية القائدة عموماً فيما يلي:⁵

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، الأزمات المالية المعاصرة (الأسباب، العلاج، الدروس المستفادة) (دراسة مقارنة)، مذكرة دكتوراه، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 2008، ص: 166.

² International Monetary Fund, "Financial crises: characteristics and indicators of vulnerability", **world Economic Outlook**, Washington, may 1998, p: 88.

³ Sunil Sharma, "peut-on prédire les crises économiques?", **finances & Développement**, volume 36, numéro 2, juin 1999, p: 41.

⁴ هيل عجمي جميل، "الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، مجلة جامعة دمشق، المجلد 19، العدد الأول، دمشق، 2003، ص: 283.

⁵ Rajana sahajwala and Paul Van Den Bergh, **supervisory risk assessment and Early Warning systems**, committee on banking supervision, working paper N 4, Switzerland, December 2000, p: 4.

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواءً عند الفحص أو بين فترات الفحص؛
 - التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل؛
 - المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص؛
 - توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.
- وهناك مخاطر عديدة في أنشطة البنوك ومهمة نظم الإنذار المبكر والمؤشرات المالية القائدة هي توجيه النظر لهذه المخاطر، وتشمل مخاطر الائتمان والسيولة، مخاطر السوق، مخاطر التشغيل، مخاطر الأعمال، والاكتشاف المبكر لهذه المخاطر سوف يساعد واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر، بجانب ذلك تجنب تكرار حدوث هذه المخاطر.
- كما تظهر مدى كفاءة هذه المؤشرات أنها عبارة عن مؤشرات أساسية تقدم إنذاراً مبكراً بالأزمات في مراحلها الأولى وتساعد على فهم ديناميكيتها، وهي من الأمور الهامة والحاسمة لاسيما في الوضع الراهن للعلومة المالية.¹
- إن نظام الإنذار المبكر بالرغم من أنه أظهر نتائج مختلفة من حيث درجة دقة التنبؤ بحدوث الأزمات المالية، ولكنه قام بتوفير منهج منظم وموضوعي للتنبؤ بالأزمات، وبالتالي فإن نظم الإنذار المبكر يجب استخدامها وليس استغلالها، ويعني هذا أن الاستخدام الأساسي لهذه النظم يجب أن يقتصر على كونها مجرد أداة واحدة من بين كثير من أدوات تحليل المخاطر الخارجية.

¹ Brenda gonzalez-hermosillo, "Crises bancaires: se doter d'indicateurs d'alerte avancée", **finances & développement**, volume 36, numero 2, juin 1999, p: 36.

المبحث الثاني: نظرة تاريخية لأهم الأزمات المالية

تعرضت الأسواق المالية العالمية منذ القديم إلى انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسبابها. وعليه فسيتم التعرض في هذا المبحث إلى العناصر الآتية:

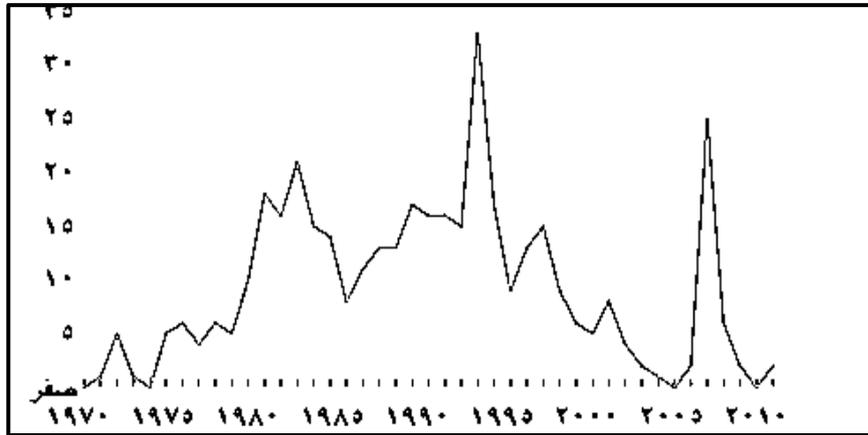
✓ أهم أزمات ما قبل القرن العشرين؛

✓ أبرز أزمات القرن العشرين؛

✓ أهم أزمات القرن الواحد والعشرين.

حيث أن الأزمات المالية ليست بالظاهرة الجديدة في الاقتصاد العالمي وخلال العقد الأخير عانت كثير من الدول - سواء الصناعية أو الناشئة - من نوع أو آخر من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، وخلال الفترة 79- 1997 كانت هناك أكثر من 158 أزمة سعر صرف و54 أزمة مصرفية، وكانت أزمات أسعار الصرف الأكثر شيوعاً من الأزمات المصرفية خلال الفترة 75- 1986، بينما سادت الأزمات المصرفية في الفترة 87- 1997، وارتبط ذلك بسياسات التحرير المالي التي انتشرت خلال تلك الفترة مما دعا كارلوس دياز الياندرو أن ينشر مقالاً هاماً في سنة 1984 أطلق عليه عنوان "وداعاً للكبح المالي، أهلاً بالأزمات المالية"¹. وحسب احصائيات صندوق النقد الدولي فقد وقعت زهاء 400 حالة بين عامي 1970 و2013، ولم تشهد الاقتصاديات المتقدمة سوى 35 أزمة نصفها بعد عام 2007، وواجهت اقتصاديات الأسواق الصاعدة 218 أزمة مالية معظمها في الثمانينات والتسعينات وخاصة أثناء الأزمة المالية الآسيوية 1997²، والشكل الآتي يوضح ذلك.

الشكل رقم (05): أهم الأزمات المالية بين عامي 1970 و2010



المصدر: أيهان كوسي وإزغي أوزترك، "عالم من التغيير"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014، ص: 9.

¹ آيت زيان كمال واليفي محمد، مرجع سابق، ص: 5.

² أيهان كوسي وإزغي أوزترك، "عالم من التغيير"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014، ص:

يؤكد الشكل السابق تواتر حدوث الأزمات المالية منذ القديم حيث تتزايد في بعض الأوقات وتتناقص في أوقات أخرى، وهذا تبعاً للدورة الاقتصادية التي تتميز بحدوث رواج اقتصادي يتبعه ركود وهي الميزة الدائمة على مستوى الاقتصاد العالمي.

المطلب الأول: أهم أزمات ما قبل القرن العشرين

تعتبر الأزمات المالية من الظواهر القديمة التي شهدتها الاقتصاد العالمي.

1. عرض أولى الأزمات (1637-1720-1797)

فيما يلي سيتم عرض أهم وأولى الأزمات المالية:¹

- أزمة 1637: فيفري 1637، بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا، انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة.
- أزمة 1720: أزمتين متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا وانجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد.
- الأزمة النقدية 1797: 26 فيفري 1797، بنك انجلترا يعرف انحصاراً في الاحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقداً، مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي.

2. أزمات القرن التاسع عشر (1810-1819-1825-1836)

أهم أزمات القرن التاسع عشر نذكر منها ما يلي:²

- أزمة 1810: بعد حصار انجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الائتمان بها خاصة وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة.
- أزمة 1819: هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812 وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي.
- أزمة 1825: بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك، التأمينات، تسليح السفن، بناء القنوات، ...) انحدرت قيم أسهمها انحداراً شديداً في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة، رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تعتبر أولى الأزمات التي مست البورصة.
- انهيار 1836: شهدت انجلترا انهياراً آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "أندرو جاكسون" اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار

¹ الداوي الشيخ، "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها"، المؤتمر العلمي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009، ص: 3.

² مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها، أسبابها، تداعياتها، آفاقها)، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص ص: 25، 26.

بأمريكا، وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلتقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة 1837.

- انهيار 1873: 9 ماي 1873، بورصتي فيينا والنمسا بدأتا ما يسمى بفترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية، بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج اقتصادي حقيقي، مما سبب انهياراً كلياً انتشر إلى ألمانيا، أوربا والولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الثاني: أبرز أزمات القرن العشرين

شهد الاقتصاد العالمي خلال القرن العشرين العديد من التطورات التي شكلت جوانب ايجابية في أغلب الأحيان، لكنها في نفس الوقت ساهمت في ظهور وانتشار الأزمات المالية خاصة بعد انفتاح الأسواق المالية فيما بينها وانتشار العولمة وما تنتجه من آثار سلبية على الاقتصاد العالمي.

أولاً: أزمة الكساد الكبير 1929

تعتبر أزمة الكساد الكبير لسنة 1929 أكبر وأشهر الأزمات المالية خلال القرن العشرين.

1. بداية أزمة الكساد الكبير 1929 وخصائصها

لقد مثل الكساد الذي تبلور بحدّة غير مسبوقة في 1929 أعرق أزمة عرفها التطور الرأسمالي حتى هذا التاريخ، وهي أزمة استمرت عملياً حتى بداية الحرب العالمية الثانية في 1939.¹ ولقد بدأت الأزمة بهبوط شديد في قيم الأوراق المالية في بورصة نيويورك وأمتد ذلك ليشمل مختلف الأسواق النقدية والمالية في العالم، وباعتبار أن الأشخاص توزع ثرواتها إما في شكل نقود سائلة تحتفظ بها أو تودعها في شكل ادخارات وودائع جارية أو تستثمرها في الأوراق المالية، وعلى هذا فإن انخفاض قيمة الأوراق والأصول المالية والنقدية قد أدى إلى فقدان الثقة فيها فاندفع الأفراد نحو تحويل ثرواتهم إلى شكل سائل ثم تحويل السيولة النقدية إلى اكتناز معدني ذهبي، وحدث هذا بالفعل مما جعل البنوك تعاني من نقص في السيولة لمواجهة طلبات السحب فانكمش الائتمان، وانعكس ذلك على التمويل والاستثمار فانخفض الإنتاج ونقص الاستهلاك وزادت البطالة.²

وتميزت أزمة الكساد الكبير بعدة خصائص أهمها:³

- تسببت في زعزعة الاستقرار المالي في النظام الرأسمالي بكامله؛
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً؛

¹ محمد دويدار، محاضرات في الاقتصاد الدولي، مؤسسة الثقافة الجامعية، الاسكندرية، دون سنة النشر، ص: 210.

² محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2006، ص: 131.

³ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص: 100-103.

- اختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير؛
- تراكمت الأزمات بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات؛
- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها: ألمانيا، النمسا...، بالإضافة إلى الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة.

2. آثار أزمة الكساد الكبير 1929

ترتب على هذه الأزمة نتائج كارثية على الاقتصاد الأمريكي حيث تراجع الناتج المحلي الإجمالي من 103.6 بليون عام 1929 إلى 56.4 بليون عام 1933، حيث فقد الاقتصاد الأمريكي أكثر من نصف ناتجه الإجمالي في أربعة سنوات. وكان من نتائج هذه الأزمة انهيار النظام المصرفي بعد عشر شهور من بدايتها حيث أفلس ما يقارب 9000 بنك، وصاحبته أزمة ثقة كبيرة وتوقف شرايين الاقتصاد الأمريكي، وتهاوي نشاط البناء في قطاع الإسكان بمقدار 95%، وبلغ حجم الهبوط في المرتبات 40% والأجور 60%، وفي 1933 قدر حجم البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 25% أو ما يبلغ 14 مليون عامل، وبلغ الانهيار في توسعات القطاع الخاص بين عامي 1929 و1932 حوالي 94% (من 15 بليون إلى 886 بليون على التوالي).¹

بالإضافة إلى جملة من الآثار أهمها:²

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي؛
- فقدان شرعية وصحة الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل أتركه يمر"، وسقوط النظرية الكلاسيكية التي كانت تقوم على وجود يد خفية توفق بين المصلحة الخاصة والمصلحة العامة، وتعمل على إحداث التوازن الاقتصادي التلقائي في النشاط الاقتصادي دون تدخل من جانب الدولة؛
- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر؛
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإعادة التوازن الاقتصادي وتحقيق التوظيف الكامل.

ثانياً: أزمة المكسيك

تعتبر أزمة المكسيك من أكبر الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي في أواخر سنة 1994.

¹ هيثم يوسف محمد عويضة، كينز والكساد الكبير 1929 قراءة في أزمة 1929 والأزمة الحالية، مذكرة دكتوراه، قسم الاقتصاد استكمالاً لمساق تاريخ الفكر الاقتصادي، غير منشورة، جامعة القاهرة، مارس 2010، ص: 9-10.

² عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2013، ص: 22.

1. مظاهر أزمة المكسيك

إن أزمة المكسيك التي حدثت عام 1994 أثارت تساؤلات حول مدى قدرة الاقتصاديات الناهضة والأسواق الناشئة على التكيف مع الصدمات الخارجية التي تحدث في ظل العولمة نتيجة للتحريك الاقتصادي والمالي والتحول لاقتصاد السوق، ومدى فاعلية هذه الأخيرة في مواجهة تلك الصدمات وما تحدثه من أزمات، بل وكشفت تلك الأزمة عن ضعف إدارة السياسات النقدية وسياسة سعر الصرف في التعامل مع تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.¹ حيث جاء الذعر المالي في المكسيك عندما قامت هذه الأخيرة بتخفيض البيزو الذي كان ثابتاً مقابل الدولار، لقد كان البلد في فترة رواج واشتمل الرواج على واردات خالقة عجزاً تجارياً، وبهدف الحفاظ على العملة مستقرة أجبر البنك المركزي على استخدام احتياطاته من العملات الأجنبية ك شراء كميات من البيزو. وفي ظل هذه الظروف قامت المكسيك بتخفيض عملتها باعتبارها الطريقة الأسهل للخروج من ذلك الوضع، وكانت البنوك المكسيكية تعاني من ديون كبيرة بالدولار الأمريكي، وبالتالي فقد سارع المستثمرون الأجانب إلى سحب أموالهم خارج البلد قبل أن تصير الأمور أكثر سوءاً.²

2. آثار أزمة المكسيك

أدت الأزمة المكسيكية إلى تدهور في الاقتصاد المكسيكي إضافة إلى ظروف الناس المعيشية، وخاصة الفقراء. إضافة إلى ذلك تم رفع معدلات الفائدة لاستقطاب المستثمرين الأجانب ولتدعيم البيزو المكسيكي، فتصاعدت نتيجة لذلك نسبة الفائدة إلى ما يزيد عن 80% مما أدى إلى انخفاض إضافي في الاستثمارات المحلية وتضاءلت الثقة بالعملة المكسيكية. وكانت الآثار أكثر عمقاً بالنسبة لفقراء المكسيك الذين تعرضت معيشتهم للخطر من جراء فقدان الوظائف، وتدني معدلات الأجور الحقيقية وارتفاع الأسعار ومعدلات الفائدة، وتخفيضات إضافية في قطاع الخدمات الاجتماعية.³

ثالثاً: أزمة دول جنوب شرق آسيا

مرت دول جنوب شرق آسيا بأزمة مالية كبيرة أدت إلى العديد من الآثار السلبية بعد أن حققت أعلى معدلات نمو اقتصادي خلال فترة قصيرة.

1. بداية أزمة دول جنوب شرق آسيا

قبل أن ينتهي النصف الأول من عام 1997 بدأت الأزمة الآسيوية وكانت البداية في تايلندا ثم تبعها الفلبين وماليزيا، وامتدت إلى اندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة ثم هونغ كونغ، ثم انتشرت في أنحاء متفرقة من العالم.⁴ حيث أن كثيراً من المحللين يجمع على أن أزمة دول جنوب شرق

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 276.

² ديان كويل، إدارة الاقتصاد العالمي، ترجمة نادر إدريس التل، دار الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 18.

³ سنغ كفالينيت، عولمة المال، ترجمة رياض حسن، دار الفارابي، الطبعة الأولى، بيروت، 2001، ص: 93-94.

⁴ طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 229.

آسيا ترجع أساساً إلى كون معدلات النمو الاقتصادي التي عرفتتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب، وسواءً تعلق الأمر بحركات رؤوس الأموال أو بمعدلات وطبيعة الاستثمار أو تعلق الأمر بأسعار الصرف والسياسات الاقتصادية بشكل عام، فإن البنية الأساسية المالية والاقتصادية لهذه الدول لم تكن بالمستوى الذي من شأنه استيعاب كثافة حركة النشاط الاقتصادي وتوظيفه بشكل صحيح.¹

2. خصائص أزمة دول جنوب شرق آسيا

لقد تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، وأهم هذه الخصائص ما يلي:²

- أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نمواً؛
- أنها حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد وبدون أي تدرج؛
- عدم قدرة أحد على التنبؤ بحدوث الأزمة، وحتى أولئك الذين توقعوا انخفاض النمو في شرق آسيا بسبب طبيعته التي تعزى إلى عوامل كمية تتمثل في كمية العمل ورأس مال المستخدمين وليس إلى عوامل كيفية تعود لإنتاجية عوامل الانتاج؛ لم يتمكنوا من توقع هذه الأزمة بالعمق والأبعاد التي حدثت بها، كما أن أولئك الذين كانوا يرون أن ثمة اختلالات في اقتصاديات تلك الدول تظهرها العديد من المؤشرات الاقتصادية (كعجز ميزان المدفوعات) لم يتمكنوا من توقع حدوث الأزمة؛
- الأزمة لم تدخل في توقعات أحد سواءً حكومات دول الأزمة، أو المؤسسات الاقتصادية العالمية، أو البنوك الدولية، أو وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية، أو كبار المستثمرين، ومن ناحية أخرى لم تبدي أسواق الأوراق المالية أي إشارة بإمكانية حدوث أزمة خطيرة بتلك الأبعاد.

3. آثار أزمة دول جنوب شرق آسيا

- كان لأزمة دول جنوب شرق آسيا آثار كبيرة على الاقتصاد ومن بين هذه الآثار ما يلي:³
- في تايلندا وماليزيا وكوريا الجنوبية واندونيسيا انخفضت قيمة العملة المحلية والمتضرر الأكثر كان اندونيسيا فالناتج المحلي الإجمالي انخفض بحوالي 16.5% سنة 1998؛
 - العملة الأندونيسية الروبية فقدت ثلاثة أرباع قيمتها الاسمية مقابل الدولار وارتفعت معدلات الفائدة الحقيقية إلى 30%، ومعدلات الفائدة الاسمية إلى 60%؛

¹ جاسم المناعي، "الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص"، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، بيروت، 8 ماي 1998، ص: 3.

² عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص: 184، 185.

³ محمد صالح الفريشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص: 145.

- مشكلات أعمق في اقتصاديات شرق آسيا، حيث انخفضت معدلات الصرف الأجنبي لهذه الدول في الوقت الذي كانت فيه البنوك والشركات قد اقترضت على نحو كبير جداً من الخارج.

المطلب الثالث: أهم أزمات القرن الواحد والعشرين

تميز الاقتصاد العالمي منذ بداية القرن الواحد والعشرين بحدوث الأزمات المالية على الرغم من التطورات الاقتصادية التي عرفها الاقتصاد العالمي والتي تهدف أساساً إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي والعمل على التطور والابتكار وبأقل التكاليف، إلا أن الواقع لا يعكس ذلك فبدأ هذا القرن بحدوث أزمة فقاعات الأنترنت ثم تلتها أكبر الأزمات المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية وهي أزمة الرهن العقاري، بالإضافة إلى أزمة الديون السيادية الأوروبية.

أولاً: أزمة فقاعات شركات الأنترنت

عرف العالم نوعاً جديداً من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم شركات الأنترنت في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعرف بمؤشر ناسداك، حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية، مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.¹

ومن أهم النتائج المترتبة على هذه الأزمة:²

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة؛
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت؛
- استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لناسداك بحوالي 78% في 2002؛
- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1% وذلك لتحفيز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

ثانياً: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

عانى الاقتصاد العالمي من أزمة مالية حادة بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي بداية الربع الأخير من عام 2008 أطاحت هذه الأزمة بالعديد من المؤسسات المالية والتي وصفت بأنها تسونامي عصف باقتصاديات دول العالم وذلك منذ أزمة الكساد الكبير في عام 1929، والتي رغم اختلاف الاقتصاديين في أسبابها كان جوهرها يرجع إلى بداية القرن العشرين حيث كانت هناك زيادة في القدرة الإنتاجية والقدرة على الاستهلاك وذلك في ظل وجود العديد من التطورات في تكنولوجيا وعمليات الإنتاج في الولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى إلى زيادة حجم إنتاج المصانع بشكل أكبر من احتياجات

¹ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2014، ص: 35.

² نفس المرجع السابق، ص: 36.

المجتمع وبالتالي زيادة حجم المخزون السلعي أيضاً، بالإضافة إلى ذلك حدثت زيادة كبيرة في حجم الأوراق المالية، كل ذلك عصف بالاقتصاد الأمريكي وامتدت آثار هذه الأزمة لتصل إلى دول أوروبا وانتشرت إلى بقية دول العالم. حيث أنه ونتيجة عدم وجود التنظيم الحكومي الجيد وانخفاض الرقابة على الرهن العقاري وسوق الأوراق المالية وانخفاض أسعار الفائدة، بالإضافة إلى أن الائتمان يمكن بلوغه بسهولة مع ظهور فقاعة الإسكان، كل هذا أدى إلى سلسلة من الأحداث التي أدت إلى الأزمة والتي تفاقمت وتحولت إلى أزمة عالمية¹.

ثالثاً: أزمة الديون السيادية الأوروبية*

يعتبر عام 2011 عام تفاقم أزمة الديون الأوروبية وتداعياتها الشديدة على الاقتصاد العالمي وعلى حياة المواطنين اليومية، حيث اندلعت هذه الأزمة سنة 2008 وهي أزمة منقطعة النظير في تاريخ أوروبا الاقتصادي لما بعد فترة الحرب، حيث عاشت القارة أسوأ أيامها على الصعيد الاقتصادي منذ ثلاثينات القرن الماضي. في البداية ظهرت الأزمة في ثلاثة دول: أيرلندا، اليونان، والبرتغال ولكنها سرعان ما انتشرت وطالت إسبانيا وإيطاليا.

1. خصائص أزمة الديون السيادية الأوروبية

حيث تميزت أزمة الديون السيادية بجملة من المميزات أهمها:²

- أزمة الديون السيادية أزمة اقتصادية بالدرجة الأولى تمثلت في ارتفاع هائل ومبالغ فيه في الديون لدى بعض دول منطقة اليورو أي الدول التي تتعامل باليورو وهي أيرلندا واليونان والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا؛
- هي أزمة سيادية ترتب عليها اتخاذ عدد من الدول الأوروبية وفي مقدمتها اليونان وإسبانيا سياسات الضبط المالي وإجراءات تقشفية وتخفيضات في الانفاق؛
- لقد أدت هذه الأزمة والمخاوف من حدوث ركود عالمي جديد إلى القضاء على رغبة المستثمرين للدخول في مخاطر جديدة، إضافة إلى انتشار الذعر والقلق في الأسواق المالية.

2. أسباب أزمة الديون السيادية الأوروبية

لا يُعد عدم قدرة بعض دول منطقة الأورو على الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمدىونية تجاه دائئها سبب نشوب الأزمة، ولكنها نتيجة أسباب تعود جذورها إلى العجز المسجل في الميزانيات العمومية، وديون عمومية متراكمة على مدار عشرينات من الزمن تطورت مع الزمن من جراء توالي العجز في

* سيتم التعرض للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالتفصيل في الفصل الثالث.

¹ مرتضى محمد صلاح الدين عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 8، 9.

* تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع للمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض، ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها على ثقته لدى المستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقراض، وإذا عجزت الحكومة على الوفاء بمدىونيتها تجاه الديون السيادية تنشأ أزمة ديون سيادية.

² حمدي الطباع، "أثر أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو على قطاع الأعمال العربي - المشكلة والحلول المقترحة-"، ندوة حول: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو: الأبعاد والتداعيات والعبء المستخلصة للاقتصاد العربي، بيروت، 29 مارس 2012، ص: 2.

الميزانيات العمومية، وزاد في تسارع وتيرتها الانكماش الاقتصادي الذي مس الاقتصاديات المتطورة في أعقاب أزمة الرهن العقاري الأمريكية لسنة 2008، وعليه يمكن حصر الأسباب الرئيسية لظهور أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى العناصر الآتية:¹

1.2. العجز الهيكلي في الميزانيات العمومية

تعود جذور العجز في الميزانيات العمومية لدول منظمة الأورو إلى العشرينات الأخيرة من القرن الماضي، إذ سجلت دول منطقة الأورو عجز موازناتي في المتوسط يقدر في الفترة 1961-1973 بـ 0.4% من الناتج الداخلي الخام، ثم تطور هذا العجز إلى 3.9% من PIB في الفترة 1973-1984، ثم انتقل إلى 5.9% في الفترة 1984-1994، وبالتالي فإن نسبة العجز في المتوسط للفترة الممتدة بين 1973 إلى 1994 تجاوزت 3% من PIB وهي النسبة المتفق على عدم تجاوزها في اتفاقيات إنشاء العملة الموحدة، وابتداءً من 1995 إلى غاية 2007 عرفت وضعية الميزانيات العمومية تحسناً ملحوظاً بسبب الظروف الاقتصادية العالمية الملائمة، وانخفاض معدلات الفائدة، والتقييد بالتدابير المعتمدة في إطار احترام قواعد الميزانية المتفق عليها من طرف الدول في منطقة الأورو، ما جعل نسبة العجز تتدنى إلى ما دون 3% من PIB بنسبة قدرها 2.6%. ولكن من جراء الآثار السلبية للأزمة الاقتصادية الشاملة لسنة 2007 وما بعدها، قفزت نسبة العجز إلى 5.2% من PIB في الفترة التي تلت الأزمة، أي من 2007 إلى 2010 لدول منطقة الأورو مجتمعة.

2.2. ديون عمومية مفرطة وارتفاع في معدلات الفائدة*

تتشكل الديون العمومية في أغلب الأحيان من تراكم عجز الميزانية العمومية السنوية، حيث تلجأ الدول والهيئات الإدارية التابعة لها إلى الاستدانة لتغطية العجز المسجل في الميزانية أو تمويل مشاريع ضخمة مستقبلية، وقد نصت اتفاقية "ماستريخت" على أن لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج الداخلي الخام نسبة 60% لكل دولة من أعضاء منطقة الأورو، غير أن أغلب الدول الموقعة على المعاهدة لم تحترم هذه النسبة. وما زاد من حدة المديونية في منطقة الأورو هو إقدام البنك المركزي الأوروبي على إقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة 2007-2009 بمعدلات فائدة منخفضة جداً لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة، والتي قامت بدورها بإقراض جزء من هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوروبية التي تعاني عسراً مالياً لاسيما اليونان ما زاد في ثقل أعباء المديونية. وعلى إثر الهلع الذي تسببت به الأزمة في أوساط المتعاملين في الأسواق المالية، ارتفعت معدلات الفائدة خصوصاً للدول التي تعاني عسراً مالياً ومعرضة أكثر إلى الأزمة (اليونان، البرتغال، إيرلندا)، وبناءً على ذلك فإن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى

¹ أوكيل نسيمه ويوكساني رشيد ومصبيح أحمد، مرجع سابق، ص: 12، 18.

* تعرف الديون العمومية بأنها مجموع التعهدات المالية التي تمت تحت صيغة قروض بنكية، أو إصدار سندات حكومية، أو أنونات الخزينة المصدرة من طرف الدولة أو الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية التابعة للدولة وهيئات الضمان الاجتماعي، وتعد نسبة معتبرة من الديون العمومية قابلة للتداول في السوق المالية.

زيادة ثقل خدمات المديونية، وهو ما يزيد بدوره من مخاطر عدم القدرة على التسديد الذي يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة من جديد.

3.2. الانعكاسات السلبية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية والمتبوعة بانكماش اقتصادي

تُعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي حدثت سنة 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية، أزمة شاملة مست عدة أسواق مالية في دول عديدة، وقد ترتب على هذه الأزمة أعباء ميزانية غير مسبوقه تمثلت بانخفاض الإيرادات الجبائية وارتفاع الأعباء الاجتماعية، بالإضافة إلى الأعباء الإضافية المرتبطة بتدابير دعم النشاط الاقتصادي وإنقاذ النظام البنكي، وتقدر التكلفة المباشرة للأزمة المرتبطة بإنقاذ النظام البنكي (تتحمل الدولة جزءاً من ديون البنوك وشراء أصول مشكوك فيها) بـ 4.6% من PIB في ألمانيا، و6.1% في المملكة المتحدة، و3.5% في الولايات المتحدة الأمريكية، و5% في الاتحاد الأوروبي، وقد تأثرت هذه التدابير في الميزانية العمومية في كل من إيرلندا والدنمارك وبلجيكا وهولندا والنمسا وألمانيا، حيث تمثلت تكلفة تدعيم النظام البنكي في إيرلندا بأكثر من 20% من PIB، ما أدى إلى حدوث عجز في الميزانية قدره 32.4% في سنة 2010، وانتقلت على إثرها المديونية العمومية من 25% في سنة 2007 إلى 94.9% من PIB في سنة 2010.

بالرغم من المجهودات التي تبذلها أغلب المنظمات والهيئات الرسمية لتحقيق التوازن الاقتصادي وتحقيق النمو والتطور إلا أن الواقع يعكس غير ذلك، حيث أصبح عدم الاستقرار وتزايد حدوث الأزمات المالية الطابع الغالب سواءً في الاقتصاديات الناشئة أو المتطورة خاصة خلال الفترة الأخيرة.

المبحث الثالث: أسباب وعدوى الأزمات المالية

تمثل أسباب الأزمات المالية الظروف والعوامل التي تنشأ في ظلها هذه الأزمات، فهي تمثل مجموعة العوامل المساعدة في ظهور الاضطرابات في الاقتصاد والتي تجعله معرضاً لخطر الإصابة بالأزمات المالية، كما أنه يوجد سبب آخر ظهر مؤخراً وساهم في انتشار الأزمات المالية بسرعة كبيرة من دولة إلى أخرى حتى وإن كان اقتصاد الدولة الأخرى سليم، وهو ما يعرف بمفعول العدوى. ولتركيز أكثر على هذه العناصر سيتم التعرض في هذا المبحث إلى النقاط الآتية:

✓ الأسباب العامة لحدوث الأزمات المالية؛

✓ عدوى الأزمات المالية؛

✓ آليات انتقال العدوى المالية.

المطلب الأول: الأسباب العامة لحدوث الأزمات المالية

على الرغم من اشتراك أغلب الأزمات المالية في الآثار السلبية التي تخلفها إثر حدوثها إلا أنه يمكن إرجاعها إلى مجموعة من الأسباب التي يشترك بعضها أو أغلبها في إحداث هذه الأزمات وزيادة حدتها، وأهم هذه الأسباب ما يلي:

أولاً: السياسات الاقتصادية الكلية غير الملائمة وغير القابلة للاستمرار

كان عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية من العوامل الهامة التي أدت إلى حدوث الكثير من الأزمات المالية، ففي كثير من الحالات تؤدي السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى انتعاش النشاط الإقراضي بشكل خطير، وإلى تراكم شديد للديون، وإلى الاستثمار المفرط في مجال العقارات دافعة بذلك أسعار الأسهم والعقارات إلى الارتفاع الشديد. ومن ناحية أخرى فإن السياسات النقدية والمالية المقيدة التي تستهدف احتواء مخاطر التضخم واختلال الموازين الخارجية وتصحيح أسعار الأصول قد تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي، وإلى صعوبة خدمة الديون، وإلى انخفاض قيمة الضمانات، وإلى تزايد نسبة الديون المعدومة التي تهدد البنوك بالإفلاس.¹

ثانياً: اضطرابات القطاع المالي (ضعف وهشاشة القطاع المالي)

تمثل الاضطرابات والتشوهات التي يعاني منها القطاع المالي في مختلف الدول أحد أهم الأسباب وراء وقوع الأزمات المالية. وهناك مجموعة كبيرة من العوامل التي تؤدي إلى ضعف وهشاشة القطاع المالي ومعاناته من الاضطرابات، وتتمثل أهم تلك العوامل في التدخل الحكومي في تخصيص الائتمان

¹ أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص ص: 19-20.

وتسعيه، التحرير المالي غير الوقائي، تشوه نظام الحوافز، وعدم كفاية الرقابة التي تمارسها السلطات الرقابية والإشرافية.¹

1. تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان

من المظاهر المشتركة للأزمات المالية الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصاً في عملية تخصيص القروض الائتمانية، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات، أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.²

2. التحرير المالي غير الوقائي

بمتابعة الأزمات المالية فإنها تأتي بعد فترة من الرواج الاقتصادي وتحقيق الدول محل الأزمة لمعدلات نمو كبيرة في الناتج، وفي حالات الرواج الاقتصادي تتوسع البنوك في منح الائتمان وذلك كنتيجة لوفرة الموارد لديها، وغالباً ما تتساهل البنوك في ظل المؤشرات الاقتصادية الجيدة في تطبيق الشروط الخاصة بمنح الائتمان. وقد تمنح هذه القروض بدون ضمانات مناسبة ولتمويل أنشطة تنطوي على درجة عالية من المخاطر، وقد تنطوي القروض الممنوحة على حالات مضاربة دولية أو من جانب مؤسسات مالية ضخمة على عملة بلد أو مجموعة من البلدان لتحقيق أرباح سريعة من التغيرات في أسعار صرف هذه العملات. وغالباً ما يغري النمو الاقتصادي وحالة الرواج القائمين على السياسات بمنح مزيد من التحرر للقطاع المالي وتقليص القيود المفروضة على معاملاته أملاً في مزيد من الرواج والنمو.

ومن الملامح الأخرى للنظم الاقتصادية التي شهدت أزمات مالية حدوث تحرير كامل غير منضبط للأسواق المالية، والتوجه نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال التوسع في عمليات تحويل ملكية الكيانات الاقتصادية للقطاع الخاص، وغالباً ما تؤدي سياسات التحرير المتسارع غير الحذرة وغير الوقائية للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد إلى حدوث الأزمات المالية.³

3. تشوه نظام الحوافز

ملك البنوك والادارات العليا فيها لا يتأثرون مالياً من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصاً عند تحمل البنك مخاطر زائدة عن مقدرته.⁴

وتعد مشكلة غياب النظام المناسب للحوافز في الجهاز المصرفي وتشوهه أحد أسباب تزايد درجة هشاشة وضعف الجهاز المالي ومعاناته من الاضطرابات، فعلى سبيل المثال فإنه في إطار حماية أموال

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص: 27-28.

² ناجي التوني، "الأزمات المالية"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، ماي 2004، ص: 7.

³ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 26، 27.

⁴ ناجي التوني، "الأزمات المالية"، مرجع سابق، ص: 8.

المودعين من فشل البنك وتعرته بسبب تعثر المقترضين منه، تطبق بعض الدول نظام التأمين على الودائع وذلك بغرض التأمين على الأموال المودعة بما يكفل طمأنة المودعين بضمان استرداد أموالهم في حالة فشل البنك أو إفلاسه. وعلى الرغم مما قد يوفره ذلك النظام من ضمان للاستقرار المالي إلا أن ذلك التأمين قد يكون غطاء للخطر المعنوي في كثير من الأحوال حيث يمكن أن يندفع البنك في ظل مثل هذا التأمين للدخول في ممارسات ذات درجة عالية من الخطورة دون خوف من ضياع حقوق المودعين، حيث يتمكن البنك عندئذ من نقل مخاطر النشاط إلى صندوق التأمين والذي غالباً ما يموله دافعو الضرائب، وهو ما يزيد من ضعف البنوك وهشاشتها.¹

4. ضعف نظم الحوكمة والشفافية وتراجع الدور الرقابي

يسهم ضعف الإجراءات والنظم المتعلقة بالحوكمة والإفصاح والشفافية ليس فقط في حدوث الأزمات المالية بل يمتد أثر ذلك إلى ضعف القدرة على مواجهة تداعياتها والتعافي منها خلال فترات قصيرة. وقد عانت معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصاً فيما يتعلق بحقوق الملكية الخاصة بأعضاء مجالس الإدارة وعلاقتهم بالمؤسسات المالية الأخرى، هذا بالإضافة إلى إخفاء وعدم إفصاح إدارات البنوك عن الديون المتعثرة ونسبتها في المحفظة الائتمانية للبنك. كما أن لضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية، وعدم الالتزام بتعليمات البنوك المركزية الخاصة بالحد الأقصى للقروض المقدمة من البنوك لمقترض واحد، ونسبتها من رأسمال البنوك دوراً رئيسياً في تقاوم الأزمات المصرفية والمالية، وذلك يحكم الروابط الوثيقة بين البنوك وباقي مكونات القطاع المالي، والملاحظ هنا أن ردة فعل الدول التي تتعرض لأزمات تأتي في صورة الإسراع في وضع تعديل التشريعات المنظمة والممانعة من حدوث الأزمات، وهو ما قد يفاقم من الأزمة لما يحدثه إصدار هذه التشريعات من تردي الثقة في القطاع المالي وخاصة القطاع المصرفي.²

ثالثاً: الانقسام المتزايد بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي

يعد الاقتصادي الأمريكي داركر أول من طرح فكرة الاختلاف بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي إذ يشير الأول إلى إنتاج السلع والخدمات وطبيعة حركاتها الداخلية والخارجية، أما مصطلح الاقتصاد الرمزي أو المالي فيشير إلى حركة رؤوس الأموال بما في ذلك تقلبات سعر الفائدة وتدفقات الائتمان على المستويين الداخلي والخارجي. وقد أخذ الانفصال بين الاقتصادين الحقيقي والرمزي يتسع بشكل أكثر وضوحاً بعد فك الارتباط بين الدولار الأمريكي والذهب عام 1971، فلم يعد هناك غطاء ذهبي للدولار الأمريكي وإنما أخذ إصدار الدولار يقابله عجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، حينها بدأ

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص: 29.

² عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 27، 28.

الاقتصاد العالمي لا يعتمد على الاقتصاد الحقيقي فقط وإنما أصبح يعتمد على أسواق المال وما يتم فيها من صفقات مالية تفوق الاقتصاد الحقيقي بأضعاف، إذ بلغت الموجودات المالية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي العالمي 393% في سنة 2006. وتتمثل هذه الموجودات بالأسهم وأدوات الدين والسندات والحوالات الحكومية والخاصة والموجودات المصرفية، وهذا يدل على أن القطاع المالي (الرمزي) أصبح مسيطراً على العالم ويمثل ثقلًا كبيراً أكثر من أي وقت مضى، إذ بلغ هذا المؤشر نسبة من الناتج المحلي الإجمالي 545% في الاتحاد الأوروبي أو ما يعادل 73 تريليون دولار في حين بلغ الناتج المحلي الإجمالي ما يقارب 14 تريليون دولار، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد بلغت النسبة 428%، وفي بلجيكا 761%.¹

رابعاً: الخطر المعنوي

الخطر المعنوي مصطلح يستخدم غالباً عند تحليل آثار التأمين، وهو يشير إلى فكرة مؤداها أن توفير التأمين في حد ذاته يثير إمكانية وقوع الحدث الذي يجري التأمين ضده. ويرجع السبب في ذلك إلى أن التأمين يقلل حوافز الطرف المؤمن عليه لاتخاذ الإجراءات والتدابير الوقائية اللازمة. حيث أن توافر الدعم المالي من مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي يتسبب في إيجاد الخطر المعنوي، حيث يرى البعض أن دور الصندوق كمقرض للبلدان الأعضاء التي تمر بأزمات مالية يؤدي في الواقع إلى تشجيع المقترضين والمقرضين والمستثمرين على التصرف بطرق تزيد من احتمالات وقوع الأزمة، كما يدفعهم لتحمل مخاطر ما كانوا ليتحملوها في الظروف العادية. هذا بالإضافة إلى أن البلدان المختلفة عندما تعلم بإمكانية اللجوء إلى الصندوق في حالة وقوع الأزمات، يضعف الدافع لديها على اتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة في الوقت المناسب للحيلولة دون وقوع الأزمات، كما يشرع متخذي القرار - في تلك البلدان - في إتباع سياسات اقتصادية أكثر مخاطرة.²

خامساً: تعدد الابتكارات المالية

يرى العديد من المختصين في المالية بأن الابتكارات المالية موجودة في قلب الأنظمة المالية وقد قاموا بتقسيم هذه الابتكارات إلى قسمين، بعضها هامشية أو محلية تسعى إلى إزالة المخاطر، والبعض الآخر قادر على زعزعة كامل النظام المالي. وتشير العديد من الدراسات على غرار تلك التي قام بها

¹ عبد الكريم شنجار العيساوي وعبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014، ص: 186، 187.

² هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص: 26.

"فيليب دافيس (1995)" بأن الابتكارات المالية كانت وراء وقوع عدد كبير من الأزمات وهذا بالرغم من دورها الأولي الهادف إلى تحقيق توزيع أمثل للمخاطر بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين.¹

سادسا: الأوضاع الخارجية

توجد مجموعة من العوامل والأوضاع الخارجية التي لطالما لعبت دوراً هاماً في إصابة أحد الاقتصاديات بأزمة مالية وخاصة في حال كون هذا الاقتصاد من اقتصاديات الأسواق الناشئة، وتتمثل أهم تلك العوامل في الآتي:²

1. التحولات المفاجئة في معدلات التبادل التجاري

يمكن أن يؤدي الهبوط غير المتوقع في أسعار صادرات بلد ما إلى إضعاف قدرة الشركات المحلية في ذلك البلد ذات العلاقة بنشاط التصدير على الوفاء بالتزاماتها تجاه البنوك الوطنية، مما قد يؤثر بالسلب على تلك البنوك ومن ثم على الجهاز المصرفي ككل، ومن ناحية أخرى يمكن أيضاً أن يؤثر تدهور أسعار الصادرات بالسلب على وضع ميزان المدفوعات.

2. التقلبات في أسعار الفائدة العالمية

لقد احتلت حركة أسعار الفائدة العالمية وخصوصاً في البلدان الصناعية الكبرى أهمية متزايدة بالنسبة لاقتصاديات الأسواق الناشئة والدول النامية في جميع أنحاء العالم وذلك نظراً للتكامل المتزايد والاندماج بين أسواق المال العالمية. فالتغيرات في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على حركة التدفقات الرأسمالية أو تحركات رؤوس الأموال بين مختلف الدول، حيث تشير الدراسات إلى أن ما بين 50% إلى 67% من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال فترة التسعينات كان المحرك الرئيسي لها هو التقلبات التي حدثت في أسعار الفائدة العالمية.

3. التدفقات الرأسمالية وتحركاتها ونوعيتها (تكوينها)

لقد أثبتت التجارب المختلفة أن تدفقات رؤوس الأموال بكميات كبيرة إلى الاقتصاديات الناشئة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول إلى مستويات عالية لا تبررها العوامل الاقتصادية الأساسية. وبناءً عليه تستمر أسعار الأصول في الارتفاع إلى الحد الذي يتوفر عنده دليل قوي على أن أسعار الأصول أخذت في التصاعد أكثر فأكثر إلى مستويات غير قابلة للاستمرار مؤدية بذلك إلى ما يقابلها من مخاطر أكبر تنطوي على ضرورة القيام بتصحيح قد يزعزع بشكل ملموس استقرار الاقتصاد والنظام المالي بأكمله.

¹ محمد الأمين وليد طالب، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية (2008) على سياسات صندوق النقد الدولي"، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6، الجزائر، 2010، ص: 236.

² نفس المرجع السابق، ص: 31، 32.

ومن خلال ما سبق يتضح مدى الارتباط بين الأسباب المختلفة للأزمات المالية، كما لا يمكن إرجاع أزمة ما إلى سبب واحد أو سببين، حيث أن هناك مجموعة من الأسباب والعوامل التي تتضافر لتؤدي في النهاية إلى وقوع أزمة مالية.

المطلب الثاني: عدوى الأزمات المالية

من أهم الخصائص المميزة للأزمات المالية هو قابليتها للانتقال من منطقة إلى أخرى ومن بلد إلى آخر لتشمل أغلب مناطق العالم وتسمى هذه الظاهرة بالعدوى المالية، وتحدث هذه العدوى نتيجة لتوفر الظروف المواتية لانتشارها المتعلقة خاصة بالعولمة المالية وانفتاح الأسواق المالية والبورصات على بعضها البعض بشكل كبير.

أولاً: مفهوم العدوى المالية

تعتبر ظاهرة العدوى المالية ظاهرة حديثة ارتبطت بالأزمات المالية التي حدثت مؤخراً مع نهاية القرن العشرين، حيث تميزت هذه الأزمات بالانتشار السريع من بلد إلى آخر ومن منطقة إلى أخرى، وهو ما أثار جدلاً حول طبيعة وخصائص هذه الأزمات.

1. تطور ظاهرة انتشار الأزمات المالية

لقد كان للأزمات المالية الأخيرة سمة بارزة تميزها عن تلك الأزمات التي حدثت خلال الستينيات والسبعينيات والثمانينات من القرن العشرين وهي تلك المتعلقة بظاهرة الانتشار السريع للأزمات من بلد لآخر ومن منطقة لأخرى فيما يسمى بـ "عدوى الأزمات".

وبناءً عليه اتضح أن الأزمة التي تقع في بلد ما أو منطقة ما لا تستقر في هذا البلد أو المنطقة وحدها، ولكنها تمتد بسرعة لتنتشر في اقتصاديات أخرى كثيرة، ومعنى ذلك أن تأثير المشكلة التي تواجه أي نظام مالي أو مصرفي في بلد ما لم يعد مقصوراً على الحدود القطرية، وإنما أصبح يمتد إلى أبعد من ذلك ويصل إلى أسواق العالم الخارجية، وذلك على عكس ما كان يسود في الماضي حينما كانت الأسواق المالية منعزلة.¹

ومن هنا فقد ظهر مذهب آخر لا يعتمد في تفسيره لأسباب وقوع الأزمات المالية وانتشارها عالمياً على وجود نقائص وعيوب في السياسات الاقتصادية المحلية المطبقة وخلل في الأوضاع والظروف الاقتصادية القائمة، وإنما يستند في تفسيره على ظاهرة العدوى الخالصة والتي تنتج عن حالة الذعر التي تصيب المستثمرين العالميين حال وقوع أزمة في بلد ما مختلف عن البلد محل الدراسة.²

¹ هبه محمود الطنطاوى الباز، مرجع سابق، ص: 35.

² نفس المرجع السابق، ص: 36.

2. مفهوم العدوى المالية

لقد تم تعريف العدوى المالية من طرف البنك الدولي بأنها انتقال الأزمات من بلد إلى آخر، والتي تؤدي إلى تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي وبالتالي يصبح أكثر ضعفاً.¹ كما تم تعريف العدوى المالية على أنها الحالة التي يؤدي فيها حدوث أزمة مالية ما في العالم الخارجي إلى زيادة نسبة احتمال حدوث أزمات مالية محلية في البلد محل الدراسة.² ويمثل الشكل رقم (07) النماذج الأربعة للعدوى المالية وعلاقتها بالنتبؤ بالأزمات المالية.

الجدول رقم (07): نماذج أربعة للعدوى المالية ومضامين الاقتصاديات الدنيا

إمكانية منع وقوع الأزمة	إمكانية التنبؤ بالأزمة	آليات التحول في الأزمة المعدية
ضعيف	جيد	- نموذج الروابط الاقتصادية: تؤثر الأزمة في الدولة الأولى على الأساسيات في الدول الأخرى.
جيد	معتدل	- نموذج الوعي المتزايد: تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى.
ضعيف	جيد	- نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية: تقوي الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر.
معتدل	ضعيف	- نموذج سلوك القطيع: الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم (عدوى الأزمات المالية)، دار الفكر الجامعي، دون بلد النشر، 2005، ص: 34.

يقدم الجدول السابق أربعة نماذج للعدوى المالية ويلخص مضمونها في إمكانية التنبؤ بالأزمات المالية وكيفية منعها أو الوقاية منها.

وطبقاً لنموذج الروابط الاقتصادية فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجارياً أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة الإجمالي الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول، وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولى يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة بالأزمات التي ستحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى.

والنموذج الثاني هو زيادة الوعي حيث أنه وفي عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البنية الأساسية فيها ضعيفة، ومن ثم نجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من مشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها

¹ carolina dos santos, les canaux de contagion de crises financières théorie et réalité de crises financières, 26 janvier 2009, p: 1.

² wajih khallouli et riadh boudhina, la contagion de la crise asiatique: evidence à travers les marchés de change, papier de travail, tunisie, p: 3.

بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفعال.

وفي نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية فإن مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوزون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في الأوراق المالية وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول. وبقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقاً لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى جيد. وعلاوة على ذلك فإنه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى دول تعاني من ديون خارجية كثيرة في شكل أوراق مالية.

وأخيراً نموذج سلوك القطيع حيث يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية وذلك بإهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون، حيث أن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية في البلدان الأخرى حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم.¹

ثانياً: أسباب العدوى المالية

يمكن تقسيم الأسباب الكامنة وراء حدوث العدوى المالية إلى ثلاثة أسباب هي:

- إن الأزمات يمكن أن تكون ناتجة عن سبب عام مشترك مثل تحولات كبرى في البلدان الصناعية تجلب معها الأزمة في الأسواق الناشئة، فالارتفاع الحاد في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في أوائل الثمانينات كان أحد أسباب نشوب أزمة المديونية في بلدان أمريكا الجنوبية، كما أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الين الياباني في الفترة 1995 إلى 1997 ساهم في ضعف القطاع الخارجي في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا. وإذا كانت مثل هذه العوامل تساهم في إمكانية تعرض بعض البلدان للأزمات؛ إلا أن اندلاع الأزمة بالفعل يتوقف على الظروف الاقتصادية المحلية في كل بلد معرض للأزمة مثل هشاشة القطاع المالي، تقادم المديونية، تبني أنظمة غير مرنة لأسعار الصرف...²
- يمكن أن تنتج الأزمة بسبب تأثير عوامل اقتصادية خارجية، حيث تؤثر الأزمة في بلد ما على الأوضاع الاقتصادية الأساسية في غيرها من البلدان، إما بسبب العلاقات التجارية وروابط أسواق

1 عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم (عدوى الأزمات المالية)، دار الفكر الجامعي، دون بلد النشر، 2005، ص 37-35.

² Marcus Miller And Pongsak Luangaram, **Financial Crisis In East Asia: Band Runs, Asset Bubbles And Antidotes**, Centre For Study Of Globalization And Regionalization, CSGR Working Paper No 11/98, Warwick, July 1998, P: 29.

رأس المال (تخفيض قيمة العملة في بلد ما يؤثر سلبياً على القدرة التنافسية الدولية للبلدان الأخرى)، أو بسبب الاعتماد المتبادل لحواظ استثمار الدائنين (نقص السيولة في أحد الأسواق يمكن أن يدفع الوسطاء الماليين في الأسواق الأخرى إلى تسهيل أصولهم)، ومن أمثلة الأزمات التي انتقلت عداها لهذا السبب أزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية 1992-1993، حينما أدى تخفيض قيمة بعض العملات الأوربية إلى ضعف بقية العملات، وكذلك أزمة بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997؛¹

- إن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم، وغالباً ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجاً عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض. إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة ببناء الاستيقاظ؛ بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الملاءة الائتمانية للمقرضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات لحماية أموالهم مما يؤدي إلى انتشار الأزمة.²

وبصفة عامة يمكن القول أن انتقال عدوى الأزمات المالية من منطقة إلى أخرى أو من بلد إلى آخر يكون أكثر انتشاراً على النطاق الإقليمي منه على النطاق العالمي، وأكثر خطورة في فترات الاضطراب منه في فترات الاستقرار، وأن الأزمات تنتقل في الغالب من البلدان الكبيرة إلى البلدان الصغيرة.

ثالثاً: مصدر العدوى المالية

إن مصدر العدوى هو المعلومات غير المتماثلة، إذ أنه بسبب حالة الخوف والفرع فالمدعين يخافون على ودائعهم، كما أنهم لا يعرفون نوعية محفظة قروض البنك، فيسحبون ودائعهم من البنوك إلى النقطة التي يصبح فيها البنك معسراً ويتعرض للفشل، وإن زوال واختفاء عدد كبير من البنوك في فترة قصيرة من الزمن يعني بأن هناك فقدان أو ضياع أو خسارة للمعلومات المنتجة في الأسواق المالية ومن ثم خسارة مباشرة للوساطة المالية لقطاع البنوك.

إن الانخفاض في الإقراض المصرفي خلال فترة الأزمات المالية وكذلك انخفاض عرض الأموال إلى المقرضين سيقود إلى معدلات فائدة عالية، والنتيجة هي زيادة في مشكلة الاختيار المعاكس ومشكلة

¹ Goldstein M, *The Asian Financial Crisis: Causes, And Systemic Implications Policy Analysis In International Economics*, Institute For International Economic, Washington, 1998, p p: 19- 20.

² *Ibid*, P: 18.

الخطر المعنوي في أسواق الائتمان، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في الإقراض لاستغلال الفرص الاستثمارية وبالتالي يؤدي إلى انكماش قوى في نشاطات الاقتصاد.¹

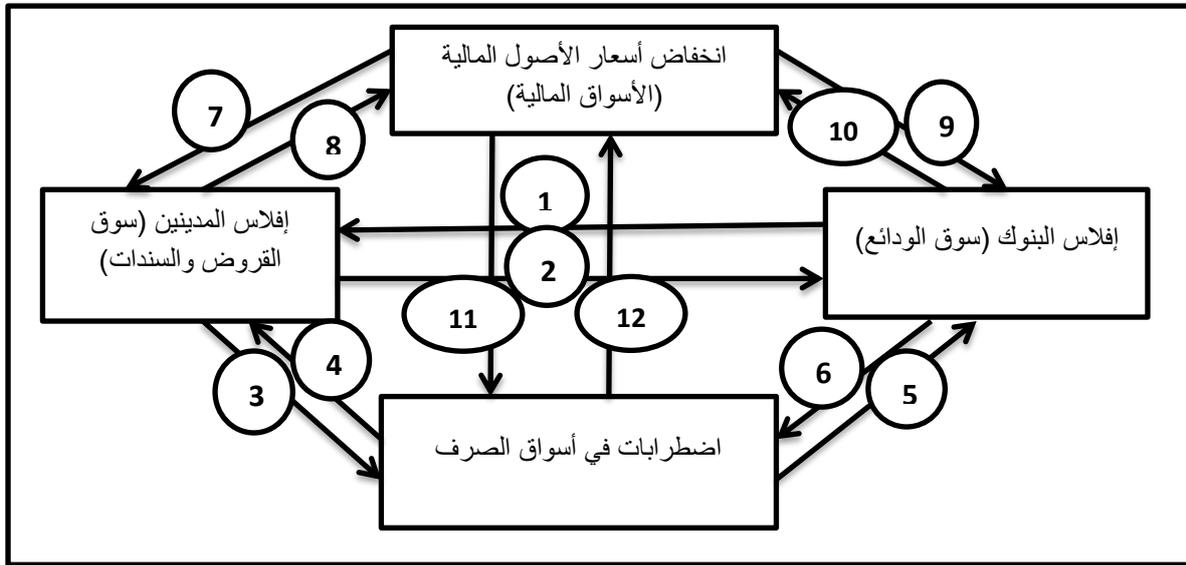
المطلب الثالث: آليات انتقال العدوى المالية

في إطار العولمة وتدويل الحياة الاقتصادية، فقد برزت مصادر لانتقال الأزمات المالية وذلك تبعاً لعدد من الآليات والقنوات التي ساعدت على نقل هذه الأزمات من منطقة إلى أخرى أو من بلد إلى آخر. وتوجد مجموعة من الآليات التي من شأنها المساهمة في انتقال وتوسع الأزمات المالية ويمكن تقسيمها إلى قناتين رئيسيتين هما:

أولاً: الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

ويمكن توضيح القنوات المحتملة لانتشار الأزمات المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (06): القنوات المحتملة لانتشار الأزمات المالية



المصدر: كمال رزيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات- الفرص- الآفاق"، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009، ص: 12.

يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لانتشار العدوى المالية بين مختلف الأسواق: سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع وأسواق الصرف، أي انتقالها من قطاع إلى آخر داخل نفس الدولة أو بين الدول.

¹ صلاح الدين محمد أمين الإمام، "إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي"، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، ص: 9.

- وأهم آليات الانتقال عبر أقسام النظام المالي ما يلي:¹
- **القناة الأولى:** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها.
 - **القناة الثانية:** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمال إفلاسهم.
 - **القناة الثالثة:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
 - **القناة الرابعة:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
 - **القناة الخامسة:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف) وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.
 - **القناة السادسة:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
 - **القناة السابعة والثامنة:** تمثل القناتين الانتقال من أزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم، فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار أقل مردودية من تلك الحديثة الإصدار، بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها أقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار، وهذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.
 - **القناة التاسعة والعاشر:** تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية سواءً كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي، فقد تضطر البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة (الانتقال من أزمة بنكية إلى أزمة السوق المالي)، كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى

¹ كمال رزيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات- الفرص- الآفاق"، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009، ص ص: 12-14.

حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.

- **القناة الحادية عشر:** قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة (أزمة سوق مالي) إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.
- **القناة الثانية عشر:** يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة، والذي ينجر عنه انخفاض لأسعار الأصول المالية في سوق المال.

ثانياً: الانتقال من دولة إلى دولة أخرى

إن الأزمة لا تكتفي بالانتشار داخل النظام المالي الواحد بل تنتسج لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى، وأهم آليات انتقال الأزمة في هذه الحالة ما يلي:

1. آلية أسعار الأصول المالية

في ظل العولمة فإن حركة الأموال بين الدول قد تحررت وتضاعف حجمها، وبالتالي فإن تدفقها إلى داخل أو خارج دولة ما بحثاً عن الأرباح يمكن أن يخلق حالات اختلال يترتب عليها تغيرات حادة في أسعار الأسهم والسندات والفوائد، كما أن انخفاض أسعار الفائدة سينقل هذا الأثر المالي أو النقدي إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال قناتين رئيسيتين:¹

- **قناة الاستثمار:** ستشجع أسعار الفائدة المنخفضة المستثمرين في كافة القطاعات الاقتصادية بما فيها الشركات العقارية وغير العقارية إلى زيادة استثماراتهم مستفيدين من رخص الائتمان، وبالتالي فإن هذا التوسع الاستثماري يؤدي إلى زيادات أكبر حجماً في الدخل والإنتاج وبالتالي رفع مستوى التوظيف وتقليص معدلات البطالة.

- **قناة الاستهلاك:** انخفاض أسعار الفائدة سيشجع المستهلكين على الإقبال على شراء السلع الاستهلاكية خاصة المعمرة منها مستفيدين من الانخفاض في تكلفة تمويل مشترياتهم، وبالتالي فإن هذا التوسع الاستهلاكي سيؤدي إلى زيادة مضاعفة في كل من الإنتاج والدخل وبالتالي رفع مستوى التوظيف وتقليص البطالة.

2. آلية أسعار الصرف الأجنبي

إن انهيار نظام بريتون وودز ولجوء كل دولة إلى اعتماد نظام صرف معين أدى بالكثير من الدول المتقدمة في أعقاب فترة وجيزة من التعويم الحر تميزت بعدم الاستقرار في أسعار الصرف الأجنبي إلى الانتقال إلى نظام التعويم المدار. وفي المقابل فإن أغلبية الدول النامية قد اختارت تثبيت أسعار

¹ طالب عوض، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، ديسمبر 2008، ص: 3.

صرفها مع الدولار الأمريكي الأمر الذي ربط مستويات التضخم وأسعار الفائدة فيها مع تلك السائدة في السوق الأمريكي.¹

3. آلية التجارة الخارجية

فالثورة العلمية والتكنولوجية والتدويل المتزايد للإنتاج ورأس المال، وما رافقه من أسعار السلع المصنعة والسلع الغذائية الرئيسية وخفض الأسعار والطاقة والسلع الأساسية؛ هما العاملان اللذان ساعدا البلدان الرأسمالية الحفاظ على سيطرتها على الأسواق الدولية.²

4. آلية التوقعات

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق أو الرشد الاقتصادي. ويصنف الاقتصاديون التوقعات إلى توقعات متفائلة أو توقعات متشائمة؛ فإذا تفاعل المستثمرون أو المضاربون حول المستقبل فإنهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم ومضارباتهم وبالتالي الميل إلى إيجاد مزيد من التوسع وتسارع العجلة الاقتصادية، أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار أو إبرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة. ونظراً للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإنه لا يمكن التنبؤ باتجاهها.³

إن هذه الآليات لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل آلي فيما بينها لتحقيق أثر انتقال عدوى الأزمات المالية بين مختلف الأسواق والبلدان.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 4.

² هيفاء عبد الرحمن ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية وأثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص: 172.

³ طالب عوض، مرجع سابق، ص: 5.

المبحث الرابع: آثار الأزمات المالية وسياسات إدارتها

يترتب على تعرض الاقتصاد للأزمات المالية نتائج وخيمة وغير مرغوب فيها على جميع المستويات، وفي كل المجالات وخاصة منها الاقتصادية والاجتماعية، حيث تتسبب الأزمات المالية في آثار تتطلب لمعالجتها تكاليف مادية كبيرة، بالإضافة إلى أنها تتطلب وقتاً طويلاً لاسترجاع الاقتصاد لتوازنه. وهو ما يتطلب وضع سياسات وإجراءات لإدارتها من خلال تدخل الدولة للحد من آثار الأزمات، بالإضافة إلى دور كل من البنك المركزي والمؤسسات المالية الدولية في التدخل ومساعدة الاقتصاديات على استرجاع توازنها. وبناءً على ما سبق، سيتم التركيز في هذا المبحث على العناصر الآتية:

- ✓ الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمات المالية؛
- ✓ آليات ادارة الأزمات المالية.

المطلب الأول: الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمات المالية

يؤدي حدوث الأزمات المالية إلى تحمل الدول والاقتصاديات المتضررة من جرائها لعدة أنواع من التكاليف، ومواجهتها للعديد من الآثار السلبية سواءً على المستوى الاقتصادي أو الاجتماعي. وتمتد الآثار السلبية للأزمات المالية لتهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول، وقد تنتقل هذه الآثار لتشمل دولاً أخرى، وذلك حسب درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي للدول محل الأزمة على هذه الدول وذلك من خلال تأثير عدوى الأزمات المالية، وتتوقف حدة الأضرار الناجمة عن الأزمات على فعالية النظم النقدية المطبقة والأدوات المالية والنقدية المستخدمة على مستوى الرقابة المالية والمصرفية بالدول، والتي يمكن استخدامها للحد من تداعيات الأزمات وإن كانت لا تحول دون وقوعها. وقد كانت الآثار السلبية للأزمات المالية في دول العالم النامي على اقتصاديات الدول الصناعية مكلفة للغاية، خصوصاً مع تزايد أهمية الدول النامية في حركة التجارة العالمية وتدفقات رؤوس الأموال، فقد قدر بنك التسويات الدولية أن ما يزيد عن 40% من التدفقات العالمية لرؤوس الأموال في نطاق حركة الاستثمار الأجنبي المباشر خلال العشرين سنة الماضية قد ذهبت إلى الدول النامية، كما تشير تقارير منظمة التجارة العالمية أن أكثر من 25% من تجارة الدول الصناعية المتقدمة هي مع الدول النامية.¹

أولاً: الآثار الاقتصادية للأزمات المالية

يترتب على حدوث الأزمات المالية العديد من الآثار الاقتصادية والتي من أهمها:

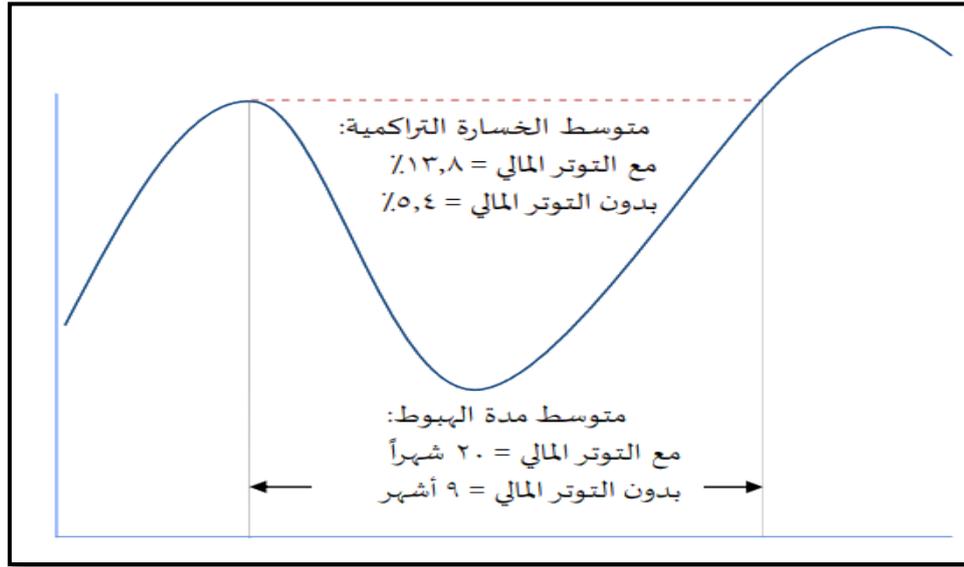
1. الآثار المتعلقة بالقطاع المالي والحقيقي

تدل المؤشرات والدراسات الإحصائية والتاريخية على أن الهبوط الاقتصادي الذي ينتج عن الأزمات والاضطرابات المالية هو أسوأ أنواع الكساد والهبوط الاقتصادي، سواءً من حيث طول المدة أو شدة التأثير. ففي دراسة أجراها صندوق النقد الدولي على 17 دولة من الدول المتقدمة، تم رصد حالات

¹ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 16، 17.

الاضطراب المالي خلال الثلاثين سنة بلغ مجموعها 113 حالة، 29 منها تبعها هبوط ملحوظ في الناتج الحقيقي، 29 أخرى تبعها تراجع طفيف، والبقية لم يتبعها تغير ملموس. وجدت الدراسة أن الخسارة التراكمية في الناتج المحلي في الهبوط المصاحب لحالات الاضطراب المالي تتجاوز ضعف الخسارة في حالة الهبوط غير المصاحب للاضطراب المالي. وتوضح الدراسة أن الهبوط الناتج عن الأزمات المصرفية خصوصاً (43 حالة) كان أسوأ من غيرها من حالات الاضطراب المالي. فمعدل الخسارة التراكمية في الناتج الحقيقي بلغ نحو 20%، بينما كانت مدة الهبوط نحو 30 شهراً¹.

الشكل رقم (07): آثار حالات التوتر المالي على الهبوط الاقتصادي



- يمثل المحور الأفقي الزمن، بينما يمثل المحور العمودي الناتج المحلي الحقيقي

- الخسارة التراكمية في الناتج الحقيقي منسوبة إلى مستوى الناتج وقت الذروة قبل الهبوط.

المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، كرسي سابك، السعودية، 2012، ص: 11.

وتوضح الدراسات أن القطاع المالي أكثر اضطراباً وتقلباً من القطاع الحقيقي، وفي حين كانت تقلبات الناتج المحلي الحقيقي للولايات المتحدة في انخفاض خلال العقود الماضية، كانت الأسواق المالية تزداد اضطراباً وتقلباً، ولهذا فإن معظم تقلبات القطاع المالي تنشأ من داخله وليس من القطاع الحقيقي* أو العوامل الخارجية.²

وبين الجدول رقم (08) التكاليف المرتبطة بإعادة هيكلة القطاع المالي في بعض الدول خلال الفترة 1980-1997.

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، كرسي سابك، السعودية، 2012، ص: 10، 12.

* يفرق الاقتصاديون بين القطاع المالي والحقيقي، فالقطاع الحقيقي هو قطاع السلع والخدمات، سواء من حيث الإنتاج أو الاستهلاك أو التبادل التجاري الدولي، أما القطاع المالي فهو يشمل البنوك (بما في ذلك البنوك التجارية) والوساطة، والاستثمار والأوراق المالية وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية والمؤسسات ذات الصلة، كما يشمل أسواق النقد وأسواق الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمشتقات.

² نفس المرجع السابق، ص: 13.

الجدول رقم (08): تكاليف إعادة هيكلة القطاعات المالية في بعض بلدان العالم
(كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي السنوي خلال فترة إعادة الهيكلة)

البلد	السنوات	تكاليف إعادة الهيكلة
اسبانيا	77 - 85	17
فنلندا	91 - 93	8
السويد	91 - 92	6
النرويج	87 - 89	4
الولايات المتحدة الأمريكية	84 - 91	3
فنزويلا	80 - 83، 94 - 95	18
الأرجنتين	80 - 82، 85	55 - 13
المكسيك	94 - 95	15 - 12
البرازيل	94 - 96	10 - 4
الأزمة الآسيوية	1997	12,4

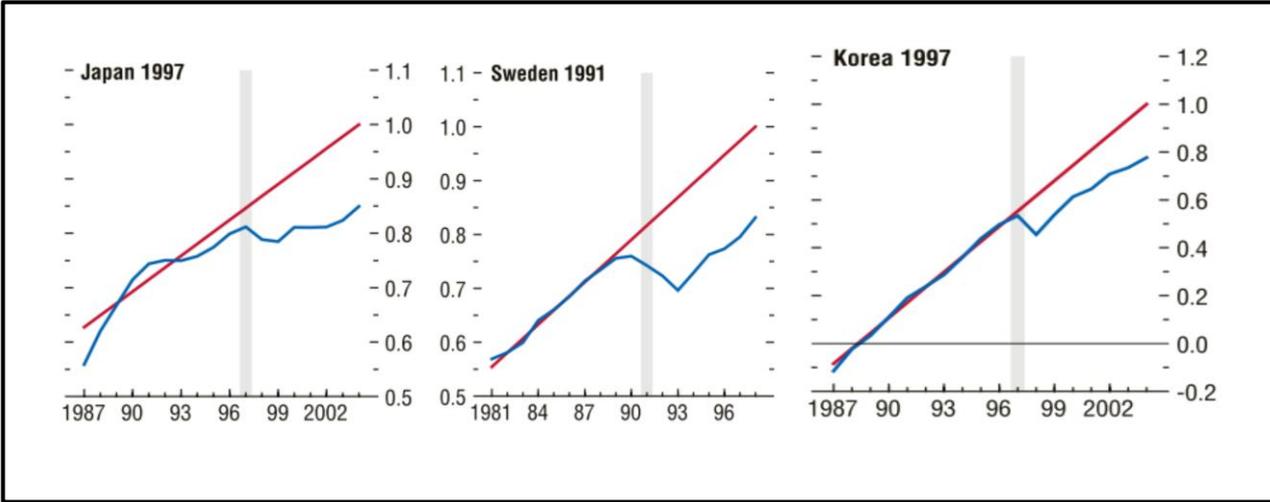
المصدر: محمد أحمد زيدان، "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها، وتبعاتها الاقتصادية"، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009، ص: 4.

من الجدول السابق يتبين مدى خطورة الأزمات المالية حيث وصلت تكاليف إعادة هيكلة القطاعات المالية تبعاً لحدوث الأزمات المالية في بعض الحالات إلى أكثر من 40% من إجمالي الناتج المحلي، كما يتضح أن تكاليف إعادة هيكلة القطاعات كانت أعلى في بلدان الأسواق الناشئة منها في البلدان الصناعية.

وقدم صندوق النقد الدولي دراسة حول أثر الأزمات المصرفية على الناتج الحقيقي على مدى سبع سنوات بعد الأزمة شملت 88 أزمة مصرفية في 66 دولة من الدول النامية والمتقدمة، وجدت الدراسة أن الأزمات المصرفية تؤدي إلى فقدان الناتج المحلي في المتوسط 10% من طاقته الانتاجية مقارنة مع الاتجاه العام للناتج قبل الأزمة، وهذه الخسارة دائمة لا يستردها الاقتصاد عادة، فهي خسارة بعيدة المدى لأنها تؤثر على المسار العام للاقتصاد وليس على المستوى الحالي فحسب والشكل الآتي يوضح ذلك.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص: 12.

الشكل رقم (08): التغير في الناتج المحلي مقارنة بالاتجاه العام قبل الأزمات المصرفية



- يمثل المحور الأفقي السنوات بينما يمثل المحور العمودي لوغاريتم الناتج المحلي الحقيقي للدول المذكورة، وهي من اليمين: كوريا، اليابان، السويد.
 - الخط المستقيم يمثل الاتجاه العام للناتج المحلي قبل الأزمة، والمتعرج يمثل الأداء الفعلي، ويمثل العمود وقت وقوع الأزمة المصرفية.
- المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سابق، ص: 13.

على إثر حدوث الأزمة المالية الآسيوية بدأ الأداء الفعلي للناتج المحلي الإجمالي في الانخفاض وبشكل غير منتظم لكل من اليابان وكوريا والسويد، مع اختلاف درجة التغير بشكل طفيف بين الدول الثلاثة مما يوضح الأثر الكبير للأزمة.

2. زيادة حجم القروض غير المؤداة

لقد تجاوزت القروض عديمة الأداء (المتعثرة) نتيجة للأزمات المالية في بعض الحالات 30% من إجمالي القروض الكلية، وذلك مثلما حدث في ماليزيا عام 1998، وفي بنوك سري لانكا في أوائل التسعينات.¹

3. آثار الأزمات المالية على ميزانية الدولة

إن اختلاف التكاليف الميزانية للأزمات يكون تبعاً لخصائص البلدان وتبعاً لطبيعة الأزمات ومدى توسعها، وقد قام كل من هونان وكنجيبال بقياس متوسط تكاليف الميزانية للأزمات المصرفية بالنسبة للناتج الداخلي الخام لعينة من 37 بلد (27 منها بلدان نامية وفي طريق التحول)، ووجدوا أن هذا المتوسط ارتفع إلى 12.8%، أي أنها مرتفعة جداً، فمثلاً بلغت هذه التكاليف في أندونيسيا عام 1997 (50% من قيمة PIB)، وفي الشيلي عام 1981 (42% من قيمة PIB)، وفي تايلاند عام 1997 (34% من قيمة PIB)، وبالنسبة للأرغواي عام 1981 وكوريا عام 1997 فقد كانت نسبة التكاليف محصورة بين 28 و32%، حيث دفعت أموال ضخمة من الميزانية لتحقيق استقرار البنوك. وعلى العكس، ففي بلدان أخرى (السويد عام 1991، ماليزيا عام 1991، كولومبيا عام 1998، البراغواي عام 1995، واسبانيا عام 1977)

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص: 46.

كان تدخل الخزينة العمومية لإنقاذ النظام المصرفي ضعيفاً، إذ لم تتعدى تكلفة الميزانية 5% من قيمة الناتج الداخلي الخام PIB.¹

وقد أثبتت التجارب بأن التكاليف الاقتصادية والاجتماعية لأزمة مالية كانخفاض الإنتاج، وتفاقم البطالة والفقر، لا يمكن الحد منها إلا عن طريق التبني السريع لإجراءات تصحيحية، لهذا السبب فإن الدولة تتدخل من أجل تجنب عدم الاستقرار الدائم، ولعل هذا ما يزيد من عجز الميزانية والدين العمومي ويؤدي إلى تضخيم العبء الضريبي، فالأزمة المالية من شأنها تعريض الاستقرار النقدي والمالي للخطر وتزيد من عجز الميزانية وذلك من خلال:²

- الزيادة في النفقات العمومية في شكل إعانات موجهة للبطالين مثلاً، أو في شكل مساعدات اجتماعية؛

- الانخفاض في إيرادات الدولة كنتيجة لتخفيض الضرائب على أرباح المؤسسات؛

- العجز في الميزانية وزيادة الديون العمومية نتيجة قيام الدولة بضخ الأموال في النظام المالي.

4. تقليل فعالية السياسة النقدية

من الآثار السلبية للأزمات المالية هي عدم القدرة الكاملة على استخدام أدوات السياسة النقدية في التحكم في عرض النقد، مما يعني فقدان تلك الدول لأداة هامة من أدوات السياسة الاقتصادية في التعامل مع آثار تلك الأزمات والحد من انتشارها عبر القطاعات الاقتصادية، خصوصاً فيما يتعلق بقدرة الدولة على التحكم في التضخم والحفاظ على مستويات أسعار صرف مناسبة.³

ثانياً: الآثار الاجتماعية للأزمات المالية

تعد مشكلة ارتفاع معدلات البطالة وما يصاحبها من زيادة في التكاليف الاجتماعية بالإضافة إلى مشكلة تدني مستويات الأجور عن معدلاتها السائدة قبل حدوث الأزمة من أهم النتائج التي تترتب على حدوث الأزمات، فعلى سبيل المثال شهدت معظم البلدان الآسيوية زيادة ملحوظة في معدلات البطالة في أعقاب تعرضها للأزمات ففي كوريا وتايلندا تفاقمت حالات فقدان الوظائف من جراء إعادة الهيكلة في القطاع المالي وقطاع الشركات (في كوريا وصل معدل البطالة إلى 7% من إجمالي القوة العاملة عام 1998 مقارنة بـ 2.7% عام 1997، أما في تايلندا فقد وصل معدل البطالة إلى 6% عام 1998 مقارنة بـ 4% عام 1997). وبالإضافة إلى أهمية مشكلة البطالة الناتجة عن وقوع الأزمات فإن تأثير الأزمة المالية على الرفاهية الإنسانية يعد أمراً في غاية الأهمية والخطورة هو الآخر؛ ذلك أن الانخفاض الحاد في قيمة العملة، وارتفاع أسعار الفائدة، وانهيار القطاع المالي، وإفلاس العديد من المؤسسات والشركات وما ينتج عن ذلك من ارتفاع في معدلات البطالة تعد كلها أمور تؤثر تأثيراً سلبياً على الدخل والاستهلاك الحقيقي

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2013/2012، ص: 42.

² نفس المرجع السابق، ص: 42.

³ ناجي التوني، "الأزمات المالية"، مرجع سابق، ص: 3-4.

للقطاع المالي، ومن ثم على مستوى المعيشة والرفاهية - وخاصة بالنسبة للفئات منخفضة الدخل - هذا بالإضافة إلى أنه في ظل حدوث الأزمات، تتعرض شبكات الأمان الاجتماعي هي الأخرى لضغوط كبيرة من جراء الزيادات الملحوظة في الأسعار.¹

من خلال ما سبق يتبين أن البلدان التي تعرضت لأزمات مالية تحملت تكاليف وخسائر اقتصادية واجتماعية باهضة، لكن هذه الخسائر تختلف من بلد لآخر تبعاً لشدة الأزمة وحدتها وكذلك تبعاً لحالة البلد نفسه والظروف الاقتصادية والاجتماعية التي يكون فيها قبل انفجار الأزمة، لذلك يجب اتباع سياسات وإجراءات ناجعة لإدارة الأزمات والتخفيف من آثارها.

المطلب الثاني: آليات إدارة الأزمات المالية

عندما تحدث الأزمات المالية يتطلب من جميع الجهات الرسمية التدخل من أجل الحد من تلك الخسائر التي تسببت بها هذه الأزمات، ويختلف تدخل هذه الجهات حسب نوع الأزمة إن كانت أزمات مالية إقليمية أو أزمات مالية عالمية وذات آثار كبيرة.

أولاً: دور الدولة في التدخل وإدارة الأزمة

الأزمة المالية بوابة دائمة لعودة تدخل الدولة في الدوائر الاقتصادية لتصحيح انحرافات السوق، إذ يتم التحول من الدعوة لرفع التقنين والضبط إلى الدعوة إلى عودة الدولة، وتتحول معها الأطروحات من مآثر السوق إلى آثار عدم كفاءة الأسواق وعدم تمتعها بالعقلانية الاقتصادية المفترضة، تحديداً لا تعود الأسواق المالية محركاً مزعوماً للنمو الاقتصادي بل مولداً أساسياً للانحيار الاقتصادي. وينشأ بعد اندلاع كل أزمة مالية توافق فكري على أن الأسواق المالية غير المضبوطة بشكل كاف هي المسبب المباشر للأزمة، وأن قدرة الأسواق على الضبط والتعديل التلقائي ليست أكثر من عقيدة فكرية ليبرالية لا علاقة لها بالواقع، ويصبح التدخل الحكومي ميدان للقيمة بين تكلفة التدخل وتكلفة عدم التدخل، لأن الاستقرار المالي يصبح منفعة عامة. وبما أن الأزمة المالية ذات تكلفة اقتصادية واجتماعية باهظة، تصبح هذه هي المبادئ الأساسية لسياسات التحوط أو إدارة الأزمات التي توكل إلى الدولة.²

تؤدي الدولة دوراً جوهرياً في إدارة الأزمة مع كل إجراءات منعها من التدخل في إدارة الاقتصاد الوطني، ومهما قيل عن الدولة فإن دورها في عملية إعادة الإنتاج وحركتها الدورية أمر مفروغ منه، وإمكانات الدولة للتدخل في التنظيم المالي والائتماني أثناء الأزمة تكون كبيرة، وتحاول الدولة الإبقاء على الطلب الإجمالي، فالدولة مستثمر رئيسي وهي مصدر رئيس لتوزيع الدخل.

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص: 50-51.

² لمياء عماني، "أزمة أسواق المال أو البنوك: مدخل من مداخل عودة الدولة"، بحوث اقتصادية عربية، العددان: 59-60، 2012، ص: 43.

ويظل دور الدولة ذات تأثير في مواجهة الأزمة، ولقد ينقلب التأثير إلى عكسه في بعض الأحيان، ففي الماضي كان التناقض بين نمو معدلات الأجور في فترات الانتعاش والاتجاه نحو انخفاض معدلات الأرباح يحل تلقائياً عن طريق الأزمة المصحوبة بانهيار الأسعار والاقتراع من الأجور. أما الآن فلا يحل هذا التناقض حلاً كاملاً في مدة الأزمات، بل ينتقل إلى مجال تداول النقود ورؤوس الأموال والتبادل الخارجي والتسويات الدولية، والدورة المعاصرة مصحوبة بشكل لا يتغير بزيادة التضخم واختلال ميزان المدفوعات. ولذلك فإن الدولة تتدخل لزيادة الطلب، لكنها أحياناً بدلاً من المقاومة ضد الركود فإنها تجعل هدفها وضع نهاية مبكرة لحالة الانتعاش، وتحاول أن تعجل بانفجار الأزمة قبل أن يصبح الوضع غير قابل للسيطرة عليه وتلجأ من ثم إلى إجراءات انكماشية مبكراً نتيجة الصعوبات في ميزان المدفوعات، وأحياناً فإن ما تقدم عليه من إجراءات مضادة للأزمة يتناقض مع تحسين ميزان المدفوعات، فإجراءات توسيع الائتمان مثلاً قد تؤثر عكسياً فيه، وغالباً ما يسبب تخفيض سعر الفائدة وهو مطلوب لتشجيع الأعمال تدفقاً في رأس مال القروض قصيرة الأجل إلى الخارج، مما يوقع الدولة في أزمة نقدية وهي تناضل للخروج من الأزمة الاقتصادية.¹

تاريخياً، حدثت الإصلاحات الكبرى ومحاولات الضبط والتقنين في أعقاب الأزمات المالية، ذلك أن المالية مفرطة التوسع تُحدث في اضطرابها أثراً خارجة عن قدرتها في التحكم والسيطرة، ولأن السوق يعلن عن حالة من العجز أو كما يسمى فشل السوق، فلا يكون ثمة ملاذ غير الدولة عبر بنكها المركزي وسياستها المالية. ويظهر الجدول رقم (09) اختصار أهم الإصلاحات الكبرى التي أعقبت الأزمات المالية ذات الطابع النظامي، وهي الإصلاحات التي كانت دائماً بمعونة الدولة وإشرافها المباشر ورصد كل إمكانياتها لتنفيذ الإصلاحات، باستثناء مرحلة التسعينات حين تعالت الأصوات المنادية بدولة الحد الأدنى.²

¹ إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، مذكرة دكتوراه، جامعة سانت كليمنتس، قسم الاقتصاد العام، العراق، 2011، ص: 60، 61.

² لمياء عماني، مرجع سابق، ص: 43.

الجدول رقم (09): دور الدولة في الإصلاحات الكبرى في أعقاب الأزمات المالية

الأزمة المالية لسنة 1929	تعثر البنوك	- موجة واسعة لتقنين عمل البنوك والرقابة عليها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1933؛ - السياسات الكينزية الداعية إلى التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي.
أزمة النظام النقدي الدولي وعدم استقرار أسعار الصرف بداية السبعينات	إفلاس البنوك بالجملة	-تكوين لجنة بازل للرقابة البنكية 1974
الأزمة المالية لسنة 1987	انهيار الأسواق المالية وانفجار أزمة الديون	- توافق واشنطن والدعوة من ناحية لحكومة الحد الأدنى التي تعيد النظر في ميزانيتها، وتخفيض الضرائب، ومن ناحية أخرى لتحرير الأسواق، خاصة المالية 1990.
الأزمة المالية 1997	انهيار العملات ومؤشرات الأسهم	- الدعوة إلى فرض ضريبة على حركة رأس المال قصير الأجل، أي تقييد حركة تحرير رأس المال في ميزان المدفوعات.
الأزمة المالية 2007	انهيار أسواق العقار وأسواق الأسهم، إفلاس البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار الجماعي	- الاعتراف بفشل السوق وعدم كفاءته، تواطؤ مؤسسات التصنيف الخاصة، فشل إدارة المخاطر في البنوك الخاصة...؛ - توحيد جهود مجموعة 20 ضد الوضع المتحرر للمراكز المالية، والدعوة إلى مزيد من الضبط والرقابة 2009.

المصدر: لمياء عماني، "أزمة أسواق المال أو البنوك: مدخل من مداخل عودة الدولة"، بحوث اقتصادية عربية، العددان: 59-60، 2012، ص: 43، 44.

ثانياً: دور صندوق النقد الدولي في تقوية النظام المالي الدولي وإدارة الأزمات المالية

من أجل الحد من مخاطر وقوع الأزمات المالية في المستقبل ودعم إمكانية الحل السريع لما يقع منها، يعمل صندوق النقد الدولي على تقوية النظام النقدي الدولي بالتعاون مع حكومات البلدان الأعضاء والمنظمات الدولية الأخرى والهيئات التنظيمية والقطاع الخاص.

1. تقوية القطاعات المالية

من الأسباب الرئيسية وراء حساسية البلدان للأزمات الاقتصادية وجود ضعف في نظمها المالية تتجسد مظاهره في إعاقة مؤسساتها أو افتقارها إلى السيولة، أو كونها عرضة للإعسار أو نقص السيولة نتيجة حدوث تطورات مضادة. ولتقوية النظام المالي قد تحتاج البنوك والمؤسسات المالية الأخرى إلى

تحسين ضوابطها الداخلية، بما في ذلك تقييم المخاطر وإدارتها، كذلك قد تحتاج السلطات إلى رفع كفاءة رقابتها للقطاع المالي وتنظيمها له بحيث تقترب من مستوى المعايير الدولية.

في عام 1999 بدأ الصندوق والبنك الدولي عمليات تقييم مشتركة للقطاعات المالية في البلدان الأعضاء للمساعدة في تحديد جوانب الضعف الفعلية والمحتملة، ومنذ ذلك الحين قامت فرق من الصندوق والبنك الدولي بمساعدة خبراء من البنوك المركزية والهيئات التنظيمية المالية بتقييم قوة النظم المالية في عدد من البلدان الأعضاء، ثم تقديم هذه التقييمات إلى البلدان المعنية لتكون مرشداً لها فيما ينبغي اتخاذه من إجراءات. ويعمل خبراء الصندوق أيضاً من الحكومات الوطنية والمؤسسات الدولية لتحقيق ما يلي:¹

- تقوية الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية للبنوك؛
 - مراجعة الحد الأدنى لرأس المال الإلزامي لدى البنوك والمؤسسات المالية؛
 - وضع مجموعة أساسية من المعايير المحاسبية الدولية؛
 - الانتهاء من وضع مجموعة من المبادئ الأساسية لحسن التنظيم والإدارة في قطاع الشركات؛
 - تجنب نظم أسعار الصرف الحساسة لأي هجوم مضاربي؛
 - ضمان تدفق البيانات المالية إلى الأسواق بحرية أكبر وفي الوقت المناسب.
- وبالمثل، يتعاون صندوق النقد الدولي مع لجنة بازل للرقابة المصرفية من أجل تحسين المعايير التنظيمية.

2. الشفافية والمساءلة في صندوق النقد الدولي

يعتبر تحسين المعلومات التي تقدم إلى الأسواق والجمهور العريض بمثابة عنصر أساسي من عناصر إصلاح النظام المالي الدولي، كما أنه يمثل حجر الزاوية في عملية الإصلاح التي بدأت مؤخراً ولا تزال مستمرة في الصندوق ذاته. أما الشفافية سواءً من جانب البلدان الأعضاء في الصندوق أو الصندوق نفسه فهي تساعد على تحسين الأداء الاقتصادي بطرق متعددة، فزيادة انفتاح البلدان الأعضاء تشجع الجمهور على تحليل سياسات هذه البلدان على نطاق أوسع وبالاستناد إلى معلومات أدق وتزيد من مساءلة صانعي السياسات ومن مصداقية السياسات المنتهجة، كما توفر للأسواق المالية معلومات تمكنها من العمل بنظام وكفاءة. أما زيادة الانفتاح والوضوح من جانب الصندوق فيما يتعلق بسياساته والمشورة التي يقدمها لأعضائه، فمن شأنها الإسهام في عقد مناقشات مستنيرة بشأن السياسات، وتحقيق فهم أفضل لدور الصندوق وعملياته.

ومنذ منتصف التسعينات، حدثت زيادة هائلة في حجم المعلومات التي ينشرها الصندوق عن أنشطته وسياساته وأنشطة وسياسات البلدان الأعضاء - لاسيما في موقعه على شبكة الإنترنت -. فنشرات

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، منظمات اقتصادية دولية في زمن العولمة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص: 92، 94.

المعلومات المعممة على سبيل المثال التي تم نشرها في ختام مشاورات المادة الرابعة عن حوالي 80% من البلدان الأعضاء في الأعوام 1999-2000 تلخص مناقشات المجلس التنفيذي وتقدم الخلفية التي تستند إليها المشاورات. كذلك تقوم الحكومات المعنية بإصدار خطابات نوايا في حوالي 80% من البرنامج. وفي أبريل 1999 بدأ المجلس التنفيذي مشروعاً تجريبياً للنشر الطوعي لتقارير خبراء الصندوق في إطار مشاورات المادة الرابعة، ووافق حوالي ستون بلداً على هذا النشر على مدى الثماني عشر شهراً التالية. وفي نوفمبر 2000 حل محل هذا المشروع التجريبي سياسة للنشر تنص على النشر الطوعي (أي رهنأً بموافقة البلد المعني) لكل من تقارير مشاورات المادة الرابعة والتقارير الخاصة باستخدام البلدان الأعضاء لموارد الصندوق.¹

وقد أدت الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2007 إلى دخول المشورة والتحليلات التي يقدمها الصندوق بشأن سياسات البلدان الأعضاء في دائرة النقاش، مما زاد الطلب على المعلومات المتعلقة بعمله كما جعل ما يقدمه من تقييمات وتوصيات موضع فحص أكثر دقة. فبعد عشر سنوات واصل فيها الصندوق زيادة الوثائق من حيث الكم والنوع، قام المجلس التنفيذي أثناء مراجعة سياسة الشفافية التي أجراها في 18 سبتمبر 2009 بتأكيد التزامه بالشفافية واسعة النطاق، وقرر تحويل التركيز في من السؤال لماذا ينبغي الإفصاح عن المعلومات إلى ما المانع من الإفصاح؟ مع الاحتفاظ بمبدأ الحصول على موافقة البلدان الأعضاء قبل نشر الوثائق المتعلقة بها. وصرح الصندوق بأن معظم التقارير التي يعدها خبراءه عن البلدان الأعضاء أصبحت خاضعة للنشر حيث يتاح 88% منها للاطلاع العام. وتشمل هذه التقارير طلبات التمويل إلى جانب المراجعات السنوية لقياس مدى صحة الاقتصاد في البلدان الأعضاء والمعروفة عموماً باسم تقارير مشاورات المادة الرابعة.²

3. إشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات وحلها

يسهم القطاع الخاص بالنصيب الأكبر في التدفقات المالية الدولية، وهنا تبرز أهمية الدور الذي يمكن أن يؤديه القطاع الخاص في المساعدة على منع وقوع الأزمات المالية وحلها إذا وقعت. ويمكن منع حدوث الأزمات والحد من مدى تقلب التدفقات الخاصة عن طريق تحسين عمليات تقييم المخاطر والدخول في حوار أعمق وأكثر تواتراً بين البلدان والمستثمرين من القطاع الخاص، فمثل هذا الحوار يمكن أن يزيد من مشاركة القطاع الخاص في حل الأزمات عند حدوثها، وذلك بأساليب تتضمن إعادة هيكلة الدين الخاص، ويمكن لكل من الدائنين والمدينين الاستفادة من مثل هذا الحوار. كذلك فإن إشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات وحلها من شأنه أن يساعد أيضاً في الحد من الخطر المعنوي أي إمكانية أن يجذب القطاع الخاص إلى الدخول في عمليات إقراض غير مضمونة من منطلق الثقة في أن

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 323، 324.

² جاكين ديلوربييه، "الصندوق يقرر الإفصاح عن معلومات أكثر وأحدث"، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 8 جانفي 2010، ص: 1.

الخسائر المحتملة ستكون محدودة نتيجة لعمليات الإنقاذ الرسمية، بما في ذلك الإنقاذ من جانب الصندوق. ويعمل صندوق النقد الدولي ذاته على تعزيز حوار مع الأطراف المشاركة في السوق من خلال تشكيل المجموعة الاستشارية المعنية بأسواق رأس المال مثلاً، والتي اجتمعت للمرة الأولى في سبتمبر 2000. وتمثل هذه المجموعة محفلاً للاتصال المنتظم بين المشاركين في أسواق رأس المال الدولية وإدارة الصندوق وكبار موظفيه حول القضايا ذات الاهتمام المشترك بما في ذلك التطورات الاقتصادية العالمية وتطورات السوق وتدابير تقوية النظام المالي العالمي. غير أن المجموعة لا تناقش المسائل السرية المتعلقة ببلدان بعينها.

وعند وقوع الأزمات ينتظر من البرامج المدعومة بموارد الصندوق أن تكون قادرة على استعادة الاستقرار في معظم الحالات استناداً إلى ما توفره من تمويل رسمي وتعديل في السياسات، وما يرتبط بذلك من زيادة في ثقة المستثمرين من القطاع الخاص. ومع ذلك؛ فقد يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات أخرى في حالات معينة مثل إعادة الهيكلة المنسقة للديون من جانب الدائنين التابعين للقطاع الخاص. وقد اتفق أعضاء صندوق النقد الدولي على بعض المبادئ للاسترشاد بها في عملية إشراك القطاع الخاص في حل الأزمات، غير أن هذه المبادئ تتطلب مزيداً من التطوير وينبغي توخي المرونة عند تطبيقها على الحالات المختلفة لفرادى البلدان.¹

يهدف صندوق النقد الدولي إلى تحقيق الاستقرار المالي العالمي من خلال جهوده المتعلقة بتقوية النظام المالي العالمي خاصة مع التطورات التي شهدتها الاقتصاد العالمي وتزايد حدوث الأزمات المالية.

ثالثاً: دور البنوك المركزية في إدارة الأزمات المالية

هي تلك الإجراءات التي وضعت بغرض التخفيف من نتائج الأزمات إذا ما حدثت بالفعل، وإنقاذ البنوك والمودعين حتى لا تنتقل عدواها إلى غيرها من المؤسسات، ومن أهم هذه الإجراءات: قيام البنك المركزي بوظيفته كمقرض الملاذ الأخير للبنوك التي تتعرض للأزمات كحماية منه للمودعين، وكذا تطبيق أنظمة التأمين على الودائع والتي تحقق الأمان للمودعين برد ودائعهم أو جزء منها إذا تعرض البنك للفشل، أو تبني استراتيجيات لدمج الوحدات المصرفية المتعثرة في أخرى ناجحة، مع منح تيسيرات للأخيرة من خلال قروض أو حوافز ضريبية...، أو إنشاء هيكل إداري لشراء الديون المتعثرة وإعادة هيكلتها، أو تدعيم رؤوس أموال البنوك الأقل تعثراً وإعادة هيكلتها...، وهكذا مع التأكيد على أن تلك الإجراءات غير مانعة بالتبادل، وربما يدعم الثقة في الجهاز المصرفي ككل ويحول دون انهياره في حالات الأزمات.²

¹ محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 97، 98.

² عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 246.

كما أن تخفيض سعر الفائدة يعتبر أول وسيلة تلجأ إليها البنوك المركزية لتنشيط الطلب على السلع والخدمات، ومن ثم تخفيف حدة الأزمة لأن الهدف هو جعل تكلفة الاقتراض أقل ومن ثم التشجيع على الاستهلاك لدى الأفراد والاستثمار لدى الشركات.¹

كما يتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد، كما يتضمن هذا الإطار تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي والتي يمكن باستخدامها الحد من انتقال الأزمات المالية من القطاع المالي إلى باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، وذلك من خلال خلق إطار عام يوضح طبيعة التأثير المتبادل بين القطاع المالي وباقي قطاعات الاقتصاد، كما أنه يمكن أن يتم تحديد نسبة معينة من رأس المال بالإضافة إلى النسبة التي تحددها معايير لجنة بازل كنسبة من حجم القروض الممنوحة لكل مؤسسة، بالإضافة إلى استحداث إطار مرن للمخصصات.²

رابعاً: إدارة الأزمات المالية على مستوى الأسواق المالية

الحد من المضاربات في الأسواق المالية والتي تضر بشتى وجوه النشاط الاقتصادي، وفرض ضرائب عقابية على الأرباح الرأسمالية للتخلص من سلبيات المضاربة كما دعا إلى ذلك كينز، ووضع القيود اللازمة من خلال اللوائح والقوانين المنظمة للأسواق المالية للحد من تلك المضاربات، وتشجيع رؤوس الأموال على التوجه إلى قطاع الإنتاج للتريح من خلال عمليات حقيقية منتجة وليس من خلال القيم المختلفة التي تمثل الفوائض المالية والأرباح في الأسواق المالية.³

خامساً: دور التمويل الإسلامي في تجنب الأزمات المالية

التمويل الإسلامي عبارة عن علاقة بين المؤسسات المالية بمفهومها الشامل والمؤسسات أو الأفراد لتوفير المال لمن ينتفع به سواءً للحاجات الشخصية، أو بغرض الاستثمار عن طريق توفير أدوات مالية متوافقة مع الشريعة مثل عقود المرابحة أو المشاركة أو الإجارة أو الاستصناع أو السلم أو القرض.⁴ ويتميز التمويل الإسلامي عن غيره من أنواع التمويل التقليدية بجملة من الخصائص أهمها:⁵

¹ محمد سامر القصار، الأزمة المالية العالمية: دلالات اقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، 2009، ص: 44.

² عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 358.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص: 197.

⁴ أحمد جابر بدران، مبادئ وضوابط ومعايير التمويل الإسلامي، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014، ص: 9.

⁵ نفس المرجع السابق، ص ص: 16، 17.

- استبعاد التعامل بالربا أخذاً وعطاءً، وتعتبر هذه الخاصية من أهم الخصائص التي تسهم في تحقيق العدالة الاجتماعية التي تهدف لتحقيقها المشروعات الناشئة، فهي تمنع الظلم وتحد من تركيز الثروة، وتحد من البطالة، وتضمن حق الفقير في تنمية موارده ومواهبه وإبداعاته؛
 - توجيه المال نحو الاستثمار الحقيقي الذي يهدف إلى امتزاج عناصر الانتاج ببعضها البعض، وبالتالي فإن أي ربح ينتج عن هذا الاستثمار يكون ربح حقيقي يظهر في زيادة عناصر الانتاج؛
 - توجيه المال نحو الإنفاق المشروع؛
 - التركيز على توجيه سلوك الفرد نحو الأخلاق الفاضلة؛
 - التركيز على طاقات الفرد ومهاراته وإبداعاته.
- وبناءً على الخصائص التي يتميز بها التمويل الاسلامي فإنه يعرض في طريقة عمله الحل للأزمات المالية من خلال جملة الأدوات المالية التي يستعملها:¹

- المشاركة: يتم توظيفها في مجال مكافحة الفقر، خفض البطالة والتضخم؛
- المرابحة: تساهم في مجال مكافحة الفقر، خفض البطالة؛
- بيع السلم: المساهمة في التنمية الريفية ومجال مكافحة الفقر والبطالة؛
- الاستصناع: رفع مستوى المعيشة وإيجاد فرص العمل؛
- الاجارة: تساهم بشكل فعال في كبح التضخم.

حيث أن السبب في هذه الأزمات هو وجود آلية الربا، فإذا انعدمت هذه الآلية انعدمت القدرة على الاستدانة الهائلة المتعاطمة والسريعة، وانحصرت المديونية فقط فيما يمكن تبادله من أصول مادية مقابل الدين (التجارة بكل أشكالها)، وعاد الدين إلى طبيعته التي وضعتها الشريعة الإسلامية. لأن الدين العادي هو آلية معقولة لانتقال الأصول عبر الزمان والمكان فهو لازم - أحياناً - للتجارة، وهو في هذا يدخل في باب البيع الحلال، ولهذا سد باب الربا الذي يخلق هذا الدين الربوي وفتح الباب للدين العادي الذي يخلق النماء عن طريق التبادل مع الأصول (أي التجارة).²

ولقد انتشرت الآراء المؤيدة لتطبيق الاقتصاد الإسلامي بجميع أدواته لإنقاذ الاقتصاد العالمي لما فيه من معاملات شرعية تراعي القاعدة الشرعية التي تقول "لا ضرر ولا ضرار"، وبالتالي فإنه يندرج تحت هذه القاعدة كل الخير للبشرية في كل مجالات الحياة ومنها التجارة والمال والأعمال.³

¹ المنظمة العربية للتنمية الادارية، الأزمة المالية العالمية التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2010، ص: 269.

² أحمد شعبان محمد علي، الأزمات والمتغيرات الاقتصادية ودور القطاع المصرفي، دار الوفاء للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2010، ص: 6.

³ رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والإسلام، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2012، ص: 249.

من أجل العودة إلى الاستقرار الاقتصادي وإعادة النشاط تتدخل السلطات الرسمية بمختلف جهاتها سواءً كانت الدولة أو البنوك المركزية أو المؤسسات المالية الدولية وذلك من أجل تصحيح الاختلالات وإعادة التوازن للاقتصاد.

خاتمة الفصل الثاني

تمثل الاضطرابات التي تحدث على مستوى الاقتصاديات والتي تتحول إلى أزمات مالية عميقة من أسوء الاضطرابات التي تمس الدول وتخلف على إثر حدوثها تكاليف كبيرة على جميع المستويات الاقتصادية والاجتماعية، حيث تختلف هذه الأزمات باختلاف أنواعها إلا أنها تشترك في نتائجها السلبية.

وتحدث هذه الأزمات نتيجة للعديد من الأسباب المباشرة وغير المباشرة كما أنه ونتيجة لانتشار العولمة وارتباط الاقتصاديات فيما بينها فقد أصبح ظهور أزمة مالية في منطقة ما هو مؤشر لانتشارها إلى باقي الاقتصاديات، وهناك اختلاف في تحديد الأسباب الكامنة وراء الأزمات المالية فالاقتصاد الرأسمالي يرجعها لسوء الإدارة بينما الاقتصاد الإسلامي فيرجعها إلى النظام الربوي المتبع، وتفسير أسباب الأزمة هو ما يساعد في إدارتها واتخاذ الإجراءات الصحيحة للخروج منها.

ومن خلال استعراض أبرز الأزمات المالية التي مرت بها الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة يتبين أن النظام الرأسمالي مليء بطبيعته بالأزمات المالية، وتأتي هذه الأزمات بصفة دورية ومستمرة عبر الزمن، وتعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 امتداداً طبيعياً لهذه الأزمات لكنها ذات انتشار أوسع وتأثير أعمق على الاقتصاد حيث تحولت من أزمة على مستوى الاقتصاد الأمريكي إلى أزمة عالمية.

الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008: دراسة تحليلية

تمهيد

المبحث الأول: تقديم عام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008
المبحث الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعدواها
المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم
سياسات معالجتها
المبحث الرابع: نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم
الدروس المستفادة منها
خاتمة الفصل

الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008: دراسة تحليلية

تمهيد

مثل الاقتصاد الأمريكي منذ زمن غير بعيد أكبر الاقصاديات على مستوى العالم وذلك لما تحوزه أمريكا من أموال واحتياطي للمعادن النفيسة بالإضافة إلى التقدم الصناعي والتكنولوجي، كل هذه العوامل وفرت لها أسباباً قوية ما لم يُظن معه أنها ستقع في الأزمات، غير أن الواقع كان عكس ذلك حيث أن الاقتصاد الأمريكي في الواقع مبني على الاقتراض فالناس تمول استهلاكها من السلع والخدمات عن طريق الائتمان، والمستثمر يسعى إلى الاقتراض لتنفيذ مشاريعه، وإذا ما عطل النظام التمويلي فإنه قد يكون بسبب تعطل بعض أجزائه كنظام الائتمان أو البنوك، ونتيجة لهذه الأسباب وأسباب أخرى تتعلق بالسياسات الاقتصادية المتبعة من طرف الاقتصاد الأمريكي وضعف أنظمة الرقابة والتنظيم، فقد كان واضحاً وبالنسبة للكثير من المؤشرات الاقتصادية بأن الاقتصاد الأمريكي سيدخل في أزمة مالية كبيرة وهو ما حدث سنة 2008، حيث بدأت الأزمة بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت عدواها إلى باقي الدول، ولم تعد الأزمة جزئية تقتصر على بعض القطاعات أو الدول وإنما أصبحت أزمة شاملة أثرت على كافة القطاعات وأغلب دول العالم، حيث تدهور الوضع الاقتصادي نتيجة تفاقم الأزمة وانتشارها إلى أغلب القطاعات مما دعا أغلب الدول المتأثرة بها إلى اقتراح حلول لمعالجتها والخروج منها بأقل التكاليف.

ومن خلال ما سبق فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث كما يلي:

- ✓ **المبحث الأول:** تقديم عام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008؛
- ✓ **المبحث الثاني:** أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعدواها؛
- ✓ **المبحث الثالث:** آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم سياسات معالجتها؛
- ✓ **المبحث الرابع:** نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم الدروس المستفادة منها.

المبحث الأول: تقديم عام للأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تعتبر الأزمة المالية العالمية التي حدثت سنة 2008 من أكبر الأزمات المالية التي عرفها التاريخ منذ أزمة الكساد الكبير لسنة 1929، بدأت في شكل أزمة للرهن العقاري الثانوية، ثم تطورت إلى أزمة ائتمان ثم أزمة مالية عالمية لتشمل الاقتصاد الحقيقي وتتحول إلى أزمة اقتصادية عالمية. ومن خلال ما سبق فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى العناصر الآتية:

- ✓ نشأة وتطور السوق الثانوية للرهن العقاري الأمريكي؛
- ✓ طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008؛
- ✓ وضوح مؤشرات الأزمة المالية العالمية 2008 قبل حدوثها؛
- ✓ مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق الثانوية للرهن العقاري الأمريكي

كان سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة قبل سنة 1938 يتألف أساساً من مؤسسات الادخار والقروض التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وكانت هيئات الإقراض تنشئ القروض وحيث أنها تحتفظ بها ضمن محافظها، فإنها كانت تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق ومخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل (الودائع).¹

الشيء الوحيد الذي جعل أموال الرهن العقاري* أكثر إتاحة أمام مجموعة مختلفة من الذين ينشؤون القروض هو التوسع في السوق الثانوي لتلك القروض، عند بداياته كان السوق الثانوي للرهن العقاري يتكون من الرابطة الفيدرالية الوطنية للرهن العقاري FNMA أو فاني ماي والتي أنشأها الكونغرس عام 1938 لهدف وحيد هو توفير سوق للقروض تضمنه وزارة الإسكان الفيدرالية، وبعد الحرب العالمية الثانية تم توسيع سلطة تلك الرابطة لتتضمن الرهن العقاري للمنازل بضمانة الحكومة.²

¹ راندال دود، "الرهنات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 04، ديسمبر 2007، ص: 15، 16.

* الرهن العقاري ترجمة حرفية لكلمة Mortgage باللغة الانجليزية، والرهن في معناه العام هو اتفاق قانوني يجري بمقتضاه منح ملكية مشروطة لأصول معينة مثل الأوراق المالية أو الممتلكات العينية لشخص معين أو هيئة معينة، وذلك مقابل الحصول على قرض ويصبح الاتفاق لاغياً عند سداد الدين، وفي معناه المتعلق بموضوعنا هو عبارة عن قرض يمنح لشخص أو مؤسسة ما لتغطية جزء من قيمة البيت أو العقار وعادة ما يستخدم هذا الأخير كضمان لسداد قيمة القرض الممنوح. ومن حق المقرض أن يعمد إلى اتخاذ الاجراءات القانونية التي تمكنه من الاستيلاء على الشيء المرهون العقار أو البيت أو غيرهما في حال عدم قدرة المقرض على سداد القرض في الفترة الزمنية المتفق عليها، أو في حال التأخر عند سداد الاقساط المتفق عليها شهرياً بعد توجيه إنذارات متكررة من المقرض.

² محمد داود عثمان، الاستثمار العقاري، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2013، ص: 275.

وكان لدى فاني ماي ميزة على اعتبار أن بإمكانها أن تقترض الأموال من الحكومة الفيدرالية بشكل أرخص مما تستطيع المؤسسات الخاصة أن تحصل على أموالها، مما أدى إلى احتكار المؤسسة سوق الرهن الثانوية* بسرعة، أما البنوك التي كانت جيدة في إصدار الرهون فقد حذبت هذا الترتيب لأنه وفر لها سوقاً جاهزة يتم بها إعادة بيع الرهون مع الحصول على الربح، وكما كان متوقفاً فقد هبطت مستويات ومعايير الائتمان على مدى السنوات، لأن أولئك الذين قاموا بتسيير أمور مؤسسة فاني ماي لم يستخدموا أموالهم الخاصة بهم، بل استخدموا أموال دافعي الضرائب وكانوا قادرين على تبرير سلوكهم على أساس أنهم يعملون عملاً صالحاً اجتماعياً بفعل تيسير الأمور على الناس لكي يشتروا منازل لم يكونوا هؤلاء الناس في واقع الأمر يتمتعون بمصداقية ائتمانية.

وفي عام 1968 قامت الحكومة الفيدرالية بخصخصة مؤسسة فاني ماي وبدأت تطلب منها بأن تقوم بجمع رأس المال من أسواق القطاع الخاص، ولكن بما أن كل فرد كان على علم بأن الكونغرس لن يسمح بإفلاس فاني ماي وهو ضمان لا يتم بشكل صريح بل ضمناً، فإن موردي رأس المال من القطاع الخاص كانوا راغبين في تقاضي أجور من مؤسسة فاني ماي بمقادير أقل من المنافسين الآخرين لها نظراً لأن هؤلاء الموردين كانوا يشعرون بأن المخاطر كانت أقل، وهكذا فقد أصبحت فاني ماي المحتكر الفعلي في سوق الرهن الثانوي، ولكن بدلاً من أن يقوم أعضاء الكونغرس بتفكيك مؤسسة فاني ماي وتحويلها إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي، قاموا في العام 1970 بتبني شركة خاصة هي الشركة الفيدرالية لقروض الرهن المنزلية والمشهورة بـ "فريدي ماك*" لتكون المنافس لها،¹ وقد انشئت الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم فريدي ماك بغرضين: توريق الرهونات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماي التي تمت خصصتها حديثاً.

وعلى مر الزمن تلاقت نماذج الأعمال التي تتبعها فاني ماي وفريدي ماك ووفرتا معاً قرراً هائلاً من التمويل للرهنات الأمريكية سواءً عن طريق شراء الرهنات العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها وتحويل مبالغ كبيرة على نحو مماثل من قروض الإسكان إلى سندات مالية مضمونة برهنات عقارية. وهذه السندات المالية تشتريها مؤسسات الاستثمار والأفراد الأثرياء ومؤسسات الإيداع ذاتها، وأدت عملية التوريق إلى توزيع مخاطر السوق ووفرت لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة من أصول القروض، واستغلت موارد عميقة من رؤوس الأموال لسوق الرهن العقاري.

* السوق الثانوية للرهن العقاري: هي تلك السوق التي يتم فيها بيع وشراء الرهن العقاري المتداول أصلاً (ليس منتج لأول مرة) يصدر بهذا السوق الأصول التابعة للرهن العقاري الأصلي.

* فريدي ماك: مؤسسة رهونات القروض الداخلية الفيدرالية: أنشئت مؤسسة فريدي ماك سنة 1970 بموجب امتياز من الكونغرس وتم إعادة تشكيلها سنة 1989 كمؤسسة خاصة مثل هيئة فاني ماي، وتعد مؤسسة فريدي ماك منافساً مباشراً لهيئة فاني ماي كما تعد إرشاداتها الدليلية لشراء القروض مشابهة جداً لإرشادات الشراء التي تصدرها هيئة فاني ماي، ولا تتمتع مؤسسة فريدي ماك بالدعم المباشر من الحكومة الأمريكية إلا أن مؤسسة فريدي ماك يُنظر إليها بأن لها تأثيراً ضمناً قوياً على حكومة الولايات المتحدة بحيث تتم معاملة الشهادات الخاصة بها مثل شهادات هيئة فاني ماي للاستثمارات ذات تصنيف ممتاز AAA.

¹ يوسفات علي، "أزمة الرهن العقاري"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 02، الجزائر، 2009، ص ص: 97، 98.

وأزالت سوق الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية مخاطر السوق ليس فقط من الميزانيات العمومية للمؤسسات المنشئة للرهونات العقارية مثل البنوك بل أيضاً من ميزانيتي هيئتي فاني ماي وفريدي ماك، كما وفرت أيضاً تمويلاً طويلاً للأجل للإقراض بضمان رهونات عقارية وبذلك أزلت مخاطر السيولة إلى حد كبير، وحيث أن فاني ماي وفريدي ماك هما اللتان تضمنان القروض فقد بقي قدر كبير من مخاطر الائتمان في أيدي عملاقي الرهن العقاري اللذين كان حجمهما وتنوعهما يسمح لهما بالتعامل معها.¹

وكانت مؤسستي فاني ماي وفريدي ماك تمولان نشاطاتهما من خلال إصدار سندات معروفة باسم "سندات المنازل المضمونة عقارياً" والتي لم يكن نجاحها لدى المستثمرين غريباً عن القناعة بأن الحكومة الأمريكية كانت تضمنها ولو دون إعلان صريح. وقد ازدادت وتيرة نموها المتسارعة باستمرار بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية، ففي عام 1990 كانت المؤسسات تمتلكان 740 مليار من القروض، وقد ارتفع هذا الرقم ليبلغ 1250 مليار دولار في عام 1995، وليتخطى 2000 مليار في عام 1999، ثم 4000 مليار في عام 2005، وعشية تأميمها كان في حوزتها 5400 مليار دولار أو 3825 مليار أورو أي ما يعادل 45% من الرقم الكلي والإجمالي للقروض العقارية في الولايات المتحدة البالغة 12 تريليون دولار، ومن جهة أخرى كانت الشركتان تدعمان بمفردهما 97% من السندات المرفقة بقروض الرهن العقاري، ويمكن تفسير تسارع وتيرة النمو بالتأثير المتزاوج للفقاعة العقارية بين العامين 2001 و2006 وبالتطورات التي تحققت في مجال الهندسة المالية.²

المطلب الثاني: طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

في سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، بدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى باقي دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، حيث كانت بداية الأزمة مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة هي ليمان براذرز عن إفلاسها، وكانت هذه بداية خطيرة لأن هذه المؤسسة كانت من الشركات القليلة التي نجت من أزمة الكساد الكبير 1929.³

¹ راندال دود، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة"، مرجع سابق، ص: 16.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، مرجع سابق، ص: 254.

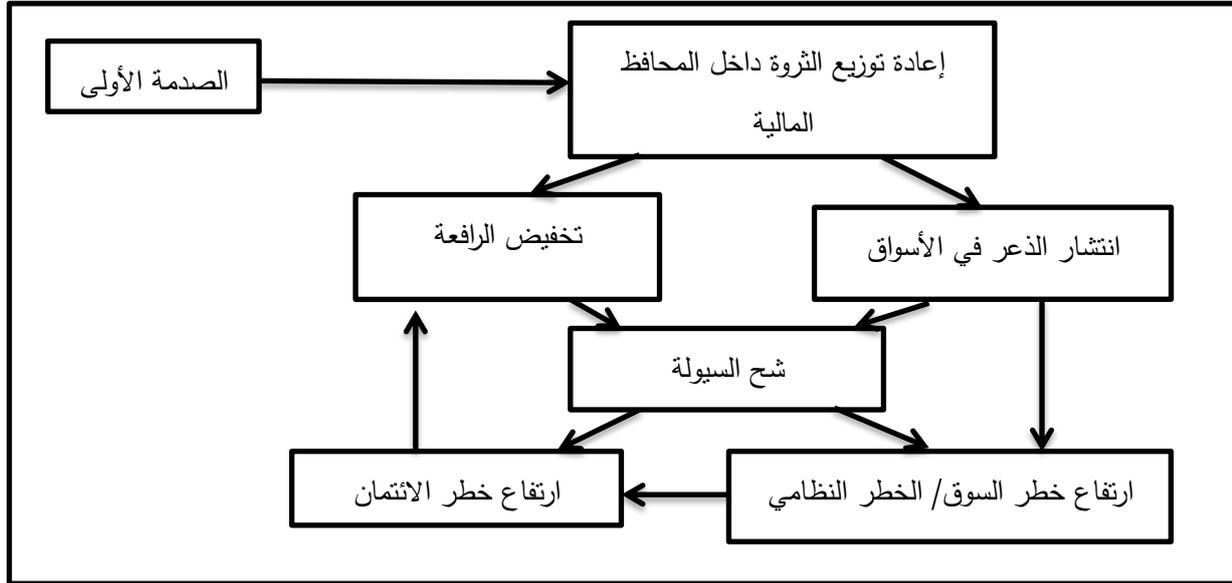
³ الداوي الشيخ، مرجع سابق، ص: 9.

والأزمة المالية العالمية أو أزمة الرهن العقاري الأمريكي، أو أزمة الائتمان، أو أزمة الاسكان الأمريكية كلها مسميات لأزمة مالية واقعية ظهرت بوادرها في عام 2007، وقد غلب على تسميتها بأزمة الرهن العقاري الأمريكي لتعلقها بالرهن العقاري الأمريكية.¹

وما يميز هذه الأزمة بشكل خاص:²

- اعتماد تقنية التوريق بشكل واسع، وهذا يعني توسيع حلقة رأس المال المالي وتعقيد العمليات المالية؛
- تشتت الخطر أكثر من تنويعه بواسطة التوريق، وذلك بإيجاد مستثمرين جدد يشترون الديون لتحريك سوق الرهن العقاري وخلق فئات يتفاوت تصنيفها المالي، وهذا يعطي انطباعاً خاطئاً حول توزيع كفو للخطر؛
- إسناد دور كبير في سوق الائتمان لصناديق التغطية (صناديق المضاربة) ذات الطبيعة الاستثمارية المجازفة، ما يضعف كفاءة السوق فيما يخص الإفصاح والشفافية، ويزوج بين مخاطر الاستثمار المالي ومخاطر الائتمان.

الشكل رقم (09): الأزمة من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الافتراضي



المصدر: نفس المرجع السابق، ص: 31.

يشير الشكل إلى أن نسق الأزمة المالية وسياق تعميمها وانتشارها وانعكاسها على الاقتصاد الحقيقي، يكاد يكون نفسه مع كل أزمة مالية أو اضطراب شديد في أسواق المال، إذ تتلقى هذه الأسواق آثار الصدمة الأولى من دائرة الاقتصاد الحقيقي (سوق العقار، سوق التكنولوجيات، أسواق النفط، ...)

¹ هشام محمد القاضي، التمويل العقاري دراسة فقهية قانونية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص: 403.

² لمياء عماني، مرجع سابق، ص: 31.

وتعمقها بالمزاوجة بين مخاطر السوق (على مستوى البورصات وأسواق الصرف) ومخاطر الائتمان (على مستوى البنوك والسوق النقدي) وتتعاكس النتائج من جديد على الاقتصاد الحقيقي.¹

وقد ارتبطت أزمة الرهن العقاري بعدد من المصطلحات أهمها:²

- **الرهن الثانوي "subprime mortgage"**: هو صنف من الرهون العقارية الأقل جودة، بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي "prime" لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالباً ما يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تؤهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية "prime"، وتُعد قدرتهم على رد الديون مع فوائدها مشكوكاً فيها، وتسمى كذلك بقروض "NINJA".
- **الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية Subprime mortgages-backed securities MBS**: هي نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول ABS، وتكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية. وهي أوراق تكون مدد استحقاقها 30 عاماً، وعدد المستثمرين فيها محدود، ذلك أن المستثمرين يفضلون عادة أوراقاً مالية من 2-10 سنوات. وقد استلزم هذا البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات التوريق SPV بتوريق MBS إلى ما يسمى بالتزامات الدين المضمونة CDO. وتُستخدم هذه الأوراق أيضاً لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة والديون من مجموعة من الرهون العقارية لحملة الأسهم، وتقسّم هذه المدفوعات إلى فئات مختلفة بحسب درجة المخاطرة.
- **التزامات الدين المضمونة "Collateralized Debt Obligations- CDO"**: هو مجمع قرضي يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من عام إلى 30 عاماً، تتفاوت درجات تصنيفها إلى ثلاث شرائح رئيسية: الشريحة الممتازة (صنف AAA)، والشريحة البينية (من AA إلى BB)، والأسهم الخاصة (غير مقيم)، وقد أصبحت منذ عام 1987 وسيلة مهمة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت.
- **أسواق المعاملات خارج البورصات "Over-the-counter Markets- OTC"**: يتم بواسطتها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، ويكون التداول فيها ثنائياً بين العملاء والسماسرة، ولا يُفصح عن أسعار وأحجام التداول. كما لا تتسم عملياتها بالشفافية، ولا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر بسبب عدم وجود صناع للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 32.

² يوسف علي، "الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013، ص: 38، 39.

المطلب الثالث: وضوح مؤشرات الأزمة المالية العالمية 2008 قبل حدوثها

لم تحدث الأزمة فجأة كما يظن الكثيرون لأن معالمها بدأت مع انهيار نحو 60 شركة للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2006، على الرغم من أن هذه الشركات تحوز على أنظمة رقابة ومعايير صارمة لكن القائمين عليها قاموا بتزوير الأرقام وإخفاء بعض الحقائق، كذلك نشرت بعض التقارير تؤكد أنه هناك تزوير ببعض البنوك يرجع لتسابق مديري ورؤساء المؤسسات المالية الأمريكية على منح القروض والرهن من غير ضمانات حقيقية من أجل الحصول على مكافآت وعمولات بملايين الدولارات. وهذا الرأي ذهب إلى تأكيده جوزيف ستيغليتز أستاذ الاقتصاد الأمريكي الفائز بجائزة نوبل في الاقتصاد لسنة 2001 والإطار السابق بالبنك الدولي، حيث قال "ما هو محزن تماماً في الأزمة المالية الحالية هو أن التنبؤ بها كان قائماً وبالتالي كان ممكناً تفاديها..." حيث جاء قول جوزيف ستيغليتز متضمناً إشارة إلى وجود ملامح التنبؤ بهذه الأزمة المالية العالمية.¹

حيث أن هذه الأزمة ليست وليدة الظرف المالي وهي مرتبطة بالأساس بطبيعة نظام السوق، وقد بدأت مؤشرات هذه الأزمة العالمية في عام 2006 وتضاعفت خلال عام 2007 عندما ظهرت حدة مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، واتسعت إلى الاتحاد الأوروبي بحكم العلاقة السوقية بين الاقتصاد الأمريكي والأوروبي، وحينها تم التنسيق بين بنك الاحتياط الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي بضخ أموال تصل إلى 121 مليار دولار للمؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية بهدف تغذية البنوك بالسيولة وكانت تلك الإجراءات بمثابة مهدئات لا أكثر، وانشغل العالم خلال العامين 2007 و2008 بمشاكل الغذاء وارتفاع أسعار السلع والخدمات وانعكاساتها على واقع الاستقرار الاقتصادي العالمي وتأثيرات ذلك على مستقبل الطاقة في العالم، وبعد أن تراجعت أسعار النفط إلى حدود 90/100 دولار بعد أن صعدت أسعاره إلى حدود 150 دولار، فإذا العالم يفاجأ في يوم الأحد الأسود في 14 سبتمبر 2008 بزلزال الأزمة المالية ومركزه الولايات المتحدة الأمريكية بعد أن أعلن عن إفلاس بنك ليمان برانرز لتظهر الأزمة واقعاً مالياً عالمياً مختلفاً، فإذا كانت الأزمة المالية التي يواجهها العالم منبعها الولايات المتحدة الأمريكية فيمكن القول أن الأزمة أظهرت أن العديد من المؤسسات المالية في الاقتصاديات الأخرى وخاصة الأوروبية تواجه أزمة انهيارات أيضاً، وهذا ما لوحظ في العديد من البنوك البريطانية خصوصاً التي واجهت أزمات مالية خطيرة، وقد بدأت الأزمة في نهاية 2006 كأول شرارة لها في أعقاب إعلان بنك بي إن بي باريباس أكبر البنوك الفرنسية عن تجميد السحب من ثلاثة صناديق مخصصة للاستثمار في الرهن العقاري الأمريكي.²

¹ فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية...التنبؤ بالأزمة فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 13.

² فؤاد القاضي، "الأزمة المالية العالمية ألحقت خسائر كبيرة بالمستثمرين الدوليين في الأسواق الغربية"، صحيفة 26 سبتمبر، العدد 1420، 16 أكتوبر 2008، ص: 36.

والواقع أن مؤشرات هذه الأزمة كانت واضحة وترشح لقيامها، ويمكن القول بتوافر معظم المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، فضلاً عن بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الأزمة المالية العالمية:

أولاً: المؤشرات المتعلقة بالهيكل الاقتصادي الكلي

من أهم هذه المؤشرات:¹

- حيث غلبت الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية) على أسواق الائتمان؛
 - وتسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛
 - وغابت الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية، عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية؛
 - وفضلاً عن ذلك ارتفعت نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.
- بالإضافة إلى تراجع معدلات الاستهلاك مما أدى بالشركات الأمريكية إلى تخفيض إنتاجها مع تراجع كبير في أرباحها، وانخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية ليصل إلى 0.8% سنة 2001. كما قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار فائدة الإقراض بين البنوك استجابة لتوقعات الاقتصاديين باحتمال وقوع ركود اقتصادي عام 2001 وذلك من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% في شهر ديسمبر من نفس السنة.

بالإضافة إلى العجز المتواصل لميزان المدفوعات التجاري للولايات المتحدة الأمريكية إلى مستويات جد مقلقة، حيث وصل هذا العجز في سنة 2005 إلى 800 مليار دولار أي ما يعادل 6.4% من الناتج الإجمالي المحلي للولايات المتحدة الأمريكية، وما يعادل 1.5 من الناتج الإجمالي المحلي العالمي، ويرجع الاقتصاديون ذلك إلى الزيادة الكبيرة في حجم النفقات العمومية الأمريكية بسبب تكلفة حروبها على العراق وأفغانستان، زيادة وتيرة الاستهلاك مقارنة بالإنتاج وزيادة وتيرة الاستثمارات خاصة في قطاع السكن والعقار مقارنة بالادخار.

تحول وجهة الاستثمارات الأمريكية والأجنبية نحو قطاع السكن والعقار مما أدى إلى زيادة الطلب على المساكن والعقارات بنسبة تجاوزت 100% خلال الفترة 2001-2003 مما أدى إلى تخفيض معايير الإقراض هذه الأخيرة كانت أحد الملامح الرئيسية لنشوء الأزمة المالية العالمية.²

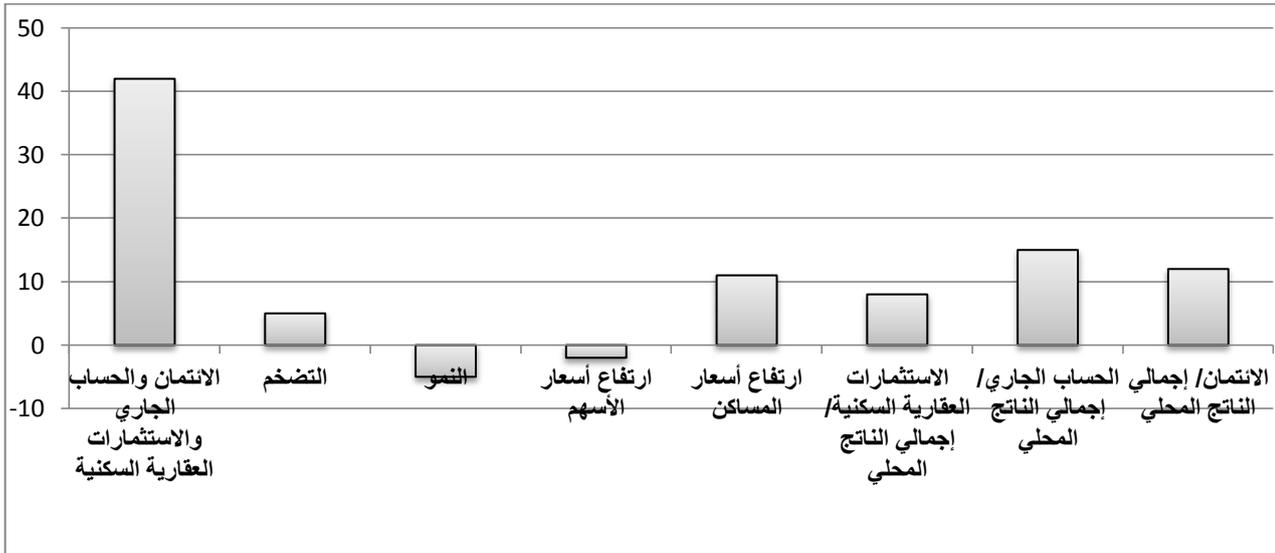
واستغرق تطور الأزمة ما يربو عن السنة ونصف، وكان كل هذا كافٍ لتوقعها، ومما يؤكد ذلك إعلان إيطاليا توقع حدوثها قبل انفجارها بعام كامل، والاستعداد لمواجهةها بإعداد ميزانية استثنائية مدتها ثلاث سنوات بدلاً من الميزانية السنوية العادية دون أن تعلن أرقامها، وتدخّلها لضمان الودائع في جميع

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 56.

² ساعد مرابط، "الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 8، 9.

البنوك الإيطالية. ومع ذلك بدت الأزمة المالية عند انفجارها وكأنها لم تكن متوقعة، وربما تأتي الدهشة من حدوث هذه الأزمة على الرغم من وضوح مقدماتها للكافة ولمدة طويلة بالنظر إلى نتائجها غير المتوقعة لا أكثر، إذ لم يتوقع أحد حدوث كوارث بهذا الحجم في النظام الاقتصادي العالمي.¹ كما أن هذه الأزمة سبقتها إشارات تحذير كان ينبغي أن ينتبه لها صانعو السياسات النقدية، فقد استوفت البنوك المركزية المهمة التي كلفت بها ولكنها سمحت بتراخي الأوضاع المالية مما زاد من مخاطر الكساد المدمر، فالائتمان ومساهمة الاستثمار في إجمالي الناتج المحلي، وعجز الحساب الجاري، وأسعار الأصول عادة ما ترتفع قبل كساد أسعار الأصول، مما يتيح مؤشرات قيادية مفيدة لكساد أسعار الأصول.² وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم (10): المؤشرات القائدة لدورات الكساد في أسعار المساكن



المصدر: صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، أكتوبر 2009، ص: 100.

يوضح الشكل البياني نسبة المرات التي تتحقق فيها حالات الكساد بعد صدور إنذار في هذا الخصوص بفترة تتراوح بين سنة وثلاث سنوات مقارنة باحتمالية الكساد غير الأكيدة، وبالنسبة لكساد أسعار المساكن منذ عام 1985 تؤدي التجاوزات الكبيرة في الائتمان والحساب الجاري والاستثمارات السكنية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي إلى زيادة احتمالات الكساد الوشيك.

ثانياً: المؤشرات المتعلقة بكساد أسعار الأصول

لا شك أن السنوات الأخيرة شهدت عدة تطورات مهمة قد تشير إلى اختلاف الأزمة المالية لسنة 2008 بشكل جوهري عن كل الأزمات التي سبقتها كالابتكارات في مجال التوريق مثلاً، ولكن في حالة

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 56، 57.

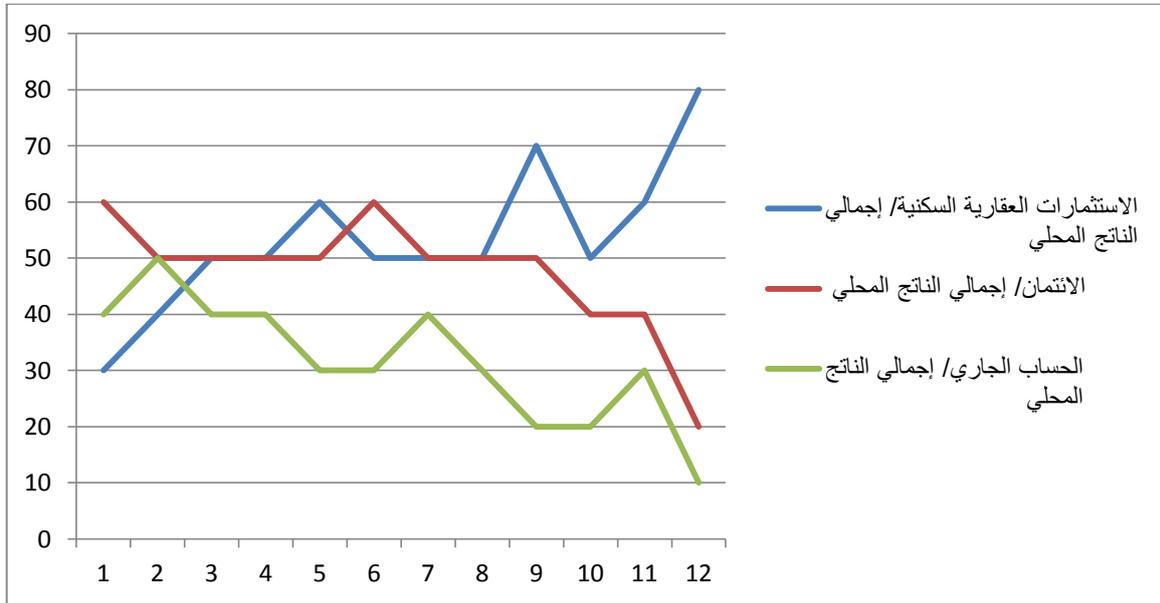
² صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، أكتوبر 2009، ص: 100.

أسعار المساكن كان لهذه الأزمة نمط اقتصادي كلي مألوف للغاية، وهو مجيء كساد أسعار المساكن مسبقاً بنمو قوي في الائتمان وتدهور متزايد في الحساب الجاري وطفرة في أسعار المساكن. وبخلاف هذا الكساد شهدت أسعار المساكن والأسهم في أغلب الاقتصاديات دورة انتعاش وكساد أخرى خلال هذه الفترة وسجلت أسعار المساكن الحقيقية معدلات نمو قوية في المتوسط حتى عام 2007، تلتها انخفاضات تعد حادة بالمقاييس التاريخية في قيم الأصول لدى معظم الاقتصاديات، وتختلف مسارات أسعار الأصول اختلافاً واسعاً باختلاف البلدان، فمنذ الربع الرابع من عام 2001 وحتى عام 2006 ارتفعت أسعار المساكن الحقيقية في أيرلندا ونيوزيلندا وإسبانيا، بينما انخفضت في النمسا وألمانيا واليابان.

ومما يتضح من النتائج المتعلقة بتقارير الاقتصاد العالمي أن الزيادات الأكبر في أسعار المساكن أتت بوجه عام ولكن بصورة غير موحدة بانخفاضات أكبر عن ذروات الأسعار الأخيرة، وفي المقابل كان الانخفاض الأخير في أسعار الأسهم موحداً نسبياً في مختلف البلدان ولم يكن مرتبطاً بدرجة كبيرة بارتفاعات سابقة في أسعار الأسهم.¹

الشكل رقم (11): إشارات إنذار لفترات كساد أسعار المساكن

(% للبلدان التي مرت مؤخراً بفترات كساد في أسعار المساكن صدرت إنذارات بشأنها)



المصدر: نفس المرجع السابق، ص: 103.

يوضح الشكل البياني نسبة البلدان التي شهدت كساداً في أسعار المساكن صدرت بشأنها إنذارات من المتغيرات التي تتمثل في الائتمان والاستثمارات العقارية والحساب الجاري إلى إجمالي الناتج المحلي، وتبدي نصف الاقتصاديات على الأقل دلائل على رواج الاستثمارات العقارية، يمولها في بعض الحالات

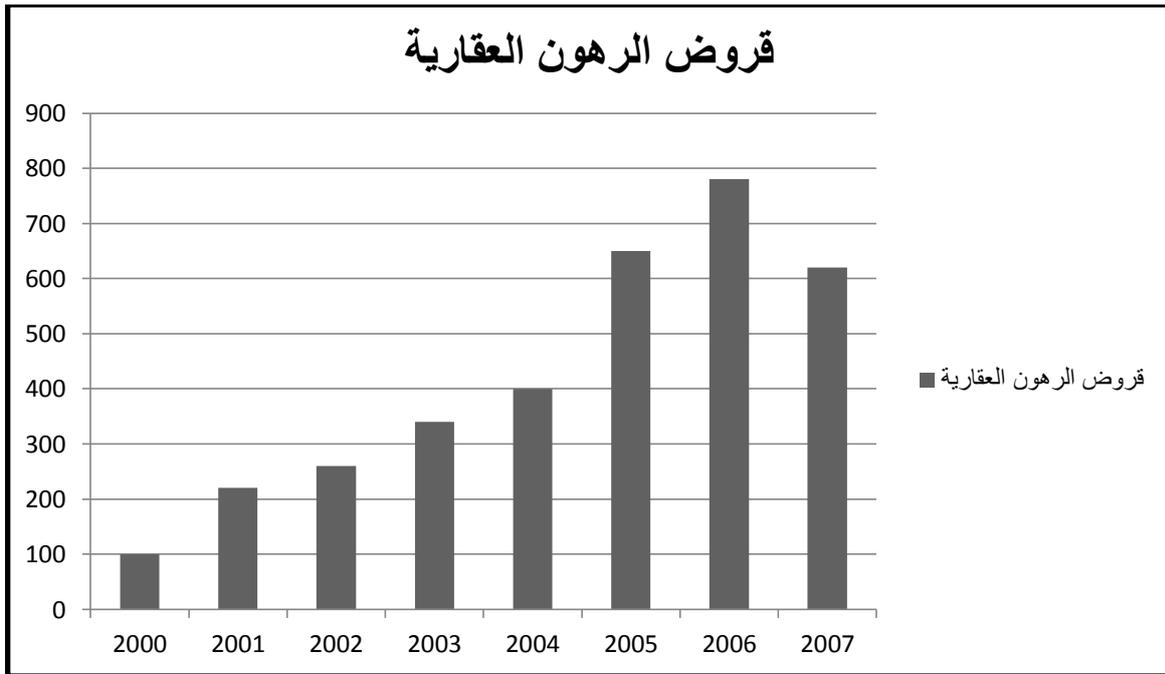
¹ نفس المرجع السابق، ص: 102، 103.

تراجع الحساب الجاري قبل بدء كساد أسعار المساكن بفترة تتراوح بين سنة وثلاث سنوات، وقد لوحظ أن نمو الائتمان كان أعلى من المعتاد في نحو نصف الاقتصاديات على مدار فترة الثلاث سنوات كلها تقريباً، أما الحساب الجاري فكان الإنذار الصادر بشأنه أقل وضوحاً إلى حين الاقتراب بفترة سنة واحدة من حدوث الكساد فصدر حينئذ لنحو نصف البلدان.

وترتبط الاختلافات القطرية الأخيرة في تغيرات أسعار المساكن بالتباينات بين البلدان في نمو الائتمان والاستثمارات العقارية السكنية والحساب الجاري كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، فالاقتصاديات التي شهدت أكبر ارتفاعات في أسعار المساكن شهدت أيضاً زيادات كبيرة في نسبة الاستثمارات العقارية السكنية إلى إجمالي الناتج المحلي، وعجزاً كبيراً في رصيد الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي، وكبر نسبة التوسعات الائتمانية إلى التوسع في الناتج، وعلاوة على ذلك اقترن النمو الأقوى في الائتمان في أغلب الحالات بتدهور أشد في الميزانيات العمومية لقطاع الأسر.¹

كما أن الأزمات المصرفية عادة ما يسبقها إفراط هائل في منح قروض عالية المخاطر وهو ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008، حيث حدث إفراط في منح قروض الرهون العقارية وهي قروض عالية المخاطر وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم (12): تطور حجم قروض الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2007_2000



Source: René Ricol, **Rapport sur la crise financière**, mission confiée par la présidence française de l'union européenne 2008, décembre 2008, p: 27.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 103.

يبرز من خلال الشكل دور القروض عالية المخاطر في حدوث الأزمة وهو ما كان بارزاً قبل انفجارها، حيث أن حجم قروض الرهون العقارية شهد ارتفاعاً ملحوظاً خلال الفترة 2000 حتى 2005، وكان السبب في ذلك تمادي البنوك الأمريكية في منح قروض الرهن العقاري الخاصة بالسكنات العائلية دون الأخذ بالأسس السليمة للانتمان بغرض الحصول على مزيد من الأرباح، ويصل ارتفاع القروض العقارية إلى أعلى قيمة له سنة 2006 ثم يبدأ في الانخفاض بداية من سنة 2007 دليل على بداية انهيار أسعار عقارات الرهون العقارية وبالتالي بداية ظهور علامات أزمة وشيكة. ومن هذا المنطلق تشير الأدلة إلى أن هذه الأزمة كانت واضحة المعالم قبل انفجارها من حيث إبدائها لإشارات أثبتت الشواهد التاريخية على وجودها وبالتالي كان من الممكن تجنب حدوثها.

المطلب الرابع: مراحل حدوث الأزمة المالية العالمية 2008

سيتم التعرض في هذا المطلب إلى بداية الأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى أهم المحطات التي مرت بها الأزمة.

أولاً: بداية الأزمة المالية العالمية

ما أن انفجرت فقاعة الانترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري، ومنذ ذلك العام أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة، حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة معرضة للخسارة.

وأقبل الأمريكيون أفراداً وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار طويل الأجل أو المضاربة، واتسعت التسهيلات العقارية إلى درجة أن البنوك منحت قروضاً حتى للأفراد غير القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة. وانتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها فانفجرت في صيف 2007 حيث هبطت قيمة العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة.¹

¹ حمد فواز الدليمي وأحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص:

ثانياً: أهم محطات الأزمة المالية العالمية

يمثل الجدول رقم (10) أهم المراحل والمحطات التي مرت بها الأزمة المالية العالمية 2008.

الجدول رقم (10): أهم مراحل الأزمة المالية العالمية

الاقتصاديات الصاعدة		الاقتصاديات الصناعية		الأسواق والمؤسسات	مراحل الأزمة
الإجراءات المتخذة من طرف السلطات	شروط الاقتصاد الكلي	الإجراءات المتخذة من طرف السلطات	شروط الاقتصاد الكلي		
رفع أسعار الفائدة لكبح أو الحد من التضخم.	-حركية النمو مصحوبة بارتفاع التضخم يتجاوز أهداف العديد من البلدان.	-تخفيض معدلات الفائدة المرجعية للبنوك المركزية؛ -حقن السيولة في البنوك.	-ضعف النمو	-عجز في الأسواق الأمريكية للرهن العقاري عالية المخاطر subprime؛ -ظهور ضغوط مالية على نطاق واسع وعدم اليقين بشأن حجم الخسائر وتوزيعها؛ -بدأت الأزمة عندما كانت سوق ما بين البنوك في خلل في أوت 2007.	قبل مارس 2008: التمهيد للأزمة
رفع آخر لمعدلات الفائدة بسبب قوة التضخم.	-تباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي بعد جوان ولكن بقي إيجابياً؛ -انخفاض الصادرات في أوروبا.	-المزيد من التخفيض في معدلات الفائدة؛ -زيادة خطوط الائتمان؛ -وضع الوكالات الفيدرالية الأمريكية لتمويل الرهن العقاري تحت الوصاية منذ أوائل سبتمبر.	-اقتصاديات G3 تسجل انكماشاً على الرغم من انخفاض أسعار النفط بعد شهر أوت.	-حيازة بير ستيرنز ييطئ التراجع ولكن الخسائر المعلنة من قبل البنوك تتراكم بانخفاض أوزان أسعار الأصول؛ -هناك المزيد من الدول المتضررة وعليه أزمة السيولة تكشف عن أزمة الملاءة ومن ثم زيادة الضغط على المؤسسات المالية.	منتصف مارس إلى منتصف سبتمبر 2008: نحو إفلاس ليمان برادرز
-تخفيض معدلات الفائدة مع المزيد من المرونة في حقن السيولة من قبل البنوك المركزية؛ -ضمانات على الودائع وعلى أدوات الدين وحقن رؤوس الأموال.	-انهيار الثقة مع شروط تمويل أكثر صرامة؛ -حدوث تدهور في قيمة العملات.	-توسيع خطط الإنقاذ البنكي مع ضمانات حكومية على الودائع وعلى أدوات الدين.	-تحت تأثير تدهور الثقة وتشديد شروط الإقراض.	-إفلاس ليمان برادرز يوم 15 سبتمبر 2008 يؤدي إلى سحب مكثف في الأسواق الرئيسية لإعادة التمويل؛ -ومؤسسات أخرى تتعرض للإفلاس أو تخضع لعملية إنقاذ وبالتالي أزمة الثقة تمس تقريباً الأسواق والدول ككل.	15 أكتوبر 2008: تدهور معمم للثقة

من نهاية أكتوبر 2008 إلى منتصف مارس 2009: تباطؤ عالمي	-استمرار تقلب الأسواق بسبب المؤشرات الاقتصادية التي تزداد سوءاً؛ - انخفاض الأرباح المعلن عنها.	-انهيار تجارة السلع والناتج المحلي الإجمالي بعد تراجع النفقات.	-تخفيض معدلات الفائدة إلى الصفر تقريباً؛ -ضخ السيولة في القطاع غير البنكي؛ -تقديم حوافز مالية.	-تدهور نمو الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008 بسبب تراجع الصادرات.	-تخفيض معدلات الفائدة.
من منتصف مارس 2009: المزيد من التراجع لكن بوتيرة أقل سرعة	-ارتفاع طفيف لأسعار الأصول؛ -استمرار بوادر الفشل في السوق؛ -عدم استعادة الثقة الكاملة في النظام المالي العالمي؛ -تراكم الخسائر.	-الاستهلاك والإنتاج يستمران في الانخفاض إلى أدنى حد.	-تخفيض معدلات الفائدة في بعض الدول؛ -تخفيف القواعد المحاسبية.	-أسواق الأسهم تتعافى مع استقرار أسعار الصرف.	-زيادة المساعدات الحكومية الدولية.

Source : Banque des règlements Internationaux BRI, **Rapport annuel**, N°: 79, 1 er Avril 2008- 31 Mars 2009, p: 14.

المبحث الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعدواها

اختلف الاقتصاديون في تعليل أسباب الأزمة المالية العالمية منهم من علل حدوثها إلى طبيعة الاقتصاد الأمريكي وعدم استقراره، ومنهم من أرجع أسباب حدوثها إلى وجود خلل في النشاطات المالية الحديثة من عمليات التوريق والمبالغة في الرهون العقارية، والسلوكيات غير السوية في ظل هذه التصرفات المالية. وفي حين أن هذه الأسباب لعبت دوراً في ظهور الأزمة فإن العدوى المالية لعبت دوراً كبيراً في انتشارها عبر أغلب البلدان ومختلف القطاعات. وبناءً على ما سبق فسيتم التعرض في هذا المبحث إلى العناصر الآتية:

✓ أسباب الأزمة المالية العالمية 2008؛

✓ عدوى الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

تعددت أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية بين أسباب مباشرة عامة، وأسباب تتعلق بالجانب الاخلاقي والسلوكي.

أولاً: أسباب مباشرة عامة

يمكن إجمال أهم الأسباب المباشرة التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

1. عدم الاستقرار في الاقتصاد الأمريكي وتدهوره في السنوات الأخيرة

يجمع الكثير من الباحثين والمتخصصين على أن الأزمة المالية لسنة 2008 لم تكن وليدة اللحظة وإنما لها جذور تاريخية ارتبطت ببعض الأحداث الاقتصادية التي أثرت سلباً على أداء الاقتصاد الأمريكي أهمها ما يلي:¹

1.1. التأثير السلبي لأزمي أسواق المال الآسيوية في عام 1997 وكذلك انهيار قطاع التكنولوجيا

وشركات الإنترنت أو ما عرف تاريخياً بأزمة الدوت كوم في عامي 2000-2001 على

الاقتصاد الأمريكي والذي تمثل بدوره فيما يلي:

- التباطؤ الواضح في معدلات النمو التي وصلت خلال الشهور الثلاثة الأخيرة من عام 2000 إلى

2.5% فقط، وصاحب ذلك إعلان كثير من الشركات الأمريكية عن تراجع كبير في أرباحها

وأغلقت مصانع أبوابها بشكل مؤقت؛

¹ صالح لخضاري وآسيا سليمان نيش، "الأزمة المالية العالمية 2008: أسبابها من منظور إسلامي وانعكاساتها على الاقتصاد العربي والجزائري"، الملتقى الدولي الثامن حول: الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 08 ماي 1945 سيكيدة، 08/07 ماي 2013، ص: 06، 07.

- أصبح واضحاً مع بداية عام 2001 أن الاقتصاد الأمريكي يعاني من ضعف شديد في حركة الاستهلاك مقابل نمو سريع في الإنتاجية ومن الظروف غير المواتية في بعض قطاعات سوق المال وتراجع مؤشراتته، وأدى إلى تفاقم هذا التباطؤ ارتفاع أسعار المنتجات البترولية التي امتصت غالبية القوة الشرائية لدى الشعب الأمريكي في ظل ارتفاع الأسعار العالمية للنفط؛
 - خفض الفوائد على القروض السكنية سنة 2000 في الولايات المتحدة وبشكل مبالغ فيه، مما رفع سقف الاقتراض إلى أربعة أضعاف، وذلك بهدف تحسين أداء الاقتصاد وامتصاص النمو العمراني وتوسع شركات الاستثمار والتطوير العقاري في بناء المجمعات السكنية وتشجيع الأفراد لشراء وحدات سكنية في هذه المجمعات؛
 - تأثير الأزمات المشار إليها بالتطافر مع خفض الفوائد على القروض السكنية أحدث حالة من عدم التوازن أدت إلى تزايد قروض الأفراد والشركات، وزادت أعباء ديونهم وارتفعت معدلات الديون المعدومة منها مما دفع البنوك للخوف من الإقراض والحد منه؛
 - ارتفعت ديون الأسر الأمريكية إلى 98% من إجمالي الدخل السنوي سنة 2000 مقابل 80% في 1999؛
 - ارتفع المخزون من السلع لدى الشركات نتيجة تراجع معدلات الاستهلاك.
- 2.1. التأثير السلبي لأحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001 التي تعاملت معها الإدارة الأمريكية بردة فعل غير موفقة معلنة حربها ضد الإرهاب، وبدأت بتجميد أصول واستثمارات مسلمين وغير مسلمين أفارقة وعرب وخليجيين وآسيويين وأمريكيين وأوروبيين من أصول عربية وآسيوية وإفريقية، مما أدى إلى مزيد من الانخفاض في أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي بمعدلات غير مسبوقه، الأمر الذي أثر سلباً على عوائد الاستثمارات الأجنبية بالدولار الأمريكي داخل الولايات المتحدة وخارجها فنتج عن ذلك وبشكل مباشر وفوري هروب مليارات الدولارات من الأموال المستثمرة داخل أمريكا للخارج، وإعادة الهيكلة بالنسبة للاستثمارات بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة وتحولها إلى عملات ومجالات وأسواق أخرى.
- 3.1. كان لانخفاض سعر الفائدة على الدولار الأمريكي انعكاسات سلبية أيضاً على الاقتصاد الأمريكي فقد انخفضت ودائع البنوك وانخفضت بالتالي قدرة البنوك الأمريكية على الإقراض من مواردها المحلية، واستأثرت الحكومة الفدرالية على نصيب الأسد من حجم الائتمان الداخلي بجانب الاقتراض الخارجي لمواجهة الإنفاق الضخم على حروب أفغانستان والعراق ومواجهة الإرهاب وما صاحب ذلك من ارتفاع غير مسبوق في أسعار النفط عالمياً، مما أدى إلى انخفاض الإنتاج المحلي وتقليل الموارد الإنتاجية لشرائح واسعة من القطاع الخاص وتركزه على قطاعات قليلة الإنتاج ذات ارتباط مباشر باستراتيجية الحرب ومحاربة الإرهاب مثل شركات السلاح، السيارات، الشاحنات، المعدات والعتاد العسكري... وهكذا فقد أصبح كل انخفاض في معدل الفائدة على الدولار سيتبعه بالضرورة مزيد من الهروب لرؤوس الأموال الأجنبية خارج أمريكا. هذا الوضع

جعل الحكومة الفدرالية في نهاية 2004 تؤمن بأنها أخطأت في حرب أفغانستان وفي غزو العراق وفي حربها غير المدروسة على الإرهاب بالذات بعد أن بدأت تظهر في البلاد نتيجة لذلك بوادر التباطؤ والركود الاقتصادي، وأزمة السيولة، وتزايد حجم الديون المتعثرة من قروض الشركات الكبرى وقروض الأفراد شاملة عقود الرهن العقاري.

كما شهد الاقتصاد الأمريكي في السنوات الثماني الأخيرة السابقة للأزمة تدهوراً شديداً مما جعله لا يستطيع أن يصمد في مواجهة بدايات الأزمة المالية مما جعلها تنتشر وتتزايد يوماً بعد يوم، وفيما يلي بعض الأرقام التي توضح مدى تدهور الاقتصاد الأمريكي في السنوات السابقة للأزمة:¹

- تراجع فائض الموازنة العامة للدولة من 255 مليار دولار عام 2000 إلى 92 مليار دولار عام 2001 ثم تحول إلى عجز بلغ 230 مليار دولار عام 2002، وأخذ هذا العجز يتزايد سنة بعد أخرى حتى وصل إلى حوالي 455 مليار دولار في عام 2008/2007 (من المعروف أن السبب الرئيسي لذلك هو التزايد غير الطبيعي للإنفاق العسكري)؛
- ارتفاع معدل التضخم حتى بلغ في السنة الأخيرة حوالي 5% بعد أن كان يتراوح بين 2% و3% سنوياً؛
- انخفاض معدل النمو الاقتصادي حيث لم يتعدى 2% سنوياً في المتوسط في السنوات الأخيرة بعد أن كان قبل ذلك حوالي 4% سنوياً في المتوسط في السنوات الأخيرة من القرن العشرين؛
- ارتفاع معدل البطالة خلال السنوات الثماني الأخيرة قبل الأزمة إلى حوالي 5.5% بعد أن كان قد انخفض في أواخر القرن العشرين إلى حوالي 4%؛
- تزايد عجز الميزان التجاري سنة بعد أخرى حتى بلغ عام 2008/2007 حوالي 850 مليار دولار؛
- تزايد العجز في ميزان الحساب الجاري حتى بلغ حوالي 700 مليار دولار في السنة الأخيرة 2008/2007؛
- تزايد المديونية الخارجية بحيث أصبحت الولايات المتحدة هي أكبر دولة مدينة في العالم، حيث أصبح صافي المديونية الخارجية للولايات المتحدة عام 2008/2007 حوالي 3 تريليون دولار.

2. الرهون العقارية

تعود بوادر الأزمة إلى انفجار فقاعة الرهن العقاري التي انجرت عن عجز العائلات الأمريكية عن سداد أقساط القروض العقارية متدنية الجودة والتي بلغت قيمتها 2.5 تريليون دولار، حيث قامت المؤسسات المالية بتقديم قروض بقيمة 11 تريليون إلى العائلات من أجل شراء المنازل، و11 تريليون أخرى كقروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان، ويفضل تقنية توريق الديون قامت ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق لتستغل المبلغ المحصل عليه في تقديم قروض عقارية جديدة مرات عديدة. قامت شركات التوريق التي اشترت هذه الديون بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها للتداول في

¹ علي لطفى، "الأزمة المالية العالمية الأسباب-التداعيات-المواجهة"، المؤتمر الدولي حول: تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر، 05/04 أبريل 2009، ص: 7.

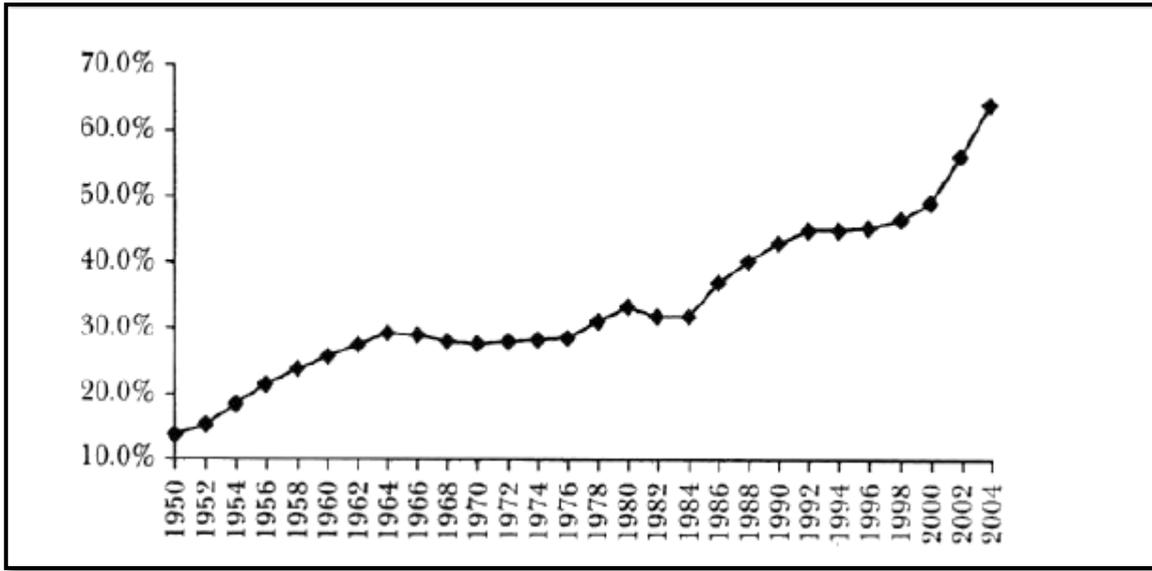
الأسواق المالية، فعرفت رواجاً كبيراً بفضل ما تدره من فوائد، وفي نفس الوقت أعيد تقييم المنازل بقيم أكبر من قيمتها السابقة، فقاموا برهنها لدى مؤسسات أخرى لتقوم هذه المؤسسات بدورها ببيع هذه القروض لشركات التوريق التي أصدرت سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في الأسواق المالية للتداول مما أدى إلى انقطاع الصلة بين حملة السندات والمقترضين. هذه القروض العقارية كانت بنسب فائدة متغيرة ففي البداية كان معدل الخصم منخفض ثم بدأ في الارتفاع فارتفعت أقساط القروض الشيء الذي أدى إلى عجز المقترضين عن سدادها، وبتوقف محدودي الدخل عن السداد اضطرت البنوك والمؤسسات المالية لمحاولة بيع العقارات محل النزاع، وبسبب تشبع السوق عجزوا عن ذلك فانخفضت قيمتها، فصنفت هذه القروض مع القروض الرديئة، وهي ممولة بودائع عملاء آخرين والذين سارعوا إلى سحب ودائعهم فعجزت البنوك عن مقابلة الطلب على سحب الودائع وهو ما يعني الإفلاس فأدى ذلك إلى انخفاض قيمة الأوراق المالية المصدرة باسمها ما أدى إلى انهيار مؤشرات الأسواق المالية.¹

بالإضافة إلى زيادة الإقراض والاقتراض وخاصة في مجال القروض العقارية اعتماداً على الارتفاع الكبير في أسعار العقارات حيث ارتفعت بما يقارب 124% خلال الفترة 1997-2006 مما حفز الكثيرين على الاقتراض بضمان قيمتها التي لم تسدد اعتماداً على ارتفاع أسعار العقار كضمان (عندما بدأت أسعار الفائدة ترتفع بشكل غير متوقع أدى ذلك إلى تزايد التزامات محدودي الدخل نتيجة ارتفاع أعباء القروض إضافة إلى قيمة القرض فامتنع الكثير عن السداد وبدأت أسعار العقار تهوي للأسفل).² ويوضح الشكل رقم (13) ارتفاع قروض الرهن العقاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.

¹ عبد السلام عقون وكمال رزيق، "الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية وحلولها إسلامية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص ص: 2، 3.

² محمد يوسف القريوتي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص ص: 53، 54.

الشكل رقم (13): قروض الرهن العقاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي



Source : Richard K. Green & Susan M. Wachter, "The American mortgage in historical and international context", *Journal of economic perspectives*, Volume 19, Issue 4, Septembre 2005, P :94.

ويرجع سبب زيادة الاقراض والاقتراض إلى قرار مؤسسة أمريكية سنة 1990 جمع أقصى معلومات حول ديون الأمريكيين مثل: حجم القروض، التأخر عن السداد، عدد ونوع القرض، ليتم فيما بعد توليف كل هذه المعلومات في صنف يرمز له بـ FICO الذي يتم حسابه يومياً حسب سلوك المستهلك للقرض. ففي البداية يعطى للمستهلك كثير الاقتراض رقماً كبيراً لأن النظام الأمريكي يعتبر القروض مقيمة هذا يعني أن المستهلك يساهم في النمو الاقتصادي، يليه حذف أرقام إذا لم يحترم المقترض شروط الإقراض. وفي سنة 1996 تم استعمال أصناف FICO من طرف أجهزة الإقراض الأمريكية كمؤشر للدلالة على ملاءة المقترض والتي تتراوح قيمتها ما بين 350 و 900 وعليه يمكن تصنيف المقترضين الأمريكيين إلى فئتين¹:

- برايم Prime: وهو المقترض ذو الملاءة المالية وبدون مخاطرة يتجاوز صنفه 620.
- سوبربرايم Subprime: هو نوع من القروض العقارية الأمريكية الممنوحة للمقترضين ذوي الملاءة المالية المشكوك فيها، والتي يمكن أن تكون غير معروفة من قبل الجهاز المصرفي، وفي أغلب الأحيان لا تخضع المؤسسات المانحة لقروض السوبربرايم للقوانين البنكية. حيث يتم تصنيف المقترض ضمن هذه الفئة إذا انخفض صنفه عن 620، وفي هذه الحالة يعتبر المقترض ذو مخاطر كبيرة جداً ومشكوك فيه.

¹ حاج موسى نسيمه وعلوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008"، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص ص: 119، 120.

3. أسعار الفائدة

يلعب سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي دوراً رئيسياً في تحديد سهولة ووفرة الائتمان في السوق الرأسمالي بشكل عام، فعندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة يكون ذلك سبباً في عدم الاقتراض من البنوك والإبقاء على الأموال فيها والاستفادة من الفائدة العالية، وعندما يتم تخفيض سعر الفائدة يكون ذلك حافزاً للاقتراض والاستثمار في مشروعات مربحة، ولكن إذا انخفضت أسعار الفائدة ولم يكن هناك مجالاً إنتاجياً مربحاً ف يتم توظيف القروض في مجالات غير إنتاجية مثل سوق الأوراق المالية، وشراء العقارات وغيرها، وهذا ما حدث في الاقتصاد الأمريكي في مطلع القرن الواحد والعشرين فقد واجه البنك المركزي الأمريكي الكساد النسبي الذي عانى منه الاقتصاد الأمريكي في ذلك الحين، والذي ازداد عمقاً منذ هجمات الحادي عشر من سبتمبر 2001 عن طريق تخفيض سريع لسعر الفائدة من أجل تشجيع الاستثمار المنكمش.

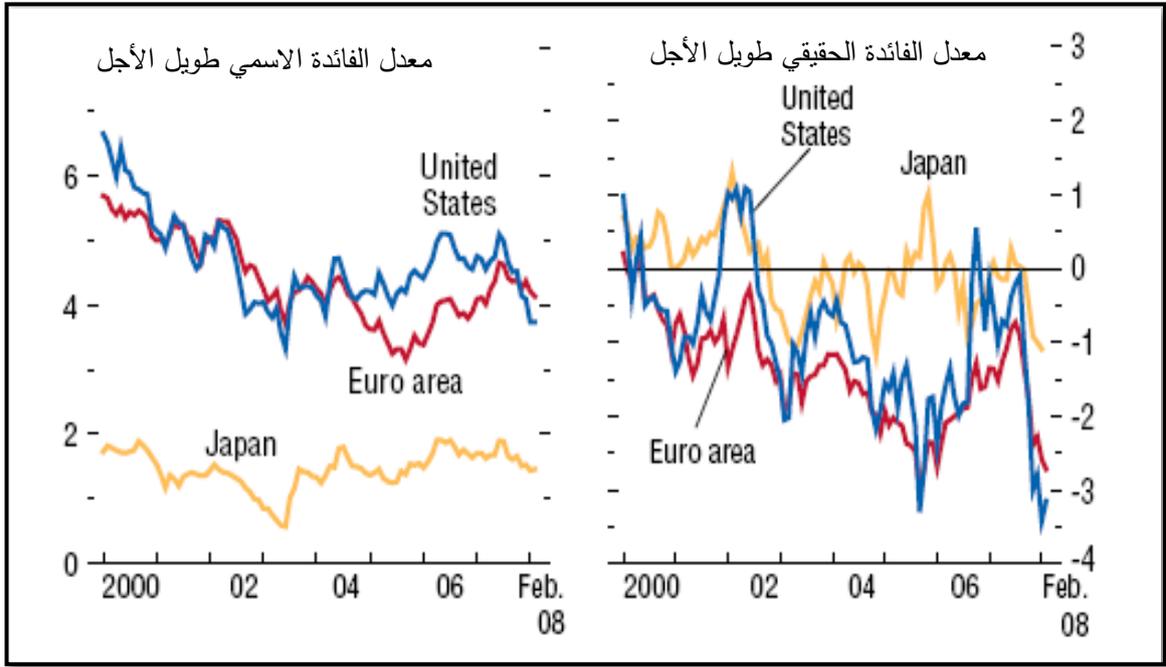
حيث أصبح الاقتراض السهل هو عنوان المرحلة وتسابقت البنوك والصناديق التمويلية للاستفادة من تلك الأموال السهلة وكان أحد المجالات الرئيسية لاستثمار تلك الأموال هو قروض الرهن العقاري للأفراد، وكانت هناك تسهيلات غير مسبوقه في شروط وضمانات هذه القروض، وهي نتيجة منطقية ليس فقط لما يتصوره البعض لفقدان الرقابة والضوابط، ولكن أيضاً نتيجة للسيولة المالية التي أحدثها تخفيض سعر الفائدة مع تساؤل ربحية المشروعات الإنتاجية.¹

ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة وانفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات، وتراجع معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات، حدث تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح قطاع الإسكان والعقار، وزاد الطلب على شراء المساكن مما ضاعف أسعارها، وقد شجع ذلك البنوك ومؤسسات التمويل العقاري على تخفيض معايير الإقراض وتقديم مزيد من الإقراض لفئات السكان ذوي المخاطر العالية والدخول المحدودة والسجل الائتماني غير المعروف أو الضعيف.²

¹ سامح نجيب، الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال والتوابع، مركز الدراسات الاشتراكية، الطبعة الأولى، مصر، 2008، ص: 7.

² فضل عبد الكريم محمد، "معدل الفائدة والأزمات المالية: سبب أم علاج؟"، المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 16/15 ديسمبر 2010، ص: 12.

الشكل رقم (14): تقلبات أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية خلال الفترة 2000-2008



المصدر: ملحق تقرير المدير العام، "الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية"، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 5-12 أبريل 2009، ص: 154.

يظهر من خلال الشكل البياني أن معدلات الفائدة سواءً الاسمية أو الحقيقية تميزت بالتذبذب قبل حدوث الأزمة المالية في كل من الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية واليابان بالرغم من انخفاض معدل الفائدة الاسمي في اليابان، ويظهر التذبذب بصورة أكثر وضوحاً في أسعار الفائدة الحقيقية حيث تميزت الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية بتقلبات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي واليابان.

4. التوريق

يهدف التوريق إلى تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصات العالمية كأداة مصرفية تؤمن السيولة وتوسع الائتمان، حيث قامت البنوك بإصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظات العقارية، وهكذا أصبح العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار في محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى.

وبسبب سياسات التحرير المالي وعولمة المنظومة المالية الرأسمالية وقيام الولايات المتحدة الأمريكية بإلغاء التشريعات المقيدة للقطاع المصرفي في منح الائتمان جعله يشكل أضعاف قطاع الإنتاج العيني أو الحقيقي، وكانت التسهيلات غير المسبوقة في قروض الرهن العقاري للأفراد وقيام الملايين من العائلات الأمريكية بشراء العقارات زاد بشكل جنوني من أسعار العقارات في السوق الأمريكي بنسبة تصل إلى 200% خلال الفترة 2001-2006، وقد بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى

سندات وبيعت لمستثمرين في الأسواق المالية حوالي 60%-80% وكانت عمليات التسديد بمثابة تأمين للشركات العقارية، وهو ما أدى بدوره إلى زيادة جاذبية هذا القطاع للاستثمارات المالية من قبل البنوك.¹

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%، ولم يقتصر التوريق على الديون العقارية بل امتد ليشمل تحويل الحقوق المستحقة التي تتدفق من مجموعة من الأصول المالية الأخرى من قروض سيارات ومستحقات بطاقات الائتمان.²

وتتمثل العناصر الرئيسية في عملية التوريق والتي تتلخص في الشكل رقم (15) فيما يلي:³

- **المصدر:** هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس، ويسمى كذلك بوسيلة ذات غرض خاص SPV من خلال تسهيل التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين (إبعاد الإفلاس يعني أن لا SPV التزامات آمنة حتى لو كان المقرض أصبح في وضع معسر بسبب وضعه القانوني وهيكلي ميزانيته، لذا لا تتأثر SPV وديون إصداراتها بإفلاس المقرض).
- **المقرض:** كيان مكون من الوكلاء وصناديق القروض الذين يقومون في نهاية المطاف ببيع إلى SPV لإدراجها في عملية التوريق، فالمقرضون يعرضون بقيمة القرض زائد الأتعاب، وفي بعض الحالات يعقد المقرض عقد مع سمسار الرهن العقاري، ويمكن أن يكون المقرضون بنوكاً أو مؤسسات غير بنكية.
- **سمسار الرهن العقاري:** يقوم بدور الوسيط بين المقرض والمقرض ويحصل السمسار على إيراداته من رسوم القرض النهائي.
- **مقدم الخدمات الإدارية:** هو الجهة المسؤولة عن تحصيل مدفوعات القروض من المقرضين، ثم يتم تحويلها إلى مصدر لتوزيعها على المستثمرين، عادة يتقاضى أتعابه من خلال الرسوم على أساس حجم القروض، كما أنه ملتزم إلى أقصى حد بجلب المدفوعات من المقرضين إلى المصدر، ويكون كذلك مسؤولاً عن التعامل مع المتأخرين عن تسديد القروض.
- **المستثمرون:** هم مشترو مختلف الأوراق المالية التي أصدرت عن عملية التوريق، فالمستثمرون يوفرون التمويل للقروض، ويتحملون درجات متفاوتة من مخاطر الائتمان، استناداً إلى شروط شراء الأوراق المالية.

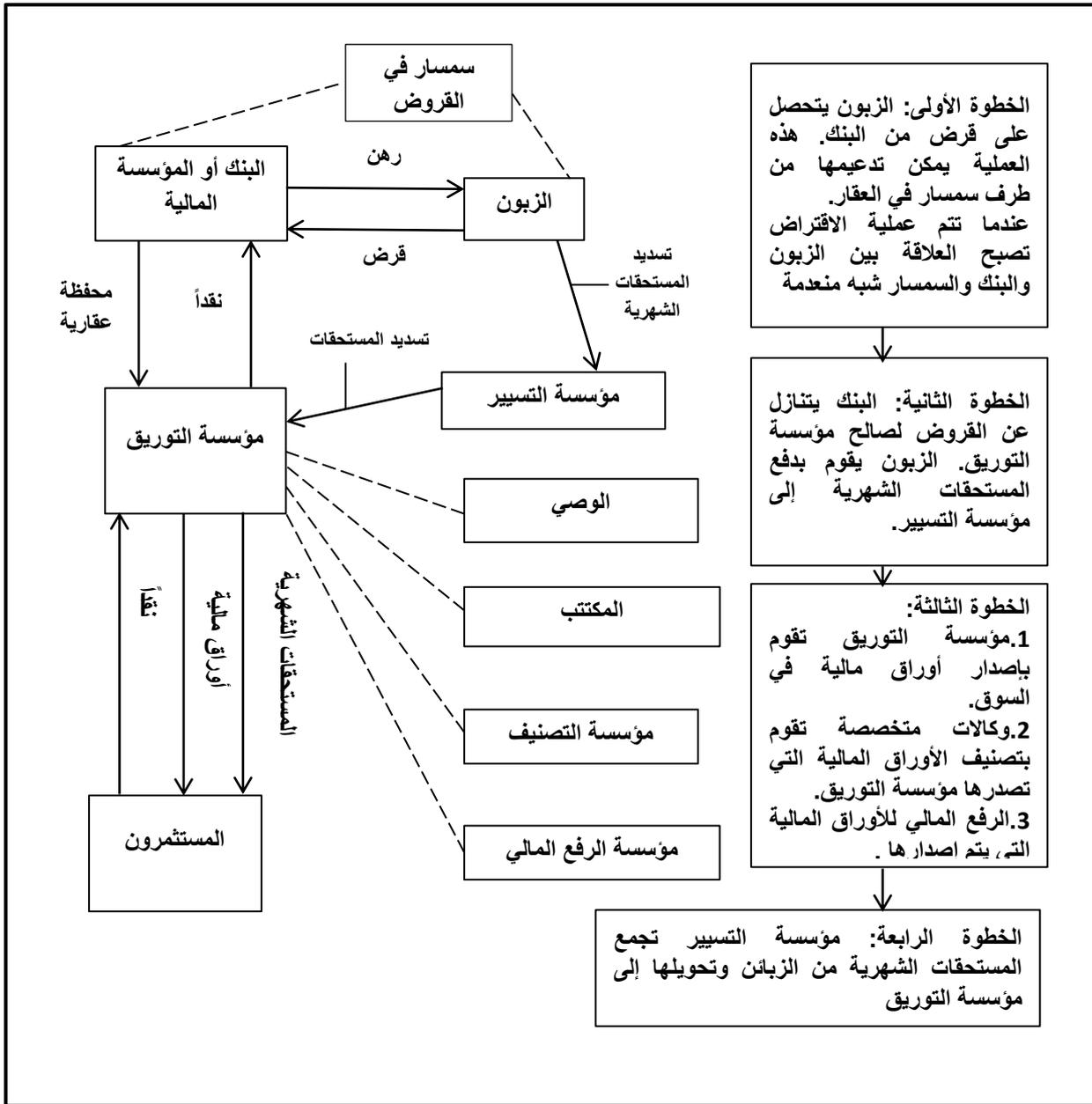
¹ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص: 153، 154.

² هشام محمد القاضي، مرجع سابق، ص: 414.

³ Sheila C. Bair, Statement of Federal Deposit Insurance Corporation on Possible Responses to Rising Mortgage Foreclosures before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives; 2128 Rayburn House Office Building, The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), April 17, 2007. Retrieved From: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spapr1707.html>, visited on : 22/01/2017.

- **وكالة التصنيف الائتماني:** تقوم بالتقديرات الأولية لمختلف الأوراق المالية التي يصدرها المصدر وتحديثاتها (من حيث قوة الائتمان والربحية) واستناداً إلى هذه التقديرات الأداء اللاحق والمخاطر المستشعرة، كما يكون لهذه الوكالات تأثير على الهيكل الأولي للأوراق المالية.
- **الوصي:** هو الطرف الثالث عين لتمثيل مصالح المستثمرين في عملية التوريق، فالوصي يضمن أن عملية التوريق تعمل على النحو المبين في وثائق عملية التوريق، التي يمكن أن تتضمن تحديد معايير خدمات مقدم الخدمات الإدارية.
- **وثائق عملية التوريق:** الوثائق تبين إنشاء عملية التوريق وتحديد الكيفية التي تعمل بها، من بين وثائق التوريق ووثيقة اتفاقية التجميع والخدمة، وهو العقد الذي يحدد كيفية سيتم بها دمج القروض في عملية التوريق، وإدارة القروض وخدماتها و ضماناتها واستراتيجيات تخفيف الخسائر، كما تبين بماذا يقوم مقدم الخدمات الإدارية في حالة التخلف عن سداد القروض.
- **الوكيل:** يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.
- **موفر التعزيز الائتماني:** معاملات التوريق قد تشمل تعزيز الائتمان (تهدف إلى خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات اعتماد أو ضمانات.

الشكل رقم (15): الخطوات العملية للتوريق المالي ودورها في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008



المصدر: عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، دار النشر Légende، الجزائر، 2009، ص: 45.

تنطوي عملية التوريق المالي على عدة خطوات أساسية كما يوضحه الشكل تتمثل في؛ أولاً منح القروض من طرف مؤسسة مالية معتمدة إلى المواطنين الذين تتوفر فيهم الشروط والذين يرغبون في اقتناء سكن، الخطوة الموالية تتمثل في تكوين محفظة عقارية من طرف المؤسسة المالية والتنازل عنها لصالح مؤسسة مختصة تعرف بمؤسسة التوريق، الخطوة الثالثة تقوم مؤسسة التوريق بإصدار أوراق مالية في السوق لتمويل هذه المحفظة. الأوراق التي تم إصدارها تصبح قابلة للتداول في السوق، أما الخطوة

الأخيرة فتمثل في إنشاء مؤسسة تقوم بتسيير المحفظة العقارية التي تدعم الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق.¹

5. التحرير المالي والتطور التكنولوجي

أبرزت الأزمة المالية أن البنوك المركزية في الدول الصناعية الكبرى لم تعد تهتم منذ عقود إلا بالتغير في نسب التضخم وتغير سعر الفائدة حسب تغير نسب التضخم، ونسيت أنها يجب أن تحافظ على سلامة الأوضاع المصرفية المالية في أسواقها المحلية، وتركت موجة التطور والابتكار المالي بدون أي نوع من التأثير القانوني والتشريعي والنظامي، بل إن محافظ الاتحاد الاحتياطي الفدرالي (البنك المركزي الأمريكي) السابق قد رفض بإصرار أن يقوم بوضع ضوابط أو معايير على إصدار كل هذه الابتكارات المصرفية والمالية الجديدة.²

كما أدى دخول أدوات تجارية جديدة واستخدام آلات الصرف الآلية وبرمجيات الاتجار بالأسهم في صعوبة الرقابة والمتابعة. ومن جهة أخرى فقد زادت خلال الفترة منذ 2001 وحتى 2007 الإقبال على المضاربات في المشتقات المالية والتي تعد واحدة من أخطر أدوات السوق المالية والتي كانت وما تزال سبباً في كثير من الكوارث والأزمات التي لحقت بالاقتصاد العالمي.³

ومما لا شك فيه أنه نتيجة التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية والاتصالات في الأسواق المالية تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم أكبر كثيراً من المعاملات المالية، كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى توصيل التطورات على نحو أسرع وأوسع، والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات تجارية وربط الأسواق التي تقع في مناطق أمنية مختلفة. وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق كثيراً معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن، نيويورك، وطوكيو)، وكان نتيجة التطور في تكنولوجيا الاتصالات أن ازداد التكامل العالمي للأسواق المالية وأصبح الاقتصاد العالمي محصوراً في رقعة صغيرة، وقد أوضحت أحداث الأزمة المالية العالمية بجلاء أن الأسواق المالية في العالم غدت شديدة التكامل.⁴

6. الدور السلبي لوكالات التصنيف الائتماني

تم تحميل وكالات التصنيف جزءاً كبيراً من المسؤولية عن حدوث الأزمة من طرف العديد من الجهات التي بحثت في أسباب الأزمة، حيث ساهم هذا التصنيف غير الدقيق في عدم تمكين البنوك من التقدير السليم لحجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء حيازتها لتلك السندات.⁵ حيث أنه ونتيجة

¹ عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، دار النشر Légende، الجزائر، 2009، ص ص: 43، 44.

² ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 14.

³ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 240.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، مرجع سابق، ص ص: 15، 16.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 239.

لانتشار الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك (استثمارية وتجارية)، وشركات التأمين، وشركات إعادة التأمين، وشركات التمويل العقاري أي القطاع المالي بأكمله.¹

7. المشتقات المالية

يتمثل دورها الأساسي في توزيع المخاطر وبالتالي تقليلها قدر الإمكان، لكن مع التطور السريع انتشرت مظاهر إساءة استخدامها والمزايدة فيها بالمضاربة وتحويلها إلى أداة تعمل على تجميع المخاطر ودخول صناديق التحوط في التعامل بها التي كان أبرزها مشتقة مبادلة مخاطر الائتمان CDS. إن هذه التقنية التي ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة عرفت تطوراً سريعاً، بحيث بلغت قيمة مجموع مبادلة مخاطر الائتمان في الولايات المتحدة وحدها عند مطلع عام 2009 حوالي 62 تريليون دولار وهو ما يعادل مجموع ودائع بنوك العالم مجتمعة في الوقت الراهن.

حيث بلغ حجم المشتقات المالية التي تسببت في الأزمة رقم خيالي هو 600 تريليون دولار وفقاً لبنك التسويات الدولية وهو رقم ضخم مقارنة بحجم الاقتصاد العالمي بكامله وهو 60 تريليون دولار (أي حجم المشتقات أكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي) وبحجم السوق الأمريكي البالغ 30 تريليون دولار أي أن المشتقات كانت تتحرك بعيدة عن أنظمة الرقابة كما يوضحه الشكل رقم (16)، حيث أن مبادلة مخاطر الائتمان قد شهدت نمواً كبيراً خلال 1996 كانت تقدر بـ 180 مليار دولار فقط ليرتفع حجمها سنة 2008 إلى 33120 مليار دولار.²

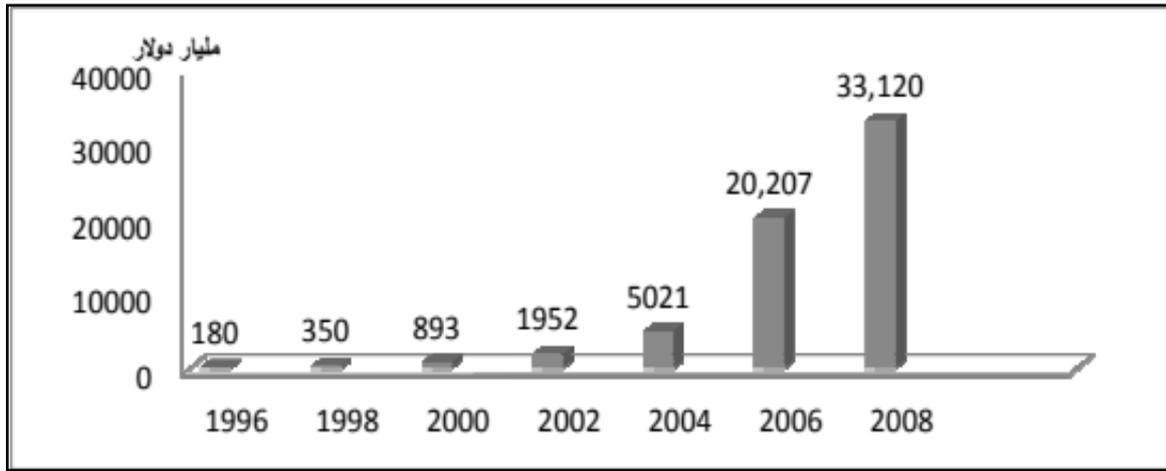
حيث أنه ولزيادة حجم الإقراض تم اللجوء إلى المشتقات المالية ذات الوجود الأخطبوطي الممتد المبنية أصلاً على ضمانات وتأمينات القروض والرهنات لاسيما في قطاع العقارات والسكن خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية. فقد ولدت هذه الأزمة نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالمواطن يشتري بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار ثم ترتفع قيمة العقار فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا جاءت بأنها الرهون الأقل جودة لأنها رهونات من الدرجة الثانية وهي معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات، ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل ومن ثم التوسع في الإقراض.³

¹ علي لطي، مرجع سابق، ص: 10.

² موسلي أمينة، "عدوى الأزمات المالية"، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 05، 2014، ص: 178، 179.

³ محمد توفيق عبد المجيد، العولمة والتكتلات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2013، ص: 455، 457.

الشكل رقم (16): تطور حجم المشتقات الائتمانية



المصدر: موسلي أمينة، "عدوى الأزمات المالية"، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 05، 2014، ص: 178.

يتضح من خلال الشكل تنامي حجم المشتقات المالية خاصة مع بداية الألفية الثانية حيث كان حجم المشتقات المالية منخفض قبلها ثم عرف تطور وارتفاع كبير، ليبلغ أعلى المستويات خلال فترة حدوث الأزمة المالية العالمية.

8. عدم تماثل المعلومات

ففي الوقت الذي تضخمت فيه الفقاعة المضاربة عام 2007 ثم انفجارها تزايدت مخاطر العجز عن السداد، ومشكل عدم تماثل المعلومات نتج خاصة عن الابتكارات المالية من خلال الشك حول نوعية هذه المنتجات خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى انخفاض قيمتها وحتى إلى اختفاء هذه السوق في حد ذاتها، كما أن التخوف والشك حول ملاءة البنوك نفسها أدى إلى انتشار مشكل عدم تماثل المعلومات إلى سوق ما بين البنوك وبالتالي رفع معدلات الفائدة في هذه السوق وهو ما أدى إلى شح في السيولة.¹

9. اختلال مجموعة الضوابط القانونية والمصرفية

وأهمها التأكد من سلامة الموقف المالي للمدين، وقدرته على السداد وهذا ما لم يحدث في التمويل العقاري الأمريكي، حيث قامت المؤسسات التمويلية هناك بالتوسع في التمويل العقاري دون التأكد من سلامة موقف المقترض المالي، وذلك رغبة في الثراء السريع ومنافسة الشركات بعضها لبعض في جذب العملاء والمقترضين لديها.²

¹ الطاهر هارون والعقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، 06/05 ماي 2009، ص: 12.

² هشام محمد القاضي، مرجع سابق، ص: 423.

10. الشفافية والانصاح والتطبيق غير المكتمل لمقررات بازل

كما أن من أسباب الأزمة التطبيق غير المكتمل لإطار اتفاقية بازل 2، وهذا في تقريره الصادر عقب الأزمة المالية، فحاجة البنوك اليوم هو أن يكون لديها نظام مالي قوي يقود إلى الاحتفاظ برأسمال كافٍ للمخاطر التي تواجهها بما فيها المخاطر التجارية التي برزت في خضم هذه الأزمة، كما يمكن لاتفاقية بازل أن تلعب دور مهم في معالجة التشويه الذي برز من التعامل مع مخاطر عمليات التوريق، وتعمل على توفير أساليب متعددة لتقدير رأس المال الذي يجب أن يكون لدى البنوك لمواجهة مخاطر إقراضها لتوريق منتجاتها في مختلف أدوارها. وهناك الكثير من البلدان لم تكن متبعة بشكل تام لإطار بازل عند حدوث الأزمة المالية العالمية في 2008 والجدول رقم (11) يبين ذلك:¹

الجدول رقم (11): الدول التي لم تكن متبعة لإطار عمل بازل 2

كثير من البلدان لم تكن متبعة بشكل كامل لإطار بازل 2 عندما حدثت الأزمة المالية في 2008		
برنامج تطبيق بازل 2	المخاطر الائتمانية المعيارية	المخاطر الائتمانية المتقدمة
استراليا	جانفي 2008	جانفي 2008
كندا	نوفمبر 2007	نوفمبر 2007
الاتحاد الأوروبي	جانفي 2007	جانفي 2008
هونج كونج	جانفي 2007	جانفي 2008
اليابان	مارس 2007	مارس 2008
كوريا	جانفي 2008	جانفي 2008
سنغافورة	جانفي 2008	جانفي 2008
جنوب افريقيا	جانفي 2008	جانفي 2008
الولايات المتحدة	غير معطن عنها	منتصف 2009

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2014، ص: 225.

ثانيا: أسباب تتعلق بالجانب الأخلاقي والسلوكي

لقد أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها هو السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع والجشع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المظلمة والكذب والاحتيال، وهذا ما أكد عليه المسؤولون والخبراء.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 224.

ويظهر ذلك في أن الدافع الرئيسي للمتعاملين في البورصات أو الأسواق المالية هو المضاربة للحصول على فروق الأسعار وليس الاستثمار في الشركات، وأن البنوك تسعى إلى حصد مزيد من الفوائد بتدوير القروض مرة بعد أخرى، ويدفعهم إلى ذلك الطمع والجشع لتحقيق مزيد من الأرباح لأنفسهم على حساب الآخرين.

ومن جانب آخر فإن السوق الحرة وعدم التدخل فيها جعلت الكثيرين وبدافع الطمع يحاولون الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح والعوائد، وفي سبيل ذلك وجدت ممارسات غير أخلاقية منها فساد أعضاء مجالس إدارات البنوك والشركات الكبرى والاستيلاء على الأموال بمعلومات مظللة عن تحقيق أرباح عالية فيحصلوا على جزء منها بصفة مكافآت واستخدام المعلومات المتاحة لديهم عن أحوال الشركات، وشاركهم في ذلك مراقبي الحسابات الذين يشهدون بصحة حسابات مزورة، إلى جانب تقديم بعض الأساليب الاحتياالية مثل الاعتماد على ما يسمى بالقيمة العادلة عند تقييم العقارات المقدمة بصفة ضمانات للقروض أو تقييم الاستثمارات في الشركات والبنوك، فمن المعروف أن أي أصل له قيمة أو تكلفة تاريخية وهي ما دفع الشخص لحيازته، وله قيمة سوقية وهي ما يباع بها ويشتري في الأسواق عند التقييم، ولكنهم تركوا ذلك وابتكروا مصطلح القيمة المعادلة التي تعني ما يوافق عليه طرفي المعاملة دون النظر إلى القيمة السوقية، وبالتالي كانوا يقوّمون العقارات عند الاقتراض بقيمة أعلى من حقيقتها ليزيد القرض الممنوح، كما كانوا يظهرون الاستثمارات في الميزانيات بهذه القيمة العادلة ويعتبرون الفرق بين القيمة الدفترية المسجلة بها وهذه القيمة العادلة أرباحاً توزع.

وهذا الفساد والممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في الأسواق والشركات حدثت قبل الأزمة بكثير عندما ظهرت ما يطلق عليه الفضائح المالية الكبرى إثر انهيار كبريات الشركات مثل انهيار مؤسسة الادخار والإقراض الأمريكية عام 1994 بعد خسارة بلغت 179 مليار دولار، وانهيار شركة إنرون الأمريكية للطاقة بخسارة 60 مليار دولار، وانهيار شركة وورلد كوم للاتصالات الأمريكية بخسارة بلغت 50 مليار دولار.¹

المطلب الثاني: عدوى الأزمة المالية العالمية 2008

انتقلت عدوى الأزمة المالية في أمريكا وما صاحبها من آثار سلبية على جميع القطاعات إلى أغلب دول العالم، نتيجة لوجود العديد من العوامل والأسباب والتي ساهمت في انتشار هذه الأزمة بسرعة كبيرة.

¹ صايفي عمار، "الأزمة المالية الحالية أسبابها وقنوات انتشارها"، الملتقى الدولي الثامن حول: إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 08/07 ماي 2013، ص: 9.

أولاً: أسباب العدوى في ظل الأزمة المالية العالمية 2008

انتقلت الأزمة المالية إلى باقي الاقتصادات، وإلى الاستثمار والتجارة؛ ثم انتقلت من القطاع المالي إلى الاقتصاد العيني. وتكمن أسباب هذه العدوى في أمرين أساسيين هما:¹

- الأول هو التطور الحاصل في المجتمع الصناعي وتحوله إلى مجتمع معلومات، وظهور نمط جديد من الرأسمالية هو "الرأسمالية المعلوماتية" فضلاً عن التطور الحاصل في الرأسمالية ذاتها من رأسمالية المنافسة إلى الرأسمالية الاحتكارية، والانتقال إلى الرأسمالية المعلوماتية، يعني الانتقال من التركيز على الانتاج المادي إلى التركيز على إنتاج العلامات والصور والأوراق مستفيدة من التطور الحاصل في الاتصالات وتكنولوجيا المعلوماتية، وأدى ذلك إلى تخلي الدول الصناعية المتقدمة عن صناعات عديدة إما بسبب أثرها الملوث للبيئة أو بسبب حاجتها إلى يد عاملة كثيفة. وفي المقابل توسع النظام المالي والخدمات المالية كما برزت نزعة السيطرة على مصادر الطاقة خصوصاً النفط، وازدادت حمى المضاربات بالعقود الآجلة للنفط وبأسعار المواد الغذائية خصوصاً بعد ظهور إمكانات استخدام المواد الغذائية في توليد الطاقة؛
 - أما الأمر الثاني فهو السياسات الاقتصادية الكلية التي تم انتهاجها والتي تتلخص أولاً في تحرير الأسواق والتجارة الخارجية وتحرير حركة رأس المال مع غياب الشفافية والرقابة وفي إطار العولمة المالية والاقتصادية، وثانياً في الوصول إلى حكومة الحد الأدنى، مما يعني تخفيض الإنفاق العام وانسحاب الدولة بالتالي من الشأن الاقتصادي والاجتماعي.
- ورافق ذلك تصاعد العمليات المالية في المراكز الرأسمالية العالمية وفيما بينها حتى أصبحت هذه العمليات تشكل 95% من مجموع المعاملات الاقتصادية العالمية، وأسهمت في ذلك السياسات المالية والنقدية غير الخاضعة للرقابة، ومن بينها زيادة الإصدار النقدي للدولار مستغلاً كونه أداة المعاملات المالية الدولية الرئيسية، ما جعل الدولار يجوب أنحاء الكرة الأرضية محملاً جهد ملايين البشر في أوراق مالية لا تساوي أكثر من كلفة طباعتها لتحصد ملايين الدولارات لمصلحة الشركات متعددة الجنسيات وأثرياء العالم والاقتصاد الأمريكي على حساب مئات الملايين من الشعوب الفقيرة.

ثانياً: عوامل انتشار الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية وعدوها إلى باقي دول العالم بالاعتماد على ثلاثة عوامل، يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم، فيما يرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها

¹ منير الحمش، "السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة العالمية الراهنة"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، صيف 2009، ص ص: 15،

النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية، وتتمثل هذه العوامل الثلاثة فيما يلي:¹

- العامل الأول والأساس وهو ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية؛

- أما العامل الثاني فهو تنويع الاستثمارات من أجل تعويض الخسارة، إذ اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في العديد من الأسواق المالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة. وفي حالات معينة عندما تهبط أسهمهم في دولة ما فسيسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية، وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم الأول لخسارتهم؛

- وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، إذ هبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات بنسب عالية، وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة.

وهذا التراجع يعني خسارة نقدية للاستثمارات بالدولار سواءً في الولايات المتحدة أو خارجها، وتحدث هذه الخسارة أيضاً وبالنسبة نفسها في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت إزاء الدولار، وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الدول لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

ثالثاً: امتداد الأزمة المالية العالمية 2008

إن شدة ارتباط الأنظمة المالية العالمية فيما بينها واعتماد بعضها على بعض بشكل كبير كان السبب في انتقال الأزمة من سوق إلى آخر، ويمكن القول أن العولمة ساعدت على استثمار المؤسسات المالية في جميع الأسواق المالية العالمية الكبرى، وبالتالي فإن حدوث أي تراجع في أحد الأسواق سيؤدي إلى تأثر جميع المستثمرين في ذلك السوق، فالبنوك الأوروبية تستثمر أموالها في سندات الدين الصادرة من قبل شركات وبنوك أمريكية، وعند حدوث تعثر في السداد لدى هذه الشركات والبنوك سيؤدي إلى تغير

¹ جواد كاظم البكري، مرجع سابق، ص ص: 165، 166.

^{*} إحصائيات التجارة الخارجية لعام 2006 الصادرة عن منظمة التجارة العالمية.

مستوى نوعية موجودات البنوك المستثمرة الأوروبية وقد يمتد ذلك ليصل إلى محاولة هذه البنوك الحصول على تمويل من بنوك أخرى، وهكذا.¹

1. امتداد الأزمة المالية على مستوى البنوك

لم تواجه البنوك الأمريكية وحدها الأزمة المالية، بل إن بنوك أوروبية وآسيوية ويابانية وقعت هي الأخرى في المشكلة نفسها وكانت ضحية قوى السوق، وعولمة الأسواق المالية، فكيف يمكن لبنك في ألمانيا (كبنك IKB) الذي قامت بنوك ألمانية أخرى بدعمه مالياً لتجنب سقوطه كلياً إلى السقوط، الإجابة هي عمليات بيع الدين بالدين والتي يمكن النظر إليها على أنها عملية تحويل الدين إلى سيولة من خلال تحويله إلى سندات متداولة تسمى سندات القروض العقارية.² وقد أصابت أعراض العدوى عدداً من المؤسسات المالية، فمثلاً تراجع أسهم "سي تي غروب" أكبر بنوك أمريكا بنسبة 15%، وهبطت أسهم "غولدمان ساكس" بنسبة 12%، وتراجعت أسهم "جي بي مورغان تشيس آند كومبان" بنسبة 10%، أما "مورغان ستانلي" أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية فقد هبطت أسهمها بنسبة 14%، وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض وهو ما راح يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.³

2. امتداد الأزمة على مستوى الأسواق المالية

انتقلت عدوى الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم وأدت إلى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بشكل غير مسبوق، وسبب انتقال عدوى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بين الدول هو وجود العديد من القنوات الاستثمارية بين هذه الدول، مع أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة. وهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في دول أخرى لا تضع قيوداً على الاستثمارات الأجنبية ومن بينها الأمريكية كأوروبا.

كان انفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملاً مهماً لهبوط أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري، في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت شركاتها العقارية. الأسهم التي أصابها تدهور شديد في الخليج لا علاقة لها بالأنشطة العقارية بل بالاستثمارات البتروكيمياوية أي بسلع التجارة الخارجية، وحتى على افتراض معاناة القطاع العقاري من مشاكل مالية على الصعيد العالمي؛ فإنه من غير المعقول أن تستفحل الأزمة وتنتهي الأسهم في العالم في نفس اليوم، إذ أن الأسواق المالية في المدن التي انتشرت فيها الأزمة بعضها ليست فروعاً في بورصة وول ستريت.⁴

¹ حسن عبد الكريم سلوم وتبول محمد نوري، "دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات، الفرص، الآفاق"، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009، ص: 7.

² محمد سامر القصار، مرجع سابق، ص ص: 22، 23.

³ نادية العقون، "أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 53-54، 2011، ص: 104.

⁴ زايري بلقاسم وميلود مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، الملتقى الدولي حول: الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009، ص ص: 13، 14.

فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في بورصة وول ستريت بأمريكا وهبوط المؤشر العام بنسبة 7.1% حدث انتقال العدوى، فقد انخفض المؤشر العام في بورصة باريس إلى 5.4%، وفي لندن إلى 7.5%، وفي مدريد إلى 3.8%، وطوكيو إلى 5.1%، والرياض إلى 9.4%، ودبي إلى 3%، وبيروت إلى 3%، والقاهرة 4.3%، وبالتالي انتشرت عدوى الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم.¹

من خلال ما سبق يتبين الانتشار السريع للأزمة المالية من خلال البنوك والأسواق المالية، وذلك نتيجة الترابط الكبير بين الاقتصاديات في ظل وجود العولمة.

رابعاً: طرق انتشار الأزمة المالية العالمية 2008

هناك مجموعة من الآليات التي انتقلت بها الأزمة المالية العالمية 2008 وأهم هذه الآليات ما

يلي:

1. آلية الانتقال من خلال أسواق المال

أظهرت الأزمة المالية أن أولى آليات العدوى المالية تتم من خلال أسواق المال وعن طريق انتقال رؤوس الأموال، حيث أن هذه الآلية تؤكد اختلاف هذه الأزمة عن الكساد الكبير 1929 الذي بدأ أيضاً بانهيار بورصة نيويورك، ولم تنتقل الأزمة في ذلك الوقت بالسرعة الزهيدة التي حدثت في الأزمة المالية لسنة 2008 لعدة أسباب أهمها عدم ترابط البورصات والاستثمارات المتبادلة، بالإضافة إلى عدم وجود مشتقات مالية نتيجة الالتزام بقاعدة الذهب. أما في الأزمة المالية لسنة 2008 فإن تقدم المواصلات والاتصالات والأخذ بمبادئ العولمة جعل العالم قرية صغيرة وبالتالي سرعة انتشار عدوى الأزمة.²

وعلى الرغم من جميع الإجراءات المتبعة للتخفيف من حدة الأزمة فإنها لم تؤدي إلى منع انتشار الظاهرة عالمياً؛ فالسوق الأمريكية ترتبط ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر، وعلى هذا الأساس فمن الآثار الأولية للأزمة المالية التي يمكن ملاحظتها الانخفاض في مؤشرات جميع الأسواق المالية، حيث خسر مؤشر داو جونز بنسبة 12%، ومؤشر "يوروستوكس" بنسبة 20%، ومؤشر "نيكاي" بنسبة 26% ومؤشر "كاك 40" بنسبة 22%، ومؤشر "داكس" بنسبة 19%، ومؤشر "فوتسي" بنسبة 12%، والانخفاض في

¹ مصطفى حسن مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، المنصورة، 2/1 أبريل 2009، ص: 4.

² ملحق تقرير المدير العام، "الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية"، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 5-12 أبريل 2009، ص: 162.

أسعار الأسهم لم يقتصر على أسهم الشركات المالية بل شمل جميع الأوراق المالية المدرجة وهو ما يعني أن الصعوبات التي واجهتها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.¹

2. آلية الانتقال من خلال أسواق السلع والخدمات

وهي تحتل المرتبة الثانية من حيث درجة سرعة نقل الأزمات الاقتصادية، فعلى سبيل المثال تراجع مستوى الأداء الاقتصادي الأمريكي أدى إلى انخفاض مستوى إيراداته من دول العالم، حيث انخفض مستوى استهلاكها للنفط الذي يمثل حوالي 50% من احتياجاتها الكلية، وهو ما يعني نقل آثار الركود الأمريكي إلى الدول المصدرة للنفط، ونفس الشيء ينطبق على الواردات من السلع الأخرى.²

سرعان ما تحولت الأزمة المالية إلى أزمة في الأسواق الحقيقية مع تراجع الطلب على السلع، ولقد تراجعت أسعار المواد الأولية بشكل ملفت، ومثل التراجع في الطلب على النفط وانتهيار أسعاره أحد العوامل الفارقة في هذه الأزمة حيث فقد النفط ما يزيد على ثلثي سعره خلال أشهر قليلة، كما ارتفعت أسعاره في غضون أشهر قليلة ثم انهارت مرة أخرى حيث شهدت أسعاره تقلبات كبيرة، كما حدث الأمر كذلك في المواد الغذائية الأساسية، وهكذا انتقلت الأزمة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية المصدرة للمواد الخام، كذلك أدت توقعات الكساد العالمي الجديد وتراجع الإنفاق الاستثماري في الاقتصادات القوية الجديدة إلى تراجع الطلب مما أحدث فائض في العرض بعد الندرة.³

3. آلية التوقعات

على صعيد الأزمة المالية لعبت التوقعات دوراً كبيراً وساهمت في تقاوم الأزمة فانفجار الفقاعة العقارية قد أوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية، الأمر الذي دفع المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع البنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفاً من النقص في السيولة، من جهة أخرى فإن التوقعات المتشائمة قد أدت إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة، الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار والتراجع الاقتصادي.⁴

صحيح أن الأزمات المالية عرفت منذ القديم، ولكن شدة تأثيرها وقوتها وسرعة انتشارها تختلف من عصر إلى آخر؛ فبوجود العولمة المالية ودخول العالم عصر التكنولوجيا أصبحت الأزمات المالية أكثر شدة، وعدواها تنتقل عبر الحدود حيث تنشأ في سوق معين وسرعان ما تنتقل لتشغل أسواقاً أخرى في بلدان مختلفة، وربما لن يستغرق هذا الانتشار سوى دقائق. ومن بين الأزمات المالية التي عرفت

¹ نادية العقون، "أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها"، مرجع سابق، ص: 105.

² محمد بن بوزيان وسمية زيرار، "انتشار عدوى الأزمات المالية"، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، بسكرة، ديسمبر 2010، ص: 39.

³ نفس المرجع السابق، ص: 164، 165.

⁴ طالب عوض، مرجع سابق، ص: 5.

انتشاراً سريعاً الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي تسببت في آثار وخيمة نتيجة الانتشار السريع لها عبر العالم.

المبحث الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم سياسات معالجتها

أدى اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008 إلى إحداث جمة الانهيارات التي حدثت في القطاع المصرفي، وفي الأسواق المالية الأمريكية ثم العالمية ثم انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي مخلفة خسائر كبيرة على جميع المستويات، وجاء خريف 2008 وتحديداً في شهري أكتوبر ونوفمبر ليشهد جمة مؤتمرات إقليمية ودولية عكست القلق العالمي والخشية من اتساع الأزمة التي انتشرت بسرعة لافتة، كما بدأت العديد من الدول في طرح حلول ومعالجات لهذه الأزمة. وعليه فسيتم تسليط الضوء في هذا المبحث على العناصر الآتية:

✓ آثار الأزمة المالية العالمية 2008؛

✓ إجراءات معالجة الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: آثار الأزمة المالية العالمية 2008

كان للأزمة المالية العالمية 2008 آثار بالغة على أغلب دول العالم يمكن تقسيمها إلى آثار اقتصادية وآثار اجتماعية.

أولاً: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية 2008

أثرت الأزمة المالية العالمية على العديد من الجوانب الاقتصادية والتي من أهمها:

1. تراجع البورصات العالمية

لقد كانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضرراً خلال الأزمة، وقد زادت الأمور توتراً بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار من أجل ذلك، وذلك نتيجة لما يلي:¹

- العامل الأول: توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة؛
- العامل الثاني: يكمن في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية، وذلك بسبب عدم توفر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشراً سلبياً لأداء الاقتصاد الأمريكي؛

¹ الطاهر هارون والعقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، مرجع سابق، ص: 14، 15.

- العامل الثالث: والأهم وهو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعوراً لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن ثم التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية. وتمثلت أولى التداعيات الهامة للأزمة المالية في انهيار بورصة وول ستريت والتي تعد أكبر المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث شهدت يوم 17 سبتمبر 2008 هبوطاً حاداً في أسعار الأسهم المسجلة بهذا السوق وخاصة أسعار أسهم البنوك، وهو ما أثار القلق في أوساط الأعمال الأمريكية، فقد نتج عن انهيار أسعار أسهم بنوك الأعمال في وول ستريت إعلان بنك ليمان براذرز الاستثماري الأمريكي العملاق إفلاسه في سبتمبر 2008.¹

كما واصلت البورصات الآسيوية تراجعها الحاد متأثرة ببورصة نيويورك فقد أغلق مؤشر فيكاي على انخفاض بنسبة 2.22%، وتراجع مؤشر بورصة هونج كونج 7.38%، وبنكوك 2.82، وبورصة سول 2.2%، وسيدني 2.43%، وبالتحديد يوضح الجدول رقم (12) نزيه المؤشرات في البورصات العالمية.²

الجدول رقم (12): انخفاض المؤشرات في أهم البورصات العالمية

البورصة	الانخفاض
هونج كونج	7.38%
بانكوك	5.82%
الأسواق التركية	5%
نيوزيلندا	4.6%
مانيبلا	3.51%
ناسداك	4.94%
داو جونج	4.7%
يوروفورست	1.95%

المصدر: فريد راغب النجار، الاستثمار والتمويل والرهن العقاري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 303.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 240.

² فريد راغب النجار، الاستثمار والتمويل والرهن العقاري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 302.

2. الركود الاقتصادي

الذي زاد من حدة الأزمة المالية أنها أدت إلى حدوث تباطؤ شديد في الاقتصاد الأمريكي الذي يبلغ وزنه منفرداً خمس حجم الاقتصاد العالمي، ويعد أكبر أسواق العالم استيراداً لمختلف السلع الأجنبية، لذلك انعكس الانخفاض في مؤشرات البورصة الأمريكية فوراً في مختلف بورصات العالم خاصة في أوروبا وآسيا ومنطقة الشرق الأوسط. فقد كانت المخاوف من انعكاسات هذه الأزمة قد بدأت تتضاءل في النصف الأول من أوت 2007 إلا أن المخاوف عادت إلى الظهور بعدما أعلن بنك بي أن بي باربيا الفرنسي العملاق أنه جمد ثلاثة صناديق استثمارية مرتبطة بسوق العقارات الأمريكي، مما يعني عدم قدرة المساهمين على استرداد قيمة الوثائق التي اكتتبوا فيها في هذه الصناديق.¹

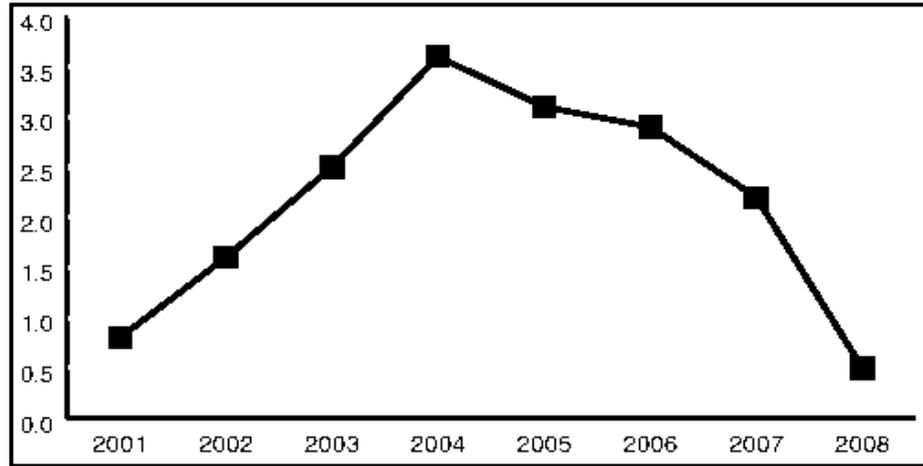
3. تراجع النمو الاقتصادي

من أكبر المخاطر التي نجمت عن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هو حصول تباطؤ اقتصادي عالمي، حيث أعلن صندوق النقد الدولي وبعده العديد من الحكومات أن اقتصاديات البلدان المتقدمة ستنتقل من مرحلة النمو البطيء إلى مرحلة الجمود فالانحسار ثم الانكماش وربما الانهيار، أي أن وتيرة نموها ستكون سالبة خلال سنة 2009 وهو ما حدث فعلاً، حيث خضعت اقتصاديات العالم لهبوط حاد في النشاط الاقتصادي الذي انتقل ليمس الاقتصاد الحقيقي مع نهاية 2008، إذ تشير التقديرات إلى أن إجمالي الناتج المحلي العالمي انكمش بمعدل مثير للخوف بلغ 6.25% (محسوب على أساس سنوي) في الربع الأخير من عام 2008 (وهو نقلة كبيرة من معدل النمو البالغ 4% المتحقق في العام السابق)، واستمر الانخفاض بنفس السرعة تقريباً سنة 2009. وهو أول ركود عالمي منذ الحرب العالمية الثانية، وقد تأثرت كل الاقتصاديات بشكل خطير رغم أن اتجاه الضربات جاء مختلفاً فقد شهدت الاقتصاديات المتقدمة هبوطاً غير مسبوق بلغ معدله 7.5% في الربع الأخير من عام 2008، ويات معظم هذه الاقتصاديات يعاني من ركود اقتصادي عميق.² ويمثل الشكل رقم (17) معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل قلب الأزمة المالية:

¹ محيي محمد مسعد، عولمة الاقتصاد في الميزان (الإيجابيات والسلبيات)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص: 424.

² نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مرجع سابق، ص ص: 190، 191.

الشكل رقم (17): معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي خلال الفترة 2001 - 2008



المصدر: عبد العزيز الرشيد وفواز المضيف، "تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 وتأثيرها على الجهات الخاضعة لرقابة ديوان المحاسبة"، ديوان المحاسبة، الكويت، 2009، ص: 19.

يتضح من الشكل بداية انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بداية من سنة 2004 وبصورة مستمرة، مما يدل على بداية مظاهر أزمة مالية وشيكة منذ سنة 2004، ويواصل الانخفاض إلى غاية انفجار الأزمة، ليستمر في الانخفاض في فترة الأزمة المالية العالمية.

4. الأثر على الاستقرار الاقتصادي

إذ أدت الأزمة المالية إلى دخول الاقتصاد العالمي في ركود اقتصادي نتيجة انخفاض الاستهلاك وتقليص إنفاق الشركات والنشاط الإسكاني، وانعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة، إذ حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزاً قياسيماً خلال سنة 2008 بلغ 455 مليار دولار وبزيادة قدرها 50% مقارنة بسنة 2007. وحقق الميزان التجاري لدول الاتحاد الأوروبي سنة 2008 عجزاً بقيمة 27.2 مليار أورو (ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة بـ 16.1 مليار أورو سنة 2007. وتفاقم العجز التجاري في روسيا إلى 44.8 مليار أورو مقارنة بـ 32.9 مليار أورو سنة 2007. فيما بقي العجز ثابتاً مع الصين بمقدار 86 مليار أورو، بينما تراجع في اليابان بشكل طفيف إذ بلغ 19.6 مليار أورو مقارنة بـ 20.2 مليار سنة 2007.¹

كما أن ضخامة الإنفاق على خطط الطوارئ العاجلة هدد سلامة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدول المتقدمة وتسبب في تفاقم مشاكل العجز بالموازات العامة بكل ضغوطها التضخمية وسلبياتها التنموية. وتشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أن تكاليف خطط الإنقاذ للمؤسسات المالية والبنوك

¹ فاطمة بن يوب وفيروز رجال، "دراسة تحليلية لآثار الأزمة المالية على المتغيرات الاقتصادية الكلية لمنطقة اليورو"، الملتقى الدولي الثامن حول: الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 08 ماي 1945 سكيكدة، 08/07 ماي 2013، ص: 09.

أصبحت بالغة الضخامة وتفق قدرة الدول وقدرة الموازنات العامة على الإنفاق حيث بلغت تكلفة خطط إنقاذ القطاع المالي في بريطانيا 19.8 % من الناتج المحلي الإجمالي.¹

5. إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة

إن توسع البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار في منح القروض العقارية لمقرضين لا يتمتعون بقدرة كافية على السداد، أدى إلى إفلاس بعض البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار، وقبض التأمين على هذه القروض من شركات التأمين بإجراء التأمين على السندات أدى إلى إفلاس شركات تأمين عديدة، وهو الأمر الذي ظهرت معه الأزمة المالية التي دفعت البنوك لخفض مخاطرها بتقليص قروضها، مما أدى إلى تقليل السيولة التي يمكن أن تحصل عليها المشروعات وبالتالي تقليص نشاطاتها وظهور بؤادر كساد واسعة امتدت لبنوك عديدة، حيث تم إعلان إفلاس بنك الأعمال ليمان براذرز وتبعته بنوك وشركات ومؤسسات مالية كبيرة داخل أمريكا وخارجها بحكم الترابط بين النشاطات والأسواق والمشروعات والدول في ظل العولمة الاقتصادية.²

ويكمن الجزء الأكبر من المشكلة في جمع بنك ليمان مخزون ضخم من السندات التي تعتمد على الرهن العقاري وغيرها من الديون عالية المخاطر (الأصول المسمومة)، ففي الوقت الذي عرفت فيه تلك السندات انخفاضاً منذ عام 2007، ومنه بدأت معاناة بنك ليمان مع الخسائر الفادحة وتراجع سعر أسهمه. كما قامت وكالات التصنيف الائتماني (Moody's, S&P, Fitch) بخفض كثير من قيم الأوراق المالية لبنك ليمان وبنوك أخرى مثل JP Morgan Chase و Citigroup والتي طالبت بضمانات إضافية للقروض، وهو ما كان من الصعب على بنك ليمان توفيره، ما أدى في نهاية المطاف إلى إشهار إفلاسه.³

بالإضافة إلى ذلك فقد أدت الأزمة إلى تكبد أكبر مؤسستين للرهن العقاري في أمريكا وهما فاني ماي وفريدي ماك خسائر بالغة، حيث تتعاملان بمبلغ ستة تريليون دولار وهو مبلغ يعادل ستة أمثال حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة. وعلقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع.⁴

6. نقص السيولة النقدية

لقد قدمت المؤسسات المالية الأمريكية تسهيلات ائتمانية لجميع فئات المجتمع الأمريكي قصد شراء عقارات بالتقسيط وبأسعار فائدة متدنية بمعدل 1% وبدون ضمانات سوى ملكية العقار، مما أدى إلى استنزاف خطير للسيولة النقدية وحصرها في الأصول العقارية ضعيفة السيولة، وبعد ارتفاع سعر الفائدة إلى 5.25% أدى ذلك إلى عدم مقدرة الأفراد على تسديد أقساط القرض وبالتالي الرفع من درجة

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، "الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 14.

² فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص: 416، 417.

³ يوسفات علي، "الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية"، مرجع سابق، ص: 32، 33.

⁴ محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، الطبعة الأولى، جدة، 2009، ص: 10.

استرداد العقار للمؤسسات العقارية، وترتب على ذلك إغراق الاقتصاد الأمريكي بعقارات منخفضة القيمة مما نتج عنه امتصاص للسيولة بالمؤسسات المالية العالمية. كما أن فقدان الثقة ما بين المؤسسات المالية في مجال التعاون فيما بينها في منح الائتمان أدى إلى ندرة واسعة في السيولة بالأسواق العالمية.¹

7. تراجع الاستثمارات والتجارة العالمية

أفاد مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي أن خسائر الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الأمريكية قد بلغت 400 مليار دولار منذ بداية الأزمة، وتقدر خسارة الاستثمارات العربية إلى آخر سبتمبر 2008 بنحو 50 مليار دولار. وفي بيان وزارة الخزانة الأمريكية فإن الاستثمارات العربية في الأصول المالية الأمريكية قد بلغت 322 مليار دولار عشية الأزمة المالية تشكل معظمها 308 مليار دولار استثمارات سعودية وخليجية بينما تشكل البقية استثمارات من مصر (11 مليار دولار) والمغرب والأردن ولبنان وتونس.²

كما كانت الشركات متعددة الجنسيات هي أول من وضع على المحك في هذه الأزمة العالمية، فمع انهيار البنوك العالمية العابرة للحدود وجدت الشركات المتعددة الجنسيات نفسها تحتاج لدعم موقفها المالي في ظل الأزمة، ومن ثم لم تجد مفر من اللجوء لطلب المساعدات الحكومية أو العمل على إنهاء نشاطاتها في الدول التي تعجز عن دعمها، ولقد أثبتت ذلك أن الحكومات الوطنية هي فقط التي تتوفر لها موارد الميزانية المطلوبة لكفالة المؤسسات المالية.³

كما لم تسلم التجارة العالمية من أذى الأزمة المالية العالمية فقد تراجع حجمها بشكل واضح، فبعد أن كان قد نما بنسبة 7.2% سنة 2007، تراجع النمو إلى 3% سنة 2008، وتراجع بشكل ملفت سنة 2009 ليصل إلى نمو سالب نسبته -14.4%، وصاحب ذلك هبوط تدفقات رأس المال من القطاع الخاص من 707 مليارات دولار أمريكي في سنة 2008 إلى مستوى 363 مليار دولار أمريكي في سنة 2009.⁴

8. انخفاض أسعار البترول

إن تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي العالمي أدى إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60% من إجمالي الصادرات العربية، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار النفط التي بلغت في نهاية أكتوبر 2008 المستوى الذي كانت عليه في الفترة 2006-بداية 2007 أي 58.87 دولار.⁵

¹ ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 6.

² عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص: 67.

³ مصطفى أحمد حامد رضوان، العولمة (اشكاليات معاصرة)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2011، ص: 145.

⁴ عبد الهادي يموت، الأزمات المالية العالمية ودور التضامن العربي في تخفيف آثارها، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2011، ص: 96.

⁵ نادية العقون، "أزمة الرهن العقاري: عدواها وآليات انتقالها"، مرجع سابق، ص: 109.

ثانياً: الآثار الاجتماعية للأزمة المالية العالمية 2008

أدى حدوث الأزمة المالية إلى العديد من الآثار الاجتماعية والتي من أهمها:¹

- فقدان الوظائف وازدياد البطالة، فقد بدأت كثير من الشركات في الاستغناء عن موظفيها نتيجة انخفاض الطلب على منتجاتها؛
 - الأزمة المالية هددت معيشة مليارات الأشخاص عبر العالم، حيث ارتفعت معدلات المجاعة خاصة في آسيا وإفريقيا وأمريكا اللاتينية وفقاً لمنظمة الأغذية والزراعة؛
 - نظام التأمين الاجتماعي لم يعد قادراً على تغطية طلبات المساعدات المالية للمواطنين؛
 - تراجع أسعار المنازل، بالإضافة إلى أن الملايين مهددون بالتشرد في أمريكا؛
 - قيام الكثير من السكان بتترك مساكنهم، ومن يضطر لبيعه فسيخسر 40% من قيمته.
- حيث ارتفعت نسبة البطالة في العالم بسرعة من 5% إلى 6% في شهر سبتمبر 2008، وكشفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن معدل البطالة في منطقة اليورو بلغ 8% في ديسمبر 2008 ليرتفع في شهر فيفري 2009 بنسبة 0.1% عما كان عليه في ديسمبر وبنسبة 0.8% عن عام 2007، وفي الولايات المتحدة بلغ معدل البطالة في جانفي 2009 نسبة 7.6% مرتفعاً بواقع 0.4% عما سجله في ديسمبر 2008 وبنسبة 2.6% عن عام 2007، أما في اليابان فقد أشارت المنظمة إلى أن معدل البطالة فيها بلغ خلال ديسمبر 2008 نسبة 4.5% مرتفعاً بنسبة 0.5% عن نوفمبر 2008، وسجلت فرنسا معدل بطالة بنسبة 8.1% مرتفعاً بواقع 0.1% عن نوفمبر 2008 وبنسبة 0.4% عن ديسمبر 2007، وارتفعت نسبة البطالة بدرجة أكبر في إسبانيا لتبلغ 11.9% في سبتمبر عام 2008 من 11.5% في سبتمبر 2007.
- وأكدت بيانات الحكومة الصينية أن أكثر من عشرين مليون شخص فقدوا عملهم بسبب الأزمة الاقتصادية العالمية، وقررت حكومة كوريا الجنوبية ضخ استثمارات بقيمة تريليون وون (ما يعادل 750 مليون دولار) خلال عام 2009 من أجل المساعدة على إيجاد فرص عمل جديدة.²

كل هذه المخلفات التي أبرزتها الأزمة المالية تدل على مدى الترابط بين القطاعات المالية والاقتصادية مع بعضها البعض، بالإضافة إلى ترابط الاقتصاديات فيما بينها، كما أن المخلفات الاقتصادية للأزمة تؤدي إلى مخلفات اجتماعية أكثر.

¹ محمد صالح المنجد، مرجع سابق، ص ص: 56-58.

² رضا فتحي علي المنسي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، جامعة الإسراء الخاصة، الأردن، 29/28 أبريل 2009، ص ص: 13، 14.

المطلب الثاني: إجراءات معالجة الأزمة المالية العالمية 2008

سيتم عرض اجراءات المعالجة للأزمة المالية العالمية من طرف بعض التجمعات الاقتصادية الاقليمية والدولية، والمؤسسات المالية الدولية، وبعض الدول.

أولاً: جهود بعض التجمعات الاقتصادية الإقليمية والدولية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية

في مواجهة هذه التداعيات الشاملة سارعت الدول إلى عقد مؤتمرات لمعالجة الأزمة وراحت كل دولة تدافع عن مصالحها الداخلية، ولم تقف الأمم المتحدة موقفاً محايداً فسارعت إلى تسهيل انعقاد مؤتمرات عالمية واسعة، فضلاً عن مشاركتها في سائر المؤتمرات الإقليمية والدولية من خلال الإشراف على أعمالها أو المشاركة فيها ومتابعة نتائجها. ويمكن الوقوف عند أهم هذه القمم وما نتج عنها من قرارات وإجراءات:¹

1. قمة فرنسية-إيطالية-ألمانية-بريطانية في باريس لإقرار خطة أوروبية لمواجهة الأزمة، تستند إلى

عناوين كبيرة جديدة بالدراسة:

- مراجعة قواعد الرأسمالية؛

- دعم المؤسسات المالية الأوروبية التي تواجه صعوبات طارئة؛

- الدعوة إلى قمة دولية لمراجعة الرأسمالية المالية في أسرع وقت ممكن؛

- إسقاط فكرة إنشاء صندوق أوروبي لدعم القطاع المصرفي؛

2. قمة أوروبية-آسيوية في بكين، بحضور ممثلي 43 دولة من قارتي آسيا وأوروبا، وبحضور ممثلي

دول الاتحاد الأوروبي ورئيس المفوضية الأوروبية، دعت إلى اتخاذ قرارات حازمة لاحتواء الأزمة منها:

- استعادة ثقة السوق باتخاذ إجراءات مالية فاعلة، وتعزيز النمو الشامل؛

- أن يقوم صندوق النقد الدولي بدور حاسم في مساعدة الدول التي تضررت بشدة من الأزمة بناءً على طلب منها؛

- تحسين الإشراف على الأطراف الفاعلة في عالم المال، أي تعزيز الرقابة عليهم وإخضاعهم للمساءلة؛

- دعوة الدول جميعها إلى اتباع سياسات مسؤولة وسليمة في مجال المال العام وتعزيز الشفافية؛

- تحسين آليات إدارة الأزمات بهدف مواصلة التنمية واستقرار أسواق المال؛

- تفعيل دور صندوق النقد الدولي والمؤسسات المالية الدولية المماثلة لتلعب دورها في تحقيق استقرار النظام المالي العالمي.

¹ عدنان السيد حسين، الأزمة العالمية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، 2010، ص: 45، 51.

3. انعقاد مؤتمر أوبك، وإقرار خفض كمية الإنتاج النفطي بعد تراجع الطلب على النفط بفعل ارتفاع الأسعار وتداعيات الأزمة المالية الضاغطة على المستهلكين وسط شكوك في الحد من تدهور سعر برميل النفط.

4. قمة رابطة دول جنوب شرق آسيا (آسيان) في تايلاند، بحضور ممثلي عشر دول متضررة اقتصادياً، مع تراجع الطلب العالمي على إنتاجها، وذلك بهدف وضع خطط لتحفيز اقتصاداتها واحتواء الأزمة عبر اتخاذ مواقف موحدة منها.

5. قمة الاتحاد الأوروبي في بروكسل، التي أقرت مبدأ تدخل الدولة في الأسواق والمؤسسات المالية، بما يخالف أسس النظام الاقتصادي الحر والفلسفة الليبرالية.

6. قمة الدول الصناعية السبع الكبرى وانضمام روسيا إليها لبحث كيفية مواجهة الأزمة العالمية.

7. المؤتمر الدولي لتمويل التنمية في الدوحة الذي أصدر وثيقة ختامية دعت إلى اتخاذ إجراءات ومبادرات فورية وحاسمة للتغلب على الأزمة، وتعزيز التنمية البشرية، ومواجهة التحديات العالمية.

وقد ساهمت هذه القمم الدولية بشكل أو بآخر في التحضير لمؤتمرات مجموعة العشرين التي صارت أهم منتدى اقتصادي عالمي، حتى أن الدول الصناعية الثماني الكبرى التي لعبت أدواراً مركزية في العقدين الماضيين صارت جزءاً من هذه المجموعة وتتفاعل من خلالها في مجالات الأفكار والبرامج والتنفيذ.

ثانياً: جهود بعض المؤسسات المالية الدولية والاقليمية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية

من أهم المؤسسات المالية الدولية التي اقترحت خطاً لمواجهة الأزمة المالية العالمية ما يلي:

1. صندوق النقد الدولي

قام المدير العام للصندوق في جانفي 2009 بتقديم اقتراح يهدف إلى مضاعفة الموارد المتاحة للاقتراض عما كانت عليه قبل الأزمة، وقد تلقى هذا المقترح تأييداً كبيراً من قمة مجموعة العشرين ومن اللجنة الدولية للشؤون المالية حيث وافقوا على زيادة فورية في موارد الصندوق بقيمة 250 مليار دولار على أن تليها زيادة أخرى بمقدار ثلاثة أضعاف عن طريق الاتفاقيات الجديدة للاقتراض في صيغتها الموسعة. ومن بين الخطوات الفعالة التي خطاها صندوق النقد الدولي لزيادة موارد التمويل اعتماده مجلسه التنفيذي في 1 جويلية 2009 لإطار ينظم إصدار السندات للبلدان الأعضاء وبنوكها المركزية، حيث أعربت عدة بلدان عن رغبتها في شراء هذه السندات.¹

كما قام الصندوق بإنشاء تسهيل تمويلي للسيولة قصيرة الأجل مخصص للبلدان القادرة على النفاذ إلى الأسواق، يمكن أن يصل إلى 500% من حصة البلد العضو بأجل استحقاق 3 أشهر. ويمنح للدول

¹ محمد الأمين وليد طالب، مرجع سابق، ص ص: 242، 243.

الأعضاء ذات السجل الايجابي في اتباع سياسات سليمة والتي تستطيع النفاذ إلى أسواق رأس المال، ولديها مديونية يمكن الاستمرار في تحمل أعبائها.

بالإضافة إلى مراجعة أولويات الصندوق بالاتجاه نحو مساعدة الدول الأعضاء على معالجة الأزمات الوشيكة والمهمات العاجلة، ومراجعة أدوات القروض المتوفرة لدى الصندوق، والاهتمام بجداول الأعمال الخاص بحوكمة الصندوق.¹

2. الدولة والبنك المركزي

لقد تدخلت البنوك المركزية في عمق الأزمة المالية مباشرة بهدف الخروج من حالة الشلل التي أصابت خاصة أسواق ما بين البنوك وأسواق القرض والأسواق المالية الآجلة، وتمثل تدخلها في ضخ السيولة، بل إن الأمر تجاوز حجم التدخل الذي عادة ما تقوم به البنوك المركزية بأن حلت محل سوق ما بين البنوك من أجل زيادة القاعدة النقدية المتداولة من خلال:²

- توسيع تشكيلة الأوراق المالية ذات الجاذبية؛
- تمديد استحقاقات الإقراض؛
- التدخل كمشتري لشهادات الإيداع المصدرة من قبل المؤسسات غير المالية (حالة الاحتياطي الفيدرالي).

3. الصناديق السيادية

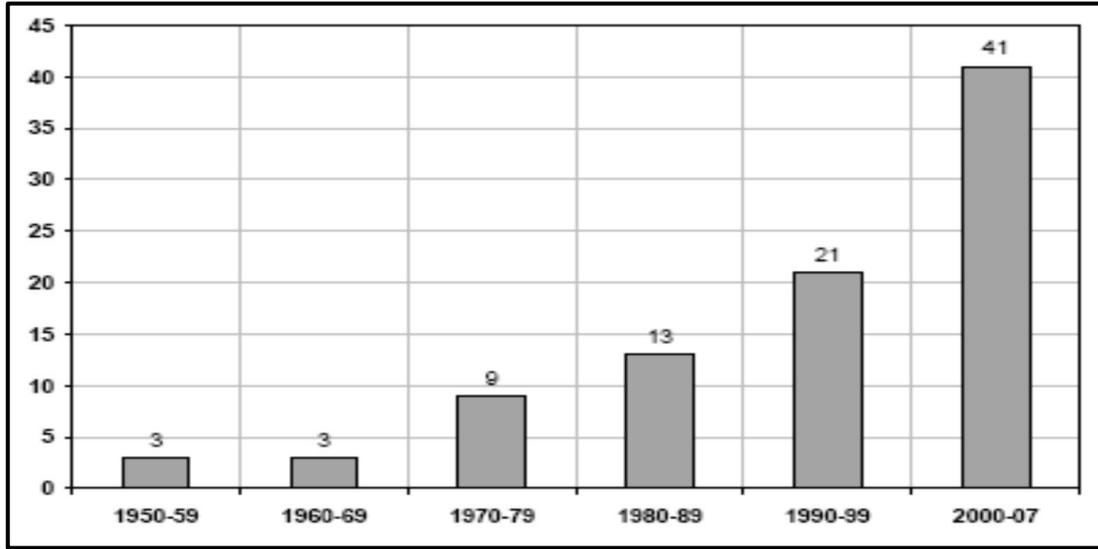
تتمثل صناديق الثروة السيادية في صناديق استثمار حكومية مملوكة للدولة يتم تأسيسها غالباً بالاعتماد على احتياطات الصرف الأجنبي، وذلك لتحقيق العديد من الأهداف كاستقرار الموازنة العامة وتحقيق العدالة بين الأجيال، وتحقيق التنمية الاقتصادية.³ وقد عرفت الصناديق السيادية تطوراً ملحوظاً منذ ظهورها والشكل الآتي يبين ذلك:

¹ عبد المجيد قدي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009، ص: 27.

² لمياء عماني، مرجع سابق، ص: 48.

³ KERN Steffen, et al, SWFs and foreign investment policies—an update, Deutsche Bank Research, vol 22, 2008, P : 2.

الشكل رقم (18): تطور عدد صناديق الثروة السيادية



Source : Bouyoux philippe, Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, Trésor-éco, N°28, janvier 2008, p :1.

وقد لعبت صناديق الثروة السيادية دوراً كبيراً في استقرار الاقتصاد العالمي عقب الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال ضخ سيولة كبيرة في البنوك الأمريكية والأوروبية التي عانت من خسائر فادحة بسبب الأزمة، كما مثل نشاط هذه الصناديق حوالي 35% من مجموع عمليات الدمج والاستحواذ في العالم عام 2007، واستناداً إلى اللجنة الاقتصادية للكونغرس الأمريكي فإن هذه الصناديق استثمرت بين سبتمبر 2007 وفيفري 2008 ما لا يقل على 62 مليار دولار في البنوك والمؤسسات المالية في بلدان منظمة التعاون والتنمية التي تعاني من آثار الأزمة المرتبطة بقروض الرهن العقاري الثانوي، وعلى مدى عام 2007 والأشهر الأولى من عام 2008 بلغت استثمارات الصناديق السيادية في الولايات المتحدة وفي قطاعات مختلفة حوالي 85 مليار دولار، كما أن استعداد هذه الصناديق لتقديم الأموال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة مالية علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه هذه المؤسسات في تحقيق الاستقرار المالي العالمي، إذ بدون هذه الجيوب كان من الصعب على "ميريل لينش" و"مورغان ستانلي" و"سيتي غروب" وغيرها أن تجدد خزائنها وربما تكون الأزمة أعمق.¹

4. البنوك الإسلامية

تعالقت في الفترة الأخيرة خصوصاً بعد ظهور الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من كوارث لحقت بالنظام المالي العالمي الأصوات المنادية بتطبيق النظام المالي الإسلامي لما فيه من مبادئ وقواعد أرسيت بواسطة الشريعة الإسلامية، وكانت بمثابة المنجاة والمنقذ من أي أثر سلبي لحق بالنظم

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مرجع سابق، ص: 206.

المالية غير الإسلامية وكذلك بالبنوك غير الإسلامية، وهو ما أكده العديد من المفكرين والساسة والاقتصاديين الغربيين.¹

ويستند الاقتصاد الإسلامي على أن الأدوات المالية المتماشية مع الشريعة الإسلامية مبنية على الاقتصاد الحقيقي وليس على التنظير والخيال والممارسات الخاطئة، ومع عدم القدرة على الاتجار في الديون فلن يتمكن سوق المال من الاتساع متخطياً ما يمكن أن يتحملة الاقتصاد الحقيقي. وعليه فإن إزالة المشتقات المالية ومعاملاتها الخيالية في جوهرها والتي لا تضيف قيمة تذكر إلى الاقتصاد يجنب تسلسل ردة فعل أي فشل في تسديد الديون، الشيء الذي كان بمثابة السبب الرئيسي في انهيار المؤسسات المالية الكبرى خلال الأزمة المالية، ونتيجة ذلك فإن غياب جميع هذه الشروط كان بالطبع من بين الأسباب الرئيسية التي ساهمت في حدوث الأزمة المالية، وهذا هو السبب الذي دعا بالعديد من الخبراء والمحللين إلى مساندة عملية تطبيق مبادئ النظام المالي الإسلامي.²

ثالثاً: جهود بعض الدول لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية

في 20 سبتمبر 2008 بعد أيام من وقوع الأزمة أعدت الإدارة الأمريكية خطة إنقاذ للقطاع المالي الأمريكي (قانون تأمين الاستقرار الاقتصادي العاجل لعام 2008) وأعطت خطة الإنقاذ وزير الخزانة الأمريكي الحق في شراء أصول رديئة ومضطربة وأوراق مالية خاصة بالرهن العقاري بقيمة تصل إلى 700 مليار دولار من شركات تواجه عجزاً مالياً فادحاً ومهددة بالإفلاس، كذلك ضخ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مبلغ 85 مليار دولار لإنقاذ كبرى شركات التأمين العالمية AIG من الإفلاس بعد أن فقدت أسهمها 93% من قيمتها على مدى العام مقابل سيطرته على 79.9% من أسهم الشركة، وجاءت هذه الخطة بعد أسبوع من إنقاذ السلطات الأمريكية شركتي فاني ماي وفريدي ماك للرهن العقاري من إفلاس محقق.³

كما سارت معظم الدول الصناعية على نهج الولايات المتحدة في إقرار خطط إنقاذ وطنية يمكن إجمالها في الجدول الآتي:

¹ مصطفى أحمد حامد رضوان، مرجع سابق، ص: 166.

² نفس المرجع السابق، ص: 172.

³ حسن صلاح، البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2011، ص ص: 281، 282.

الجدول رقم (13): بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الاقتصاد الحقيقي خلال سنة 2008

الدولة	تاريخ إعلان الإجراء	أهم الإجراءات المتخذة	حجم رأس المال
الاتحاد الأوروبي	26 نوفمبر 2008 خطة إنعاش	تدابير مقترحة لفترة 2009-2010 - تخفيض الرسم على القيمة المضافة؛ - إطالة مؤقتة لمدة تعويضات البطالين؛ - تخفيض الضرائب على المدخيل المنخفضة.	200 مليار أورو (1.5% من الناتج المحلي الخام لـ 27 دولة عضو في الاتحاد الأوروبي).
فرنسا	خطة إنعاش 4 ديسمبر 2008	يمكن ذكر بعض الإجراءات فيما يلي: - تدعيم صناعة السيارات بقيمة 2 مليار أورو؛ - سياسة التشغيل بقيمة 500 مليون أورو؛ - دعم العمالة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إعفاء المؤسسات من رسوم التوظيف لسنة 2009 بقيمة 700 مليون أورو؛ - تدعيم خزائن المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة بقيمة أكثر من 10 مليار أورو.	26 مليار أورو (13% من الناتج المحلي الخام)
هولندا	قانون المالية سبتمبر 2008	- تمويل مشروع إنعاش لسنة 2009 بواسطة ارتفاع مداخيل الغاز؛ - تخفيض الرسوم على المؤسسات والأسر؛ - إلغاء مشروع رفع الرسم على القيمة المضافة؛ - إعفاء الموظفين من إعانات البطالة.	2.5 مليار أورو (0.4% من الناتج المحلي الخام)
	خطة إنعاش نوفمبر 2008	- مساعدة المؤسسات التي تعاني من مشكلة سيولة؛ - اتخاذ مختلف الإجراءات لتسهيل استثمارات المؤسسات والابتكار؛ - اتخاذ إجراءات ضريبية واجتماعية.	6 مليار أورو (1% من الناتج المحلي الخام)
	سبتمبر 2008	- خطة طوارئ لدعم السوق العقاري؛ - مساعدة الأسر المتضررة من ارتفاع أسعار الطاقة.	910 مليون أورو
بريطانيا	خطة إنعاش 25 نوفمبر 2008	- تخفيض الرسم على القيمة المضافة من 17.5% إلى 15% خلال الفترة التي تتراوح ما بين 1 ديسمبر 2008 و 1 جانفي 2010؛ - إلغاء رفع الضريبة على المؤسسات؛ - منح تسهيلات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ - بناء وتجديد المساكن.	20 مليار أورو (1.5% من الناتج المحلي الخام).
	أفريل 2008	- رفع الأجر الأدنى من 570 أورو إلى 800 أورو حتى سنة 2012؛ - تخفيض الضرائب لإعادة تأهيل المساكن؛ - تخفيض الأعباء الإدارية للمؤسسات بنسبة 30% حتى سنة 2012.	حوالي 20 مليار أورو لمدة سنتين (1% من الناتج المحلي الخام)
إسبانيا	أوت 2008 خطة إنعاش	- اتخاذ إجراءات لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ - بناء المساكن.	20 مليار أورو (جزء منها يمثل الإجراءات المنصوص عليها في أفريل)
	نوفمبر 2008 خطة إنعاش	- إعفاء المؤسسات من أقساط التأمينات من خلال توظيف البطالين.	10.9 مليار أورو

Source : Banque De France, la crise financière, Documents et débats, n°2, février 2009, pp: 66- 68.

رابعاً: جهود بعض الدول العربية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية

يمكن تلخيص أهم الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي ضمن الجدول الآتي:

الجدول رقم (14): بعض الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية العالمية

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	- خفض نسبة الفائدة 1.5%؛ - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق؛ - عرض أموال لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر.
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بقيمة 13.6 مليار دولار؛ - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم.
قطر	- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة؛ - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.
السعودية	- طرح خيار للبنوك باقتراض 75% من الأوراق الحكومية؛ - خفض نسبة الفائدة 5% وخفض معدل الاحتياطي الإلزامي.
البحرين	- عدم اتخاذ أي اجراءات لسلامة الأوضاع البنكية.

المصدر: فريد كورنيل وكمال رزيق، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والآفاق المستقبلية-، جامعة الإسراء، الأردن، 29/28 أفريل 2009، ص: 14.

بالرغم من أن الحلول التي قدمت لمعالجة الأزمة المالية قد يكون لها آثار ايجابية على المدى القصير، لكنها تخلف على المدى المتوسط والطويل الكثير من المضاعفات كزيادة مستويات المديونية، وظاهرة التضخم ...، وبالرغم من أن هذه الخطط قد نفذت إلا أنها لم تستطع الحد من الأزمة إلى حد ما، وفي المقابل فقد اقترحت حلول أخرى للحد من هذه الأزمة تمثلت في الدور الذي يلعبه التمويل الإسلامي كبديل مناسب للخروج من هذه الأزمة بما يتميز به من خصائص تجعله بمنأى عن الأزمات المالية.

المبحث الرابع: نتائج الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم الدروس المستفادة

كانت الأزمة المالية العالمية 2008 من أكثر الأزمات التي عرفها الاقتصاد في القرن الواحد والعشرين سواءً من حيث عمقها وانتشارها أو من حيث آثارها الكبيرة، ولذلك فإنه من الأجدر أن نقف عند أهم النتائج والدروس التي نتجت عن هذه الأزمة للاستفادة منها ولتجنب مثل هذه الأزمات في المستقبل. وعليه فسيتم التعرض في هذا المبحث للنقاط الآتية:

✓ نتائج الأزمة المالية العالمية 2008؛

✓ الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: نتائج الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن رصد أهم نتائج الأزمة المالية العالمية 2008 في ضوء المعالجات التي تم اعتمادها في العديد من الدول والتكتلات الاقتصادية الدولية:

1. قادت الأزمة المالية - التي بدأت في المركز الرئيسي للنظام الرأسمالي، وفي إطار السياسة المالية والاقتصادية ونتيجة للتشابكات والتداخلات بين فروع الاقتصاد من جهة، واقتصادات مختلف الدول من جهة ثانية - إلى أزمة الركود العالمي، والتي من بين مظاهرها:
 - تباطؤ النمو الاقتصادي على المستوى العالمي، وتراجع أسعار النفط وأسعار المواد الأولية والغذائية؛
 - تصاعد البطالة وتفاقم التضخم؛
 - إفلاسات وانهيارات في الشركات والمؤسسات المالية، وفي أهم معاقل الاقتصاد العيني؛
 - تراجع الاستثمار وانسحاب رؤوس الأموال.
2. أظهرت الأزمة المالية والاقتصادية فشل سياسات الليبرالية المالية والاقتصادية الجديدة، سواءً على المستوى المحلي أو في العلاقات الاقتصادية بين دول العالم المنخرطة في الاقتصاد العالمي، وهذا يعني فشل توجهات السياسة الاقتصادية والاستراتيجية الأمريكية.
3. فشل الافتراضات التي يقوم عليها اقتصاد السوق الحر، وأهم هذه الافتراضات قدرة السوق على تصحيح الاختلالات والانحرافات ذاتياً.
4. أبرزت الأزمة أهمية وضرورة دور الدولة الاقتصادي والاجتماعي وأهمية وجود تنظيم ورقابة على الأسواق، فضلاً عن أهمية وضرورة التدخل الإيجابي من قبل الدولة في الأسواق.
5. أسقطت الأزمة دعاوى الاندماج في الاقتصاد العالمي والاتحاق بالعملة كسبيل وحيد للبلدان النامية من أجل تحقيق النمو والتقدم.

6. أظهرت هذه الأزمة وتداعياتها أهمية البحث في النظام الاقتصادي والاجتماعي عن بدائل، مما أعاد طرح مسألة مستقبل الرأسمالية ومستقبل عملية التنمية في بلدان العالمين الثالث والرابع.¹
7. دعم سيولة السوق؛ حيث أثبتت السيولة ومن ثم عملية اكتشاف السعر في الأسواق التي تعمل خارج البورصة أنها هشة، ويقتضي الأمر اتخاذ خطوات لدعم الاعتماد المتبادل على السيولة في هذه الأسواق -على سبيل المثال من خلال صياغة التزامات بالعروض من قبل السماسرة (مثلما هو الحال في سوق الخزنة الأمريكية).
8. النهوض بالاجتهاد الواجب؛ حيث كشف المستثمرون عن نقص في الاجتهاد الواجب وإفراط في الاعتماد على التصنيف الائتماني في الاستثمار في الأوراق المالية المهيكلة، وتحتاج مؤسسات الاستثمار بصفة خاصة إلى تبني مبادئ توجيهية للاستثمار تقتضي اجتهاداً واجباً أكبر مع تحول مديري أموالها إلى فئات جديدة من الأصول، ولتحسين عملية التدقيق يقتضي الأمر أن تصبح عملية تقييم منتجات الائتمان المهيكلة بصورة مستقلة أكثر بساطة وأسهل بالنسبة للمستثمرين.
9. زيادة الشفافية؛ فاقم الافتقار للشفافية في أسعار السوق في صكوك الائتمان المهيكل التحديات المتعلقة بالمحاسبة والتقييم التي طرحتها هذه الأزمة وأسهم فيها، ويساعد تحسين التوافر العام للمعلومات الخاصة بالأسعار والتداول في اكتشاف الأسعار وتقييم سعر السوق، وإضافة لذلك يقتضي الأمر توفير حوافز تنظيمية ملائمة للبنوك لتدعيم الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية عندما يحتمل أن تقف وراءها في التطبيق العملي.²
10. فشل مؤسسات النظام النقدي الدولي في تحقيق الأهداف التي أسست من أجلها تولد عنها الحاجة الملحة إلى إعادة بناء وهيكل كامل الأطر المؤسسية والقانونية والفنية للنظام من خلال:
- 1.10. إعادة تصميم مؤسسات النظام النقدي الدولي بحيث يتم إقامة بنائها المؤسسي وإطارها القانوني وفق متطلبات وأهداف الاستقرار النقدي العالمي وامتلاك القدرة اللازمة وتأمين الموارد المالية والبشرية المؤمنة برسالتها الجديدة المتمثلة في:
- تحقيق أهداف الدول النامية في التنمية المستدامة والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي؛
 - تدعيم قدرات الدول النامية على التخطيط الاستراتيجي لمعالجة الاختلالات المالية والنقدية والتجارية الهيكلية وحل مشاكل الفقر والبطالة والتضخم لديها.
- 2.10. التعاون مع منظومة الأمم المتحدة ومختلف المؤسسات واللجان الإقليمية التابعة لها لإقامة نظام اقتصادي ومالي ونقدي عالمي تسوده روح العدالة والشفافية من خلال:
- ترجمة كل الأهداف في الأطر القانونية الحاكمة لمؤسسات النظام الاقتصادي والمالي الدولي، وكذلك في البناء المؤسسي والتنظيمي والوظيفي لديها؛

¹ منير الحمش، مرجع سابق، ص ص: 19، 20.

² راندال دود ويول ميلز، "نقشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص: 18.

- إيلاء أسس ومبادئ الحوكمة الرشيدة ونفاذ المبادئ المتعلقة بأخلاقيات العمل الدولي تجنبياً للعالم كافة أشكال الفساد والمضاربة واستغلال الدول الفقيرة.

3.10. العمل على تحسين مستوى تمثيل الدول النامية والدول الصاعدة والدول الفقيرة في إدارة المؤسسات الدولية.

4.10. إنشاء وتعزيز آليات التعاون والتنسيق بين المؤسسات المالية والنقدية والتجارية الدولية من جهة، ومع المؤسسات الإقليمية من جهة أخرى.

11. إن بلورة أسس جديدة لقاعدة النظام النقدي الدولي تأخذ في الاعتبار "تجنب الاعتماد المفرط على الدولار والاتجاه صوب اعتماد سلة من العملات بحسب قوة اقتصادياتها، حيث بدأ العديد من الدول في أمريكا اللاتينية وآسيا التخلي عن الدولار كوسيلة الدفع لتمويل تجارتها الخارجية، مثل البرازيل التي لجأت إلى استخدام اليوان الصيني في تجارتها مع الصين، وتنويع العملات التي توظف فيها أرصدها من الاحتياطي، بينما لجأت بعض الدول إلى تغيير نظامها النقدي المرتبط بالدولار وسعت إلى ربط عملتها بسلة من العملات كالكويت.¹

المطلب الثاني: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية 2008

بالرغم من الآثار الكبيرة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية 2008 إلا أنه من الضروري النظر بإيجابية لهذه الأزمة وذلك من خلال الاستفادة من الدروس التي استنتجت منها والتي يستفاد منها في التعامل مع غيرها من الأزمات.

1. **عدم الاستهانة بأهمية التقييم السليم لدرجة المخاطر:** إن أهم أسباب هذه الأزمة هو التورط في مشكلة قروض الرهن العقاري التي نتجت عن الاستخفاف بالمبادئ الأساسية في إدارة المخاطر كتوخي الحذر والحرص على توفر الجدارة الائتمانية كشرط رئيسي للإقراض.
2. **ضرورة عدم السماح بنسب عالية للمديونية في المراكز المالية للمؤسسات أو صناديق الاستثمار:** إن المديونية أصبحت في الاقتصاد الأمريكي حسبما يبدو عملية إدمان، سواءً على صعيد الاقتصاد ككل أو على صعيد الأفراد أو المؤسسات التي وصلت المديونية في بعضها إلى ثلاثين ضعف.
3. **ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة مثل المشتقات وغيرها:** إن الإشكالية التي نتجت عن هذا النوع من المنتجات ليس فقط لكون كثير من المتعاملين بها لا يفهمون ولا يقدرّون درجة خطورة هذه المنتجات بل لكونها كذلك تصل في بعض الحالات إلى مستويات خارجة عن السيطرة.

¹ جلال عزابز وحاجي العلجة، "آليات إصلاح النظام النقدي الراهن في ظل تحديات الأزمة المالية العالمية 2008-2016"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السادس الثاني، 2017، ص ص: 293، 294.

4. **الحاجة إلى مزيد من الإفصاح والشفافية:** أثبتت الأزمة أن نقص الشفافية ليس من سمات الدول المتخلفة فقط، بل أن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى الاقتصاديات المتقدمة، حيث أن السلطات الرقابية إلى غاية وقوع الأزمة لم تكن على علم تام بكامل التزامات ومديونيات المؤسسات المالية.
5. **ضرورة أن تعكس ميزانيات المؤسسات جميع التزاماتها:** حيث أن تمويل حجم متزايد من أنشطة المؤسسات من خارج الميزانية من شأنه عدم كشف الحجم الحقيقي للمشاكل التي تتعرض لها المؤسسات، الأمر الذي لا يسمح بالتحكم بها أو معالجتها.
6. لا ينبغي لأي دولة أن تلتزم بقوالب إيديولوجية أو اقتصادية جامدة في إدارة الأزمات المالية ويتعين دائماً أن تكون الأولوية لتحقيق الاستقرار المالي والنقدي وبعث الثقة في نفوس الجميع، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال جعل المصداقية والشفافية أساس التعامل وإشاعة الثقة في العمل المالي والمصرفي.¹
7. كشفت الأزمة المالية عن أهمية الإنذار المبكر في المجال الاقتصادي لتوقع الأزمات لضمان الاستقرار الاقتصادي، وعدم فاعلية وجدوى النظم الموضوعية في هذا المجال.
8. ضعف الالتزام الدولي بقواعد العولمة في ظل الأزمات الاقتصادية الواسعة الانتشار حيث في ظل الأزمات تأخذ كل دولة بزمام هذه القواعد وتجعل القوانين بيدها تنفذها أو تكسرها حسب ما تمليه عليها مصالحها الاقتصادية فقط دون مراعاة ما يعرض بالنظام الاقتصادي الجديد.
9. أكدت الأزمة المالية ما سبق أن كشفت عنه الأزمة الآسيوية وهو سرعة انتقال الأزمات الاقتصادية في ظل النظام الرأسمالي والمالي العالمي الراهن، وأن ما يقال عن الاستقرار الاقتصادي في ظل هذا النظام يفتقر كثيراً إلى الواقعية.
10. كشفت الأزمة عن أن برامج الإصلاح الاقتصادي لا يتم اختراقها بضغوط داخلية فقط ولكن هذه البرامج عرضة للاختراق بل وانفراط عقدها وإرباك مسيرتها بسبب عوامل خارجية غير مأخوذة في الحسبان وهو ما يجعل هذه البرامج تحتاج إلى إعادة.
11. ظهور أهمية دور الدولة في الحياة الاقتصادية وأن هذا الدور ليس مرشحاً للتراجع أو الزيادة كما يعتقد أنصار الرأسمالية، ولكنه مرشح للعودة مرة أخرى لأهميته في إدارة الأزمة الاقتصادية ولحماية الأسواق الداخلية من استغلال القطاع الخاص بالأزمة عن طريق رفع الأسعار أو الاحتكار أو غيرها من الأساليب غير المشروعة.
12. ضرورة الاهتمام المبكر بتصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية بمجرد ظهورها وهذا ما لم يحدث في اندونيسيا وتايلندا بالرغم من التحذيرات المتكررة، وفي هذا الصدد بمقدور الدول

¹ زيدان محمد وجبار عبد الرزاق، "دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع إشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، الملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، جامعة دالي ابراهيم الجزائر، 09/08 ديسمبر 2009، ص ص: 80، 81.

المجاورة التي تعرضت إلى الأزمة ذاتها أن تأخذ جانب الحذر مقدماً وذلك من خلال تعزيز سياستها الاقتصادية.

13. التأكيد على أهمية عودة المال ليلعب دوره الإنتاجي في المجتمع.
14. عودة البنوك إلى دورها التاريخي كوسيط بين المدخرين والمستثمرين.
15. عودة البنوك المركزية إلى دورها الرئيسي الرقابي ضرورة ملحة.
16. إعادة بناء عاملي الثقة والالتزام بالحوكمة والمصداقية والشفافية لأنها أساس التعامل ونشر الثقة في العمل المالي والمصرفي.
17. مراجعة القواعد التي تحكم التجارة بالمشنقات في البورصات العالمية.¹
18. الحاجة إلى ضرورة اعتبار الصناديق السيادية مكوناً أساسياً من مكونات النظام النقدي والمالي العالمي الجديد، ويمكن الرهان عليها في توفير السيولة وتحقيق الاستقرار المالي فهي تدير أصولاً يصل مجموعها إلى 50 تريليون دولار، وقد قامت بعمليات اندماج وشراء عبر الحدود وضخ لرؤوس الأموال في بعض المؤسسات المتعثرة في البلدان الصناعية الكبرى، واستثمرت هذه الصناديق قرابة 75% من مجموع استثماراتها المباشرة في الدول المتقدمة.
19. الإحساس بخطورة الدور الذي يؤديه سعر الفائدة في الاقتصاد العالمي كونه المحرك الأساسي للنظام الرأسمالي، وهو ما جعل التفكير يتجه إلى البحث عن بدائل تمويلية أخرى من أبرزها الصيرفة الإسلامية التي ما فتئ دورها يتعاظم بحيث انتقل عدد المؤسسات المالية الإسلامية من مؤسسة واحدة سنة 1975 إلى 390 مؤسسة تعمل في أزيد من 75 بلداً بأصول تفوق 700 مليار دولار، وتتميز البنوك الإسلامية ليس فقط باستبعادها للفائدة وتحريم المضاربة في النقود إنما أيضاً بارتباط التمويل فيها بالاقتصاد العيني مما يؤدي إلى حساب دقيق لمخاطر الائتمان.²

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 196، 198.

² عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص: 25، 27.

خاتمة الفصل الثالث

بالرغم مما شهده القرن الواحد والعشرين من تطور على جميع الأصعدة إلا أنه لم يخلو من الأزمات المالية كان بدايتها أزمة فقاعات شركات الأنترنت، ثم استمر الوضع الاقتصادي في توتر إلى أن انفجرت الفقاعة العقارية كما أطلق عليها أغلب الاقتصاديين والتي كانت بداية ظهور أكبر الأزمات التي عرفها العالم المتقدم وشهد بدايتها أكبر الاقتصاديات في العالم وهي الولايات المتحدة الأمريكية، حيث بدأت هذه الأزمة في شكل أزمة ائتمان لتتحول إلى أزمة مالية ثم انتقلت إلى القطاع الحقيقي وتحولت إلى أكبر الأزمات الاقتصادية، ونتيجة لانتشار هذه الأزمة فقد تطلب للخروج منها الاسراع في وضع الخطط والحلول والتي تنوعت بين عمليات ضخ لأموال من أجل انقاذ المؤسسات المفلسة وعمليات تأمين وخطط تحفيز من أغلب الدول والمؤسسات والهيئات المالية الدولية والاقليمية، غير أن هذه الخطط واجراءات الانقاذ وبالرغم من تواجدها ومنذ بداية الأزمة إلا أن الأزمة تطلبت للخروج منها وقت أطول لحد ما وذلك نظراً لحدتها، وانتشارها بسرعة إلى أغلب القطاعات والدول نتيجة لتوافر أغلب مسببات العدوى المالية.

الفصل الرابع: التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية 2008

تمهيد

المبحث الأول: سلوك وكالات التصنيف الكبرى قبيل الأزمة
المالية العالمية لسنة 2008

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لأثر التصنيف الائتماني على
الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

المبحث الثالث: إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني

المبحث الرابع: نحو وكالات تصنيف محلية كمنهج لإصلاح
صناعة التصنيف الائتماني

خاتمة الفصل

الفصل الرابع: التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية 2008

تمهيد

منذ بداية الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تعددت الدراسات التي بحثت في أسباب هذه الأزمة، حيث وجهت الاتهامات لجهات عديدة رُجحت بأنها كانت طرف في إحداث أزمة 2008 وتطورها، ومن بين الجهات التي وُجه لها الاتهام بأنها كانت أحد أسباب الأزمة المالية العالمية وكالات التصنيف الائتماني حيث أثبتت أغلب الدراسات والاحصائيات التي رصدت حركة درجات التصنيف الائتماني قبل وأثناء حدوث الأزمة بعدم كفاءتها في إعطاء تنبؤات وحركة سليمة يتبعها المستثمرون لاتخاذ القرارات الصائبة، ومن ثم فإن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 فرضت إصدار تشريعات وتنظيمات صارمة لتنظيم عمل وكالات التصنيف الائتماني وتقليل تضارب المصالح في حالة تقديم التصنيف الائتماني. وبالتالي فقد أصبح إصلاح وكالات التصنيف الائتماني وزيادة الرقابة عليها ووضع أنظمة وتشريعات لتنظيم عملها مطلب مهم، حيث أن وجود وكالات التصنيف الائتماني في الأسواق المالية أساسي ولا يمكن الاستغناء عنها لما لها من دور فعال، لذلك فإن إصلاح عملها سيزيد من كفاءة الأسواق المالية.

ومن خلال ما سبق فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

- ✓ **المبحث الأول:** سلوك وكالات التصنيف الكبرى قبيل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؛
- ✓ **المبحث الثاني:** دراسة تحليلية لأثر التصنيف الائتماني على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؛
- ✓ **المبحث الثالث:** إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني؛
- ✓ **المبحث الرابع:** نحو وكالات تصنيف محلية كمنهج لإصلاح صناعة التصنيف الائتماني.

المبحث الأول: سلوك وكالات التصنيف الكبرى قبيل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دوراً فعالاً كأحد الأطراف المساهمة في تجنب الأزمات المالية من خلال قيامها بتقييم مختلف المخاطر المتعلقة بالدول والشركات والأفراد وبذلك فهي وسيلة للإخطار، لكن ومن خلال النظر إلى تواتر حدوث الأزمات المالية وخاصة منها الأزمة المالية العالمية 2008 والتي كانت الأخطر والأكثر أثراً، فإنه من الضروري إعادة النظر في الدرجات التي قدمتها وكالات التصنيف الائتماني والتأكد من دورها ومدى مصداقيتها. وبناءً على ما سبق فقد تم وضع مطلبين تحت هذا المبحث كما يلي:

- ✓ حركة درجات التصنيف الائتماني قبل وأثناء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008؛
- ✓ السلبيات التي رافقت عمل وكالات التصنيف الائتماني قبل الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: حركة درجات التصنيف الائتماني قبل وأثناء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008

سيتم التعرض في هذا المطلب إلى وضعية التصنيف الائتماني وقروض الرهن العقاري في أعقاب الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى دور وكالات التصنيف الائتماني في نقل العدوى في الأزمة المالية العالمية 2008.

أولاً: وضعية التصنيف الائتماني وقروض الرهن العقاري

في بداية الأزمة أخفق كثير من المحللين في إدراك طبيعة الأزمة إدراكاً تاماً، إذ كان التركيز منصباً بصورة حصرية تقريباً على تنظيم السوق وإشراف المؤسسات المالية، بينما لم يكرس سوى قدر قليل من الاهتمام للأسباب الجذرية للأزمة المتصلة بالاقتصاد الكلي العالمي، والحقيقة أنه في وقت متأخر في نوفمبر 2008 أصدرت مجموعة العشرين المكونة من كبرى البلدان الصناعية واقتصادات الأسواق الناشئة بلاغاً رسمياً في ختام اجتماع طارئ لها في واشنطن العاصمة، انصب التركيز الرئيسي فيه على الإخفاقات في التنظيم والإشراف، واعتبرت العلاجات ذات صبغة تنظيمية - ومن هنا جاء جدول الأعمال الطويل لمجموعة العشرين - . كان ذلك في شق منه ناتج عن أن الأزمة المتوقعة لم تقع: فلم يكن هنا تهور في تخفيض قيمة العملة الأمريكية، ولا بيع كل سندات الخزنة الأمريكية بل أن الحقيقة كانت هي أنه أياً كانت إخفاقات الاقتصاد الكلي حقيقية، فإن تأثيرها كان يمكن احتواؤها بقدر أكبر لولا النهج الذي لا يُشبع للأصول المصنفة تحت فئة AAA.¹

¹ جين بيزاني فيري وإنديرا سانتوس، "إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009، ص: 09.

حيث أقدمت وكالات التصنيف الائتماني بمنح سندات الرهن العقاري تصنيف مرتفع الأمان AAA نظراً لأن القروض العقارية عالية المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة ومعروفة مثل "Leman Brothers" و "Stearns Bear"، لذلك تحملت وكالات التصنيف الائتماني جزءاً من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي قد تتعرض لها أو على الأقل غير مدركة لها.¹ ويكمن الجزء الأكبر من المشكلة في جمع بنك ليمان مخزوناً ضخماً من السندات التي تعتمد على الرهن العقاري وغيرها من الديون عالية المخاطر، ففي الوقت الذي عرفت فيه تلك السندات انخفاضاً منذ عام 2007 بدأت معاناة بنك ليمان مع الخسائر الفادحة وتراجع سعر أسهمه. كما قامت وكالات التصنيف الائتماني (Moody's, S&P, Fitch) بخفض كثير من قيم الأوراق المالية لبنك ليمان وبنوك أخرى مثل JP Morgan Chase و Citigroup والتي طالبت بضمانات إضافية للقروض، وهو ما كان من الصعب على بنك ليمان توفيره ما أدى في نهاية المطاف إلى إشهار إفلاسه.²

ويبين الجدول الآتي درجات التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية الكبرى قبل يوم واحد من إعلان إفلاسها أو إنقاذها.

الجدول رقم (15): التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها

المؤسسة	التاريخ	الوضعية	موديز	ستاندرد آند بورز	فيتش
ليمان برانرز	2008/09/15	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	A+
AIG	2008/09/16	حصل على قرض بقيمة 85 مليار دولار من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي مقابل حصة بلغت 79.9%	A2	A-	A
سي تي غروب	2008/11/23	حصل على 20 مليار دولار وتلقى ضمانات على 300 مليار دولار من موجوداته من وزارة الخزانة الأمريكية	Aa3	AA-	AA-
Merrill Lynch	2008/09/14	حصول صفقة للتملك من قبل Bank of America	A2	A	A+
Wachovia	2008/09/29	إعلان بيع إجباري لسيتي غروب	A1	A+	A+
Bear Stearns	2008/03/16	حصول صفقة شراء من قبل JPMorgan	Baa1	BBB	BBB

Source: Financial Crisis Inquiry Commission, **Credit Ratings and the Financial Crisis**, Preliminary Staff Report, June 2010, P P: 40, 41.

¹ ساعد مرابط، مرجع سابق، ص ص: 11، 12.

² يوسفات علي، "الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية"، مرجع سابق، ص ص: 32، 33.

لم يكن من السهل في البداية إقناع المؤسسات المالية الكبرى والمستثمرين الآخرين المحتملين بشراء هذا النوع من حزم السندات، وذلك لأنها تنطوي على مخاطر ائتمانية عالية، لذلك طلبت البنوك الاستثمارية من وكالات التصنيف الشهيرة بأن تصنف هذه السندات في كل مجموعة إلى عدة مستويات ائتمانية AAA, AA, A... وقد استخدمت الوسائل المتاحة أمامها جميعها للمبالغة في رفع درجات تصنيف السندات وإظهار هذه الحزم بمظهر جذاب، كما أفنعت الكثير من شركات التأمين كشركة التأمين العملاقة AIG بالتأمين على بعض هذه السندات.¹

وكان مما أثار بعض الدهشة أن انفجار فقاعة الإسكان لم يؤدي إلى ركود فوري، فقد شهدت سوق الإنشاءات العقارية هبوطاً حاداً، لكن ذلك الانخفاض عادلته طفرة في الصادرات نجمت عن ضعف الدولار الأمريكي الذي جعل تكاليف التصنيع في الولايات المتحدة تنافسية جداً، وعلى الرغم من ذلك مع حلول صيف 2007 بدأت متاعب قطاع الإسكان تتحول إلى متاعب بالنسبة إلى البنوك التي بدأت تعاني من خسائر كبيرة في الأوراق المالية المضمونة بقروض الرهن العقاري؛ وهي أدوات مالية تنشأ عن طريق بيع المطالبات المستحقة على عدد من الرهون العقارية المجمعة، مع الأخذ في الاعتبار أن بعض تلك المطالبات كان ذا أولوية أعلى من غيره، أي أن له حق الحصول على أولى النقود الواردة.

كان من المفترض أن يكون عنصر المخاطرة في تلك المطالبات ذات الأولوية منخفضاً جداً، فعلى أي حال ما مدى احتمال أن يتخلف عدد كبير من الناس عن تسديد أقساط قروضهم العقارية في وقت واحد؟ الإجابة بالطبع هي أن ذلك كان محتملاً جداً في ظل انخفاض قيمة المنازل بنسب تصل إلى 30% أو 40% أو 50% عما دفع المقترضون فيها عند شرائها، لذا فقد انتهى الأمر بالكثير من الأصول التي كان يفترض أمانها - والتي منحتها وكالة ستاندرد آند بورز أو وكالة موديز أعلى تصنيف ائتماني - إلى أن أصبحت "نفايات سامة" لا تساوي سوى جزء ضئيل من قيمتها الاسمية، وقد بيع بعض تلك النفايات السامة لمشتريين غافلين لكن أكثرها ظل داخل النظام المالي؛ إذ اشترتها البنوك أو بنوك الظل. ونظراً لأن نسبة الاستدانة في البنوك التقليدية وبنوك الظل عالية أصلاً لم تلبث الملاءة المالية للعديد من المؤسسات أن صارت موضع شك بعد وقوع خسائر كثيرة بهذا النطاق.²

حيث حصلت بعض سندات الرهن العقاري على تصنيفات ائتمانية مرتفعة جداً وصل بعضها إلى AAA وهذا التصنيف مساوٍ لتصنيف سندات الخزينة الأمريكية التي تُعد من الأصول المالية الأكثر أماناً على مستوى العالم، وقد كان هذا التصنيف نتيجة لعدة عوامل لعل أبرزها:³

¹ نبال محمود قصبية، "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص: 539.

² بول كروجمان، "أنهوا هذا الكساد الآن"، ترجمة أميرة أحمد إمبابي، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، الطبعة الأولى، مصر، 2015، ص: 130.

³ نبال محمود قصبية، مرجع سابق، ص: 558.

- استخدام النماذج الرياضية في حساب المخاطر سالفة الذكر، وهذه النماذج كانت قد بنيت على افتراضات غير صحيحة لم تعكس مدى خطورة أوضاع أصحاب سندات الديون المضمونة، فالجميع كان يدعي أنه في وضع جيد سواءً كان ذلك ناتجاً عن قناعة وتفاؤل أو عن غش وتدليس؛
- الشعور العام لدى المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني بأن بعض المؤسسات المالية المنشئة والضامنة لسندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها مدعومة دعماً مباشراً من الحكومة الأمريكية وهي بذلك محصنة من الانهيار؛
- منح بعض وكالات التصنيف الائتماني لسندات الرهن العقاري درجات ائتمانية مرتفعة مقابل أتعاب ضخمة أشبه ما تكون بالرشاوى المالية؛
- التأمين على هذه السندات من قبل كبرى شركات التأمين في العالم.

وقد أدى التصنيف الائتماني المرتفع لسندات الرهن العقاري إلى مجموعة من النتائج السلبية

منها:¹

- المضي قدماً نحو الاستثمار بهذه السندات والمشتقات المالية المرتبطة بها عن طريق تمويلها بقروض قصيرة الأجل، وهو ما يرفع من درجة المخاطر الائتمانية للمؤسسات المالية المتعاملة بها؛
- زيادة حجم الاستثمار في هذه السندات للحصول على معدلات فائدة أعلى مقارنة بالأصول المالية الأكثر أماناً كسندات الخزينة الأمريكية ما دامت تحمل التصنيف الائتماني ذاته AAA، ولأسيما أن نسبة الفوائد على سندات الرهن العقاري كانت أعلى من نسبة الفوائد على الأصول المالية المشابهة لها في التصنيف الائتماني، كما أن أسعار الفائدة على معظم السندات كانت تتغير مع تغير أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاحتياطي الاتحادي والتي كانت منخفضة كثيراً عند انتشارها، وهو ما يعني احتمالية أكبر في ارتفاع حجم العوائد على السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاتحادي؛
- استغلال هذا التصنيف الائتماني المرتفع للسندات للمبالغة في تقويم المشتقات المالية المرتبطة بها وأسهم الشركات المصدرة لها وأسهم الشركات الضامنة لها بأكثر بكثير مما تستحق، فاكتشاف حقيقة أن هذه السندات عالية المخاطر يعني أن جزءاً كبيراً منها قد تحول من أصول مالية عالية السيولة تدر أرباحاً كبيرة إلى ديون معدومة، وهذا طبعاً لا يعني فقط انخفاض أسعار أصول المؤسسات وتلاشي أرباحها، وإنما يعني أيضاً مواجهتها لشح شديد في السيولة يدفعها أحياناً إلى إعلان إفلاسها.

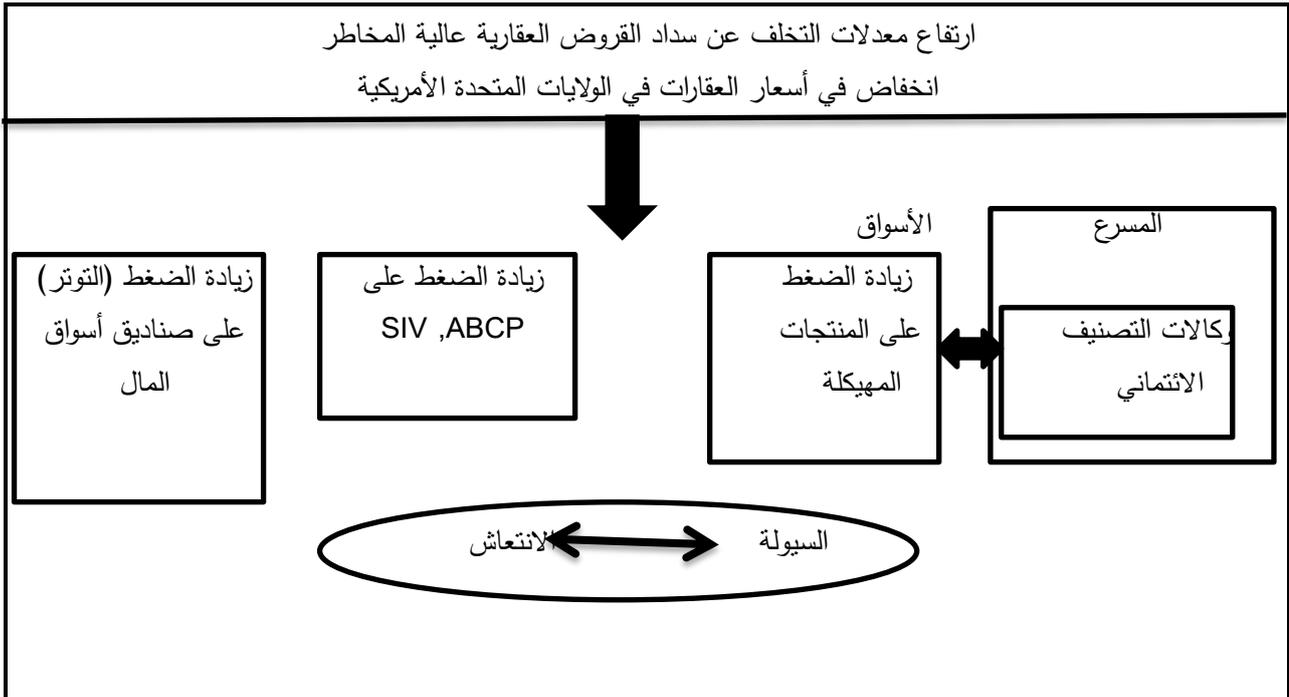
¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 558، 559.

ثانياً: دور وكالات التصنيف الائتماني في نقل العدوى في الأزمة المالية لسنة 2008

خلال الطفرة التي سبقت الأزمة كثيراً ما كانت تعطى تصنيفات بدرجة AAA لأعداد كبيرة من الإصدارات المعقدة، الأمر الذي زاد الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى. حيث قامت وكالة موديز لوحدها بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون خلال الفترة ما بين عامي 2000 و 2007 إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمون.

ونظراً لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر اشترتها بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي وليمان براذرز فقد قامت وكالات التصنيف بمنح السندات التي تضم حزمة الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفاً آمناً AAA وبذلك ساهمت هذه الوكالات في انتشار الأزمة على نطاق واسع، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض لها، لذلك عندما ظهرت حالات عدم القدرة على السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان، بالمقابل فإن العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم سجلت خسائر كبيرة قدرت بمليارات الدولارات نتيجة لامتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار.¹

الشكل رقم (19): المنتجات المالية في القطاع المالي انطلاقاً من عملية التوريق



Source : Banque De France, Op. Cit, p : 10.

¹ موسلي أمينة، مرجع سابق، ص ص: 179، 180.

يتضح من الشكل الترابط الكبير بين القروض العقارية عالية المخاطر ومتخلف الهيئات التي كانت سبباً رئيسياً ودافعاً لحدوث الأزمة المالية العالمية، 2008 من خلال ضغط هذه الجهات على الأسواق ويأتي على رأس هذه الهيئات وكالات التصنيف الائتماني التي كانت المفاعل الأساسي في تأجيج الأزمة من خلال منح درجات تصنيف ائتماني مرتفعة لقروض عقارية عالية المخاطر.

المطلب الثاني: السلبيات التي رافقت عمل وكالات التصنيف الائتماني قبل الأزمة المالية العالمية 2008

توجد العديد من العوامل التي ارتبطت بنشاط وكالات التصنيف الائتماني وظروف عملها، والتي ساهمت بشكل كبير في إحداث الأزمة المالية العالمية ويمكن تلخيص أهم تلك العوامل:

أولاً: غياب الشفافية في عمل وكالات التصنيف الائتماني

إن غياب الشفافية في التزامات الدين المغطاة بالضمانات جعل السوق تعتمد على درجات التصنيف التي تمنحها الوكالات كمؤشر لما تتطوي عليه هذه الأدوات من مخاطر، ولم يكن للجهات التنظيمية دور في تلك الأسواق لذلك لعبت وكالات التصنيف دور الوكيل عن تلك الجهات، لدرجة جعلت مكتباً رفيع المكانة مثل مكتب مراقب البنوك الذي ينظم البنوك الوطنية المسجلة يعتمد على وكالات التصنيف في تقييم جودة التزامات الدين المغطاة بالضمانات. بالإضافة إلى كون التزامات الدين المغطاة بالضمانات نفسها أدوات معقدة لدرجة تجعل الحكم المستقل على مخاطرها أمراً بالغ الصعوبة.

وقد استخدمت وكالات التصنيف الرئيسية موديز وفيتش وستاندرد آند بورز نماذج محاكاة معقدة تسمى نماذج محاكاة مونت كارلو للتنبؤ باحتمالات الإخلال بسداد قروض الرهن العقاري التي تشكل أساس التزامات الدين المغطاة بالضمانات والقيام أخيراً بهيكلية التزام الدين المغطى بالضمان (أو السند المغطى بقروض الرهن العقاري) أي تقسيم المخاطر إلى شرائح مختلفة واستخدام النموذج لحساب مقدار التبعية المطلوب والتحسينات الائتمانية اللازمة لكل شريحة. والمعلومات التي تغذى بها هذه النماذج لحساب احتمالات الإخلال بالسداد تشتمل على خصائص مجمع قروض الرهن العقاري المتمثلة في نقاط ائتمان المقترضين، والمجموع التراكمي لنسبة القرض إلى قيمة العقار، وتوثيق الدخل (أو عدمه)، وما إذا كانت القروض تتعلق بالسكن الأساسي للمقترضين والمعلومات التاريخية للإخلال بالسداد بالنسبة للقروض المماثلة.¹

¹ مارتن نيل ببلي وروبرت ليتان وماثيو جونسون، "أسباب الأزمة المالية"، ترجمة: محمود أحمد مهدي، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 15، العدد 2، ص: 74.

وجرى العمل على تقسيم المحفظة المرجعية إلى ثلاث مجموعات من الشرائح حسب التصنيف الائتماني للأدوات المالية المصدرة؛ تصنيف أعلى، تصنيف متوسط، وتصنيف أدنى، وبطبيعة الحال تتركز خسائر المحفظة المتوقعة في الشريحة الأدنى من حيث التصنيف الائتماني والتي تمثل الشريحة الأصغر من حيث الحجم والأعلى تصنيفاً من حيث الخسائر المتوقعة، ونظراً لأن المستثمر يشتري هذه الأوراق عن طريق الافتراض فهناك حساسية للتغيرات المحتملة في جودة بعض الأصول وهذا ما تسبب في انهيار سوق الرهن العقاري الأمريكي عندما ظهرت مشكلة عدم السداد في الشريحة الأكثر خطورة ومن ثم انتشرت مظاهر الهلع وعدم الثقة بين حاملي هذه الأوراق المالية حتى الأمانة منها.¹

وابتداءً ينطوي نموذج محاكاة مونت كارلو على مشكلة حيث أن المعدلات التاريخية للإخلال بالسداد التي استخدمت في هذه النماذج أخذ معظمها من بيانات السنوات من 1992 إلى 2000 وما بعدها، أي الفترة التي كانت فيها معدلات الإخلال بالسداد منخفضة وأسعار المساكن مستمرة في الارتفاع. ولذلك عندما يبني مستخدمو تلك النماذج تقديراتهم لاحتمالات الإخلال بالسداد، بالنسبة للإصدارات الجديدة من التزامات الدين المغطاة بالضمانات على فترة تاريخية شهدت طفرة إسكانية وزيادات سنوية في الأسعار الحقيقية والاسمية للمساكن، فإنهم يجانبون الصواب بعدم الاكتراث إلى احتمال حدوث انتكاسة عامة في الطفرة الإسكانية تجعل الكثير من قروض الرهن العقاري عرضة للإخلال بالسداد. إن خفض المخاطر في مجمع من قروض الرهن العقاري يعتمد على مدى عدم ارتباط احتمالات الإخلال بالسداد داخل المجمع ببعضها البعض. فحين يحدث انكماش عام في الإسكان على نطاق القطر (الأمر الذي لم يصدق أحد في ذلك الوقت بإمكانية وقوعه) فإن احتمالات الإخلال بالسداد تتجه نحو التصاعد مجتمعة.²

وعليه فقد قدمت وكالات التصنيف الائتماني بدورها تقديرات ائتمانية مرتفعة للقروض دون الممتازة المعقدة التي تمت هيكلتها على أساس بيانات تاريخية محدودة، وفي بعض الحالات على أساس نماذج معيبة، ودون اهتمام كافٍ مناسب للضمانات المعنية، كما فشلت أيضاً في الإفصاح بدرجة كافية عن الافتراضات والمعايير والمنهجيات، وتوضيح معنى وخصائص المخاطر الخاصة بمراتب التمويل الذي تمت هيكلته، وعلاج تضارب المصالح، كما أن المؤسسات المالية لم تقص دائماً عن نوع وحجم التعرض للمخاطر في داخل الميزانية وخارجها، خاصة تلك المتصلة بالمنتجات المهيكلة.³

وعلى النقيض مما عليه الحال بالنسبة لسندات الشركات حيث تقف الوكالات على الحياد عند تقويم مخاطر الشركة، فإن الوكالات هي التي "تدير العرض" بالنسبة للمنتجات المهيكلة. فقد درجت وكالات التصنيف على نصح مصدري التزامات الدين المغطاة بالضمانات حول كيفية هيكله هذه الأدوات

¹ مغاري عبد الرحمان وشيخي بلال، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية"، الملتقى الدولي الثامن حول: إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 08/07 ماي 2013، ص: 10.

² مارتن نيل بيلي وروبرت ليتان وماثيو جونسون، مرجع سابق، ص: 74، 75.

³ نويل ساكاسا، "منع الأزمات في المستقبل"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008، ص: 12.

بأدنى تمويل ممكن. وللقيام بذلك كان مصدر التزمات الدين المغطاة بالضمانات يعملون مع الوكالات للوصول إلى الحجم الأمثل من الشرائح من أجل تعظيم حجم الشرائح التي تحصل على تصنيف عالي من بين الشرائح منخفضة العائد. وحيث كانت الوكالات تحصل على مبالغ كبيرة كمقابل لهذه الخدمة، نتج عن ذلك تعارض واضح في المصالح، ذلك لأن مصدري التزمات الدين المغطاة بالضمانات إذا لم يحصلوا لدى وكالة بعينها على التصنيف الذي يرغبون فيه كان بمقدورهم الاتجاه إلى وكالات أخرى، فيذهب معهم ما كانوا سيدفعون من أتعاب. وقد عرف هذا التصرف بالتسوق التصنيفي Ratings shopping، وبناءً على ما أورده نيوبيورك تايمز New York Times فقد قفزت أرباح وكالة موديز للتصنيف إلى ثلاثة أضعاف لتصل إلى 70 مليون دولار أمريكي في الفترة من العام 2002 إلى العام 2007، ويعزى ذلك في معظمه إلى الأتعاب المحصلة من منتجات التمويل المهيكل. ووفقاً لما ذكر كوفال وآخرون (2008) Coval et al فقد شكلت الأتعاب المتحصلة عن منتجات التمويل المهيكل 44% من إيرادات موديز في العام 2006.

وفي حين يبدو أن وكالات التصنيف قد واجهت إغراءات مُفسدة فإن عدم شفافية النظام ككل هي التي ضاعفت أثر الأحكام البائسة التي أطلقتها تلك الوكالات وتسببت في تضخم تصنيفي Ratings inflation. ولم يقف الأمر فقط عند حد التعقيد الشديد الذي أصاب أسواق الالتزامات المغطاة بالضمانات والمنتجات المهيكلية الأخرى وجعل التصنيف الوسيلة الوحيدة المتاحة للمستثمرين للحكم على المخاطر، وإنما استقل الأمر بحيث واجهت معظم الجهات المؤسسية المستثمرة قوانين تتيح لها فقط شراء الأصول الاستثمارية بناءً على أحكام وكالات التصنيف، ومن ثم أصبحت وكالات التصنيف الثلاث هي وحدها المحكمة في المخاطر في سوق منتجات التمويل المهيكل.¹

ثانياً: مدى وسرعة تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية التي تساندها أصول

أدرك المستثمرون وكنتيجة للتكلفة العالية التي تحملوها أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلية لتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات ولا يحدث التدهور بصورة أكثر تكراراً في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل إنه يقلل عدة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكبدة، ونتيجة ذلك اهتز إيمان المستثمرين بآراء وكالات التصنيف الائتماني -فقد تم تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية التي تساندها رهونات من المرتبة AAA بنفس مستوى سندات الشركات من المرتبة BBB منذ أوت 2007-.

وكان هذا يشكل مشكلة بصفة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح الممتازة المصنفة AAA من التزمات الديون المضمونة التي تكلفها. ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى

¹ مارتن نيل بيلي وروبرت ليتان وماتيو جونسون، مرجع سابق، ص: 75، 77.

مخاطر هذه الأوراق التي تساندها أصول واعتمدت بصورة كبيرة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة اللازمة، وبالتالي فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة AAA في جويلية 2007، تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة بسعر السوق.¹

ثالثاً: جودة عملية التصنيف

وقد أثيرت ثلاث نقاط:²

- الإمكانات المتوفرة لإجراء عملية تقييم الأصول المالية المدعومة؛ حيث شهدت الفترة 2002 إلى 2006 نمو كبير في التزامات الديون المضمونة CDOs وسندات الرهن العقاري المدعومة RMBS في نفس الوقت كانت هذه المنتجات المالية تزداد تعقيداً حيث حولت وكالات التصنيف مجرات هذه الزيادة في الحجم وفي التعقيد، ومع هذا فإن هذه المحاولات لم تكن كافية من جهة، ومن جهة أخرى استمرت عملية إصدار التصنيفات وبالتالي وجود تفاوت زمني بين إصدار التصنيفات ومراجعتها بعد فهم محتوى هذه المشتقات؛
- ممارسات الوكالات فيما يخص العناية المهنية وما يتعلق بالمعلومات المقدمة حول القروض والسندات المدعومة وهذا بعدم قيامها بأي التماس للعناية الواجبة للتحقق من دقة أو جودة البيانات التي تستند إليها القروض المصنفة، كما أنها لم تطلب إجراء العناية الواجبة من المصدرين لضمان سلامة أو موثوقية المعلومات المقدمة؛
- منهجية تقييم السندات والأصول المالية المدعومة؛ قلة الخبرة مقارنة بالسندات التقليدية مما أدى بها إلى الاعتماد على نماذج قد لا تغطي كل أبعاد الأخطار التي تتضمنها هذه الأصول.

رابعاً: فشل السياسة التشريعية لوكالات التصنيف الائتماني

باعتبارها أول مثال يوضح الإخفاق في اتخاذ الإجراءات التنظيمية والتشريعية - والتعاقس عن العمل - أسهمت في إطلاق الأزمة المالية؛ إذ لعبت وكالات التصنيف الائتماني الكبرى من أمثال موديز وستاندرد آند بورز دوراً في صنع الأزمة. شركات التمويل العقاري تقدم بصورة روتينية القروض إلى المقترضين مع القليل من القدرة على سداد هذه الديون لأنهم كانوا يكسبون الرسوم عن كل قرض، وكانت تباع هذه القروض إلى البنوك الاستثمارية، والمؤسسات المالية الأخرى. استحوذت البنوك الاستثمارية والمؤسسات المالية الأخرى على تلك الرهون العقارية لأنها كانت تكسب رسوم حزم الرهون العقارية بشكل أوراق مالية جديدة، وإمكانية إعادة بيع تلك الأوراق المالية الجديدة المدعومة بالرهن (MBS - Mortgage-Backed Security) إلى غيرها من المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم، بما في ذلك شركات التأمين

¹ راندال دود وبول ميلز، مرجع سابق، ص: 16.

² خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 137.

على البنوك، وصناديق التقاعد، اشترت هذه المؤسسات المالية الأخرى MBS، لأن وكالات التصنيف الائتماني ذكرت أنهم لم يصابوا بأذى من قبل مما يزيد الطلب على الأوراق المالية، وتشجيع وكالات التصنيف الائتماني مجموعة واسعة من المؤسسات المالية على القيام بالاستثمارات الفقيرة التي أطاحت في نهاية المطاف بالنظام المالي العالمي.¹

وفي المناخ المالي المستقر مع وفرة في السيولة لا يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيراً من الاهتمام لهذه المخاطر التي تتطوي عليها المنتجات المهيكلية المركبة التي اشتروها، مفترضين بدلاً من ذلك أنهم يستطيعون أن يعيدوا أو يبيعوا هذه المنتجات لآخرين إن اقتضى الأمر. وقد وثقوا بوكالات تحديد المراتب الائتمانية لتقييم المخاطر بصورة سليمة، وباسترجاع الماضي فإن وزناً أكبر من اللازم تم إيلاؤه للمراتب الائتمانية التي جرى تحديدها، وأن اهتماماً أقل مما يجب إيلاؤه إما لتوثيق المنتجات أو للتحري المستقل عن الصكوك المعنية.

وعلى الرغم من أن المستثمرين ربما لم يفهموا على نحو كامل مدى المخاطر التي يتحملونها - والتي يعدون مسؤولين عنها- فإن هيكل الحوافز لدى وكالات تحديد مراتب الائتمان لعب أيضاً دوراً في انتشار منتجات الائتمان المهيكلية، إذ كان يتعين على واضعي الهياكل أن يطالبوا بتصنيف لمختلف شرائح المخاطر داخل كل هيكل. فإذا بدت حجوم أو سمات مختلف الشرائح وكأنها غير كافية لتحقيق التصنيف المطلوب لإشباع الطلب المتوقع على الشرائح، كان يتعين على وكالات التصنيف أن تقترح تغيير الهياكل (مثلاً مزيداً من الإفراط في الضمان) لتحقيقها. وأقل ما يقال هو أن الكر والفر بين واضعي الهياكل الذين يدفعون أجر التصنيف، ووكالات التصنيف التي توفره قد عطل استقلالية عملية التصنيف.²

وهكذا فعلم التشريح في النظام المالي يتطلب تشريح لماذا اعتمدت المؤسسات المالية على تقييم وكالات التصنيف الائتماني؟ كيف أصبحت وكالات التصنيف الائتماني نموذجاً محورياً لذلك؟ حتى كانت 1970 كانت وكالات التصنيف الائتماني التي باعت المؤسسات ضئيلة الخبرة في تقييماتها لمخاطر الائتمان للمشاركين، الآن بات من المستحيل للشركة أن تصدر ورقة مالية من دون شراء لأول مرة بالتصويت. في عام 1975 أنشأت الأوراق المالية والبورصات الأمريكية منظمة معترف بها وطنياً للتقييمات الإحصائية (Nationally Recognized Statistical Rating Organisation) NRSRO هذه التسمية التي منحت بمقتضاه من قبل وكالات الائتمان الكبرى، لجنة الأوراق المالية والبورصات بالولايات المتحدة (U.S. Securities and Exchange Commission) SEC التي اعتمدت بعد ذلك على NRSRO الائتماني لتقييم المخاطر في تحديد متطلبات رأس المال في المؤسسات المالية وتنظيمها من قبل لجنة

¹ نجيب محمد حمودة مسعود، " الإنذار المبكر "الرادار": تحسين الحكم الرشيد للنظام المالي والتشريعي "لروس الإصلاح المستفادة من الأزمة المالية الحالية"، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 1، 2014، ص ص: 124، 125.

² لورا كودرس، "أزمة ثقة وأكثر من ذلك"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص: 10.

الأوراق المالية والبورصات SEC. وقد تبين أن هذه الوكالات كانت تتقاضى أجراها من المؤسسات التي تقوم بتقييم جدارتها الائتمانية وهو ما يشين الاستقلالية.

وكانت الأرباح على المدى القصير المرتبطة بدعم تدفق المنتجات المهيكلة في تقييمات متفائلة لم يكن للعقل تخيلها، والتي حققت خسائر في المستقبل من خسارة لا مفر منها لرأس المال لا صلة لها بسمعة الشركة. على سبيل المثال بلغ متوسط هامش التشغيل في وكالة موديز بين عامي 2000 و2007 نسبة 53%. ويقارن هذا إلى هامش التشغيل من 36% و30% في شركة مايكروسوفت وجوجل، أو 17% في شركة اكسون. أيضاً أدت أزمة انهيار كل من شركة إنرون للطاقة وشركة World Com للاتصالات التي بلغت ديونها 41 مليار دولار إلى صدور مقياس القيمة العادلة في تقييم الأسهم والأصول بناءً على أن السوق قادر على تقديم أفضل مقياس يعبر عن الحقيقة وأكثرها عدلاً؛ ويتم التوصل إليها في حالتي الأسواق النشطة باعتبار تكامل الأسواق والأسواق غير النشطة باعتماد عدة طرق مع الأخذ في الاعتبار سعر الفائدة والمخاطر المختلفة، وبدلاً من أن تؤدي "القيمة العادلة" الهدف النبيل منها تبين من دراسة البنوك المنهارة استخدامها لتحقيق أهداف غير مشروعة لبعض إدارات هذه البنوك عن طريق التقييم المظلل للضمانات المقدمة تغطية للقروض بما لا يتناسب مع قيمتها الفعلية.

ويعتبر سلوك وكالات التصنيف السمة المميزة في أسباب الأزمة المالية كما أنه من الصعب أن يتصور سلوك وكالات التصنيف الائتماني دون أن يتم تبرئة الأنظمة التي تم إنشاؤها لحماية تلك الوكالات، فبدلاً من أن تلعب هذه الوكالات دوراً رقابياً لخدمة المجتمع تحولت إلى أداة لتحقيق أغراض غير مشروعة، وقد نالت البنوك والشركات وشركات الرهن والتأمين نصيبها من العقاب، ولكن هذه الوكالات أقلت منه حتى الآن.¹

ويرى البعض أن هناك قصور في عمل وكالات التصنيف الائتماني لكونها لم تظهر في تقاريرها وتحليلاتها ما ينبئ بحدوث هذه الأزمة المالية الكبرى، والتي كانت نواتها أزمة الرهن العقاري، إذ لم تقم بتبنيه المستثمرين إلى المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركات وبخاصة التي تقدم القروض العقارية أصل الأزمة المالية، فالدور المناط بهذه الوكالات دور كبير ومحوري لدى كافة المستثمرين ولكن عدم حيادياتها إما عمداً أو لعدم الكفاءة أثرت كثيراً في ثقة المستثمرين حول العالم بما تقدمه من تحاليل وتوصيات وتصنيفات ائتمانية، وهذا الأمر جعل الكونغرس الأمريكي يعقد له استجواباً لدى لجنة الرقابة والاصلاح الحكومي وصفته الصحافة الأمريكية بأنه "استجواب قاسٍ جداً وبالغ الخشونة"، ليتم استجواب هذه الوكالات العالمية الكبرى الثلاثة لمعرفة سبب تقاعسها عن تحذير المستثمرين بهذه الأزمة المالية ولماذا لم تقم بتخفيض التصنيف الائتماني للسندات المدعومة بالقروض العقارية لأصحاب الملاءة الضعيفة. وبالتالي فقدان الثقة عالمياً بوكالات التصنيف الائتماني وإخفاقها بالقيام بالدور الصحيح في

¹ نجيب محمد حمودة مسعود، مرجع سابق، ص ص: 125، 127.

عالم الأسواق المالية يدعو إلى التمسك بإحدى قواعد وارن بافيت الاستثمارية وهي أن تغلق أذنيك تماماً في السوق "لا تتصت للمحللين والمستشارين الماليين لأن من سيخسر في النهاية هو أنت لا هم".¹

خامساً: الاحتكار

على الرغم من أن هذه السوق تمتاز من الناحية النظرية بالمنافسة وإمكانية دخول أي وكالة، إلا أن الواقع يثبت أنها سوق مغلقة محتكرة من قبل اثنين إلى ثلاث وكالات في أحسن الظروف، تتبع تلك الوكالات التي سيطرت على السوق أساليب احتكارية غير نزيهة في العديد من الحالات، مدفوعة في ذلك بإمكانياتها الهائلة والقوة التي أصبحت تتمتع بها، خاصة إذا ما تعلق الأمر بالتصنيف السيادي.²

وتسيطر على عمليات التصنيف الوكالات الثلاثة الكبار بنسبة قد تصل إلى 94%، هذه السيطرة هي نتيجة لقانون 1975 الذي أقرته لجنة الأوراق المالية الأمريكية والذي أنشأ ما يعرف بوكالات التصنيف المعترف بها، وهذا من أجل ضبط عملية التصنيف وزيادة دقتها، وبالرغم من أن عدد الوكالات المعترف بها ارتفع إلى 10 وكالات إلا أن الحلقة المفرغة لهذه العملية تصعب عملية كسر هذا الاحتكار وهذا يرجع إلى ما يلي:³

- صعوبة حصول الوكالات على الاعتراف القانوني والذي يخول لها تصنيف الإصدارات والسندات التي سيتم طرحها في الأسواق المالية؛

- ثقة المستثمرين في الوكالات الائتمانية؛ فلضمان نجاح إصدار السندات والديون يلجأ المصدرون إلى الوكالات المعروفة والكبيرة، وبالتالي فإن الحصول على الاعتراف القانوني لا يكون كافي لكسر الاحتكار ما لم تحصل تلك الوكالات على ثقة المستثمرين.

وعلى العموم يشكل الاحتكار سواءً تمثل في سيطرة مجموعة محدودة جداً من الوكالات على السوق أو وضع حواجز تمنع دخول وكالات جديدة (كصعوبة الحصول على الاعتماد مثلاً)، أو إصدار تصنيفات غير ملائمة لمن لا يطلب خدمات الوكالات الكبرى أو أي شكل آخر من أشكال الابتزاز عائقاً في طريق ميكانيزمات السوق نفسها، حيث تصبح غير كفأة وغير عادلة بالنسبة للهيئات المصنفة ويزيد من احتمال ارتكاب أخطاء في حقها وهذا جزء من الفوضى التي يعيشها عالم المالية الحديث.⁴

¹ إدارة الدراسات الاقتصادية والمالية، "أخبار المالية"، دائرة المالية، العدد 39، دبي، 27/21 سبتمبر 2010، ص: 01.

² جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 74.

³ خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 139.

⁴ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 75.

سادسا: ضعف المصدقية في عمل وكالات التصنيف الائتماني

يعتبر اختلاف الوكالات في طريقة التصنيف من العوامل الأساسية التي جعلت الأكاديميين وصناع القرار على حد سواء يشكون في مصداقية التصنيفات المصدرة، فسلم التصنيف غير موحد وتوجد به فروق، لاسيما في مستوياته الدنيا مما قلل من مصداقية التصنيف ككل، إذ قد يعطي تصنيفان مختلفان أو أكثر لدولة أو شركة ما في نفس الوقت من قبل الوكالات انطلاقاً من اختلاف طرق العمل فيها، ولا أدل على ذلك من اختلافها في التنبؤ بالأزمات المالية واحتمال التوقف عن التسديد، ناهيك عن موضوعية الأحكام البشرية التي تميز التصنيف نفسه، بالإضافة إلى ذلك هناك مشكلة صعوبة الفصل بين مستويات التصنيف بدقة أو كما تعرف بمشكلة الحدود بين الدرجات، إذ يبدو جلياً للمحقق في السلم قرب وربما تشابه تلك المستويات عند وصفها واستعمالها في ترتيب الدول والشركات والإصدارات وغيرها من الأدوات المصنفة.

ومن الأمور الأخرى التي مست مصداقية التصنيف في الكثير من الحالات هو إعطاء وزن أكبر لمؤشرات ثبت عدم فعاليتها في التنبؤ بالأزمات المالية مثل نسبة الديون إلى الصادرات وإعطاء وزن أقل إلى مؤشرات أخرى ثبتت فعاليتها في ذلك مثل السيولة، تطور أسعار الأصول المالية وتحرير سوق الصرف. أضف إلى ذلك أن الوكالات تعتمد في تصنيفها للدول على اتجاه تطور أسعار المنتجات المالية فيها، بينما قد يكون سبب ذلك التطور هو توقعات المستثمرين حول أداء الشركات والتي لا تأخذها الوكالات دائماً في الحسبان عند اتخاذ قرارات التصنيف.¹

وبالتالي يمكن القول أن وكالات التصنيف الائتماني أظهرت ضعف عملها قبل الأزمة المالية العالمية من خلال المبالغة في منح تصنيفات عالية بغض النظر عن جدارتها الائتمانية، كما اثبتت اخفاقها إثر انفجار الأزمة وهو الشيء الذي زاد من توجيه أصابع الاتهام حول دورها الكبير في التسبب في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 75، 76.

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لأثر التصنيف الائتماني على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

لم يقتصر إثبات دور وكالات التصنيف الائتماني في إحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الآراء النظرية لأغلب الاقتصاديين، بل أثبتتها أغلب الإحصائيات المنشورة لوكالات التصنيف الكبرى، حيث أثبت التحليل العملي لدرجات التصنيف الائتماني الأخطاء المرتكبة في منح درجات التصنيف الائتماني، وعلى هذا الأساس فقد تم تقسيم هذا المبحث كما يلي:

- ✓ التوريق والتصنيف في الأزمة المالية العالمية 2008؛
- ✓ تحليل درجات التصنيف الائتماني قبل وخلال الأزمة المالية العالمية 2008؛
- ✓ نظرة تقييمية لسلوك وكالات التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول: التوريق والتصنيف في الأزمة المالية العالمية 2008

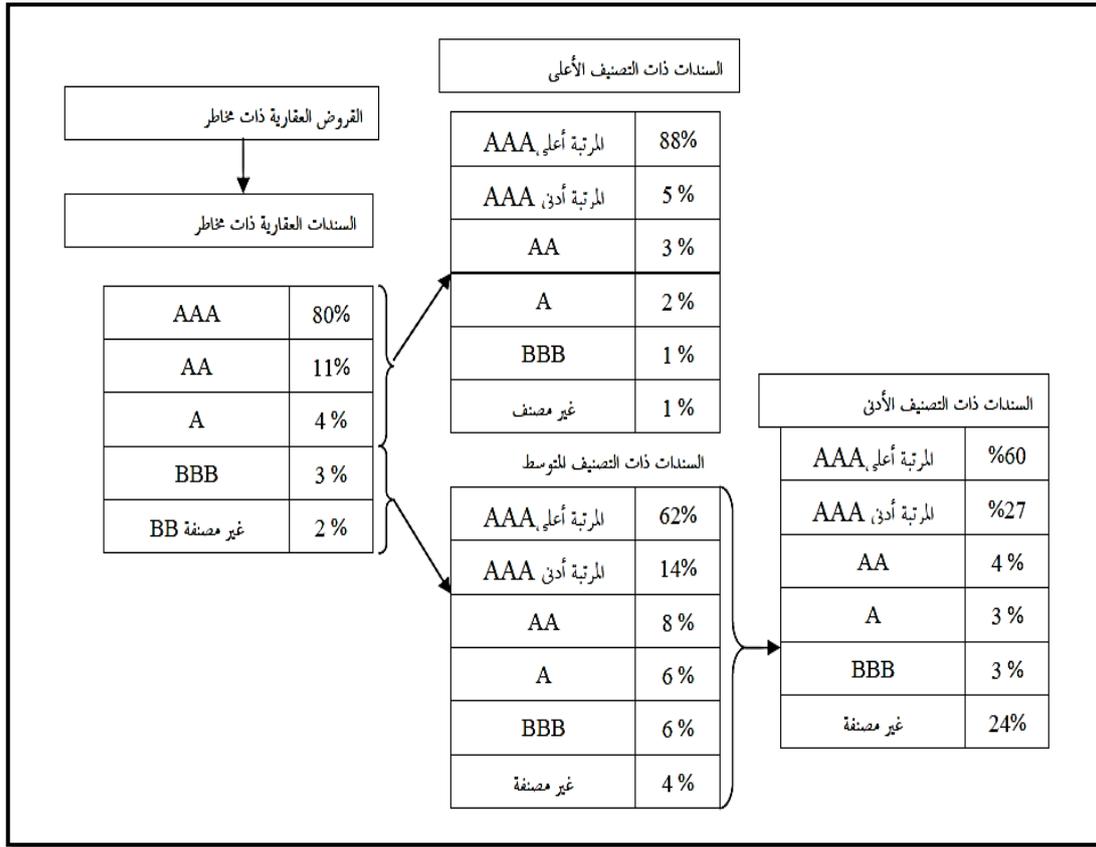
سيتم التعرض في هذا المطلب إلى الهيكلة والتصنيف الائتماني، بالإضافة إلى التوريق والتصنيف الائتماني، كما سيتم التعرض إلى اجراءات عملية التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

أولاً: الهيكلة والتصنيف الائتماني

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية متعددة (مثل مخاطر السوق والائتمان) عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (على سبيل المثال السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن) ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى "شرائح" أو أجزاء، تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح "الممتازة" (الأقل خطورة) ويتسلسل نازلاً خلال مستويات مختلفة إلى شريحة أسهم رأس المال (الأكثر خطورة) كما يوضحه الشكل رقم (20).¹

¹ لورا كودرس، مرجع سابق، ص: 10.

الشكل رقم (20): تقسيم المنتجات الائتمانية حسب التصنيف الائتماني



Source: Gary B.Gorton, **The subprime panic**, NBER Working paper series, october 2008, p :13.

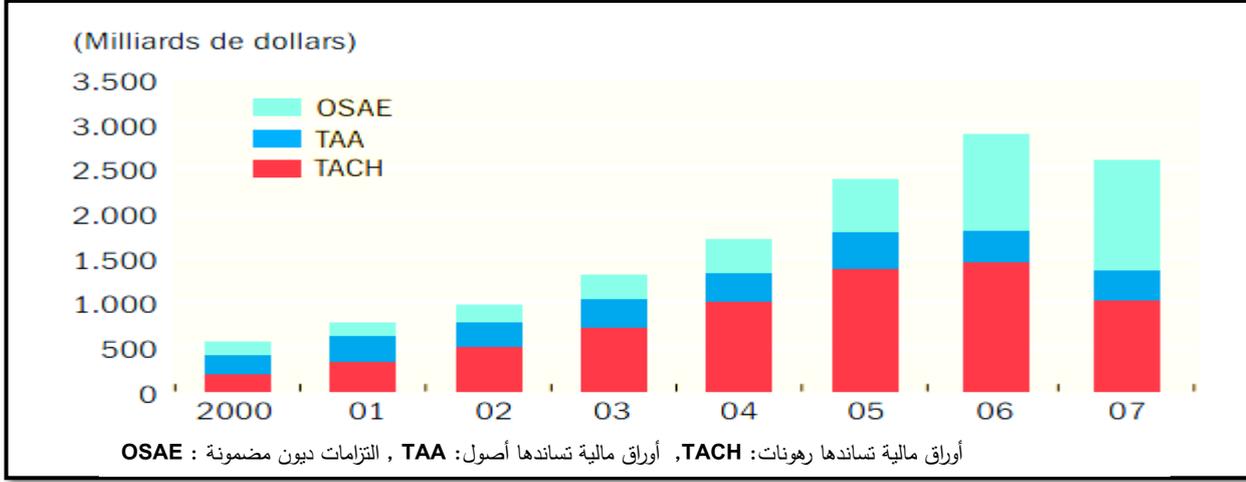
وإذا لم يكن بعض من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث (على سبيل المثال بسبب التخلف عن سداد قروض)، فعندئذ يتعين على حائزي شريحة أسهم رأس المال أن يتحملوا هم أولاً نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية، وإذا نقصت المدفوعات في المجمع بدرجة أكبر لا تحصل المجموعة التالية من الحائزين على مدفوعات كاملة. وعلى نحو نموذجي يتم تشكيل الشرائح فوق الممتازة والشرائح الممتازة من هيكل رأس المال بحيث تتأهل للمرتبة الائتمانية AAA، مما يعني جعل احتمال عدم الحصول على المدفوعات الموعود بها جد منخفض. وحتى جويلية 2007 عندما حلت الأزمة المالية كان النمو في منتجات التمويل الائتماني المهيكل نمواً أسياً. فعلى سبيل المثال نما إصدار منتجات ائتمانية مهيكلة مختارة في الولايات المتحدة وأوروبا من 500 مليار دولار في 2000 إلى 2.6 تريليون دولار في 2007.¹

وبحلول ربيع 2007، بدأ حتى كبار المديرين في بعض من أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلقهم خاصة فيما يتعلق بأوراق الائتمان المالية المهيكلة التي تساندها القروض والرهونات دون الممتازة وتساهل عقود وشروط القروض التي ساندت أنشطة الشراء بأموال مقترضة، لكن نظراً لاستمرار انخفاض

¹ نفس المرجع السابق، ص: 10.

أسعار الفائدة ووفرة السيولة استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلة التي تحمل المرتبة الائتمانية AAA وكسب عائد أعلى من الطبيعي طليق العنان حتى منتصف 2007 كما يوضحه الشكل رقم (21)، ولم تكن لدى المستثمرين معلومات وبصيرة كافيين لوقف انتشار الأوراق المالية التي يجري الإفراط في تسعيرها، وهكذا كانت الضغوط التنافسية من أجل إصدار هذه الأنواع من المنتجات وبيعها شديدة.¹

الشكل رقم (21): تصاعد إصدار الائتمانات المهيكلة الأوروبية والأمريكية



المصدر: لورا كودرس، "أزمة ثقة وأكثر من ذلك"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 2، جوان 2008، ص: 9.

ثانيا: التوريق والتصنيف الائتماني

على عكس التوريق التقليدي الذي يغطي محفظة القروض المصرفية المتجانسة فإن العملية الآن تنطوي على الأدوات المالية القابلة للتداول (السندات أو سندات الدين) والمشتقات الائتمانية، حيث يتم إنشاء مجموعات تحوي كل منها قروض مصنفة وفقاً لمستويات المخاطر المختلفة، وهذا يساعد على جمع القروض التي لها نفس مستويات الخطر من أجل تمويلها بعد ذلك من قبل ممولين يقبلون تحمل مخاطر مالية:²

- فالشرائح الممتازة هي الأكثر أماناً تحظى بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحياناً فئة AAA و AA على التوالي وتحصل على سعر فائدة أدنى؛
- بينما وبعد تسديد حقوق الشرائح الممتازة تتلقى الشرائح الوسطى أو البينية مدفوعاتها والتي تحظى بتصنيف ائتماني دون الدرجة الاستثمارية مساوٍ لفئة BBB يجعلها تحصل على عائد أعلى نتيجة تحملها مستويات مخاطر معينة؛

¹ نفس المرجع السابق، ص: 9.

² Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Les rapports du conseil d'analyse économique, La documentation française, paris, 2008, p: 40.

- ثم تأتي الشرائح الدنيا أو شرائح أسهم حق الملكية Equity والتي لا تتلقى مدفوعاتها إلا بعد سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبيئية بالكامل، فهي الشرائح الأولى في المجمع التي تتحمل الخسائر نظراً لتضمنها مخاطر عالية مقابل تحصلها على أعلى معدل للعوائد في المجمع فهي عادة غير قابلة للتصنيف الائتماني.

وتتطوي على سبيل المثال عملية تصنيف منتج RMBS (الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري سكني) في المقام الأول على تحليل الضمان، لذلك تستخدم وكالة ستاندرد آند بورز نموذج Loan-Level Model (نموذج مستوى القرض) الذي يقيس احتمال التخلف ومبلغ الخسارة عند لحظة التخلف. وعلى الرغم من أن كل من وكالة موديز وستاندرد آند بورز وفيتش تلجأ لاستخدام مناهج تصنيف مختلفة فإن كل الطرق تشمل ثلاثة معالم لتصنيف المنتجات المهيكلة هي: تقدير احتمالات التخلف داخل المحفظة وتقدير معامل الارتباط بين كل التخلفات وكذلك معامل استرداد الأصول الأساسية. كما يستند هذا التصنيف على تعيين هيكل التوريق بما في ذلك سمك الشرائح الدنيا.

إن مناهج تصنيف الشرائح تختلف حسب كفاءات دمج شكل منحني توزيع الخسائر في التصنيف حيث أن وكالة موديز تستخدم متوسط خسائر الشريحة في حين ستاندرد آند بورز تأخذ بعين الاعتبار احتمال تعرض الشريحة لخسائر، وعليه يمكن تحديد تصنيف الشريحة بمقارنة احتمال التخلف أو توقعات خسارة الشريحة مع احتمال التخلف وتوقع خسارة سند كلاسيكي يمتاز كلاهما بتواريخ استحقاق متماثلة، (فالتصنيف الممنوح للشريحة هو نفسه تصنيف السند ذات احتمال تخلف أو خسارة متوسطة تكون أكبر أو تساوي احتمال تخلف أو الخسارة المتوسطة للشريحة). وبالتالي فمن خلال التنوع (مستوى الخطر ينخفض كلما كان عدد الأصول المكونة للضمان كبيراً وكان معامل الارتباط بينهما ضعيف) وهيكلية عملية التوريق (سمك الشرائح بما في ذلك الشرائح الثانوية) فإن جزء من الشرائح الناتج عن عملية التوريق يحصل على تصنيف من فئة AAA رغم احتواء أصول عملية التوريق على ديون خطرة من صنف Subprime¹.

¹ Laure Klein, "La crise des subprimes : origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation", Revue banque édition, Paris, 2008, P P: 49, 50.

الجدول رقم (16): المتعاملون بالتزامات الدين المضمونة CDO سنة 2007

شركات إدارة الأصول	بنوك	صناديق التحوط	شركات التأمين	
18.8	24.9	46.5	9.8	المجموع (%)
5.8	14.5	12.9	6.9	AAA
4	3.5	4.0	1.2	AA
2.9	1.4	4.6	0.3	A
4	0.3	4.3	0.6	BBB
0.3	0.3	2.3	0.0	BB
1.7	4.9	19.1	0.9	Equité

Source : Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Les rapports du conseil d'analyse économique, La documentation française, paris, 2008, p : 237.

حصل المتعاملون بالتزامات الدين المضمونة من صناديق التحوط والبنوك على أعلى تصنيف ائتماني AAA وبنسبة عالية بالمقارنة مع درجات التصنيف الائتماني الأخرى وهذا قبيل انفجار الأزمة المالية العالمية 2008.

ثالثاً: اجراءات عملية التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008

بحكم طبيعتها فإن المنتجات المهيكلة تمتاز بقلّة سيولتها، فهي مصنوعة لتتناسب تماماً مع الخصائص والمخاطر المطلوبة من قبل المشتري، هذه الخصائص تُحد من قدرة إعادة بيعها لمستثمرين آخرين قد تكون حاجاتهم وتفضيلاتهم مختلفة، وهذا يمثل مشكلة دائرية: بحيث أنه يجب أن يستند التقييم "بالقيمة العادلة" وعلى سعر السوق وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، فالمتعاملون لا يستطيعون تقييم الأصل بشكل صحيح إلا إذا توفرت سيولة كافية في السوق، حيث أن السيولة تعتمد على التقييم.

في هذه العملية تُكلف وكالات التصنيف بمهمة أساسية تتمثل في جمع وضبط المعلومات حول المقترضين، فهذه المعلومات ضرورية لتقييم خطر وعائد مختلف الأصول وبالتالي تسهيل عملية تكوين الأسعار، من جهة أخرى وفي أسواق التوريق فإن نظام التصنيف يسمح لكل المتدخلين في الحصول على المعلومات بكل بساطة ووضوح وإيجاز حول مخاطر الائتمان المرتبطة بمختلف طبقات وفئات الأدوات المالية، وهذا ما جعل وكالات التصنيف تحرز جزءاً لا يتجزأ من تصميم وهندسة هذه المنتجات باعتبارها تحدد حجم الشرائح ومستويات تبعية الديون لأنها توفر طرق ونماذج تقييم المخاطر وقياس درجة الارتباط بينها، كما تفرض أيضاً الشروط التي يجب أن تفي بها مركبات التوريق لتكون على مقدر لإصدار أوراق مالية، علماً أن هذه الوكالات تسمح بمقارنة بين المنتجات المهيكلة وطائفة واسعة من الأصول، فهي

تضمن تسويقها أو بعبارة أخرى سيولتها، ومع ذلك فإن هذه العملية تحمل في طياتها نقطتي ضعف رئيسيتين: أولاً كون وكالات التصنيف وحدها المسؤولة عن تقييم مخاطر الائتمان فتصنيفاتها لا تشمل مخاطر السيولة في الواقع، في حين هناك قناعة من المستثمرين بعكس ذلك، ثانياً؛ استخدام نموذج تصنيف المنتجات المهيكلة مماثل لتلك المستخدمة لمنتجات السندات التقليدية ولكن بالنسبة للمستثمرين فإن تصنيف من فئة AAA يرتبط تقليدياً باستثمارات مستقرة، بعبارة أخرى ونظراً لضعف أداء هذه المنتجات فللمستثمرين حوافز أقل للقيام بتحليل شامل لطبيعة وحساسية هذه التصنيفات، فهذا السلوك ليس مناسباً مقارنة بالمنتجات المهيكلة التي أظهرت تقييماتها تقلبات كبيرة كما يظهر في فترات الأزمة.¹

المطلب الثاني: تحليل درجات التصنيف الائتماني قبل وخلال الأزمة المالية العالمية 2008

شهد عمل وكالات التصنيف الائتماني في سوق التمويل المهيكل عدة تغييرات بداية من النصف الأول من سنة 2007، وفي هذا الصدد يمكن تمييز ثلاث مراحل: خلال النصف الأول من سنة 2007 على الرغم من حدوث تدهور حاد في سوق العقارات الأمريكية (زيادة معدلات التخلف عن السداد، وانخفاض أسعار المساكن) لكن بقيت درجات التصنيف الائتماني لجميع الوكالات مماثلة لتلك الدرجات التي تم تسجيلها في السداسي السابق، وفي مرحلة ثانية فقد أدى ارتفاع معدلات عدم القدرة على السداد إلى اقبال وكالات التصنيف على إعادة تقييم العديد من شرائح RMBS Subprime. وخلال سنة 2007 تم تسجيل قرابة 27200 عملية تغيير على مستوى درجات التصنيف الائتماني، 80% منها تمثل عمليات تخفيض لدرجات التصنيف والتي شملت أكثر من 17500 شرائح مختلفة، إضافة إلى هذه التغييرات فقد مثلت حوالي 17740 عملية تغيير من توقعات أصدرتها وكالات التصنيف نفسها.²

وفي 10 جويلية 2007 خفضت وكالة موديز 399 سند من سندات الرهن العقاري المدعومة RMBS بقيمة أصلية تبلغ 5.2 مليار دولار كما قامت ستاندرد آند بورز بوضع 612 سند من سندات الرهن العقاري المدعومة RMBS بقيمة أصلية 7.3 مليار دولار تحت المراجعة للخفض، في اليوم التالي موديز تضع 5 مليار دولار من التزامات الديون المضمونة CDOs على قائمة المراجعة للخفض. شكلت هذه الأحداث بداية لسلسلة من عمليات الخفض التي مست المنتجات المالية المركبة خلال عام 2007 و2008 و2009. وبحلول جوان 2010 وصلت قيمة التخفيضات 2.5 تريليون دولار بالنسبة لسندات الرهن العقاري المدعومة RMBS، و564 مليار دولار من التزامات الديون المضمونة CDOs.³

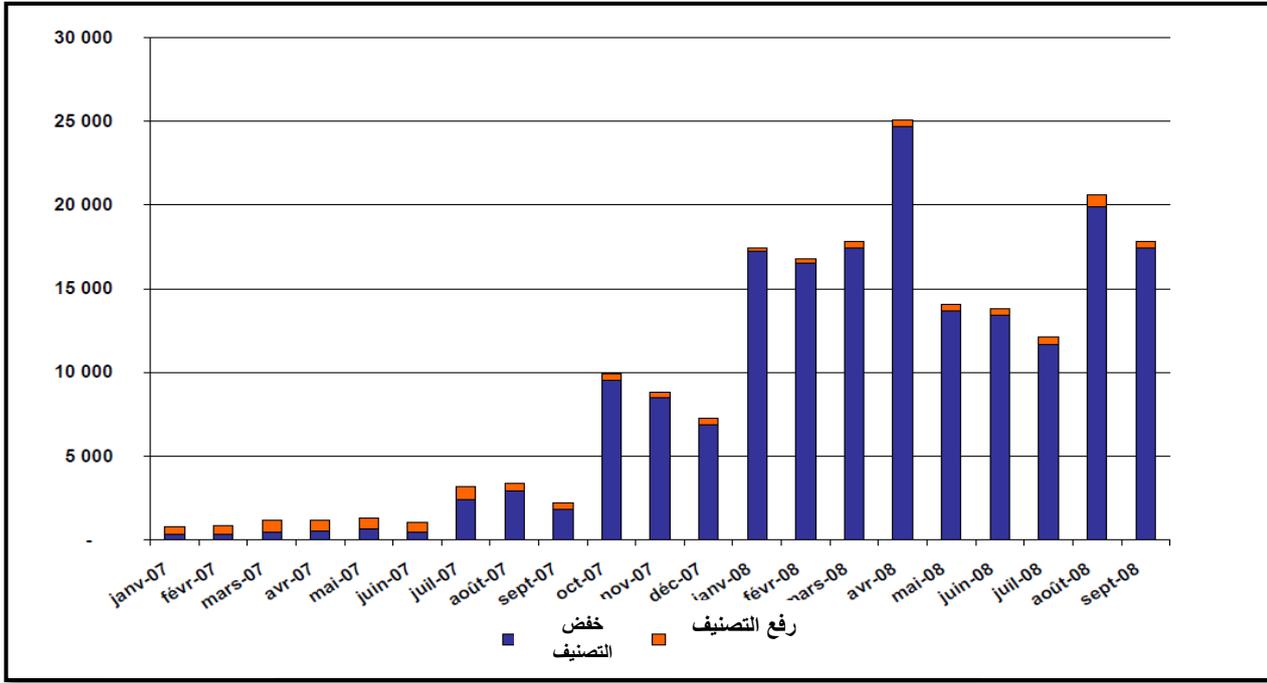
¹ Banque de France, *La crise financière*, Documents et débats, N° 2, Février 2009, P :17.

² AMF, *Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation*, 22 janvier 2009, paris, p: 32.

³ خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 136.

وكمرحلة ثالثة بقيت موجة التخفيضات على مستوى درجات التصنيف الائتماني وذلك في الأشهر الأولى من سنة 2008، والتي تزامنت مع تدهور شركات التأمين، حيث أنه وخلال التسعة أشهر الأولى من سنة 2008 شملت التغييرات أساساً منتجات الرهن العقاري حيث شملت قرابة 100000 تغيير في شكل تخفيض، منها أكثر من 48200 تخص دفعات من المنتجات المهيكلة، وهي ما تمثل حوالي أربعة أضعاف من التغييرات بالمقارنة مع سنة 2007.¹

الشكل رقم (22): تغيرات درجات التصنيف الائتماني على المستوى العالمي

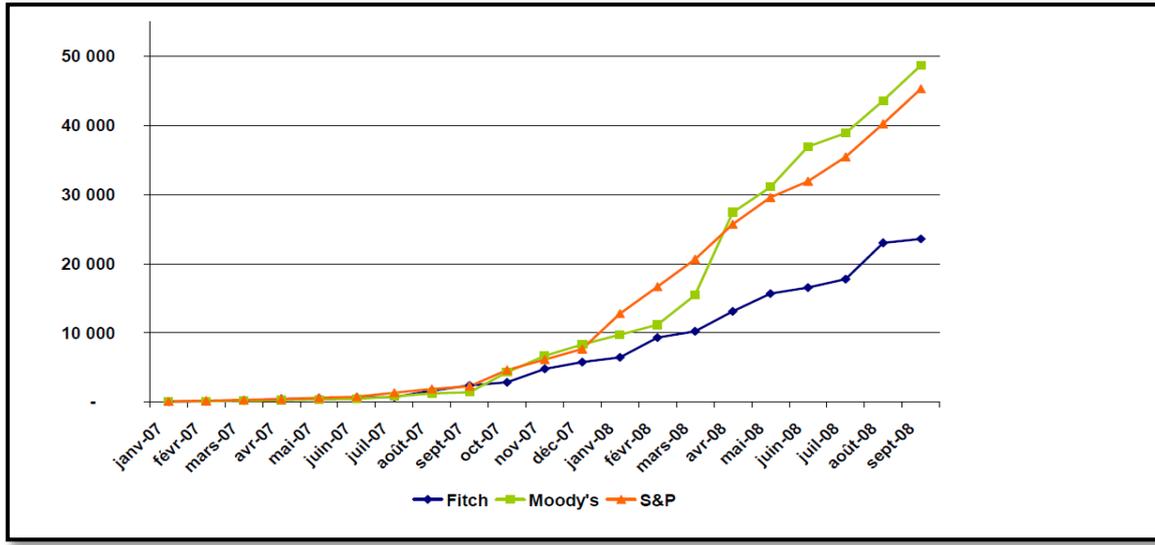


Source: AMF, Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation, 22 janvier 2009, paris, p: 32.

يتضح من خلال الشكل حركات التخفيض والرفع في درجات التصنيف الائتماني خلال الفترة من جانفي 2007 إلى غاية سبتمبر 2008 وهي الفترة المؤرخة للأزمة المالية العالمية، حيث كانت درجات التخفيض والرفع منخفضة خلال الفترة من جانفي إلى سبتمبر 2007، ثم بدأت عمليات الخفض ترتفع بشكل كبير جداً بداية من أكتوبر 2007 وهي الفترة التي بدأت فيها مظاهر الأزمة المالية تطفو على السطح وبداية ظهور معالمها مما تطلب من وكالات التصنيف الكبرى في الإسراع بعمليات التخفيض المتتالية وهو السلوك الذي زاد من حدة الأزمة المالية حيث تواصلت عمليات التخفيض إلى غاية سبتمبر 2008.

¹ AMF, Op. Cit, p: 33.

الشكل رقم (23): تراكم تخفيض درجات التصنيف حسب الثلاث وكالات الكبرى على مستوى العالم



Source : Ibid, p: 32.

رافق فترة الأزمة المالية العالمية نفس السمة للوكالات الثلاث الكبرى للتصنيف الائتماني ستاندر أند بورز، موديز وفيتش حيث أنه وإلى غاية سبتمبر 2007 كانت عمليات التغيير منخفضة وبسيطة، لتبدأ بعد ذلك عمليات التخفيض المتسارعة وبوتيرة كبيرة بداية من سبتمبر 2007 إلى غاية سبتمبر 2008 وهي الفترة الحرجة للأزمة المالية العالمية، وبالرغم من اختلاف مقدار الحركة بين الوكالات الثلاث بشكل طفيف وذلك بناءً على حجم نشاط كل وكالة من الوكالات الثلاث وطبيعة المنتجات المصنفة بالنسبة لكل واحدة منهم إلا أن الانخفاض السريع لدرجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة كان السمة الغالبة والواضحة. حيث أن التغيير وبالتخفيض كان السمة الغالبة خلال هذه الفترة وهو ما سبب زعزعة مفاجئة وبالتالي حدوث تقلبات كما يؤدي إلى المغالاة في تقدير قيمة الأصول، لاسيما في حالة تخفيض التصنيف الائتماني. ومن ثم فإدخال تغييرات على التصنيف الائتماني يمكن أن يسبب أزمات مالية كبيرة.

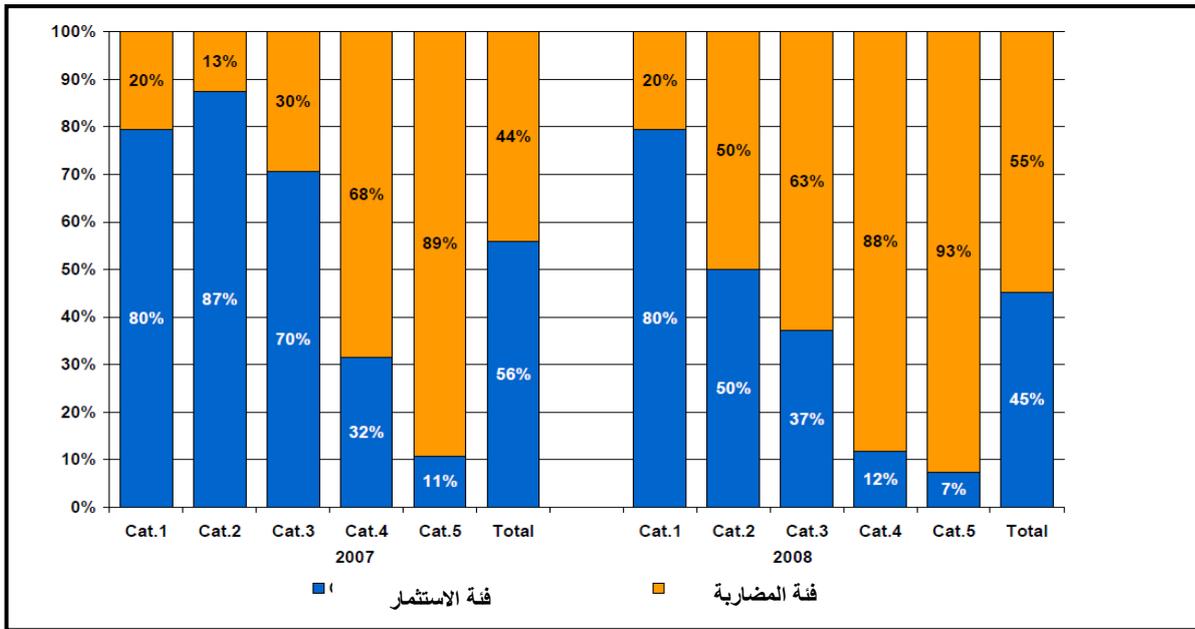
الجدول رقم (17): عدد الشرائح التي شهدت تغييرات في درجات التصنيف في جميع الوكالات على الصعيد العالمي

المجموع	أكثر من ثلاث تغييرات	اثنان أو ثلاثة تغييرات	تغيير واحد	
17 547	652	6 023	10 872	2007
100%	4%	34%	62%	
48 243	6 085	21 220	20 938	2008 (تسعة أشهر)
100%	13%	44%	43%	

Source : Ibid, p: 33.

التغيير الذي رافق درجات التصنيف الائتماني كان أقل حدة في سنة 2007 بالمقارنة بالتسعة أشهر الأولى لسنة 2008 وهي الفترة التي اشتدت فيها الأزمة المالية، حيث كان عدد التغييرات من اثنان إلى ثلاث تغييرات يمثل الأكبر بالمقارنة بسنة 2007 حيث غلب عدد تغيير واحد فيها وهو ما يعبر على عدم ثبات درجات التصنيف الائتماني عند صدورهما وبالتالي عدم مصداقيتها لتلك الفترة فمن مقومات مصداقية درجات التصنيف الممنوحة هو عدم تعرضها للتغيير خلال فترة قصيرة.

الشكل رقم (24): مسار الشرائح المصنفة ضمن الفئة الاستثمارية بعد عملية التغيير في التصنيف (فئة الاستثمار/ المضاربة) تبعاً للسنة والتصنيف الأولي



Source : Ibid, p: 34.

ملاحظة: 87% من الشرائح تصنف في البداية ضمن الفئة الثانية، وبعد أن خضعت لتغيير في التصنيف سنة 2007 بقيت في الفئة الاستثمارية بعد إجراء التغيير، 13% انتقلت إلى فئة المضاربة.

عدد الملاحظات تمثلت في 40435 سنة 2007 و96997 سنة 2008. هذا الشكل من التغيير يغطي التغيير في الشرائح التي صنفت بعد العملية.¹

انطلاقاً من مجموعة الشرائح المصنفة بين سنتي 2007 و2008 فإن الفئة الاستثمارية هي الغالبة سنة 2007 بالمقارنة بالشرائح المصنفة سنة 2008 والتي غلبت عليها فئة المضاربة والتي تزامنت مع جملة كبيرة من التغييرات في درجات التصنيف الائتماني لجملة الشرائح.

الجدول رقم (18): معدل التخلف عن السداد على أساس سنوي (%)

ديسمبر 2006	ديسمبر 2007	سبتمبر 2008	
0.00	0.04	0.30	AAA
0.00	0.06	0.87	AA
0.00	0.11	1.61	A
0.08	0.61	3.09	BBB
0.26	2.36	5.12	BB
0.59	1.42	10.41	B
22.42	24.10	54.03	CCC=>

Source : Ibid, p: 38.

زادت معدلات التخلف عن السداد منذ سنة 2006 لتصل إلى مستويات عالية جداً ضمن فئة المضاربة إلى غاية سبتمبر 2008، في حين كان معدل التخلف عن السداد لا يتجاوز 0.59% إلى الفئة B، فقد وصل في سبتمبر 2008 إلى 10%، عند الفئة الأدنى من الدرجة B كان هذا المعدل يمثل 54% في سبتمبر 2008 مقابل 24% في نهاية عام 2007.

¹ Ibid, p : 34.

المطلب الثالث: نظرة تقييمية لسلوك وكالات التصنيف الائتماني خلال الأزمة المالية العالمية 2008

لم تتمكن وكالات التصنيف الائتماني من إعطاء التقييم الصحيح للأوراق المالية الصادرة، فهي اعتمدت في منح تصنيفاتها على تحقيق أعلى إيراد وركزت على استخدام النماذج الرياضية والاحصائية في تقييم المخاطر دون اهتمام للبعد الانساني في تحليل الائتمان، كما افترضت ارتفاع القيمة السوقية للعقارات المرهونة.¹ وتشير الأزمة المالية العالمية أن جودة أداء وكالات التصنيف الائتماني كانت دون المستوى حيث أثبتت هذه الوكالات فشلها في مهامها وقامت وبتساهل كبير بتقديم درجة AAA لمعظم الأوراق المالية المسندة إلى قروض عقارية من نوع Subprimes كما لم تسارع بتخفيض هذه الدرجة تدريجياً عندما بدأ السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع، والأخطر من هذا فقد تسببت الوكالات في تعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة على إجراء تخفيض كبير مرة واحدة متسببة في انهيار السوق وحدث آثار كبيرة.²

وقد اتفقت العديد من الدراسات ولجان التحقيق أن للوكالات مساهمة كبيرة في الأزمة المالية العالمية نظراً للدور الذي تلعبه في نشاط أسواق المال العالمية من حيث طبيعة عملها في احتكار القلة، وتضارب المصالح، وضعف القوانين، حيث ساهمت هذه التصنيفات في الأزمة من خلال:³

- أن التصنيفات الائتمانية المضخمة التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى زيادة إصدار الأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة مثل الأوراق المالية المضمونة بالرهون العقارية السكنية، والأوراق المالية المضمونة بمجموعة من أدوات الدين المختلفة؛
 - أن متطلبات رأس المال القانونية تركزت في جزء منها على التصنيف الائتماني لأصول المؤسسات المالية، وبالتالي فإن التصنيفات الائتمانية المضخمة التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيينها قد أدت إلى انخفاض نسبة الأصول التي يجب أن تحتفظ بها المؤسسات المالية، وهذا 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 والتي بدأت في عام 2007 قد أدت إلى حدوث الصدمات للمؤسسات المالية، حيث أثرت على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية وأدت إلى حدوث مشكلات في السيولة.
- وعند مراجعة بعض المصادر المتوافرة في مواقع هيئات التحقيق الأمريكية تبين أن هيئات التحقيق الأمريكية في الأزمة المالية التي تولت التحقيق في أسباب الأزمة المالية وجدت أن إحدى هذه

¹ Austin Murphy, **An Analysis of the financial crisis of 2008 : causes and solutions**, Rochester, November 2008, p: 8.

² Barry Eichengreen, "Dix questions à propos de la crise des prêts subprime", **Revue de la stabilité financière**, Banque de France, N° 11, février 2008, p: 23, 24.

³ خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 136.

الوكالات قامت لوحدها بتصنيف ما قيمته 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية خلال الفترة ما بين عامي 2000 و2007 إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 650 مليار دولار من التزامات الدين المضمونة لنفس الفترة.

وفي مراجعة لبعض المواقع المتخصصة فإن تصريحاً موثقاً للسيد "فيل انجيليدس" رئيس هيئة التحقيق في الأزمة المالية يذكر فيه أن وكالة موديز كانت مصنعاً لتصنيفات AAA أدى توسعها في إصداره إلى أن يقفز سعر سهمها ستة أضعاف في الفترة من عام 2000 إلى عام 2007 وأكمل قائلاً "إن المستثمرين الذين اعتمدوا على التصنيفات الصادرة عن وكالة موديز لم يحققوا درجة كبيرة من النجاح" لذلك فليس مستغرباً أن تتجه أصابع الاتهام إلى تلك الوكالات بشأن مدى مصداقيتها وشفافيتها والسبب يعود إلى وجود عيوب كثيرة في عمليات التصنيف التي تجريها تلك الوكالات وكذلك الإجراءات المتبعة في هذه التصنيفات.

وهناك قناعة لدى مجموعة من الحكومات الغربية المتضررة وعلى رأسها الحكومة الأمريكية أن وكالات التصنيف الائتماني العالمية وخاصة الأمريكية منها ساهمت وإن بشكل غير مباشر في الأزمة المالية العالمية، كما أن القائمين على تلك الوكالات يعلمون جيداً أن تلك الإخفاقات ساهمت بشكل واضح في إضعاف مصداقيتها وخفض درجة شفافيتها وإمكانية تعرضها للمساءلة، وهذه حقيقة يعرفها الجميع بما في ذلك الحكومات والمؤسسات المالية وحتى الأفراد المستثمرين، ويات واضحاً أن عملها يفتقر في الكثير من الحالات إلى الشفافية.¹

ويرد مسؤولو وكالات التصنيف الائتماني على كل التهم التي جاءت ضدهم بأن التصنيفات التي تقدمها وكالات التصنيف الائتماني لا تمثل توصيات بشراء أو بيع سندات أو أصول معينة، بل هي مجرد آراء موضوعية تستند على أسس علمية حول الوضعية المالية للقروض التي تقيمها، كما أن الأخذ بهذه الآراء أو تركها لا يُحمل وكالات التصنيف النتائج المترتبة عنها. لذلك وعقب الأزمة المالية العالمية تفاوتت ردات الفعل الدولية حول تصنيفات الوكالات، وقد تضمنت في غالبها ثلاث نقاط رئيسية تمثلت في:

- إعادة النظر في القوانين التنظيمية لهذه الوكالات؛
- تشجيع عمل وكالات التصنيف الإسلامية والاعتماد عليها بشكل أكثر؛
- التفكير في إنشاء وكالات تصنيف محلية أو إقليمية من أجل منافسة الوكالات الثلاث الكبرى.

¹ فهد عبد الرحمن المعجل، "تخفيض وكالة ستاندر آند بورز لتصنيف المملكة الائتماني غير موفق من الناحية التحليلية المهنية"، مجلة الرياض الاقتصادي، العدد 17304، 2015/11/09، ص: 4.

المبحث الثالث: إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني

نتيجة للآثار البالغة التي تخلفها الأزمات المالية عقب حدوثها وخاصة الأزمة المالية العالمية التي حدثت سنة 2008 فقد بات لزاماً إجراء إصلاحات شاملة لمختلف مسببات هذه الأزمة وعلى رأسها إخفاق وكالات التصنيف الائتماني في وضع التصنيفات الصحيحة، وذلك من خلال ضرورة وجود عملية مراجعة واسعة لعمليات الرقابة والإشراف على هذه الوكالات، بالإضافة إلى جملة من الاجراءات التي يجب اتباعها والتي من شأنها إصلاح مختلف السلبيات التي نتجت عن نشاط وكالات التصنيف الائتماني. ومن خلال ما سبق فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ما يلي:

- ✓ تقييم الرقابة على وكالات التصنيف الائتماني؛
- ✓ أهم إجراءات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني؛
- ✓ وكالات التصنيف الإسلامية كوسيلة لإصلاح عمل وكالات التصنيف.

المطلب الأول: تقييم الرقابة على وكالات التصنيف الائتماني

إنها حقيقة أن وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية (موديز وستاندرد آند بورز وفيتش ناهيك عن غيرها) لم تتنبأ حقاً بحدوث ثلاث أزمات مالية كبيرة في السنوات الخمس عشر الماضية: الأزمة الآسيوية سنة 1997، الفضائح المالية في أوائل 2000 (WORLD COM، ENRON ... وغيرها) والأزمة المالية العالمية 2008، ومع ذلك فإن هذه الوكالات تساهم في تقديم الخدمات العامة من خلال تحسين شفافية المعلومات المالية، وعن طريق الحد من التفاوت في المعلومات بين المصدرين والمنتجات، كما تعد بمثابة مرجع لتقييم مخاطر الائتمان.¹

أولاً: وضعية الرقابة على وكالات التصنيف الائتماني قبل وبعد الأزمة المالية العالمية

نشرت اللجنة التقنية IOSCO* في سبتمبر 2003 بيان المبادئ فيما يتعلق بأنشطة وكالات التصنيف الائتماني، وقد صممت لتكون أداة مفيدة لتنظيم الوكالات من خلال صياغة الشروط والظروف التي تعمل فيها وطريقة استخدام آرائها من قبل المشاركين في السوق. وُضعت هذه المبادئ الرفيعة المستوى من الأهداف لوكالات التصنيف والمنظمين والمصدرين والمشاركين الآخرين في السوق حيث تسعى نحو تحسين حماية المستثمرين وتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في أسواق الأوراق المالية والحد من المخاطر النظامية. وثرُك أسلوب تنفيذ هذه المبادئ مفتوح.² وتتمثل المبادئ الخاصة بوكالات

¹ Patrick Artus et autres, Op. Cit, p : 120.

* المنظمة الدولية لهيئات سوق المال IOSCO: هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية.

² خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 140.

التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات حسب المنظمة الدولية لهيئات سوق المال IOSCO فيما يلي:¹

- ينبغي أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كافي من الرقابة؛
- ينبغي أن يكون مراقبو الحسابات مستقلون تماماً عن الجهة المصدرة التي يقومون بمراجعة حساباتها؛
- ينبغي أن تتمتع معايير المحاسبة بجودة عالية مقبولة دولياً؛
- ينبغي أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستوى كافي من الرقابة، وكذا يجب التأكد من أن وكالات التصنيف الائتماني التي يتم استخدام ما يصدر عنها من تقارير وتصنيفات ائتمانية في السوق المنظمة تخضع لمتطلبات الترخيص والرقابة المستمرة؛
- ينبغي أن تخضع الجهات الأخرى -التي تقدم خدمات تحليلية وتقييمية للمستثمر- للرقابة ولنظام يتناسب ودورها في السوق أو لنظام رقابي يتناسب مع درجة اعتماد النظام الرقابي على هذه الجهات.

وقد ارتبط تنظيم وكالات التصنيف الائتماني بالأزمات التي مست أسواقها بدءاً بالقوانين الصادرة بعد الأزمة الاقتصادية 1933-1934، ثم قانون 1975 والذي تم فيه تحديد وكالات التصنيف المعترف بها لدى لجنة الأوراق المالية. وقد نصت الفقرة 702 من قانون ساربينز أوكسلي على تكليف الكونغرس للجنة الأوراق المالية لإصدار تقرير عن دور ووظيفة الوكالات في تشغيل أسواق الأوراق المالية، وكان ذلك لمعالجة العديد من القضايا المتعلقة بدورها بما في ذلك تدفق المعلومات في عملية التقييم الائتماني، والعوائق المصطنعة من طرف هذه الوكالات المعترف بها وطنياً لدخول سوق الولايات المتحدة من طرف الوكالات غير المعترف بها وتضارب المصالح والممارسات المسيئة. نتج عن هذا التقرير اعتماد الكونغرس قانون إصلاح وكالة التصنيف الائتماني لسنة 2006 الذي يرمي إلى تحسين جودة التصنيفات لحماية المستثمرين بما يحقق المصلحة العامة من خلال تعزيز المساءلة والشفافية والمنافسة في قطاع التصنيف الائتماني، كما تم منح السلطة للجنة الأوراق المالية من أجل تنظيم القوانين واعتماد وتسجيل الوكالات ضمن منظمات التصنيف الائتماني المعترف بها وطنياً وهذا دون التدخل في إجراءات ومنهجية التصنيف.²

وعقب الأزمة المالية العالمية عدلت المبادئ التي أصدرتها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وهذا بهدف دعم قواعد التعامل فيما يخص نوعية وسلامة عملية التقييم وتضارب المصالح ومسؤولية الوكالات تجاه المستثمرين والمصدرين، حيث كانت التنقيحات تشمل التدابير الرامية إلى تعزيز جودة

¹ International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation**, OICU-IOSCO, Juin 2010, p: 09.

² خالد مقدم، مرجع سابق، ص ص: 140، 141.

عملية التصنيف، ضمان إجراءات الرصد اللاحقة وتوقيت التصنيف، حظر مشاركة المحللين في تصميم الأوراق المالية المهيكلة التي تصنفها وكالاتهم، إضافة إلى زيادة الإفصاح.¹

ثانياً: درجة الثقة بالتصنيفات الائتمانية

نتيجة للعديد من الأخطاء التي ارتكبتها وكالات التصنيف في حق الدول، الهيئات المحلية والشركات المصنفة وجرت بذلك وراءها المستثمرين، تعرضت لكثير من الانتقادات من قبل جملة من الأكاديميين والحكومات والمؤسسات المالية والنقدية الدولية والشركات وغيرها من الهيئات المتضررة من عمليات التصنيف أو تغييره أو من التوقعات أو تغييرها أو من الوضع تحت الرقابة أو غيرها من الصيغ المرتبطة بصناعة التصنيف. إذ انطلقت تلك الانتقادات من كون أن وكالات التصنيف مهما كانت قدرتها على التحليل ومهما أوتيت من تقنيات وإمكانيات مادية وبشرية فإنها لا تتوفر دائماً على المعلومات الكاملة عن الهيئات المصنفة، لاسيما في حالات التصنيف غير المرغوب فهي تعتمد في ذلك على ما توفره الأسواق من معلومات التي قد لا تفي بالغرض، الشيء الذي يجعلها تقشلق في الوصول إلى تصنيف دقيق وعادل لهذه الهيئة أو تلك، كما أن فشل الوكالات في انجاز تصنيفات دقيقة ليس وليد اليوم حيث ذكرت بعض المصادر أنها صنفت جملة من الدول في خزانة الدول المنخفضة المخاطر خلال فترة الكساد العظيم في العشرينات من القرن الماضي واتضح أنها توقفت عن التسديد بعد ذلك.²

وبناءً على خبرة وكالات التصنيف الائتماني مع عدد من الدول الأوروبية وغيرها من التحفظات، عادة ما تُثار قضية درجة الثقة بالتصنيفات الصادرة من وكالات التصنيف خاصة أثناء وبعد الأزمات مثل أزمة نهاية التسعينات من القرن الماضي في بلدان شرق آسيا، والأزمة المالية العالمية عام 2008 وتوابعها، علماً بأن درجة المصداقية والثقة تعتبر أحد العوامل الرئيسية للحكم على الاستقرار الاقتصادي ودرجة ثقة المستثمرين في التعامل مع ديون بلد معين (البلد المصدر للسندات).³ وفي هذا المجال يمكن الإشارة إلى عدد من الانتقادات المرتبطة بمدى الثقة بهذه التصنيفات، منها:

- اعتمدت وكالات التصنيف عند بداية نشاطها على تحميل المستثمرين بتكاليف إجراء التقييم الخاص بالمخاطر، إلا أنها تحولت في منتصف القرن العشرين إلى تحميل مصدري الأوراق المالية (السندات) تكاليف تقييم نوعية ومصداقية هذه الأوراق، وهو الأمر الذي أدخلها في ساحة تضارب المصالح؛
- في محاولة وكالات التصنيف الائتماني التخلص من الوكالات الصغيرة قررت الوكالات الكبيرة الاندماج بهدف تحقيق أكبر معدل للأرباح والسيطرة على الأسواق المالية، الأمر الذي ساهم في

¹ نفس المرجع السابق، ص: 142.

² جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 71.

³ أحمد الكواز، مرجع سابق، ص: 24.

- خلق ظاهرة احتكار القلة (لم توضح مفوضية الأوراق المالية والعمولات الأمريكية SEC أسباب رفض تسجيل الوكالات الأخرى بالمفوضية، وتسهيل مهام الوكالات الكبرى، علماً بأن هناك عشر وكالات مسجلة ضمن المفوضية فقط)؛
- تتعامل وكالات التصنيف أيضاً بتقييم وتقديم اقتراحات خاصة بهيكل رأس المال الخاص بنفس الشركات التي تتعامل معها في مجال التصنيف الائتماني، وهو ما يشكل مظهر واضح لتضارب المصالح، ولحل هذه الاشكالية عادة ما تلجأ وكالات التصنيف لتكليف فريق لإجراء مهمة تقييم هيكل رأس المال في حين تكلف فريق آخر لإجراء التصنيف الائتماني؛
 - تشير وكالات التصنيف الائتماني ضمن آليات عملها بأنها غير مسؤولة عن الأضرار الناتجة من أخطاء في تقييم التصنيف؛
 - والأهم من ذلك أن الهدف الرئيسي لوكالات التصنيف هو تحقيق الربح في حين أن ما يجب أن يكون هدفاً رئيسياً هو: عمل الوكالة كمنظم للسوق ورغم التصريحات بعد أزمة عام 2008 بأن الوكالات فشلت في إدارة الأعمال إلا أن ذلك لا يمكن أن يُقال في مجال تحقيق الأرباح، فقد حققت بعد الأزمة مكاسب من جراء تقييم السندات المدعومة بالرهن العقاري، وتقييم ضمانات الديون تقدر بثلاث أضعاف ما حققته من جراء تقييم إصدار السندات الحكومية (غير المرتبطة بالأزمة)، وفي حالة عدم تقييم هذه الوكالات لضمانات الديون لتصنيف AAA فما كان لها أن تحصد هذه الأرباح؛¹
 - عدم ملائمة النموذج المستخدم لتقييم الأخطار الذي لم يأخذ في الحسبان خصوصية هذا النوع من السندات والتي لا يمكن تقييمها بنفس طريقة تقييم السندات العادية الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية، فهذه الأخيرة تستقي جودتها من متانة المركز المالي للمصدر بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية الكلية في المقابل فإن تقييم السندات الناتجة عن توريق القروض العقارية يستند أساساً إلى الدورات الاقتصادية وبالتالي فإن قيمتها مرتبطة بشكل كبير بالأوضاع الاقتصادية الكلية؛
 - الاعتماد في حساب احتمال عدم الدفع بالنسبة للسندات الصادرة عن المؤسسات على معلومات تاريخية لفترة زمنية طويلة تجعل التوقع ذو مصداقية، في حين أن تقييم احتمال عدم الدفع بالنسبة للسندات المسندة للقروض العقارية اقتصر على معلومات حديثة لحدثة هذه الأصول المالية، كما أن هذه المعلومات لم تشتمل إلا على فترة الرواج كون هذه الأوراق المالية لم تعرف انتكاسات سابقة؛
 - مقررات بازل 2 التي تنص على ضرورة الاعتماد على التقييم الخارجي (أي خبرة وكالات التصنيف) في تقييم أصول البنوك الصغيرة التي لا تملك نماذج تقييم داخلي للأخطار، دفع

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 24، 25.

- البنوك إلى الضغط على هذه الوكالات حتى ترفع من مستوى تقييمها للسندات وتتيح لهم بالتالي مجال استثمار أوسع في الأوراق المالية؛
- مشكلة تضارب المصالح فوكالات التصنيف تتقاضى عمولاتها أولاً عند تقديم الاستشارات للبنوك حول طريقة هيكله المنتجات المالية حتى يتمكن البنك من الحصول على الدرجة التي يريد، بعد ذلك تعرض هذه المنتجات المهيكلة للتقييم مقابل عمولة أخرى على نفس الوكالة حفاظاً على مصالحها تمنح نفس الدرجة الموعودة؛¹
 - نظراً لأن وكالات التصنيف الائتماني تتلقى أجراً من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى كثيراً من قيمتها لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشترين، وتتفادى عندما تتدهور الظروف أن تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعاً ليبدو أن لديها نظاماً للتصنيف مستقراً وموثوقاً به، ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة بدرجة ما على الأقل بفعل الحاجة إلى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصدقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة.²
- إن الاعتماد في التنظيم المالي على المراتب التي تحددها وكالات التصنيف الائتماني هو عمل يضاهاه خصخصة العملية التنظيمية - التي تدخل ضمن مسؤوليات الحكومة في الأساس - وتنازلاً من الحكومة عن واحد من واجباتها الأساسية للحصول على منافع مزعومة مثل خفض تكاليف التنظيم ورفع درجة الكفاءة والدقة. ويمكن اعتبار هذا التسليم للمسؤولية التنظيمية إلى هيئات خاصة شكلاً من أشكال الإخفاق الحكومي لأن الدولة تقوم فعلياً بنقل سلطتها التنظيمية إلى شركات خاصة وإن كانت تحتفظ بمسؤوليتها عن النتيجة الكلية، وينطوي هذا المنهج على مشكلات ترجع إلى عدة أسباب:³
- هدف وكالات التصنيف الائتماني هو تحقيق الحد الأقصى من الأرباح وتعظيم قيمة ملكية المساهمين، وبالرغم من أن لديها حافزاً قوياً لتوفير معلومات جديدة بالثقة، فهي غير مكلفة بتوفير معلومات للصالح العام كأى هيئة تنظيمية، وفي ظل غياب التوافق التام بين الحافز الخاص والواجب العام، تكون هناك احتمالات من حدوث تعارض وليس، وقد يعاني أحدهما أو كلاهما فإذا عانى الواجب العام تصبح مصداقية العملية التنظيمية ضعيفة؛
 - كان ترخيص وتنظيم وكالات التصنيف الائتماني محدوداً إلى درجة لافتة للانتباه، ويستند اختيار هيئة التصنيف في الأساس إلى وضعها المعروف في السوق وليس إلى شروط تنظيمية أو اجراءات ترخيص مقننة، وكان الضعف يشوب نظم تقييم وإقرار المنهجيات التي تستخدمها هذه

¹ بن نعمون حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 14، 15.

² لورا كودرس، مرجع سابق، ص: 12، 13.

³ بانايوتيس غافراس، "عبة التصنيف"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 49، العدد 1، مارس 2012، ص: 35، 36.

الهيئات وعمليات ترخيصها ونظم المراقبة لضمان مساءلتها - أو كانت تنسم بالسطحية في أفضل الأحوال-؛

- حتى وإن كانت وكالة التصنيف الائتماني تتمتع بسجل أداء ممتاز فلا تزال هناك مخاطر من تقلص مصداقية العملية التنظيمية نظراً لاحتمالات الخطأ الكامنة في التصنيفات الائتمانية بسبب اعتمادها على الأحكام التقديرية، وعلى مستوى السوق إذا تجاوزت إحدى وكالات التصنيف الائتماني مستوى حدي من عدم الموثوقية فسوف تخسر عملاءها وتفشل في نهاية المطاف. غير أن الهيئة إذا كانت جزءاً من الإطار التنظيمي قد تسفر أخطاؤها عن انعكاسات حادة، وحتى إذا أمكن في نهاية الأمر استبعاد هيئة ضعيفة الأداء، فكيف يمكن أن تفشل هيئة تصنيف ائتماني بينما هي جزء من الإطار التنظيمي؟ فمن الذي سيتحمل المسؤولية إذا أدت آراء الهيئة إلى حدوث تشوهات، وخاصة إذا انتهى الأمر بنقص رؤوس الأموال لدى المؤسسات المالية؟ فالتصنيف الخاطئ يمكن أن يظل الأطراف المعتمدة عليه، كما يُحتمل أن يرتفع الثمن الذي يدفعونه. وتحرص وكالات التصنيف الائتماني على التنبيه بانتظام إلى أن تصنيفاتها لا تتجاوز كونها آراء بينما هي غير مسؤولة عن نتائج استخدام التصنيفات في إطار التنظيم، وربما كانت أكثر فهماً لطبيعة المشكلة من السلطات الحكومية؛

- تسبب تغيرات التصنيف الائتماني حركة في الأسواق فتؤثر على قيمة الأصول ومن ثم رأس المال الإلزامي، وتؤثر هذه التغييرات أيضاً على إمكانية استخدام هذه الأصول كضمان. وليس هذا الأمر سيئاً في حد ذاته (فالهدف من هذه التغييرات بالفعل هو التأثير على تقييمات درجة المخاطر وأسعار الأصول)، ولكن التغيير قد يسبب زعزعة مفاجئة ويزيد التقلبات دونما داع، و/أو يؤدي إلى المغالاة في تقدير قيمة الأصول، لاسيما في حالة تخفيض التصنيف الائتماني. ومن ثم فإدخال تغييرات على التصنيف الائتماني يمكن أن يسبب أزمات مدفوعة بالتنظيم. علاوة على ذلك تتقلص عمليات العناية الواجبة من جانب المستثمرين الذين يربطون قراراتهم بالتصنيف الائتماني (مثل بعض صناديق معاشات التقاعد) أو تختفي نتيجة للأهمية الغالبة للتصنيف الائتماني؛

- كان لوكالات التصنيف الائتماني تأثير كبير على امتداد فترة طويلة على تحركات السوق بسبب إيمان طالبي الخدمات بها. وتتضاعف قوتها الممكنة بسبب ترسخ دورها في التنظيم، فتزداد المنافسة تشوهاً في قطاع يغلب عليه احتكار القلة، لأن المستهلكين لا يستفيدون من خلال القدرة على المقارنة بين فئات الأصول المختلفة في ظل نظام تصنيف واحد وحسب، وإنما أيضاً بفضل عدم الاضطرار إلى التمييز بين منهجيات هيئات متعددة للتصنيف الائتماني، ويرى المستفيدون من هذه الخدمات أن وجود عدد أقل من الهيئات يجعل الأمور أسهل وأفضل.

فضلاً على ذلك حتى إذا كانت وكالات التصنيف الائتماني الخاصة المؤهلة تقوم بواجبها على نحو يلقي الإعجاب، يظل احتمال الخطأ قائماً بما في ذلك ما إذا كانت تقديرات المراتب الائتمانية تتأثر

بوعي أو دون وعي بحصول وكالات التصنيف على أجراها من المقترضين المحتملين وليس من المقرضين المحتملين، ومن السهل أن يؤثر احتمال الخطأ على مصداقية العملية كلها، ويكون الأثر مساوياً لما يحدث عند ارتكاب أي مخالفة فعلية.¹

تصنف وكالات التصنيف الغربية البلدان باستخدام خمسة عوامل تصنيف أساسية وهي أولاً الفعالية المؤسسية والحكومية، أي استقرار المؤسسات السياسية، والشفافية، والأمن الخارجي، .. وثانياً الهيكل الاقتصادي وآفاق النمو، أي نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ونموه، والتنوع الاقتصادي وما إلى ذلك. وثالثاً مجموع النقاط المتعلقة بالوضع الخارجي للبلد (السيولة الخارجية والموقف الخارجي بشكل عام)، ورابعاً الوضع المالي أي المرونة المالية وعبء وهيكل الديون. وأخيراً الوضع النقدي أي دور السلطة النقدية والتنسيق المشترك للسياسة النقدية مع السياسة المالية. لكن هذه المنهجية أظهرت إخفاقات في محطات كثيرة على مدى العقود الماضية وكان آخرها إبان الأزمة العالمية عام 2008. فمنذ بداية هذه الأزمة بذلت الدول في جميع أنحاء العالم وذلك بالتعاون فيما بينها جهوداً كبيرة للتخفيف من الأزمة على أمل أن يتعافى الاقتصاد العالمي المدمر في أقرب وقت ممكن. ومع ذلك فقد تعرض العالم للخطر مجدداً مع أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وتشكل كل من الأزمة المالية وأزمة الديون السيادية أزمات ائتمان ناجمة عن عدم قدرة المدينين على الوفاء بالتزاماتهم المالية. وهنا تتضح ظاهرة شائعة وهي أن جميع المدينين المعنيين بالأزمة هم كيانات اقتصادية تتمتع بتصنيفات عالية والتي من المفترض أن يكون لديها ملاءة قوية واحتمال ضعيف في عدم القدرة على السداد.

والسبب الرئيسي للتوصل إلى تصنيفات غير دقيقة من قبل وكالات التصنيف الغربية هو لكونها تعتمد إلى استخدام البنى الاجتماعية الغربية كمعيار لإعطاء الدرجات العالية. فعلى سبيل المثال تعتبر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر أساسي للمتانة الاقتصادية لدولة ما، بينما هذا المؤشر لا يعكس مستوى التنمية الاقتصادية والفوارق الكبيرة في توزيع الدخل. كما يتجاهل هذا المؤشر حقيقة أنه إذا كان الوضع المالي للبلد وآفاق نموه الاقتصادي مواتية للغاية فإن قدرته على الاقتراض والسداد يجب أن تعتبر قوية حتى لو أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي منخفض نسبياً.

أيضاً تعتبر التصنيفات الغربية القدرة على إعادة التمويل لسداد الديون القائمة هي عامل أساسي في التصنيف بدلاً من التدفقات النقدية الجديدة، وهذه المنهجية تدعم بصورة رئيسية الدول الغربية باعتبار أن أكثر من 90% من مجموع الديون في العالم هي في البلدان المتقدمة و8% فقط في البلدان النامية، وكذلك أن المديونية الخارجية للبلدان المتقدمة تمثل 130% من الناتج المحلي الإجمالي، بينما هي في البلدان النامية 21% فقط.²

¹ بانايوتيس غافراس، مرجع سابق، ص: 36.

² عدنان أحمد يوسف، "حان الأوان لمراجعة التصنيفات الائتمانية الدولية"، اتحاد المصارف العربية، العدد 425، أبريل 2016، ص: 52.

ثالثاً: مسؤولية وكالات التصنيف الائتماني

منذ الأزمة المالية العالمية لعام 2008 تتعرض وكالات التصنيف الائتماني للنقد، خاصة وأن التحقيقات أثبتت ضلوع الوكالات في الأزمة وتحميلها جزء من المسؤولية، وأمام ذلك قام بعض المستثمرين برفع دعاوى ضد وكالات التصنيف الائتماني، إلا أن معظم هذه الدعاوى انتهت إلى عدم مسؤولية وكالات التصنيف، وهو الأمر الذي استدعى تدخل تشريعي لمحاولة إخضاعها للمسؤولية بعد كثرة أخطائها، وهو ما تناولته اللائحة الأوروبية CE 1060/2009 في 16 سبتمبر 2009، ثم صدر القانون الفرنسي المتعلق بوكالات التصنيف الائتماني رقم 2010/1249 في 22 أكتوبر 2010، وفي أمريكا صدر قانون Dodd-Frank في 24 جويلية 2010 والمتعلق بنشاط وكالات التصنيف، وكل تلك التشريعات فرضت قيود على الوكالات ومنها خضوعها للمسؤولية القانونية.

إلا أن الواقع العملي يقول بصعوبة إثبات المسؤولية المدنية على وكالات التصنيف وهو ما أدى إلى ندرة تحقق المسؤولية للوكالات، وقد تعمق التشريع في شرح أسباب صعوبة وندرة المسؤولية لوكالات التصنيف، ف جاء أن دعاوى المسؤولية المدنية سواءً التعاقدية أو التقصيرية نادرة الحدوث بسبب حرية التعبير المكفولة بالمواد 10، 11 من الإعلان العالمي لحقوق الإنسان والمادة العاشرة من الاتفاقية الأوروبية لحماية حقوق الإنسان، والأمر الدستوري الأمريكي والذي يقر بحرية الكلام والرأي وقد جاء بالدعاوى التي تم وضعها بحق الوكالات في إصدار آرائها ونشرها وفقاً لحرية التعبير والرأي، وفي نفس الوقت يصعب إثبات أركان المسؤولية خاصة ركن الخطأ نظراً لأن آراء وكالات التصنيف تعتمد على التحليل المالي لعناصر كثيرة بعضها اقتصادي والبعض الآخر سياسي واجتماعي، وهذه العناصر معظمها فني ما يصعب على جهات التحقيق والقضاء الوصول إلى توافر أركان المسؤولية، وهو الأمر الذي كشف عنه رئيس هيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF حينما اعترفت وكالة التصنيف ستاندرد آند بورز بخطأ تصنيفها لفرنسا واعتبرته خطأ فني، وهو ما لم تقبله وزارة الاقتصاد الفرنسية وطلبت من AMF فتح تحقيق، وقد ذكر رئيس AMF أن التحقيق فنياً صعب، وعليه يكون تحديد مسؤولية وكالات التصنيف غير محتمل لأن التصنيف غير المطلوب محمي بحرية التعبير والرأي والتصنيف المطلوب مستحيل إثباته.¹

ويتوافر الخطأ لوكالات التصنيف متى صدر عنها آراء أو تقارير تعد إخلالاً بواجب قانوني وأهمها الالتزام بمعايير التصنيف من المصادقية والموضوعية والشفافية والإفصاح في عرض التقارير وتحليلاتها المالية، فإذا أخطأت في أي من تلك الالتزامات توافر بحقها ركن الخطأ، وفي هذا قضت المحكمة الابتدائية للتجارة بباريس في 12 جانفي 2004 بمسؤولية شركة Morgan Stanley عن أخطاء تحليلها المالي تجاه شركة LMVH وهو ما تسبب في أضرار لها وقررت المحكمة تغريمها مبلغ 30 مليون يورو طبقاً للمادة 1382 من الكود المدني، كما أيدت محكمة النقض الفرنسية في 17 نوفمبر 2004 الحكم

¹ طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص: 130، 131.

الصادر من محكمة استئناف فرساي Versailles في 19 ديسمبر 2002 لثبوت نشر معلومات مزورة أو كاذبة صادرة من الوكالة.¹

المطلب الثاني: أهم إجراءات إصلاح وكالات التصنيف الائتماني

نتيجة للقصور الذي سجلته وكالات التصنيف الائتماني في عملها وذلك عند تقديم تصنيفات متناقضة مع الوضع المالي الحقيقي للشركات أو البنوك أو السندات فقد تطلب الأمر ضرورة وضع منهجيات وتعديلات على مستوى نشاطها، وبالتالي فقد جاءت العديد من الإصلاحات تنوعت بين تعديل في طريقة العمل، أو إضافة مؤسسات رقابية جديدة لمراقبة نشاط وكالات التصنيف، وعليه فقد عرضت كل جهة من الجهات الرسمية نوع من أنواع الإصلاح.

أولاً: أهم الأسس المقترحة لبناء إصلاحات لوكالات التصنيف الائتماني

نظراً لأن متطلبات رأس المال هي أحد الأوجه المهمة للإطار التنظيمي الكلي، بينما التصنيفات الائتمانية عنصر أساسي في تحديد هذه المتطلبات يجب النظر في دور وكالات التصنيف عند إجراء إصلاح تنظيمي بعد أي أزمة. ويمكن أن يتخذ الإصلاح أربعة اتجاهات على أقل تقدير.

الشكل رقم (25): الأسس المقترحة لبناء إصلاحات لوكالات التصنيف الائتماني

¹ نفس المرجع السابق، ص: 129.

• من شأنه أن يتضمن تعديل القواعد القائمة، ولكن مع احتفاظ وكالات التصنيف في الأساس بنفس الدور التنظيمي، ويمكن زيادة تشديد القواعد التنظيمية، على سبيل المثال قد تشترط السلطات على وكالات التصنيف أن تكون أكثر علنية فيما يخص طريقة عملها. وفي إمكان الحكومات أن تضع عمليات أكثر فعالية لتقييم واعتماد وكالات التصنيف ومنهجياتها وتعزيز مراقبة الجودة. ويمكن تأسيس مجالس للمستثمرين لكي تطلب تقديرات الجدارة الائتمانية، فتفصل بين العملاء ووكالات التصنيف. ويمكن أن تفر الأجهزة التنظيمية بإمكانية الوقوع في خطأ وأن تضع مستويات مقبولة من الدقة. ومن الاقتراحات التي تهدف إلى الحد من تضارب المصالح فصح الصلة التجارية بين مصدري الأوراق المالية ووكالات التصنيف. وهناك اقتراحات أخرى تهدف إلى زيادة التنافس في صناعة التصنيف الائتماني. ويمكن تحقيق قدر أكبر من المنافسة عن طريق تفضيل دخول أطراف فاعلة جديدة وبأن يتطلب من مصدري الأوراق المالية التناوب فيما بين الوكالات كل بض سنوات. ويؤكد منتقدو هذه الاقتراحات أن زيادة المنافسة قد تؤدي إلى تقليل رصيد سمعة الوكالات ومن ثم إلى تفاقم تضارب المصالح ويسفر عن تضخيم التصنيفات.

• وربما كان أحد البدائل المتاحة هو تنظيم وكالات التصنيف الائتماني الخاصة بحيث تتحول إلى أحد المرافق العامة الأساسية. وسوف يؤدي هذا المنهج إلى تقليص تضارب المصالح بقدر كبير كما أن تكلفته أقل بكثير من تأسيس هيئة عامة جديدة للتصنيف الائتماني. وسيطرح هذا المنهج أيضاً تساؤلات مهمة حول كيفية اختيار وكالة التصنيف.

تعزيز التنظيم

• فيمكن أيضاً إلغاء دور وكالات التصنيف الائتماني فتعود الأجهزة التنظيمية إلى اعتماد عدد قليل من متطلبات رأس المال البسيطة والمحددة للمقترضين مسبقاً. أما العناصر التي ستصبح كالدقة والتطور فستعوضها زيادة البساطة ومن ثم الشفافية. وسيسهل وضع التنبؤات وستجد الأجهزة التنظيمية سهولة أكبر في التطبيق والمراقبة. والعودة إلى نسب ستاتيكية تستبعد أخطاء التقدير التي تنشأ عن التغيرات في التصنيف الائتماني، بالرغم من أن تحديد النسب سيمثل نقطة خلاف كبيرة. وفي غياب تضارب مصالح ووكالات التصنيف الائتماني الخاصة ستتحسن الشفافية والقدرة على التنبؤ، ومن المرجح أن تؤدي زيادة البساطة أيضاً إلى تقليص احتمالات تهرب المشاركين في السوق من القواعد التنظيمية. غير أن قواعد رأس المال المبسطة يمكن أن ترفع تكلفة تعبئة الأموال وتزيد من صعوبة قيام بعض الكيانات بذلك، الأمر الذي من شأنه أن يكبح النشاط المالي كما يمكن أن يضعف النمو الاقتصادي. فضلاً على ذلك ونظراً لأن القواعد الأيسر لا تميز بين المخاطر فمن شأنها أن تولد حافزاً سلبياً يدفع البنوك إلى زيادة إقراض الكيانات الأكثر خطورة، مما يزيد بالتالي من احتمالات وقوع أزمات مالية مستقبلاً.

العودة إلى قواعد رأسمالية أبسط

• يمكن إخضاع هيئة أو أكثر من وكالات التصنيف الائتماني الخاصة لرقابة القطاع العام، أو يمكن استبعاد جميع الهيئات الخاصة من النشاط التنظيمي وإحلال هيئة عامة جديدة محلها، وعلى الهيئة الجديدة أن تعتمد منهجية شفافة ومقبولة في تقدير الجدارة، وستحصل على رسوم تغطي تكاليفها التشغيلية، ولكن بدلاً من السعي لتحقيق أقصى قدر من الربح سيكون هدفها الرئيسي هو توفير معلومات دقيقة لتحسين العملية التنظيمية إلى أقصى حد ممكن. وربما كان إنشاء هذه الهيئة خارج حدود قدرة البلدان المنفردة وقد يؤدي إلى تولد مشكلات أخرى، مثل الحماينة التنظيمية.

• ومن شأن الحل العام أن يسهم في تسوية مشكلات معينة تتعلق بتضارب المصالح، ولكن سيولد مشكلات جديدة فيما يخص التصنيف الائتماني للكيانات السيادية التي ستحدد التصنيف الخاص بها أو يصنفها كيان مملوك لها (كليا أو جزئياً). علاوة على ذلك سيتعين على أي هيئة عامة أن تبني مصداقيتها وتحقق استقلاليتها بعيداً عن التأثير السياسي وتثبت إمكانية الاعتماد عليها كمصدر موثوق. وستكون هذه العملية مكلفة نظراً لما ستتطوي عليه من إنشاء مؤسسة جديدة أو أكثر، كما أنها لن تكون محصنة من مشكلات مثل السيطرة على الهيئات التنظيمية، والخطأ في التصنيف الائتماني والإخفاقات المتعلقة بالحدادة والخطر الأخلاقي والتداعيات السياسية الناتجة عن قراراتها.

دور القطاع العام

• سيَعتمد هذا المنهج على السوق لتحديد مستوى رأس المال الذي يجب أن تحتفظ به أي مؤسسة لدعم أصل معين. وبدلاً من تقدير المرتبة الائتمانية سيستخدم سعر السوق لقياس هيكل مخاطر الأصل المعني.

• ومن شأن هذا المنهج إخراج وكالات التصنيف الائتماني من نطاق التنظيم مع الاحتفاظ بعملية تتسم بالتطور والشفافية والتوافق مع السوق. وبالفعل نظراً لتغير قرارات السوق على نحو متكرر قد تجرى تعديلات على رأس المال بكثافة أكبر - على نحو أكثر تدرجاً وبساطة من تغيير درجات وكالات التصنيف الائتماني التي غالباً ما تؤدي إلى تحركات مفاجئة ومزعزعة للاستقرار. ولكن هذا المنهج يقتضي توافر أسواق عميقة وسائلة وربما يتعين تكميله بوضع حد أدنى وحد أقصى لرسوم رأس المال - ليتحول إلى أحد متغيرات خيار قواعد رأس المال البسيطة. وتوفير مزيد من الضمانات في فترات أزمات السوق سيقتضي تدخل الأجهزة التنظيمية حينما تتجاوز الأسعار مستويات حدية معينة وتختلف كثيراً عن القيم الأساسية. ويمكن للسوق إرشاد الأجهزة التنظيمية دون استبعادها من العملية التنظيمية - على غرار ما يحدث عندما تعتمد على وكالات التصنيف الائتماني. ولكن احتمال التلاعب لا يزال قائماً، لاسيما في حالة وجود قيود على السيولة أو تداول أصل من الأصول على فترات متباعدة ومن ثم تعرضه لتحركات متقلبة.

رسوم رأس المال المرتبطة بالسوق

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على المراجع الآتية:

- تقرير الجمعية العامة للأمم المتحدة، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، الدورة السابعة والستون، 24 جويلية 2012، ص ص: 8، 10.
- بانايوتيس غافراس، "لعبة التصنيف"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 49، العدد 1، مارس 2012، ص ص: 36، 37.

ويجب تقييم سلبيات وتكاليف كل خيار مقارنة بالمنافع المتوقعة من تطبيقه والتي يجب تحديدها وكذلك قياسها كمياً إن أمكن. وهذه العملية من بعض الأوجه هي مسألة اختيار أخف أنواع الضرر نظراً لاقتزان التنظيم دائماً بمخاطر، والجهات التي تخضع للتنظيم ستجد دائماً أساليب مبتكرة للتهرب أو قلب القواعد التي لا تروقها، وأي إصلاح لوكالات التصنيف الائتماني يجب أن يكون جزءاً من عملية إصلاح شامل أوسع نطاقاً للتنظيم نظراً لأوجه الإخفاق التنظيمي الكثيرة التي تم تحديدها في أعقاب الأزمة المالية العالمية لعام 2008. علاوة على ذلك يجب النظر بعناية في تكاليف التحول إلى نظام جديد لأنها ستكون بالتأكيد كبيرة. ومع هذا لا ينبغي اتخاذ التكلفة ذريعة لعدم التنفيذ - وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى استمرارية الإخفاق الحكومي وتقليص مصداقية التنظيم المالي الأمر الذي يمكن أن يهدد صحة القطاع المالي والاقتصادي - على المستويين الوطني والعالمي.¹

ثانياً: أهم إجراءات الإصلاح المقترحة

لا شك أن اتهام وكالات التصنيف الائتماني العالمية بالمشاركة في إحداث الأزمة المالية العالمية يساهم بشكل أو بآخر في إضعاف مصداقيتها وخفض درجة شفافتها وإمكانية تعريضها للمساءلة، بل وطرح جملة من الاستفهامات هدفها ضرورة وجود هيئة رقابية لتقييم وكالات التصنيف الائتماني نفسها بعد أن بات واضحاً أن عملها يفتقر في الكثير من الحالات إلى الشفافية. ورغم ذلك إلا أنه لا يُعتقد أنه سوف يتم توقيف هذه الوكالات عن القيام بعملية التصنيف الائتماني لاسيما دورها الفعال في تشكيل البنية التحتية السليمة للأسواق المالية وفي رفع الكفاءة وفي دعم ومساندة عمل الأجهزة الرقابية للدولة، فالمهم في الوقت الحالي سن إصلاحات فعالة لتقويم عمل هذه الوكالات لجعلها وسيلة لمنع الأزمات والتنبؤ بها بدل أن تكون طرفاً فاعلاً في نشوئها.

إن إصلاح وكالات التصنيف الائتماني العالمية يتوقف على خيارين رئيسيين: الأول تقويمي لعمل الوكالات القائمة وهو خيار استعجالي قصير إلى متوسط المدى وهو الأضعف، والثاني الإصلاح بإيجاد البديل الشرعي للوكالات القائمة وهو خيار قوي لكنه طويل الأجل²، ويمكن عرض أهم خيارات الإصلاح كما يلي:

1. الإصلاح بتقويم عمل وكالات التصنيف الائتماني القائمة

1.1. إصلاحات تتعلق بمنهج عمل وكالات التصنيف الائتماني

- زيادة شفافية المنهج والإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف الائتماني، ومن أجل ذلك طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التصنيف الائتماني أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني، وأن تفصح عن قواعد السلوك المهني المتعلقة بها

¹ نفس المرجع السابق، ص: 37.

² مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 59.

- في إطار القواعد التي وضعتها لها وذلك من أجل الارتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني والتي يشوبها الكثير من الغموض؛
- التزام وكالات التصنيف الائتماني بالمسؤولية في إصدار درجات تصنيف ائتماني دقيقة وزيادة قدرة المتعاملين في السوق على الحكم على جودة التصنيفات الائتمانية التي تقدمها وبالتالي زيادة الثقة بوكالات التصنيف الائتماني؛¹
 - ضرورة توفر وكالات التصنيف الائتماني الدولية على معلومات كافية للحكم على مستوى المؤسسات التي تقيمها؛
 - العمل على تقادي التواطؤ القائم بين وكالات التصنيف الائتماني الدولية والجهات التي تعرض سنداتنا للتصنيف وذلك من خلال تولي المستثمرين دفع أعباء عملية التصنيف، وهو النظام الذي كان معتمداً خلال ثمانينات القرن العشرين، وحينها سيضغط المستثمرون على تلك الوكالات لتزويدهم بمعلومات صحيحة تسمح لهم باتخاذ قرارات استثمارية صائبة. وبالرغم من أهميته فإن هذا الرأي معرض للفشل لسببين؛ فمن جهة سيسعى المستثمرون إلى الحصول مجاناً على نشرات التصنيف التي تصدرها الوكالات وهو ما يحرم الوكالات من موارد، ومن جهة ثانية فإن حاجة الدول والمؤسسات إلى بيع سنداتنا يضطرها للتعامل مع وكالات تصنيف دولية تتولى التعريف بها من خلال منحها تصنيفات تستعمل كمعلومات من طرف المستثمرين الراغبين في شراء تلك السندات؛
 - إن اكتفاء وكالات التصنيف الائتماني بنشر نقاط تقييم غير مفصلة يحرم المستثمرين من تكوين فكرة واضحة عن الجهات المصدرة للسندات. ويكفي أن ترتكب الوكالة خطأ حتى تحدث الكارثة، حيث أن تبني الوكالات لمبدأ الشفافية من خلال نشر العقود المبرمة مع زبائنها، توضيح طرق التصنيف المعتمدة والقيام بمراجعتها دورياً، توفير كافة المعلومات عن طالبي القروض، سيحسن سمعتها لدى المستثمرين ويزيد من ثقتهم في السوق ويمكنهم من التقدير الجيد لدرجات التصنيف، بما يسمح لهم من اتخاذ قرارات استثمارية صائبة؛
 - لتقادي التواطؤ بين أعضاء مجلس الإدارة عند التصنيف دعا البعض إلى تعيين هؤلاء الأعضاء لمدة محددة غير قابلة للتجديد، ولا يمكن تسريحهم إلا نتيجة أخطاء مهنية، مع ضرورة تحديد رواتبهم بشكل مستقل عن النتائج المالية التي تحققها وكالاتهم؛²
 - يفرض على وكالات التصنيف بأن تضيف في تقييماتها - إلى جانب مخاطر القرض - مخاطر السيولة. وهذا قد يتجلى بإعطاء نقطة مكملة للتي هي موجودة الآن أو باستخدام سلم تصنيف مغاير عندما يتعلق الأمر بمنتجات مهيكلة؛

¹ نفس المرجع السابق، ص: 59.

² مغاري عبد الرحمن، مرجع سابق، ص: 53، 54.

- وضع آليات تسعى إلى تقليل نزاعات المُصدرين ووكالات التصنيف، وبخاصة إعادة النظر في نظام الرسوم وإعطاء الأولوية لصيغة الاشتراك: كل زبون لوكالة تصنيف يدفع اشتراكاً سنوياً يغطي جزءاً واسعاً للمخصصات، ويمكن أن تضاف إليه تكاليف أخرى (تعتمد أكثر على طبيعة العمليات المعنية من مبلغ العمليات نفسها)¹؛
- الفصل بين النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة وغيرها من الأصول المالية الأخرى بإعطائها رموز مميزة حرصاً على رفع اللبس وحفاظاً على مصالح المستثمرين؛
- إلغاء إلزامية التصنيف في بعض المجالات تحجيماً لدور وكالات التصنيف على غرار اعتماد نماذج التقييم الداخلي في اتفاقية بازل 2.²

2.1. إصلاحات تتعلق بالاطار القانوني والتنظيمي والبيئة الخارجية

- قيام السلطات المحلية بالتشجيع على إنشاء المزيد من وكالات التصنيف الائتماني من خلال تخفيض القيود المفروضة عليها للارتقاء بصناعة التصنيف الائتماني وزيادة مستوى المنافسة ومنع الاحتكار في هذه الصناعة؛
- مجانية تضارب المصالح بإصدار قواعد السلوك المهني، حيث قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية "IOSCO" بإصدار تلك القواعد تُلزم من خلالها وكالات التصنيف الائتماني بالألا تتأثر بالعلاقة القائمة أو المحتملة مع الشركات أو أي طرف آخر في إصدار درجات التصنيف الائتماني³؛
- وفي نفس السياق الرامي إلى محاربة تواطؤ وكالات التصنيف مع الجهات التي تصدر السندات، هناك من يقترح تولي سلطة معينة اختيار وكالة التصنيف والربط بينها وبين هذه الجهات، على أن تتحمل هذه الأخيرة دفع أعباء عملية التصنيف على أن لا يتم الدفع إلا بعد النظر في النتائج المحققة في مجال التصنيف، ويمكن القول أن هذا الاقتراح جيد رغم أنه يضيف وسيطاً جديداً سيكلف بدوره أعباء إضافية قد تثقل كاهل المؤسسات الطالبة للتصنيف؛
- لوحظ أن وكالات التصنيف الائتماني الدولية تخطئ أحياناً في تقييم ملاءة بعض الجهات بسبب عدم امتلاكها لإمكانات التقييم الكافية وتسرعها في إصدار درجات التصنيف، ومثل هذه الأخطاء تضر بسمعة تلك الجهات دون أن تلحق ضرراً بوكالات التصنيف الدولية وهذا بسبب تفضيل الدول والمؤسسات التعامل مع الوكالات الكبيرة الشهيرة حتى وإن أخطأت أحياناً في تقديراتها عوضاً عن التعامل مع وكالات صغيرة غير معروفة، لذا يتعين إخضاع هذه الوكالات للرقابة وإشراكها في تحمل مسؤولية نتائج أعمالها. وفي هذا الإطار تولت المنظمة الدولية لسلطات ضبط الأسواق المالية في سنة 2003 وضع مدونة تصرف تحدد طريقة عمل وكالات

¹ إبراهيم أبو العلا وآخرون، مرجع سابق، ص: 328، 329.

² بن نعمون حمادو، مرجع سابق، ص: 15.

³ مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 59.

التصنيف وتلزم وكالات التصنيف الائتماني في أوروبا بالتسجيل لدى هذه اللجنة وتثبت امتلاكها لموارد بشرية كافية تسمح لها بأداء مهمتها مع الالتزام بتوظيف محللين لمدة خمس سنوات لضمان استقلاليتهم؛

- إن ضمان التقييم الجيد للسندات وبتكاليف أقل في ظل الشفافية، يقتضي كسر الاحتكار القائم في هذه السوق، وتحقيقاً لهذا الهدف طرحت فكرة إنشاء وكالات تصنيف عمومية على غرار ما قامت به اليابان، إلا أن هذا الطرح يثير مخاوف عدة مثل صعوبة إجراء المقارنات بين مختلف الجهات التي تطلب تقييماً لسندات نتيجة إمكانية اعتماد تلك الوكالات لطرق تقييم مختلفة، تميز إجراءات المؤسسات العمومية بالبيروقراطية والبطء، احتمال الإخلال بمبدأ الشفافية من خلال تستر هذه الوكالات على أوضاع حكوماتها. كما تم اقتراح إنشاء وكالة تصنيف أوروبية إلا أن هذا المقترح لم يلقى قبولاً عاماً. وبالمقابل أوصت اللجنة الأوروبية بعدم التعامل مع وكالة واحدة لمدة تزيد عن ثلاث سنوات، هذا المبدأ لا ينطبق على الدول على اعتبار أن وكالات التصنيف الدولية هي التي تقوم بمحض إرادتها بتصنيف الدول؛¹

- تعزيز قانون سلوك المنظمة الدولية لهيئات سوق المال لحث وكالات التصنيف على التفريق بصفة أوضح بين نشاطاتها التصنيفية ونشاطاتها الاستشارية؛

- إنشاء علامة أوروبية لوكالات التصنيف على غرار العلامة الأمريكية، ويمكن أن تمنح هذه العلامة من قبل الهيئة الأوروبية لتقنين الأسواق المالية؛

- اشتراط أن شبكات الواسفين (بنوك، شركات التأمين،...) تستند إلى ترتيب "جهاز توظيف مشترك في قيم منقولة" OPCVM من قبل المقنن المالي؛²

- نقحت وكالات التصنيف الائتماني منهجيات التصنيف الائتماني للمنتجات التي جرت هيكلتها، وتتخذ خطوات لفصل أنشطة الأعمال الأخرى، وفصل مكافآت مديري التصنيف الائتماني عن الأداء المالي لوحدات الأعمال الخاصة بهم، وتعزيز الإشراف على عملية التصنيف الائتماني، وتقوية الإشراف الداخلي على منهجيات التصنيف الائتماني، وقد نقحت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية أساسيات مدونة السلوك لوكالات التصنيف الائتماني في شهر ماي 2008 (المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية 2008) لزيادة تحسين نوعية عملية التصنيف الائتماني وعلاج تعارض المصالح، وتزويد المستثمرين ببيانات أكثر عن الأداء التاريخي لعمليات التصنيف الائتماني وبمعلومات أكثر عن منهجيات ومعايير التصنيف الائتماني وعن علاج محدودية البيانات؛

¹ مغاري عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 53.

* جهاز توظيف مشترك في قيم منقولة: هو وحدة تشرف على إدارة المحافظ بحيث أن الأموال المستثمرة توظف في قيم منقولة.

² إبراهيم أبو العلا وآخرون، مرجع سابق، ص: 328، 329.

- ينبغي على المستثمرين عدم استخدام التصنيفات الائتمانية للحلول محل التحليل القوي للمخاطر والإدارة السليمة لها، وهي التي تناسب تعقد الصكوك التي يشترونها، ضخامة حيازتهم، وفي هذا السياق قد تنظر هيئات الإشراف في مراجعة استخدام التصنيفات الائتمانية في لوائحها لضمان أن مثل هذا الاستخدام لن يحدث على اعتماد غير نقدي على التصنيفات الائتمانية باعتبارها بديلاً للتقييمات المستقلة.¹

3.1. إصلاحات تتعلق بعمل وكالات التصنيف الائتماني ببعض الدول المتقدمة

يجب النظر في دور وكالات التصنيف الائتماني عند إجراء إصلاح تنظيمي بعد أي أزمة، وقد ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على وكالات التصنيف الائتماني لاسيما في الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي، ففي الولايات المتحدة نص "قانون دود-فرانك" على تعزيز الإشراف على وكالات التصنيف الائتماني لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب المصالح المرتبطة بنموذج "المستعمل يدفع". وينص القانون أيضاً على ضرورة بحث الأجهزة التنظيمية عن مناهج تقلل الاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني والاعداد لإجراء مراجعات منتظمة.² فمع اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008 تعرضت وكالات التصنيف الائتماني لانتقادات شديدة نظراً لإعطائها سندات مدعومة برهونات عقارية تصنيفات لا تعكس درجة مخاطرها بما ساهم في الأزمة، حيث جاءت المادة A939 من قانون دود فرانك لتطلب من الهيئات التنظيمية في الولايات المتحدة الأمريكية أن تزيل كل ما يشير إلى التصنيف الائتماني للسندات من قواعد تنفيذ رأس المال الجديد للمؤسسات المصرفية في الولايات المتحدة الأمريكية كما منها أيضاً أن تعمل على تطوير بدائل لاستخدام وكالات التصنيف.³ كما نص هذا القانون على إلغاء العديد من المتطلبات القانونية والتنظيمية المتعلقة باستخدام التصنيفات التي توفرها منظمات تصنيف إحصائي معترف بها، وتتطلب بعض أحكام هذا القانون زيادة شفافية إجراءات ومنهجيات التصنيف، ومنح لجنة الأوراق المالية والبورصة المزيد من الرقابة على هذه المنظمات، وفرض التزامات أشد صرامة على وكالات التصنيف الائتماني التي لا تتبع القواعد والأنظمة.⁴

ولا يعترف الاتحاد الأوروبي الحد من الاعتماد على هذه الهيئات وإنما يسعى بدلاً من ذلك إلى توسيع نطاق تنظيم الهيئات وتغيير نموذج عملها واقترح الاتحاد تشديد القواعد التي تؤثر على عمليات الاعتماد وشروط الإفصاح وتضارب المصالح، بما في ذلك اقتراح إلزام مصدري سندات الدين بتغيير هيئات التصنيف الائتماني بالتناوب كل ثلاث سنوات أو على أساس سنوي، إذا أجرت هيئة ما أكثر من عشرة تقديرات متتالية لأدوات الدين الصادرة عنها. وتشمل الاقتراحات الأخرى السماح للجهاز التنظيمي

¹ نويل ساكاسا، مرجع سابق، ص: 14.

² ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009، مرجع سابق، ص: 64، 65.

³ مجدوب بحوصي وعمار عريس، "مكانة مقررات بازل 3 من إصلاحات النظام المصرفي بعد الأزمة المالية 2008 مقارنة بقانون دود فرانك"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 10، الجزء 02، 2017، ص: 119.

⁴ تقرير الجمعية العامة للأمم المتحدة، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، الدورة السابعة والستون، 24 جويلية 2012، ص: 9.

في الاتحاد الأوروبي بحظر نشر تقديرات الائتمان السيادي تحت "ظروف استثنائية" وإنشاء هيئة تصنيف عامة على مستوى الاتحاد الأوروبي.¹

حيث أن الرئيس الفرنسي نيكولا سركوزي لما وجه اللوم إلى وكالات التصنيف في خطاب تلفزيوني قد استند إلى بعض الاقتراحات التي عرضها التقرير، ولعل ما يؤكد ذلك أنه دعا في خطاب أمام البرلمان الأوروبي إلى إنشاء وكالة أوروبية للتصنيف لأنه في تقديره لا يمكن الاستمرار مع احتكار ثلاثة وكالات تصنيف هي أساساً أمريكية، ثم ختم خطابه بقوله إن دكتاتورية معايير المحاسبة الأمريكية لم تعد مكتملة. وقد أعلنت المفوضية الأوروبية في 12 نوفمبر 2008 سلسلة من الاقتراحات التشريعية تسعى إلى تأطير نشاط وكالات التصنيف، وتجدر الإشارة إلى أن 80% من المنتجات المالية المورقة المتعلقة بالسبرام قد حصلت على أعلى نقطة AAA من قبل وكالات التصنيف قبل حدوث الأزمة.²

ومن أهم القوانين المنظمة لعمل وكالات التصنيف الائتماني التي جاءت ضمن إصلاحات عمل وكالات التصنيف في بعض الدول المتقدمة:

- **الولايات المتحدة:** يخول قانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لعام 2006 هيئة الأوراق المالية وتبادل العملات لتنظيم عمل الوكالات، ويفرض على الوكالات ما يلي:
 - وجود مجلس إدارة يتكون نصفه على الأقل من مستقلين، مع وجود واحد على الأقل من ضمنهم ممن يستخدمون خدمات الوكالة؛
 - إمكانية تقييم الوكالة من قبل الخبراء؛
 - ممارسة الهيئة لدورها في منع تضارب المصالح؛
 - فرض وجود نظام داخلي قائم على الشفافية والتدقيق والمساءلة؛
 - فرض غرامات في حالة عدم الالتزام بالقواعد المقررة.
- **أوروبا:** قامت المفوضية الأوروبية عام 2008 بتشكيل لجنة لتقييم عمل وكالات التصنيف الائتماني، وأصدرت إجراءاتها المنظمة عام 2013، ومن ضمن هذه الإجراءات:
 - منع الوكالات من تقديم خدمات استشارية؛
 - لا يمكن للوكالة تقديم تصنيف بدون معلومات كافية؛
 - يجب الإفصاح عن المنهجية والنماذج المستخدمة في التصنيف؛
 - أهمية التمييز بين الأنواع المختلفة من التصنيفات من خلال رموز معينة؛
 - أهمية وجود عدد اثنين على الأقل من المدراء (المستقلين) في مجلس الإدارة، على أن لا يكون مصدر رواتبهم مستمد من ممارسة أعمال التصنيف.³

¹ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009، مرجع سابق، ص: 65، 66.

² إبراهيم أبو العلا وآخرون، مرجع سابق، ص: 352، 353.

³ أحمد الكواز، مرجع سابق، ص: 16.

وأمام ذلك قام المشرع الأوروبي بإنشاء الهيئة الأوروبية للرقابة على الأسواق المالية ESMA، وبدأت العمل في أول جويلية 2011 وتختص بالتسجيل والرقابة على وكالات التصنيف الائتماني وتم نقل تسجيل الوكالات الثلاث فيتش وموديز وستاندرد آند بورز إليها في 31 أكتوبر 2011، كما أصدر المشرع الأوروبي لوائح تنظم عمل وكالات التصنيف منها لائحة CEN1060/2009، CEN513/2011 وإخضاع الوكالات للمسؤولية المدنية.¹ كما تم تقديم اقتراحات (إلا أنها واجهت معارضة من بعض الدول الأعضاء) لإعطاء الجهات التنظيمية الأوروبية سلطة حظر نشر تحديثات للتصنيف في ظروف استثنائية ولإنشاء وكالة تصنيف أوروبية تمول من القطاع العام.²

كما قام المشرع الفرنسي بتعديل أحكام القانون النقدي والمالي بإضافة وتعديل بعض المواد بموجب القانون 2009/1249 في 22 أكتوبر 2010 والذي فرض على وكالات التصنيف بعض الأحكام للرقابة عليها وخضوعها للمسؤولية المدنية، وهذا العقد ورد ضمناً بالمادة 6-544 من الكود النقدي والمالي حينما تحدثت عن الشروط التي تعفي وكالات التصنيف من المسؤولية، ويؤكد ذلك ما جاء في مناقشات مجلس الشيوخ الفرنسي حول مشروع قانون لتحديد مسؤولية وكالات التصنيف والذي صدر بعد ذلك برقم 2010/1249 في 22 أكتوبر 2010 وهذا ما يجري عليه العمل، غير أن الشروط التعاقدية تتم وفقاً لحرية التعاقد، وهي حرية غير تامة نظراً للوضع الاحتكاري لوكالات التصنيف الائتماني الثلاثة المشهورة، وهذا الوضع الاحتكاري يجعلها تفرض شروطها وفق إرادتها غير أنه لا يجوز إعفائها من المسؤولية وفقاً للمادة 6-544 من الكود النقدي والمالي.³

وحدت القرارات الأوروبية قوانين القطاع في دول الاتحاد، فيما يتعلق بالمسؤولية المدنية وما كان يمنع الوكالات من طلب محاكمتها في دول تعتبر أن قوانينها ملائمة لها، هذا الإجراء يسمح للمستثمرين بطلب تعويضات عن أضرار محتملة. أما الأهم فيما فرضه البرلمان وهو منع الوكالات من تغيير تقييمها غير المطلوب من قبل الحكومات أكثر من ثلاث مرات سنوياً وفي تواريخ محددة مسبقاً. إضافة إلى منع المستثمرين من حيازة أكثر من 5% من رأس مال وكالتين مختلفتين، كما تُمنع أي وكالة من تصنيف كيان تملك فيه أكثر من 10% وتجبر القواعد الجديدة الوكالات على نشر قراراتها بعد نهاية التداول في الأسواق وساعة واحدة على الأقل قبل فتح الأسواق على الاتحاد الأوروبي، كما يجب إعلام المستثمرين والدول الأعضاء بالحقائق الأساسية والافتراضات المرتبطة بهذه القرارات وذلك لتسهيل فهم أفضل للديون السيادية.⁴

• اليابان: وفقاً لقانون الأدوات المالية المعدل عام 2009، فإنه لا بد أن تتسم وكالة التصنيف الائتماني بـ:

¹ طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص: 125.

² تقرير الجمعية العامة للأمم المتحدة، مرجع سابق، ص: 9.

³ طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص: 125، 126.

⁴ خالد مقدم، مرجع سابق، ص: 143.

- الاستقلالية عن الجهة المستفيدة من التصنيف؛
- ضمان العدالة والنوعية المرتفعة لمعايير وآليات التصنيف؛
- ضمان الشفافية.
- **استراليا:** أصبح لزاماً منذ جانفي 2010 على وكالات التصنيف الائتماني الحصول على رخصة الخدمات المالية الاسترالية، ومن ضمن شروط هذه الرخصة منع تضارب المصالح بين الوكالات والمستفيدين من التصنيف، ووجود أنظمة إدارة المخاطر، وإصدار تقارير سنوية تشير إلى الالتزام بالمعايير المقررة والإفصاح عن الإجراءات والمنهجية المتبعة في التصنيف، مع التعرض للمساءلة القانونية في حالة عدم الالتزام بالمعايير المقررة.
- **كندا:** قامت هيئة مدراء الأوراق المالية الكندية عام 2012 بتحديث المقترحات الهادفة إلى ضبط ومراقبة عمل وكالات التصنيف الائتماني، ومن هذه المقترحات أن يكون للوكالات قواعد سلوك معينة مستمدة من "المنظمة الدولية لمفوضيات الأوراق المالية IOSCO"، وأن تصدر إجراءات تمنع تضارب المصالح وتمنع سوء استخدام المعلومات في تعيين "ضباط امتثال"، وإصدار تقارير سنوية.¹

2. الإصلاح بإيجاد البديل الشرعي لوكالات التصنيف الائتماني

لعله حان الوقت لنفكر فعلياً في إمكانية إيجاد البديل المنافس القادر على أن يكون له موطئ قدم في عالم التصنيف الائتماني ليعتبر نشاطه في الدول المنشئة لصناعة المال الإسلامي، حيث يتم بناء صناعة المال الإسلامي ووضع معايير موحدة في الإدارة والمحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية سواءً من الناحية النظرية أو العملية الميدانية بزيارة مؤسسات المال الإسلامي، وتفهم واقعها لتقييمه وفق معايير موضوعية يتم تصميمها للكشف عن الخلل والخطر أيضاً قبل وقوعه لتفاديه وبعد وقوعه لتصحيحه وتوقيه.²

ثالثاً: أهداف إجراءات الإصلاح الواجب اتباعها

- تستهدف مبادرات الإصلاح تحقيق أربعة أهداف رئيسية هي:³
- تقليل اعتماد النظام المالي على خدمات وكالات التصنيف الائتماني وزيادة الحوافز كي يجري المستثمرون تقييم المخاطر الخاص بهم، وبوضع هذا الهدف نصب الأعين سيُطلب إلى وكالات التصنيف والكيانات التي تخضع للتصنيف الكشف عن معلومات أكثر وأفضل من المعلومات التي تشكل أساس قرارات التصنيف التي تتخذها؛

¹ أحمد الكواز، مرجع سابق، ص: 16.

* سيتم التعمق في هذا العنصر في المطلب الموالي.

² مداني أحمد، مرجع سابق، ص: 59.

³ تقرير الجمعية العامة للأمم المتحدة، مرجع سابق، ص: 9، 10.

- الحد من تأثير "آثار الجرف" عن طريق توفير تصنيفات للدين أكثر شفافية وبصورة أكثر تواتراً، ويتسم هذا بأهمية خاصة بالنسبة للتصنيفات السيادية التي تتحو إلى أن تكون ذات مفعول عام؛
- القضاء على تضارب المصالح وإدراج آراء مختلفة في عملية التصنيف، وبوضع هذا الهدف نصب الأعين يتطلب النظام الجديد تقديم تصنيفين من وكالتين مختلفتين للصكوك المركبة المعقدة ويتطلب من الجهات المُصدرة تناوب وكالتها للتصنيف الائتماني كل ثلاث سنوات، ويحظر القانون الأوروبي الجديد تبادل حيازة الأسهم على نطاق واسع فيما بين وكالات التصنيف، ويتطلب القانون الأمريكي أن يكون ما لا يقل عن نصف أعضاء مجالس إدارة منظمات التصنيف الإحصائي المعترف بها وطنياً مستقلين وليست لهم أي مصلحة مالية في التصنيفات الائتمانية؛
- زيادة الحوافز لتقديم تصنيفات دقيقة عن طريق جعل وكالات التصنيف تتحمل المسؤولية في حالة ارتكاب مخالفة للأنظمة (أو ارتكاب تقصير جسيم) عمداً مما يؤدي إلى إلحاق الضرر بالمستثمرين الذين يعتمدون على تصنيفاتهم.

المطلب الثالث: وكالات التصنيف الإسلامية كوسيلة لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني

إلى جانب الاجراءات التقويمية قصيرة ومتوسطة الأجل لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني، فهناك إجراء طويل الأجل أكثر كفاءة وفعالية لإصلاح عملها وذلك بالاعتماد على وكالات التصنيف الإسلامية.

أولاً: مفهوم التصنيف الشرعي

التصنيف الشرعي* هو عملية تستهدف المؤسسات والمنتجات لدعم الانضباط الشرعي فيهما على مستوى إصدار الفتوى ومستوى التطبيق العملي، من خلال وضع درجات لمستوى هذا الانضباط من شأنها أن تعكس الواقع الذي تعيشه المؤسسات وتعطي مؤشراً واضحاً للمتعاملين عن ذلك.¹

* يختلف التصنيف الشرعي عن التصنيف الائتماني الذي يمنح المؤسسة درجة بالنظر إلى جودة الأصول التي تمتلكها من حيث قوة الضمانات التي تستند إليها ومدى القدرة على تسيلها، وهو يكون على درجات، أما التصنيف الشرعي فيكون على درجات أيضاً لكن هذه الدرجات لا تعكس معايير ائتمانية وإنما تعكس معايير شرعية.

¹ حمو محمد، "تصنيف المؤسسات المالية وفقاً للجودة الشرعية من طرف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف"، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، العدد 17، السداسي الثاني، 2017، ص: 298.

كما يعتبر التصنيف الشرعي عملية غرضها توفير المعلومات والتقويم المستقل للانضباط الشرعي للمؤسسات المالية الإسلامية أو تلك التي تقدم خدمات مصرفية أو مالية إسلامية، وللمنتجات المالية الإسلامية التي تتداول في الأسواق كالصكوك ونحوها.¹

وفكرة التصنيف للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية هي انعكاس لاهتمام جمهور المتعاملين بجانبين هما: الالتزام الشرعي، والملاءة المالية. ومؤسسات التصنيف القائمة فعلاً بعضها معني بالالتزام الشرعي ومتطلباته، وبعضها معني بالتصنيف الائتماني للمؤسسات أو المنتجات كما هو الحال في تصنيف الصكوك الإسلامية.²

ثانياً: دور التصنيف الشرعي

هناك حاجة ماسة لإرساء منهجية ملائمة للتصنيف الشرعي حيث أنه ليس من أغراض التصنيف الشرعي بيان الحكم الشرعي في المنتجات المالية الإسلامية ولا التعقيب على قرارات الهيئات الشرعية في البنوك والمؤسسات المالية أو الاستدراك على الفتاوي الصادرة منها، ذلك لأن التصنيف الشرعي مقتصر على تلك المؤسسات والمنتجات التي تشرف على أعمالها هيئة شرعية هي محل ثقة المؤسسة ملاكاً وإدارة وعملاء.

إن الدور المنوط بالجهة المعنية بالتصنيف الشرعي هو التأكد من التزام المؤسسات بما ألزمت به نفسها وحسن تطبيقها للإجراءات المعتمدة من هيئتها الشرعية ووجود رقابة شرعية فيها على كفاءة المؤسسة والتأكد من توافر الهيئة الشرعية على الفرص الكافية للنظر والحكم على المعلومات والإمكانات لذلك، هذا هو الأصل لكن هذا لا يعني أن مجلس التصنيف واللجان المتفرعة منه لن تهتم بالحكم الذي تتوصل إليه الهيئات ولن تلتفت إلى ما قد يبديه خبراءها من تحفظات على نفس ذلك الحكم، في مثل هذه الحالة سيكون لهذا "التقويم المعياري" تأثير على التقويم الموضوعي الذي تتبناه الوكالة منهجاً.³

ثالثاً: فوائد التصنيف الشرعي

هناك فوائد كثيرة لعملية التصنيف لعل من أهمها تعزيز الشفافية بشكل كبير التي من شأنها تقليل المخاطر في الاستثمارات المتنوعة، حيث أن بروز شركات التصنيف الائتماني التقليدية على المستوى العالمي جاء بسبب ضغوط السوق بعد أن أدى تطور السوق والأعمال وانتشار الشركات المالية والمصرفية بشكل عام إلى زيادة احتمالية حدوث مخاطر عالية لهذه الشركات غير المصنفة، ومن هنا جاءت الحاجة لإيجاد هيئات تقوم بالتأكد من نشاط تلك الشركات.

¹ محمد علي القري، مرجع سابق، ص: 4.

² عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 7.

³ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 7.

وظهرت من ثم وكالات التصنيف التي تعطي درجات مختلفة لتوضيح كافة الأمور المتعلقة بوضع مؤسسة أو منتج مالي معين وذلك بغرض تقليل حجم المخاطرة في هذه الاستثمارات، والأمر نفسه بالنسبة للمصرفية الإسلامية التي تحتاج إلى التصنيف لإضفاء مزيد من الشفافية والقضاء على أي مزاعم قد يروح لها المشككون في تلك الصناعة الوليدة.¹

رابعاً: أهم وكالات التصنيف الإسلامية

إن مؤسسات التصنيف الإسلامية القائمة لا تتعدى ثلاث مؤسسات وفقاً لآخر التطورات على صعيد الصناعة المالية الإسلامية وهي: الأولى الوكالة الإسلامية للتصنيف وهي أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية، والثانية الهيئة الشرعية للرقابة؛ وكلاهما مرخصتين في دبي، والثالثة: وكالة التصنيف الماليزية.

- أما الأولى وهي **الوكالة الدولية للتصنيف** فقد قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية ومؤسسات التصنيف الائتماني (بقيادة البنك الإسلامي للتنمية) وذلك سنة 2006 واتخذت من مملكة البحرين مقراً لها، وهدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي بتوفير تقويم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد. وتقدم الوكالة الإسلامية للتصنيف نوعين من التصنيف: الأول تصنيف فني (ائتماني) لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للبنك الإسلامي أو منتجاته، والثاني تصنيف شرعي لإيضاح مدى موافقة البنك الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية؛
- ومؤسسة التصنيف الثانية وهي **الهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف** حيث تأسست الهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف للمنتجات المالية الإسلامية في سبتمبر 2007 بإجماع الجمعية العمومية للمجلس العام للبنوك الإسلامية المنعقدة في جدة، وعقدت اجتماعها التأسيسي يوم 27 أبريل 2008. ومن أبرز اهتمامات هذه الهيئة "مراجعة الأسس النظرية والشرعية التي تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية، وكذلك التأكد من سلامة التطبيق العملي للمنتجات وموافقتها للمبادئ والأحكام الشرعية" وينص النظام الأساسي للهيئة على أن من نطاق عملها التصنيف الشرعي للمنتجات وكذلك المؤسسات غير أن التركيز في البداية سيكون على المنتجات، ورغم هذا التشابه بين المؤسستين غير أن هناك فرقاً جوهرياً بينهما، فالوكالة تعنى بما أطلقت عليه تصنيف الجودة الشرعية وهذا التصنيف ينظر إلى المتطلبات الإدارية في مجمله كما يظهر من معاييرها، خلافاً

¹ عبد الرحيم شنيبي وأحمد علماوي، "تصنيف الجودة الشرعية للبنوك الإسلامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، 2011، ص:

للتصنيف الشرعي للهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف الذي يقوم على تصنيف مدى الالتزام الشرعي من خلال الفحص التفصيلي لجميع الأسس النظرية الشرعية والتطبيقية التي يقوم عليها المنتج؛¹
- أما المؤسسة الثالثة فهي وكالة التصنيف الماليزية التي تختص بتصنيف الشركات الإسلامية الماليزية.²

خامساً: التصنيف الشرعي ودوره في تجنب الأزمات المالية

في ظل الأزمة المالية العالمية تتصاعد الأصوات الداعية إلى فرض معايير للشفافية والإفصاح بحيث يتم وضع أدوات الضبط والرقابة اللازمتين في المكان المناسب، وفي وضع الجودة الشرعية في قائمة تلك المعايير والتشريعات أولوية وحاجة ملحة.³

وتجمع وكالات التصنيف الائتماني التقليدية على أنها لا تأخذ في الاعتبار عند التصنيف الائتماني للصكوك مبدأ شرعية الصك من عدمه، لأن الحكم على شرعية الصك من عدمه هو عمل الهيئات الشرعية، والحقيقة أن هذا خلل غير مقبول في مبدأ التصنيف نظراً لكون المخاطر الشرعية يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند التصنيف، وإذا بنيت على رأي قوي فيه خلاف بين العلماء سيؤدي إلى عدم الاكتتاب بها أو شراؤها من قبل المستثمرين نظراً للشكوك التي تحيط بشرعيتها مما ينتج عنه تراجع سيولة هذه الصكوك (أي انخفاض القدرة على تداولها).⁴

وقد نهت الأزمة المالية وانعكاساتها إلى ضرورة تمتع وكالات التصنيف بالمصادقية والاستقلالية الكافية لإبداء رأي أمين ومحايّد تجاه المؤسسة أو المنتج الخاضع للتصنيف، وإلا كانت الدرجات الممنوحة من وكالات التصنيف عاملاً إضافياً للغرر والتغرير بالمتعاملين.

وتمثل المعلومات والتكاليف المادية أهم عنصرين لدعم المصادقية والاستقلالية لدى شركات التصنيف، ورغم أن الكثير من المعلومات قد يكون معلناً عنها غير أن بعضها وهو مهم للتصنيف لا يمكن الحصول عليه إلا من خلال المؤسسة الخاضعة للتصنيف وهي مشكلة تواجه وكالات التصنيف وخاصة الشرعية منها. كما أن دفع تكاليف التصنيف من المؤسسة أو من إدارة المنتج الخاضع للتصنيف يضع المصادقية والاستقلالية تحت المجهر إذا لم تكن المعايير التي تحكم عمل وكالات التصنيف كافية لتأكيد ذلك ومقبولة من جهات مستقلة كالبنوك المركزية أو المؤسسات الدولية ذات الصلة. ووكالات التصنيف الإسلامية الناشئة معنية أكثر من غيرها بتأكيد استقلاليتها ومصادقتها بالاستناد إلى أسس موضوعية كافية.⁵

¹ عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 10، 12.

² عبد الرحيم شنيني وأحمد علماوي، مرجع سابق، ص: 390.

³ نفس المرجع السابق، ص: 384.

⁴ حمو محمد، مرجع سابق، ص: 299.

⁵ عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 8، 9.

المبحث الرابع: نحو وكالات تصنيف محلية كمنهج لإصلاح صناعة التصنيف الائتماني

نظراً لأهمية وجود وكالات تصنيف ائتماني محلية واقليمية في العالم العربي، واستجابة لمتطلبات تطوير انفتاح الأسواق المالية، ومن أجل القضاء على احتكار القلة الذي تمثله وكالات التصنيف الائتماني الأمريكية الكبرى، فإن وجود هيئات تعمل على تصنيف ملاءة المؤسسات والشركات والأفراد في الدول العربية تكون قادرة على القيام بعمليات المراجعة والتقييم التي تقوم بها الوكالات الدولية على أن تكون تصنيفاتها معترف بها عالمياً سيعزز هذا التطور المنشود ويزيد من فعاليته. وبناءً على ما سبق فقد تم تقسيم هذا المبحث كما يلي:

- ✓ التصنيف الائتماني في الدول العربية وتحديات تطبيقه؛
- ✓ واقع التصنيف الائتماني في الجزائر وآفاق تطبيقه.

المطلب الأول: التصنيف الائتماني في الدول العربية وتحديات تطبيقه

سيعرض هذا المطلب وبشيء من التفصيل وضعية التصنيف الائتماني للدول العربية، بالإضافة إلى تحديات معوقات تطبيق وكالات تصنيف ائتماني في الدول العربية.

أولاً: وضعية التصنيف الائتماني للدول العربية

شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً لدى أغلب البنوك المركزية في الدول النامية على صعيد إنشاء وتطوير أنظمة مركزية للاستعلام الائتماني أو ما اصطلح على تسميته بمركزيات المخاطر، وقد تم ذلك إما في إطار البنوك المركزية نفسها التي حدثت هذه المركزيات أو الأنظمة، أو من خلال قيامها بتشجيع جهود القطاع المصرفي في إنشاء شركات خاصة مستقلة للاستعلام الائتماني، وهو الاتجاه الأكثر قبولاً ونمواً في السنوات القليلة الماضية. وتظهر الاحصائيات تواجد أنظمة للاستعلام الائتماني أو مركزيات للمخاطر في أكثر من 120 دولة.¹

وعلى صعيد الدول العربية فإن الاهتمام بتطوير هذه الأنظمة وفقاً لأفضل الممارسات المتعارف عليها دولياً قد بدأ متأخراً ولعدد محدود من الدول وذلك على الرغم من أن بعض الدول العربية كانت من أوائل الدول النامية في إنشاء مركزيات أو سجلات للمخاطر الائتمانية لدى البنوك المركزية في الخمسينات والستينات من القرن الماضي، إلا أن هذه السجلات وطريقة عملها وخدماتها لم تستطع أن تواكب التطور والنمو الكبير في القطاع المالي والمصرفي وتعدد احتياجاته وخدماته الائتمانية. ومع ذلك فقد شهدت السنوات الماضية توجه عدد من البنوك المركزية العربية لتشجيع قيام شركات خاصة

¹ بلاغ سامية، الرقابة على الائتمان المصرفي ودورها في ضبط الاقتصاد الوطني - حالة الاقتصاد الجزائري-، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2013/2014، ص: 25.

للاستعلام الائتماني. وتمثل تجربة السعودية في إنشاء الشركة السعودية للمعلومات الائتمانية (سمة) من التجارب الرائدة والناجحة على مستوى الدول النامية، وكذلك تجربة مصر في إنشاء الشركة المصرية للاستعلام الائتماني (iScore)، بالإضافة إلى تجارب البحرين والكويت والمغرب فقد أقدمت السلطات في هذه الدول على تشجيع إنشاء شركات الاستعلام الائتماني كشركات خاصة ومستقلة. كما تسعى العديد من الدول العربية الأخرى لاتخاذ الإجراءات والخطوات الكفيلة لتطوير وتحديث أنظمتها للاستعلام الائتماني استناداً لأفضل الممارسات والتجارب.¹

وبالرغم من كل الجهود المبذولة لتطوير أنظمة الاستعلام الائتماني في الدول العربية فإن هذه السجلات أو المركزيات لا تغطي كافة أركان قطاع الائتمان، كما تفتقر لتقديم مختلف خدمات الاستعلام الائتماني الحديثة واللازمة، حيث تقتصر البيانات والمعلومات الائتمانية على تلك المرتبطة بحالات التعثر (المعلومات السلبية)، كذلك فإن هذه المعلومات لدى هذه السجلات أو المركزيات لا يتم مشاركتها مع مختلف المقرضين في السوق، ولا يتم وفقاً لذلك تقدير حقيقي للتركزات الائتمانية. وبالإضافة إلى ذلك فإن هذه المعلومات تركز بصورة رئيسية على الانكشافات الكبيرة والائتمانية المقدمة لكبار المقرضين. كما يلاحظ من الجانب الآخر أن البنوك نفسها في أغلب الدول العربية مازالت غير متجاوبة بالقدر اللازم على صعيد توفير المعلومات الائتمانية بالشمولية والتفاصيل المطلوبة وذلك حفاظاً على ثروتها المعلوماتية إن صح التعبير، ويتفاقم هذا الأمر في حالة الدول التي تعمل بقوانين السرية المصرفية.²

ثانياً: تحديات تطبيق وكالات تصنيف ائتماني في الدول العربية

لا شك أن هناك الكثير من المعوقات أو التحديات التي يتعين معالجتها في البداية سعياً لخلق البيئة المشجعة لإنشاء أنظمة متطورة وكفأة للاستعلام الائتماني في الدول العربية وزيادة التوعية بأهمية ودور هذه الأنظمة والتعاون والتجاوب معها، وفي مقدمة هذه التحديات بناء الإطار القانوني والتشريعي الذي ينظم تبادل المعلومات الائتمانية. مع إدراك هذه الصعوبات لا يمكن إغفال الجهود التي بذلت في السنوات القليلة في عدد من الدول العربية للارتقاء بكفاءة المعلومات الائتمانية بإقدام بعض البنوك المركزية على تشجيع إقامة شركات خاصة للاستعلام الائتماني (البحرين، مصر، الكويت، المغرب)، كما اتخذت جهود لتحسين المركزيات المدارة من طرف البنوك المركزية نفسها (تونس، فلسطين، الجزائر، عمان، لبنان، سورية).³ ولا يخفى أن الأزمة المالية العالمية 2008 وانعكاس ذلك على شكل وطبيعة المخاطر قد أصبحت معه هذه الأنظمة مبنية لدى العديد من الدول العربية للمقومات والممارسات السليمة

¹ محمد يسر برنييه، مرجع سابق، ص ص: 5، 6.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 20، 21.

³ منصور منال، "إدارة المخاطر الائتمانية ووظيفة المصارف المركزية القطرية والإقليمية"، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 13.

في توفير خدمات المعلومات الائتمانية المتطورة، ولكن تبقى الجهود مبذولة من أجل تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني وضمان استخدامها بالشكل السليم والمناسب.¹

وقد توصل صندوق النقد الدولي مع مؤسسة التمويل الدولية والبنك الدولي إلى إطلاق مبادرة مشتركة للارتقاء بأنظمة الاستعلام الائتماني وتوفير البيئة القانونية والمؤسسية والفنية اللازمة لإنجاح هذه الأنظمة في الدول العربية.² وقد جرى التوقيع في أبريل 2008 على مذكرة تفاهم للتعاون بين المؤسستين من خلال مبادرة تطوير نظم الاستعلام الائتماني ومركزيات المخاطر في الدول العربية ACRT.³

الجدول رقم (19): تواجد أنظمة الاستعلام الائتماني في الدول العربية

الدول العربية	سجلات رسمية للاستعلام الائتماني	أنظمة استعلام ائتماني خاصة	عدد البيانات الائتمانية إلى عدد الأفراد والبالغين (%)
الأردن	√	-	0.8
الإمارات	√	-	1.4
البحرين	-	√	20.8
تونس	√	-	13.7
الجزائر	√	-	0.2
جيبوتي	√	-	0.2
السعودية	-	√	23.5
السودان	-	-	-
سورية	√	-	1.9
العراق	-	-	-
عُمان	√	-	12.4
فلسطين	√	-	1.8
الكويت	-	√	14.5
لبنان	√	-	4.7
مصر	√	√	6.3
المغرب	√	√	2.3
موريتانيا	√	-	0.2
اليمن	√	-	0.1

المصدر: محمد يسر برنيه، "تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزيات المخاطر في الدول العربية"، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2008، ص: 27.

¹ بلاغ سامية، مرجع سابق، ص: 27.

² الفاتح الشريف يوسف الطاهر ونور الهدى محمدين، "الترميز الائتماني ودوره في الحد من مخاطر الائتمان المصرفي في السودان"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 14، 2013، ص: 65.

³ منصور منال، مرجع سابق، ص: 13.

يتضح من الجدول أن هناك أربع دول عربية تمتلك أنظمة للاستعلام الائتماني كشرركات مملوكة من البنوك بإشراف ورقابة السلطات النقدية، وهذه الدول هي البحرين والسعودية والكويت ومصر، بالإضافة إلى المغرب، أما في بقية الدول فإنها تعتمد على أنظمة أو سجلات لمركزيات المخاطر المتواجدة لدى بنوكها المركزية، علماً أنه قامت بعض هذه البنوك بتطوير هذه المركزيات أو السجلات سعياً لتقديم خدمات استعلام ائتماني مماثلة أو قريبة من تلك التي تقدمها الشركات الخاصة.¹

إن نجاح تطبيق أنظمة تصنيف ائتماني يعتمد على شرطين رئيسيين، الشرط الأول هو أن تتبنى الحكومات والبنوك المركزية العربية هذه المؤسسات وتعطيها حق التصنيف والاعتراف بتصنيفاتها الائتمانية لكي تعطي مصداقية واعتمادية للتصنيفات التي تصدرها، والشرط الثاني هو أن تقدم هذه الحكومات والبنوك الدعم لهذه المؤسسات وترعاها خاصة في السنوات الأولى من تأسيسها. لذلك ولتأسيس مؤسسات تصنيف بديلة تعتمد منهجيات في التصنيف تأخذ بالاعتبار الأوضاع الاقتصادية والمالية والنقدية الخاصة بالدول العربية، فإنه لا يفي الحاجة لأن تكون هذه المؤسسات قوية وتتمتع بكل القدرات والإمكانات الكبيرة التي تمتلكها مؤسسات التصنيف العالمية وأن تحقق ذلك بشكل تدريجي.²

وتضطر البنوك العربية وخصوصاً الصغيرة والمتوسطة والتي لا تمتلك الإمكانيات التي تساعدها في وجود أنظمة تصنيف ائتماني داخلي إلى الاعتماد في كثير من الأحوال على تقديرات مؤسسات تقييم الجدارة الائتمانية، أو هيئات ضمان الصادرات الدولية نظراً لعدم توافر مؤسسات مماثلة منتشرة في الدول العربية، وكما هو معلوم فإن تكاليف التقييم الائتماني الخارجي مرتفعة ولا يستطيع الكثير من البنوك تحملها مما يستدعي بقاءها خارج التقييم الائتماني وبالتالي ازدياد درجة مخاطر التعامل معها، وضعف قدرتها في استقطاب مصادر التمويل الدولية.³

كما أن حاجة بعض البلدان العربية إلى تمويل خارجي أو إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة يدفع بها إلى طلب تصنيف من طرف وكالات التصنيف الائتماني، كما أن هذه العملية قد تتم بدون طلب من طرف البلد المعني.⁴ ومع استمرار الأحداث السياسية والعسكرية التي تشهدها الدول العربية زادت أهمية التقييمات السيادية التي تصدرها وكالات التصنيف الدولية حول العالم بحق الدول، لاسيما مع اعتماد القادة والسياسيين والشركات عبر الوطنية والمستثمرين الدوليين وكذلك المنظمات الدولية عليها في اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار في دول العالم والدول العربية.

وتواصل وكالات التصنيف الدولية حول العالم تقييمها لما يجري على الساحة العربية من تغيرات وتطورات سياسية واقتصادية واجتماعية، وبالتالي تقوم أيضاً بتغيرات متفاوتة في التصنيف السيادي للدولة

¹ محمد يسر برزني، مرجع سابق، ص: 26، 27.

² عدنان أحمد يوسف، مرجع سابق، ص: 52.

³ بلاغ سامية، مرجع سابق، ص: 215.

⁴ مغاري عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 46.

والتصنيف الائتماني والملاءة المالية لبعض الكيانات الاقتصادية في تلك الدول، وعلى رأسها مؤسسات القطاع المصرفي والمالي، مع الأخذ في الاعتبار أن تلك المؤسسات وإن اختلفت في التفاصيل وأدوات ودرجات التقييم الإيجابية والسلبية فإنها تتفق نسبياً على الصورة العامة. ومن هنا تأتي أهمية استعراض رؤية العالم ومؤسساته للدول العربية، من خلال استعراض التصنيف الائتماني الصادر عن أبرز وكالات التصنيف الدولية لعدد من الدول العربية كما يوضحها الجدول.¹

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، الاقتصاد العربي مؤشرات الأداء 2000-2018، نشرية فصلية، السنة الرابعة والثلاثون، العدد الفصلي الرابع، أكتوبر- ديسمبر 2016، ص: 17.

الجدول رقم (20): التغيرات التي طرأت على التصنيفات السيادية في الدول العربية نهاية عام 2015/نهاية عام 2016 (حسب الترتيب الأبجدي للدول)

الدولة	ستاندرد أند بورز		موديز		فيتش		كابيتال انتلجنس		أي إتش إس	
	نهاية 2015	نهاية 2016	نهاية 2015	نهاية 2016	نهاية 2015	نهاية 2016	نهاية 2015	نهاية 2016	نهاية 2015	نهاية 2016
الأردن	BB ⁻ مستقر	BB ⁻ سلبي	B1 مستقر	B1 مستقر	-	-	BB ⁻ مستقر	BB ⁻ مستقر	CCC مستقر	BB ⁺ مستقر
الإمارات	-	-	Aa2 مستقر	Aa2 مستقر	-	-	AA ⁻ مستقر	AA ⁻ مستقر	BB مستقر	AA ⁻ مستقر
البحرين	BBB ⁻ سلبي	BB مستقر	Baa3 سلبي	Ba2 مستقر	BB ⁺ مستقر	BBB ⁻ مستقر	BBB ⁻ مستقر	BB ⁺ مستقر	BB مستقر	BBB ⁻ سلبي
تونس	-	-	Ba3 مستقر	Ba3 مستقر	BB ⁻ مستقر	BB ⁻ مستقر	-	-	CCC مستقر	BB ⁺ مستقر
الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	-	BB مستقر	BB ⁺ سلبي
السعودية	A ⁺ سلبي	A ⁻ مستقر	Aa3 مستقر	A1 مستقر	AA مستقر	AA ⁻ سلبي	AA ⁻ مستقر	AA ⁻ سلبي	A مستقر	AA ⁻ مستقر
السودان	-	-	-	-	-	-	-	-	C مستقر	CC سلبي
سورية	-	-	-	-	-	-	-	-	C سلبي	C سلبي
العراق	B ⁻ مستقر	B ⁻ مستقر	Caa1 (P) مستقر	Caa1 (P) مستقر	B ⁻ مستقر	B ⁻ سلبي	-	-	CCC مستقر	CC ⁺ مستقر
سلطنة عمان	BBB ⁺ سلبي	BBB مستقر	A1 سلبي	Baa1 مستقر	-	-	A مستقر	A ⁻ سلبي	A مستقر	BBB سلبي
قطر	AA مستقر	AA مستقر	Aa2 مستقر	Aa2 سلبي	AA مستقر	AA مستقر	AA ⁻ مستقر	AA ⁻ سلبي	AA مستقر	AA ⁻ مستقر
الكويت	AA مستقر	AA مستقر	Aa2 مستقر	Aa2 سلبي	AA مستقر	AA مستقر	AA ⁻ مستقر	AA ⁻ مستقر	A مستقر	AA ⁻ مستقر
لبنان	B ⁻ سلبي	B ⁻ سلبي	B2 سلبي	B2 سلبي	B سلبي	B ⁻ مستقر	B سلبي	B سلبي	CCC مستقر	B ⁻ مستقر
ليبيا	-	-	-	-	B مستقر	B مستقر	-	-	B مستقر	B ⁻ سلبي
مصر	B ⁻ ايجابي	B ⁻ ايجابي	B3 مستقر	B3 مستقر	B مستقر	B مستقر	B ⁻ مستقر	B ⁻ مستقر	CCC مستقر	B ⁻ مستقر
المغرب	BBB ⁻ مستقر	BBB ⁻ مستقر	Ba1 مستقر	Ba1 مستقر	BBB ⁻ مستقر	BBB ⁻ مستقر	-	-	B مستقر	BBB مستقر
اليمن	-	-	-	-	-	-	-	-	CC مستقر	CCC سلبي

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، الاقتصاد العربي مؤشرات الأداء 2000-2018، نشرة فصلية، السنة الرابعة والثلاثون، العدد الفصلي الرابع، أكتوبر - ديسمبر 2016، ص: 17.

تختلف التصنيفات الائتمانية من وكالة إلى أخرى بالنسبة لنفس الدولة والتي في غالبها بقيت ثابتة بين نهاية 2015 ونهاية 2016 لدى نفس الدولة، فيما يظهر تصنيف الجزائر متوسط حيث تم تصنيفها من طرف وكالة أي إتش إس حيث قامت بمنحها درجة BB مستقر نهاية سنة 2015، ودرجة BB⁺ سلبي والتي تصنف ضمن الفئة غير الاستثمارية.

المطلب الثاني: واقع التصنيف الائتماني في الجزائر وآفاق تطبيقه

الجزائر على غرار باقي الدول العربية تواجه تحديات وجود وكالات تصنيف ائتماني محلية، فقد شرع بنك الجزائر في التحضير لمشروع إنشاء هيئة لتنقيط البنوك، ويعكف على إعداد هذا المشروع الذي لا يزال في مرحلته التقنية، وهناك تصورات لعدة خيارات حول الشكل الذي قد تتخذه هذه الهيئة حيث تم دراسة ثلاث خيارات وهي:¹

- اقتناء أداة تنقيط من صنع محلي ومستخدمين محليين تلقوا تكويناً لهذا الغرض؛
- أو إنشاء شركة مختلطة بالشراكة مع وكالة تنقيط أجنبية؛
- أو إنشاء عدة هيئات للتنقيط.

ولكن لم تتخذ هذه المؤسسة أي قرار في هذا الشأن، فمن الضروري التوفر على أداة لتنقيط البنوك تحت تسمية وكالة أو شركة، كما أنه يجب خلق أداة لتنقيط مؤسسات وشركات تأمين، فقد سبق لبنك الجزائر أن أعلن عن تنقيط البنوك ابتداءً من سنة 2013، وكان بنك الجزائر قد وافق في 2011 على نظام للتنقيط تم وضعه بالتعاون مع صندوق النقد الدولي وكتابة الدولة الأمريكية للخزينة، وقد أشار بنك الجزائر إلى أن هذا النظام يرمي أساساً إلى تعزيز قدرة الكشف المبكر عن هشاشة البنوك والمؤسسات المالية قصد الحفاظ على استقرار المنظومة المالية وكذا حماية المودعين.

ويقوم بنك الجزائر بإعداد معايير سير هذا النظام التنقيطي حسب المندوب العام لجمعية البنوك والمؤسسات المالية، ويتعلق الأمر بتحديد كفاءات اختيار المتدخلين في نظام التنقيط وشروط تدخلهم وتعيين الأطراف المؤهلة لتقديم المعلومات ونشرها، كما سيتم الاستعانة بشركة أجنبية لإعداد نظام المعلومات وتركيب أجهزة الإعلام الآلي وتكوين عمال وكالة التنقيط المقبلة، وبالتالي سيسمح ذلك للبنوك بأن يكون لها تقدير أفضل لقدرة المؤسسات التي تقترض منها على سداد ديونها.²

أما عن أنظمة الاستعلام الائتماني في الجزائر المتواجدة على أرض الواقع فهي عبارة على أنظمة رسمية تابعة للبنك المركزي الجزائري لغايات الرقابة المصرفية، وتعتبر مركزية المخاطر من بين هياكل بنك الجزائر.³ وقد تأسست مركزية المخاطر بموجب المادة 160 من قانون النقد والقرض 10/90 وأكد

¹ بلاغ سامية، مرجع سابق، ص: 214، 215.

² نفس المرجع السابق، ص: 215.

³ نفس المرجع السابق، ص: 29.

عليها الأمر 11/03 في المادة 98 والتي تنص على: "ينظم ويسير بنك الجزائر مصلحة مركزية للمخاطر تدعى مركز المخاطر، تتكفل بجمع أسماء المستفيدين من القروض وطبيعة وسقف القروض الممنوحة والمبالغ المسحوبة، والضمانات المعطاة لكل قرض من جميع البنوك والمؤسسات المالية". وقد حدد النظام رقم 01/92 بتاريخ 1992/03/22 كيفية تنظيم وعمل مركزية المخاطر، إذ يعتبرها بمثابة هيئة للمعلومات على مستوى بنك الجزائر ينبغي على كل هيئة قرض التصريح بمجموع القروض الممنوحة لعملائها لديها.¹

وقد تم تدعيم الإطار التشريعي المسير لمركزية المخاطر والمتعلق بالتصريح بالقروض من خلال التعليم رقم 05/07 بتاريخ 2005/08/11، والتي تلزم البنوك والمؤسسات المالية على التصريح لمركزية المخاطر بالديون المشكوك فيها والمتنازع عنها، وهذا القسم من مركزية المخاطر المسمى "المركزية السلبية" دخل قيد التشغيل في أبريل 2006، الأمر الذي سمح باستكمال النظام الموجود بواسطة توفير وإتاحة المعلومات ذات الطابع النوعي للمنخرطين في المركزية مما يساعدهم على تحسين تقييم مخاطر القروض وتسييرها وكذا التحكم فيها.²

اعتمد بنك الجزائر في تأسيس هذه الهيئة الجديدة على المساعدة التقنية المقدمة من طرف البنك الدولي، لتكون بذلك هذه المركزية الجديدة متطابقة مع المقاييس الدولية في هذا المجال وتمنح إمكانية التواصل من خلال خط الشبكة "on line"، كما أعطى النظام للمقترض حق الاطلاع وبدون تكاليف على المعطيات المسجلة والتي تخصه، ويمكنه أن يطلب إن اقتضى الأمر من المؤسسة المصروفة تصحيح المعطيات الخاطئة وفي حالة إجراء أي تصحيح للمعطيات ينبغي على المؤسسة المصروفة إبلاغها لمركزية المخاطر حتى يتسنى لها إعادة تصحيح قواعد معلوماتها.³

ولقد ساعد النظام الجديد 01/12 بتاريخ 2012/02/20 المتضمن تنظيم مركزية مخاطر المؤسسات والأسر وعملها من خلال مواد وأحكامه على توسيع مجال عمل مركزية المخاطر، وزاد من أهميتها ودورها وهو أمر سيكون له لا محالة أثر إيجابي على تسيير وإدارة المخاطر المصرفية خاصة مخاطر القروض، حيث تقوم المركزية في إطار المهام الموكلة لها بإعلان وتبليغ البنوك والمؤسسات المالية بالقروض الممنوحة والزبائن المستفيدين منها على مستوى النظام المصرفي، وهذا بعد تصنيف هذه المعطيات حسب نوع القرض - حسب كل قطاع أو فرع نشاط للمستفيد - حسب المنطقة الجغرافية والقطاع القانوني، ليتم فيما بعد تجميعها في منشورات إحصائية توضح وضعية محافظ القروض لكل بنك أو

¹ ذهبية بلعيد، "تطوير نظام مركزي للاستعلام الائتماني كآلية للحد من مخاطر الائتمان المصرفي بالجزائر"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 8، العدد 16، 2017، ص ص: 262، 263.

² Rapport Annuel 2014, **Evolution Economique et Monétaire en Algérie**, Banque d'Algérie, Juillet 2015, P : 91, 92.

³ ذهبية بلعيد، مرجع سابق، ص: 263.

مؤسسة مالية وترسل إلى البنوك والمؤسسات المالية وكذا إلى سلطة الرقابة في إطار المراقبة الحذرة، فضلاً عن هذا فإن لمركزية المخاطر وظيفة ثالثة وهي الاستشارة حول هذه المعطيات.¹

أما عن وضعية التصنيف الائتماني للجزائر فإنه في ظل عدم طلب الجزائر تنقيطاً من طرف وكالات التصنيف الائتماني الغربية، فإن وكالة كوفاس بدأت منذ 2007 تهتم بالجزائر وتقدم تصنيفها لها دون طلب مسبق حيث دأبت كوفاس منذ 2007 على تقييم مديونية الجزائر وبيئة أعمالها. وفي هذا الصدد فإن النقطة التي منحتها هذه الوكالة للجزائر هي نقطة 4 A، هذه النقطة التي تعتبر متوسطة في سلم التنقيط المعتمد من قبل هذه الوكالة، هي انعكاس لوضع اقتصادي مقبول.²

يمكن القول أنه آن الأوان لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني وهذا إما بإيجاد وكالات تصنيف ائتماني محلية بديلة معترف بها دولياً تكون أكثر واقعية وشفافية وقادرة على كسر الاحتكار الذي تشكله وكالات التصنيف الكبرى، أو من خلال تقوية دور وكالات التصنيف الإسلامية ودعمها.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 263، 264.

² مغاري عبد الرحمان، مرجع سابق، ص: 46.

خاتمة الفصل الرابع

شكلت درجات التصنيف الائتماني التي قدمتها وكالات التصنيف الائتماني قبل وأثناء الأزمة المالية العالمية 2008 سبباً بارزاً في حدوث هذه الأزمة وتطورها، حيث ارتكبت وكالات التصنيف الائتماني أخطاء في عمليات التقييم وهذا باعتراف بعض وكالات التصنيف الائتماني، كما أثبتتها أغلب جهات التحقيق في أسباب الأزمة المالية العالمية، وبالتالي فقد تزايدت الانتقادات الموجهة لعمل وكالات التصنيف الائتماني سواءً من ناحية الشفافية أو المصداقية أو الموضوعية أو في منهج عملها. وهو ما أكد ضرورة المبادرة بإصلاح وكالات التصنيف الائتماني، وقد طُرحت في إطار عملية الإصلاح عدة اتجاهات بين بناء هيئة عامة لمراقبة عمل وكالات التصنيف الائتماني أو إجراء إصلاحات في طريقة ومنهج عمل وكالات التصنيف، بالإضافة إلى إصلاحات تتعلق بأهمية ودور وكالات التصنيف الإسلامية، أو من خلال الاعتماد على وكالات تصنيف محلية تكون أكثر علماً ودراية بالأوضاع الاقتصادية والمالية والنقدية الخاصة بالاقتصاد المعنى بالتصنيف.

ولكن تبقى أغلب هذه الإجراءات غير كافية لدى الكثير من المختصين الذين دعوا إلى إنشاء وكالات حكومية للتصنيف الائتماني، أو على الأقل جعل العلاقة بين الوكالات والجهات الطالبة للتصنيف علاقة غير مباشرة بحيث تتوسط العلاقة بين الجهتين هيئة رقابية عامة وهو ما سيزيد من درجة الشفافية والمصداقية لدرجات التصنيف المقدمة.

الخاتمة العامة

- I. الخلاصة العامة
- II. اختبار الفرضيات
- III. نتائج الدراسة
- IV. التوصيات
- V. آفاق الدراسة

الخاتمة العامة

لقد تم من خلال هذه الدراسة الإيجابية على الإشكالية التي تمحورت حول مدى فعالية وكالات التصنيف الائتماني في إدارة المخاطر المالية وتجنب حدوث الأزمات المالية، ودورها في الأزمة المالية العالمية 2008 حيث تم التوصل إلى:

I. الخلاصة العامة

أدت التطورات المتسارعة على جميع المستويات وخاصة منها الاقتصادية إلى زيادة حاجة المستثمرين ورجال الأعمال والدول إلى المعلومات وخاصة منها المالية والائتمانية لدراسة الاختيارات واتخاذ القرارات، وهذا النوع من المعلومات يحتاج إلى وجود مؤسسات متخصصة ومستقلة تتمتع بالمصداقية والشفافية، وقد تجسدت خدمات هذه المؤسسات من خلال وكالات التصنيف الائتماني؛ حيث تعمل هذه الوكالات على إصدار أحكام تتعلق بمدى القدرة على سداد الديون بالنسبة للأفراد والشركات والدول، فوكالات التصنيف الائتماني تقوم بتقديم تحليلات موضوعية للمخاطر التي قد تلحق بالمستثمرين فيما يتعلق بوضع السندات حيث تعد بمثابة مرجع لتقييم مخاطر الائتمان، فإذا كان التصنيف الائتماني منخفض فهناك احتمال بأن لا يستطيع المدين الوفاء بالتزاماته، أما إذا كان التصنيف الائتماني مرتفع فهذا يعني أن هناك احتمال للقدرة على سداد الديون مما يسهل على الحكومات والشركات والمستثمرين الحصول على التمويل.

وفي ظل قيام وكالات التصنيف الائتماني بوظيفتها والمتمثلة في إدارة المخاطر فقد لعبت دوراً كبيراً سواءً للأسواق المالية أو لمختلف الأطراف الاقتصادية التي تستخدم تصنيفاتها عند اتخاذ قراراتها، حيث تساهم وكالات التصنيف الائتماني في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الاستثمارات وتحفيزها وفي الحصول على التمويل، كما أن التصنيف الائتماني يؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية المصدرة حيث أنه كلما ارتفع التصنيف الائتماني قلت المخاطر كلما انخفضت نسبة الفائدة المطلوبة، كما أن وكالات التصنيف الائتماني تساعد على زيادة كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة، ناهيك عن الدور الذي تحقّقه وكالات التصنيف للبنوك وذلك من خلال الحد من ظاهرة الديون المتعثرة. حيث يظهر دور وكالات التصنيف بشكل واضح من المكانة المركزية التي يحتلها التصنيف الائتماني في التنظيم المالي الذي يحتم الأخذ بعين الاعتبار التصنيف الائتماني في مختلف العمليات المالية.

وعلى الرغم من كل ما تحقّقه وكالات التصنيف الائتماني من آثار إيجابية ودور كبير في الأسواق المالية، فإنه لا يمكن إنكار الآثار السلبية التي خلفتها وذلك أثناء أداء مهامها والناجمة عن أخطاء التصنيف، وقد تُخلف هذه الأخطاء انهيارات أو خسائر للشركات أو المستثمرين كما قد تتطور

لُخلف اضطرابات وأزمات مالية؛ فبالرغم من وجود العديد من الأسباب التي ساهمت في ظهور وانتشار الأزمات المالية وتطورها إلا أن هذه الأسباب لا تنفي الدور السلبي الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني، حيث أثبتت فشلها في التنبؤ بأغلب الأزمات المالية التي حدثت في القرن العشرين كأزمة جنوب شرق آسيا، ثم جاءت الأزمات المالية للقرن الواحد والعشرين وعلى رأسها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية لتؤكد عدم قدرتها على التنبؤ بهذه الأزمات.

وتأتي الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كأكبر وأعمق الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وهذا بتأكيد من أغلب الاقتصاديين، حيث بدأت في شكل أزمة ائتمان على مستوى الاقتصاد الأمريكي، ثم سرعان ما انتشرت عبر اقتصاديات باقي الدول الأوروبية ثم الآسيوية والدول النامية لتصبح أزمة مالية عالمية، وكان لها آثار بالغة تعدت الجانب الاقتصادي لتؤثر على الجانب الاجتماعي أيضاً، وقد رجح أغلب الاقتصاديين حدوث هذه الأزمة إلى درجات التصنيف الائتماني التي منحتها أكبر وكالات التصنيف الائتماني، حيث قامت هذه الوكالات بمنح تصنيفات جيدة لاستثمارات مالية ذات مخاطر عالية وجدارة ائتمانية منخفضة وبالتالي فهي لم تقم بإعطاء تقييمات دقيقة وموضوعية وفي وقتها المناسب. ففي الوقت الذي كان دور وكالات التصنيف التنبؤ بحدوث الأزمات وذلك بناءً على رصد حركة درجات التصنيف وهو الدور الأساسي لها، فقد أصبحت هذه الدرجات المقدمة تفتقد للشفافية والمصداقية عند تقديمها.

وفي موازاة ذلك فرضت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تحديات مستقبلية على عمل وكالات التصنيف الائتماني، فقد أصبح استمرار نشاطها مرهون بالإصلاحات المنجزة وبالتالي بدأت مبادرات الإصلاح تطرح عقب الأزمة المالية، فوجود وكالات التصنيف في الأسواق المالية أساسي ولا يمكن الاستغناء عنه نظراً للدور المحوري الذي تلعبه في البنية التحتية للاقتصاد العالمي.

ولأنه من المُستبعد التخلي عن خدمات وكالات التصنيف الائتماني، فقد جاءت عقب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 العديد من الإصلاحات من طرف جهات مختلفة - دول، هيئات رسمية، اقتصاديين، ...- وقد دارت في أغلبها حول ثلاث محاور؛ الأول تقويمي وذلك من خلال إعادة النظر في طريقة عمل وكالات التصنيف وفي القوانين المنظمة لعملها، أما الخيارين الثاني والثالث فهي من الخيارات طويلة المدى، فالخيار الثاني يتعلق بإيجاد البديل الشرعي لوكالات التصنيف القائمة، أما الثالث فيتمثل في انشاء وكالات تصنيف محلية أو اقليمية من أجل القضاء على احتكار القلة الذي تشكله سوق وكالات التصنيف الائتماني.

II. اختبار الفرضيات

بناءً على المعطيات المحصلة من هذه الدراسة فقد تم اختبار الفرضيات كالتالي:

فالفرضية الأولى والتي جاء فيها أن وكالات التصنيف الائتماني أحد أهم الفاعلين في الأسواق المالية حيث تساعد على تحقيق الشفافية وتوفير المعلومات حول حجم المخاطر المالية فهي صحيحة إلى حد ما؛ فلا يمكن انكار الدور الذي تلعبه وكالات التصنيف الائتماني في الأسواق المالية كهيئة فعالة في توفير المعلومات لمختلف الأطراف الاقتصادية، لكن تبقى درجة دقة وصحة المعلومات مرتبطة بالسلبيات التي رافقت عمل وكالات التصنيف الائتماني وذلك نتيجة لتراجع شفافية ومصداقية الدرجات التي تقدمها.

أما الفرضية الثانية والتي جاء فيها أن الأزمة المالية العالمية 2008 حدثت بشكل مفاجئ ولم تكن هناك أي مؤشرات سابقة للتنبؤ بحدوثها فهي خاطئة؛ حيث أن الأزمة المالية العالمية لم تحدث بشكل مفاجئ وكانت معالمها واضحة وترشح لقيامها، كما أن أغلب الاقتصاديين حذر من هذه الأزمة قبل حدوثها وذلك من خلال وضوح المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالأزمات المالية إلا أن عدم اتخاذ التدابير الوقائية وعدم الاكتراث بأهمية هذه المؤشرات كان سبباً في حدوث الأزمة وانتشارها في أغلب دول العالم.

وبالنسبة للفرضية الثالثة والتي جاء فيها أن نقص المعلومات وعدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم المخاطر أحد أهم العوامل في اخفاق وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمات المالية وبالتالي تجنبها فهي صحيحة إلى حد ما؛ حيث تعددت الأسباب التي أدت إلى اخفاق وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ بالأزمات المالية بين أسباب خارجية تتعلق بنقص المعلومات التي تتحصل عليها الوكالات من الأطراف المصنفة، وأسباب داخلية تتعلق بطريقة عملها بين ضعف في أداء نشاطها وتساهل في منح التصنيفات المضخمة سعياً لتحقيق أقصى ربح دون اكتراث للنتائج والعديد من الأسباب الأخرى التي اجتمعت لتحول دون التنبؤ بحدوث الأزمة المالية.

أما الفرضية الرابعة والتي جاء فيها أن وكالات التصنيف الائتماني لعبت دوراً كبيراً في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 فهي صحيحة؛ حيث أظهرت الأزمة المالية العالمية 2008 الدور الخطير الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني بدرجات التصنيف الخاطئة والمظلمة التي منحها قبيل حدوث الأزمة المالية، حيث قدمت تصنيفات عالية لسندات وأوراق مالية ذات قدرة ائتمانية منخفضة، ونتيجة لاتباع تقديرات وكالات التصنيف من قبل المستثمرين فقد أدى ذلك إلى تظليلهم في اتخاذ القرارات الصحيحة مما أدى إلى حدوث الأزمة المالية العالمية 2008.

بالنسبة للفرضية الأخيرة والتي جاء فيها أن تطبيق الإصلاحات المقترحة عقب الأزمة المالية العالمية 2008 حاجة ملحة لتعزيز دور وكالات التصنيف الائتماني في الاقتصاد العالمي فهي صحيحة؛ حيث أنه ونتيجة للأداء السلبي الذي سجل حول نشاط وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية

العالمية 2008 فقد طرحت العديد من الإجراءات والتي اختلفت بين اصلاحات تقويمية استعجالية قصيرة المدى تتعلق بأسلوب عمل هذه الوكالات، وإجراءات متوسطة وطويلة الأجل تمثلت في تشجيع عمل وكالات التصنيف الإسلامية، بالإضافة إلى اقتراح يتعلق بإنشاء وكالات تصنيف محلية للتغلب على احتكار القلة الذي تشكله وكالات التصنيف الدولية، بعض هذه الاقتراحات دخلت حيز التنفيذ فيما لا تزال بعضها اقتراحات نظرية تنتظر التطبيق.

III. نتائج الدراسة

من خلال دراسة هذا الموضوع فقد تم التوصل إلى النتائج الآتية:

- تمثل وكالات التصنيف الائتماني مركزاً هاماً كأداة لإدارة المخاطر المالية والتنبؤ بالأزمات المالية، ويتمثل هدفها الأساسي في الحد من عدم تناسق المعلومات بين المقرضين والمقترضين من خلال تحديد قدرة واستعداد المقترضين المحتملين على الوفاء بالتزاماتهم بشأن خدمة الدين، حيث أن وجودها يساهم في تعزيز مبادئ الحوكمة وتطبيق التشريعات والقوانين الملائمة التي تعمل على تحسين النشاط وهذا إذا تم تسيير نشاطها بالشكل المناسب؛ كما تمثل درجات التصنيف الائتماني التي تقدمها وكالات التصنيف الائتماني مؤشرات مناسبة لاحتمالات التوقف عن السداد؛
- لم تتوقف الأزمات المالية للقرن العشرين بالرغم من الإصلاحات التي تبعتها، وجاءت أزمات أشد أثراً في القرن الواحد والعشرين، كان أكثرها حدة وأثراً الأزمة المالية العالمية 2008 وتبعتها أزمة الديون السيادية الأوروبية حيث أصبحت هذه الأزمات بتواتر حدوثها وكأنها تغذي بعضها البعض، وهذا إن كان يدل على شيء فإنه يدل على عدم فعالية الإجراءات الإصلاحية التي طُرحت وطُبقت عقب هذه الأزمات، وهو ما يثير التساؤل حول كفاءة النظام المتبع ومصادقية الإصلاحات المطروحة؛
- يوفر وجود وكالات تصنيف ائتماني تعمل وفقاً للمعايير المطلوبة العديد من المزايا لمختلف الأطراف الفاعلة في السوق؛ فالخدمات التي تقدمها هذه الوكالات تقلل الجهد وتوفر الكفاءة والفعالية لهذه الأطراف، ناهيك عن دورها في إدارة المخاطر وتجنب حدوث الأزمات المالية، حيث لا يقتصر دور وكالات التصنيف الائتماني على رفع كفاءة السوق المالي وخفض تكلفة الاقتراض أمام المقترض ذو التصنيف الائتماني الجيد عن طريق التسعير الدقيق للمخاطرة، بل يشمل أيضاً تخفيض تكلفة البحث والمتابعة المستمرة للشركات المصنفة والمساعدة على تحديد الاختيار المناسب؛
- تتوقف كفاءة القطاع المالي على قدرة مؤسساته المالية والمصرفية على إدارة جيدة وفعالة لمخاطرها وهو ما يتوفر بوجود بيانات ومعلومات ائتمانية مناسبة، وهذا ما توفره أنظمة خاصة

تتمثل في وكالات التصنيف الائتماني تقدم الخدمات الائتمانية، وتساعد على رسم السياسات واتخاذ القرارات الائتمانية الملائمة، وعلى توسيع الأنشطة وفتح مجالات جديدة في منح الائتمان للمؤسسات، كما تساعد السلطة النقدية على رقابة الائتمان المصرفي؛

- أخفقت وكالات التصنيف الائتماني في تقديم التقييم الصحيح لمخاطر الأصول التي قامت بتصنيفها حيث يعود هذا الإخفاق في تعارض المصالح المتعلق بهيكل أتعابها، وانعدام الشفافية في النظام مما جعل وكالات التصنيف الجهة الوحيدة التي يتم تحكيمها في المخاطر، حيث أصبحت كل الجهات سواءً أفراد أو مؤسسات أو دول تعتمد بشكل كلي على رأي وكالات التصنيف الائتماني في تقييم المخاطر، فقد علق الرئيس السابق للجنة الأوراق المالية قائلاً: "تلعب وكالات التصنيف دور المدرب والحكم في لعبة الدين فهي تصنف الشركات والمصدرين وتحصل منهم على أتعابها أما في حالة الأدوات المالية المهيكلة التي تمكن من توريق الرهون العقارية عالية المخاطر، فهي تساعدهم في بناء هذه المنتجات من أجل الحصول على أعلى التصنيفات الممكنة"؛

- يعتبر وجود وكالات تصنيف ائتماني ذو أهمية كبيرة وبالتالي فإن وجود وكالات تصنيف محلية وإقليمية في العالم العربي سيزيد من تطور وانفتاح الأسواق المالية لهذه الاقتصاديات، حيث أنها ستكون صمام أمان بالنسبة للبنوك والمؤسسات في المنطقة، فالوكالات الكبرى حتى ولو افترضنا حيادها وشفافيتها فستبقى تصنيفاتها بعيدة وغير موثوقة لاقتصاديات هذه البلدان، كما أن الاتهامات والنقد بقي يلاحق وكالات التصنيف الكبرى خاصة بعد ما مر بها عقب الأزمة المالية العالمية 2008، حيث أنه إذا توافرت الإمكانيات المادية والكوادر البشرية فإن انشاء وكالات محلية في الدول العربية سيحقق وضعياً أفضل لأن هذه الوكالات سيكون لها معرفة أحسن بظروف وثقافة المنطقة وطبيعة اقتصاد الدول والبنوك والمؤسسات التي ستقوم بتصنيفها وبالتالي ستكون تصنيفاتها أكثر صدق وواقعية؛

- نتيجة للاخفاقات التي نتجت عن عمليات التصنيف التي قامت بها وكالات التصنيف والتي اسفرت عن حدوث العديد من الأزمات والتي كان أكبرها وأكثرها حدة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فقد تم برمجة العديد من الإصلاحات من طرف العديد من الجهات ولكن أغلب ما تم برمجته من أجل الإصلاح وتدارك الأخطاء لم يدخل حيز التنفيذ؛

- لا يمكن انكار الدور السلبي الذي لعبته وكالات التصنيف غير أن التصنيف الائتماني لا يعتبر علماً دقيقاً حيث أن وكالات التصنيف هي مؤسسات خاصة تصنف ضمن مؤسسات الرأي وللأطراف المتعاملة معها الحرية في الاعتماد على هذا الرأي أو تركه عند اتخاذ القرار، وبالتالي تبقى التصنيفات الممنوحة آراء نسبية لا يمكن أن تصل إلى مستوى العلم الدقيق مهما تطورت الإصلاحات حيث ترد وكالات التصنيف على الانتقادات الموجهة لها بأن ما تقوم به هو مجرد رأي محايد مبني على أسس محددة لقياس الجدارة الائتمانية وأن للأسواق الحرية الكاملة في الأخذ

بهذا الرأي أو تركه، ولكن لا يمكن إهمال الجانب المهم لعملية الإصلاح وذلك من خلال الفصل بين مهمة التصنيف والاستشارة؛

- بالرغم من الدور السلبي الذي قامت به وكالات التصنيف الائتماني في الأزمة المالية العالمية 2008 إلا أن الأزمة أعطت دفعة جديدة لإعادة النظر في دور وفعالية وكالات التصنيف الائتماني وأثرها على استقرار النظام المالي العالمي وتبني الإصلاحات الأكثر ملائمة.

IV. التوصيات

بناءً على نتائج الدراسة، فقد تم التوصل إلى التوصيات الآتية:

- على وكالات التصنيف العالمية توسيع قاعدة الشفافية وذلك من خلال ضرورة نشر تقرير سنوي يتضمن جميع المعلومات المتعلقة بالمساهمين في رأسمالها والأرباح والمداخيل واحصائيات حول نشاط الوكالة ووصف آليات الرقابة الداخلية المعتمدة، وهذا من أجل ضمان جودة التصنيفات، كما أنه يضع الوكالة في وضع أحسن أمام متعاملها؛
- يتطلب التصنيف الائتماني الدقيق وجود خبراء من ذوي الدراية بالسوق نفسه وممن يستطيعون قراءة ما وراء القوائم المالية؛
- تعاني وكالات التصنيف الائتماني من سلبيات ساهمت في حدوث الأزمات المالية ذلك أن ضعف قدرتها على تقييم المخاطر المستقبلية والتأخر في رد الفعل في تخفيض التصنيفات كلها سلبيات أدت إلى حدوث الأزمات، وبالتالي فإن إعادة الثقة في وكالات التصنيف الائتماني والاستمرار في الاعتماد عليها في إدارة المخاطر تتطلب إصلاحات شاملة وجذرية في هيكل التصنيف الائتماني؛
- إذا كان ولا بد من بقاء وكالات التصنيف الائتماني واستمرار نشاطها فإنه من الضروري تشديد الرقابة على نشاطها، وإخضاع هذه الوكالات للمحاسبة؛
- ضرورة انشاء وكالات تصنيف محلية تراعي الظروف الاقتصادية والمالية والنقدية للدول العربية من أجل مساعدتها على العمل في إطار هذه الظروف وإعطاء درجات مناسبة وأكثر مصداقية، حيث أن تشجيع إنشاء وكالات تصنيف ائتماني محلية من شأنه أن يحقق العديد من الامتيازات والتي من أهمها التزام البنوك العمل وفقاً لمبادئ رقابية صارمة، ويتوقف نجاح تطبيقها على شرطين الأول وهو تبني الحكومات العربية لهذه الوكالات، أما الثاني وهو أن تقدم هذه الحكومات الدعم لهذه الوكالات؛
- من شأن تعزيز التعاون بين البنوك المركزية العربية أن يساعد على تبادل المعلومات الائتمانية في إطار اقليمي عربي بين أنظمة الاستعلام مما قد يشكل نظام استعلام مشترك بينهم يعمل في إطار مركزي بين هذه الدول، قد يصل في نشاطه إلى مستوى وكالات التصنيف العالمية ويساهم

في تعزيز قدرات البنوك المركزية العربية في الإشراف والرقابة بما يخدم تحقيق الاستقرار المالي والمصرفي؛

- ضرورة الاهتمام بنشاط وكالات التصنيف الإسلامية كأحد إجراءات الإصلاح طويلة الأجل التي تعمل على تعزيز الشفافية ومنح المستثمرين والسوق مزيداً من الثقة في نشاط التصنيف.

V. آفاق الدراسة

لازالت هناك بعض الأسئلة العالقة والتي تحتاج إلى إجابات أكثر عمقاً لهذه الدراسة، ومن أجل التوسع أكثر في الموضوع ودراسة أشمل لمختلف جوانبه، يمكن التطرق إلى عدة مواضيع من بينها:

- دور وكالات التصنيف الائتماني في تطبيق مقررات لجنة بازل؛
- تطوير عمل وكالات التصنيف الائتماني من خلال إصلاح عملها؛
- وكالات التصنيف الإسلامية كآلية لتجنب حدوث الأزمات المالية؛
- التقنيات الحديثة لإدارة المخاطر المالية وتجنب حدوث الأزمات المالية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية
ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

1. أبو العلا إبراهيم وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جدة، 2009.
2. أبو فارة يوسف أحمد، إدارة الأزمات مدخل متكامل، دار إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
3. أندراوس عاطف ولیم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.
4. بدران أحمد جابر، مبادئ وضوابط ومعايير التمويل الإسلامي، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014.
5. البكري جواد كاظم، فح الاقتصاد الأمريكي الأزمة المالية 2008، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، الطبعة الأولى، لبنان، 2011.
6. بلطاس عبد القادر، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، دار النشر Légende، الجزائر، 2009.
7. التكريتي هيفاء عبد الرحمن ياسين، آليات العولمة الاقتصادية وآثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
8. حشاد نبيل، دليلك إلى التصنيف الائتماني الخارجي والتصنيف الائتماني الداخلي، اتحاد المصارف العربية، الجزء الرابع، لبنان، 2006.
9. الحلواني محمد نيفين، إدارة الأزمات والسياحة، مطبعة أبناء وهبة حسان، مصر، 2004.
10. حماد طارق عبد العال، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
11. حواش جمال، التفاوض في الأزمات والمواقف الطارئة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
12. خان طارق الله وأحمد حبيب، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، جدة، 2003.
13. خلف فليح حسن، العولمة الاقتصادية، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
14. الدليمي حمد فواز ودودين أحمد يوسف، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.

15. دويدار محمد، **محاضرات في الاقتصاد الدولي**، مؤسسة الثقافة الجامعية، الاسكندرية، دون سنة النشر.
16. رزيق كمال وعقون عبد السلام، **سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية**، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
17. رضوان سمير عبد الحميد، **أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات**، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
18. رضوان مصطفى أحمد حامد، **العولمة (اشكاليات معاصرة)**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2011.
19. ساكر محمد العربي، **محاضرات في الاقتصاد الكلي**، دار الفجر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2006.
20. سامح نجيب، **الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال والتوابع**، مركز الدراسات الاشتراكية، الطبعة الأولى، مصر، 2008.
21. سليقه رواد غالب، **إدارة الأزمات الدولية في ظل نظام الأمن الجماعي**، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2014.
22. السويلم سامي بن إبراهيم، **الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي**، كرسي سابق، السعودية، 2012.
23. السيد حسين عدنان، **الأزمة العالمية**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، 2010.
24. الشحات أحمد يوسف، **الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا**، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
25. الشراوي عبد الحكيم مصطفى، **العولمة المالية وإمكانية التحكم (عدوى الأزمات المالية)**، دار الفكر الجامعي، دون بلد النشر، 2005.
26. شكري ماهر كنج وعوض مروان، **المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
27. صلاح حسن، **البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية**، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2011.
28. الصيرفي محمد، **إدارة الأزمات**، مؤسسة حورس الدولية، الإسكندرية، 2008.
29. عبابنه عمر يوسف عبد الله، **الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي**، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
30. عبد الحميد عبد المطلب، **إدارة أزمات العولمة الاقتصادية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2014.
31. عبد الحميد عبد المطلب، **الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2013.

32. عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
33. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
34. عبد الرحيم محمد إبراهيم، منظمات اقتصادية دولية في زمن العولمة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
35. عبد اللطيف مرتضى محمد صلاح الدين، أثر الأزمة المالية العالمية على قطاع تكنولوجيا المعلومات، المكتب العربي للمعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، 2013.
36. عبد المجيد محمد توفيق، العولمة والتكتلات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2013.
37. عثمان محمد داود، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
38. عثمان محمد داود، الاستثمار العقاري، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2013.
39. العزاوي محمد عبد الوهاب وخميس عبد السلام محمد، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
40. عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005.
41. العيساوي عبد الكريم شنجار والعويدي عبد المهدي رحيم، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
42. فهمي محمود شكري، المعجم التجاري والاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
43. القاضي هشام محمد، التمويل العقاري دراسة فقهية قانونية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
44. القرشي محمد صالح، المالية الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
45. القريوتي محمد يوسف وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
46. القصار محمد سامر، الأزمة المالية العالمية: دلالات اقتصادية على سطوع المنظومة الاسلامية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، 2009.
47. كافي مصطفى يوسف، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها، أسبابها، تداعياتها، آفاقها)، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.

48. كروجمان بول، **أنهوا هذا الكساد الآن**، ترجمة أميرة أحمد إمبابي، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، الطبعة الأولى، مصر، 2015.
49. كقالجينت سنغ، **عولمة المال**، ترجمة رياض حسن، دار الفارابي، الطبعة الأولى، بيروت، 2001.
50. كويل ديان، **إدارة الاقتصاد العالمي**، ترجمة نادر إدريس النل، دار الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
51. محمد علي أحمد شعبان، **الأزمات والمتغيرات الاقتصادية ودور القطاع المصرفي**، دار الوفاء للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2010.
52. محمود رمزي، **الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرؤى المالية والإسلام**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2012.
53. محيي الدين عمرو، **أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة**، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، 2000.
54. مسعد محيي محمد، **عولمة الاقتصاد في الميزان (الإيجابيات والسلبيات)**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.
55. مطر محمد، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني والأساليب والأدوات والاستخدامات العملية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.
56. المنجد محمد صالح، **الأزمة المالية**، مجموعة زاد للنشر، الطبعة الأولى، جدة، 2009.
57. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، **الأزمة المالية العالمية التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية**، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2010.
58. الموسوي ضياء مجيد، **الأزمة المالية العالمية الراهنة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
59. الموسوي ضياء مجيد، **الاقتصاد العالمي ما بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009**، كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، دون بلد النشر، 2013.
60. النجار إبراهيم عبد العزيز، **الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008.
61. النجار فريد راغب، **الاستثمار والتمويل والرهن العقاري**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
62. نوري موسى شقيري وآخرون، **إدارة المخاطر**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
63. نوري موسى شقيري وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2009.

64. يموت عبد الهادي، الأزمات المالية العالمية ودور التضامن العربي في تخفيف آثارها، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2011.

II. الأطروحات والرسائل

1. بلاغ سامية، الرقابة على الائتمان المصرفي ودورها في ضبط الاقتصاد الوطني -حالة الاقتصاد الجزائري-، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2014/2013.
2. الشريف يوسف الطاهر الفاتح، دور نظام الاستعلام الائتماني في الحد من التعثر وأثره في الأداء المالي للمصارف التجارية العاملة في السودان، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم والتكنولوجيا، جامعة السودان، 2015.
3. العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2013/2012.
4. عويضة هيثم يوسف محمد، كينز والكساد الكبير 1929 قراءة في أزمة 1929 والأزمة الحالية، أطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد استكمالاً لمساق تاريخ الفكر الاقتصادي، غير منشورة، جامعة القاهرة، مارس 2010.
5. محمود الطنطاوي الباز هبة، الأزمات المالية المعاصرة (الأسباب، العلاج، الدروس المستفادة) (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، غير منشورة، جامعة عين شمس، مصر، 2008.
6. محمود عبد اللطيف إيمان، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة دكتوراه، جامعة سانت كليمنتس، قسم الاقتصاد العام، العراق، 2011.
7. نجار حياة، إدارة المخاطر المصرفية وفق اتفاقيات بازل -دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2014/2013.

III. التقارير والنشرية

1. برنيه محمد يسر، "تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزيات المخاطر في الدول العربية"، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2008.
2. تقرير الجمعية العامة للأمم المتحدة، القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية، الدورة السابعة والستون، 24 جويلية 2012.

3. الخنيزي قصي بن عبد المحسن، وكالات التصنيف الائتماني والأسواق الخليجية، الشركة السعودية للمعلومات الائتمانية (سمة)، السعودية.
4. ديلوربيه جاكلين، "الصندوق يقرر الإفصاح عن معلومات أكثر وأحدث"، نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 8 جانفي 2010.
5. الرشيد عبد العزيز والمضيف فواز، "تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 وتأثيرها على الجهات الخاضعة لرقابة ديوان المحاسبة"، ديوان المحاسبة، الكويت، 2009.
6. صندوق النقد الدولي، "الحفاظ على التعافي"، آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، أكتوبر 2009.
7. مصرف لبنان، المعايير الواجب توفرها في وكالات تصنيف الائتمان، قرار رقم 9641 بتاريخ 2007/06/29 المتعلق بتنظيم العلاقة بين المصارف ووكالات تصنيف الائتمان، الملحق رقم 1، بيروت، 2007.
8. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، الاقتصاد العربي مؤشرات الأداء 2000-2018، نشرية فصلية، السنة الرابعة والثلاثون، العدد الفصلي الرابع، أكتوبر - ديسمبر 2016.
9. وكالة ستاندرد آند بورز، منهج تصنيف الصكوك، ريتنجزايركت، ستاندرد آند بورز، نيويورك، 2015.

IV. المجالات والجرائد

1. أبو سفيان علي، "مفهوم التصنيف الائتماني وأثره على اقتصاديات الدول والمؤسسات"، مجلة المال والاقتصاد، العدد 82، جويلية 2013.
2. إدارة البحوث الاقتصادية، "التصنيف السيادي للمخاطر القطرية في الدول العربية وعلاقته بالمعاملات الدولية"، مجلة المال والاقتصاد، العدد 64، نوفمبر 2010.
3. إدارة الدراسات الاقتصادية والمالية، "أخبار المالية"، دائرة المالية، العدد 39، دبي، 27/21 سبتمبر 2010.
4. اندروبيرج وباتيلو كاثرين، "تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية"، قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، جويلية 2000.
5. أوكيل نسيمه وبوكساني رشيد ومصباح أحمد، "الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62، ربيع 2013.
6. بحوصي مجدوب وعريس عمار، "مكانة مقررات بازل 3 من إصلاحات النظام المصرفي بعد الأزمة المالية 2008 مقارنة بقانون دود فرانك"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 10، الجزء 02، 2017.

7. بسيسو فؤاد حمدي، "أولوية تطوير مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات الاقتصادية والعمل بها"، **جريدة الدستور**، العدد 15968، الأردن، 27 ديسمبر 2011.
8. بلعيد ذهبية، "تطوير نظام مركزي للاستعلام الائتماني كآلية للحد من مخاطر الائتمان المصرفي بالجزائر"، **مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية**، المجلد 8، العدد 16، 2017.
9. بن بوزيان محمد وزيرار سمية، "انتشار عدوى الأزمات المالية"، **أبحاث اقتصادية وإدارية**، العدد الثامن، بسكرة، ديسمبر 2010.
10. بن سويسي حمزة، "دور وكالات التصنيف الائتماني في حدوث الأزمات المالية وانعكاسات ذلك على الاقتصاد الجزائري، **مجلة الحقيقة**، العدد 38، سبتمبر 2016.
11. بن شنة فاطمة والجموعي قريشي محمد، "دراسة تطبيقية لمنهج التصنيف الداخلي الأساسي (حالة البنك الخارجي الجزائري خلال فترة 2004-2008)"، **مجلة الباحث**، العدد الثالث عشر، الجزائر، 2013.
12. بورسلي أماني، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، **كابيتال ستاندارد**، الكويت، 2008.
13. بيزاني فيري جين وسانتوس إنديرا، "إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي"، **مجلة التمويل والتنمية**، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 1، مارس 2009.
14. التوني ناجي، "الأزمات المالية"، **جسر التنمية**، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، ماي 2004.
15. التوني ناجي، "مؤشرات الجدارة الائتمانية"، **جسر التنمية**، المعهد العربي للتخطيط، العدد الرابع والأربعون، الكويت، 2005.
16. جبار محفوظ، "وكالات تصنيف الائتمان: دراسة تحليلية"، **مجلة المال والصناعة**، العدد 22، الكويت، 2004.
17. جوش أتيش وأوستري جوناثان وتاميريزا ناتاليا، "التنبؤ بالأزمة القادمة ما الذي يمكن أن نتوقعه من أنظمة الإنذار المبكر؟"، **مجلة التمويل والتنمية**، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 3، سبتمبر 2009.
18. حاج موسى نسيمة وعلوي فاطمة الزهراء، "أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008"، **مجلة الباحث**، العدد 08، 2010.
19. الحسن محمد عبد الله، "دور الاستعلام الائتماني في ترقية أداء المصارف"، **مجلة المصرفي**، العدد 62، السودان، ديسمبر 2011.
20. الحمش منير، "السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة العالمية الراهنة"، **بحوث اقتصادية عربية**، العدد 47، صيف 2009.

21. حمو محمد، "تصنيف المؤسسات المالية وفقاً للجودة الشرعية من طرف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف"، *مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا*، العدد 17، السداسي الثاني، 2017.
22. خميسي بن رجم محمد، "التوريق ووقعه على الأزمات المالية"، *أبحاث اقتصادية وإدارية*، العدد الثامن، ديسمبر 2010.
23. دود راندال وميلز بول، "تفشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، *مجلة التمويل والتنمية*، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 02، جوان 2008.
24. دود راندال، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة"، *مجلة التمويل والتنمية*، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 04، ديسمبر 2007.
25. رايس حدة، "الآثار الاقتصادية لأزمة العقود العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية"، *مجلة العلوم الإنسانية*، العدد 16، الجزائر، مارس 2009.
26. ساكاسا نويل، "منع الأزمات في المستقبل"، *مجلة التمويل والتنمية*، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 4، ديسمبر 2008.
27. السويطي عيسى، "المعلومات الائتمانية: أهميتها ومصادرها"، *مجلة الدراسات المالية والمصرفية*، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، الأردن، 2014.
28. الشريف يوسف الطاهر الفاتح ومحمد نور الهدى، "الترميز الائتماني ودوره في الحد من مخاطر الائتمان المصرفي في السودان"، *مجلة العلوم الاقتصادية*، العدد 14، 2013.
29. شنيني عبد الرحيم وعلماوي أحمد، "تصنيف الجودة الشرعية للبنوك الإسلامية"، *مجلة الواحات للبحوث والدراسات*، العدد 12، 2011.
30. طالب محمد الأمين وليد، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية (2008) على سياسات صندوق النقد الدولي"، *مجلة الاقتصاد والمجتمع*، العدد 6، الجزائر، 2010.
31. طلفاح أحمد، "الجدارة الائتمانية السيادية: المبادئ الأساسية- الفوائد- والوظائف- المؤسسات- المؤشرات- المجالات"، *المعهد العربي للتخطيط*، الكويت، 2005.
32. طلفاح أحمد، "مفاهيم أساسية حول طريقة وكالة Moody's لتصنيف السندات للشركات والمؤسسات الصناعية والتجارية"، *المعهد العربي للتخطيط*، الكويت، 2005.
33. عبد اللطيف مصطفى، "الوضعية المالية ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد انتهاء برنامج التسهيل الموسع"، *مجلة الباحث*، العدد 6، الجزائر، 2008.
34. عبد الله خالد أمين، "وكالات التصنيف الائتماني"، *مجلة الدراسات المالية والمصرفية*، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، الأردن، 2014.
35. عزابز جلال وحاجي العلجة، "آليات إصلاح النظام النقدي الراهن في ظل تحديات الأزمة المالية العالمية 2008-2016"، *مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا*، العدد 17، السداسي الثاني، 2017.

36. العقون نادية، "أزمة الرهن العقاري: عداها وآليات انتقالها"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 53-54، 2011.
37. عماني لمياء، "أزمة أسواق المال أو البنوك: مدخل من مداخل عودة الدولة"، بحوث اقتصادية عربية، العددان: 59-60، 2012.
38. عوض طالب، "أثر التقلبات المالية الدولية على أسواق الدول النامية"، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، ديسمبر 2008.
39. غافراس بانايوتيس، "لعبة التصنيف"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 49، العدد 1، مارس 2012.
40. القاضي فؤاد، "الأزمة المالية العالمية ألحقت خسائر كبيرة بالمستثمرين الدوليين في الأسواق الغربية"، صحيفة 26 سبتمبر، العدد 1420، 16 أكتوبر 2008.
41. قدي عبد المجيد، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009.
42. الكواز أحمد، "وكالات التصنيف الائتماني: عرض وتقييم"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دراسات تنموية، العدد 51، الكويت، جويلية 2016.
43. كودرس لورا، "أزمة ثقة وأكثر من ذلك"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 45، العدد 02، جوان 2008.
44. كوسي أيهان وأوزترك إزغي، "عالم من التغيير"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 51، العدد 03، سبتمبر 2014.
45. لافي مرزوك عاطف، "أزمة اليورو 2011: تحليل للسيناريو العالمي وآثاره المتوقعة على بلدان الخليج"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 07، العدد 21، 2011.
46. محمود قصبه نبال، "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012.
47. مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013.
48. المرشدي حيدر جواد كاظم، "التصنيف الائتماني لحجم الديون السيادية والعوامل المؤثرة فيها (دراسة تحليلية لدرجة التصنيف الائتماني للعراق حسب معايير وكالة (standard & poor))"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع عشر، العدد 03، 2017.
49. مسعود نجيب محمد حمودة، "الإنذار المبكر "الرادار": تحسين الحكم الرشيد للنظام المالي والتشريعي" دروس الإصلاح المستفادة من الأزمة المالية الحالية"، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 1، 2014.

50. المعجل فهد عبد الرحمن، "تخفيض وكالة ستاندر آند بورز لتصنيف المملكة الائتماني غير موفق من الناحية التحليلية المهنية"، *مجلة الرياض الاقتصادي*، العدد 17304، 09 نوفمبر 2015.
51. معهد الدراسات المصرفية، "التصنيفات الائتمانية"، *إضاءات*، العدد الرابع، الكويت، 2010.
52. مغاري عبد الرحمان، "دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم المالية وأثرها على سير الأوراق المالية الدولية"، *مجلة أبعاد اقتصادية*، العدد 3، 2013.
53. مقدم خالد، "وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية: إعادة تنظيم أم تضارب مصالح؟"، *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*، المجلد الأول، العدد السادس، 2013.
54. موسلي أمينة، "عدوى الأزمات المالية"، *المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية*، العدد 05، 2014.
55. مؤمن طاهر شوقي، "التصنيف الائتماني للأوراق المالية"، *مجلة المعيار*، العدد 03، 2014.
56. نيل بيلي مارتن وليتان روبرت وجونسون ماثيو، "أسباب الأزمة المالية"، ترجمة: محمود أحمد مهدي، *دراسات اقتصادية إسلامية*، المجلد 15، العدد 02.
57. هيل عجمي جميل، "الأزمات المالية: مفومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، *مجلة جامعة دمشق*، المجلد 19، العدد الأول، دمشق، 2003.
58. يوسف عدنان أحمد، "حان الأوان لمراجعة التصنيفات الائتمانية الدولية"، *اتحاد المصارف العربية*، العدد 425، أبريل 2016.
59. يوسفات علي، "أزمة الرهن العقاري"، *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*، العدد 02، الجزائر، 2009.
60. يوسفات علي، "الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية"، *بحوث اقتصادية عربية*، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013.

V. المنتقيات والمؤتمرات والندوات

1. أبو الفح محمد خالد، "محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية"، *المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة*، الجامعة الإسلامية، 9/8 ماي 2005.
2. أبو غدة عبد الستار، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، *المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، البحرين*، 4/3 أكتوبر 2004.

3. الأسرج حسين عبد المطلب، "الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
4. آيت زيان كمال واليفي محمد، "تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، 6/5 ماي 2009.
5. بلعزوز بن علي ومداني أحمد، "التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية"، المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الكويت، 16/15 ديسمبر 2010.
6. بن نعمون حمادو، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
7. بن يوب فاطمة ورجال فيروز، "دراسة تحليلية لآثار الأزمة المالية على المتغيرات الاقتصادية الكلية لمنطقة اليورو"، الملتقى الدولي الثامن حول: الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 08 ماي 1945 سكيكدة، 08/07 ماي 2013.
8. بودخدخ كريم وكرياش رحمة، "دور وكالات التقييم العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشيخ العربي التبسي، 20/19 جوان 2013.
9. حريري عبد الغني، "دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
10. الداوي الشيخ، "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها"، المؤتمر العلمي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009.
11. رزيق كمال، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات - الفرص - الآفاق"، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009.
12. زايري بلقاسم وميلود مهدي، "الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها"، الملتقى الدولي حول: الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009.

13. زيدان محمد أحمد، "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها، وتبعاتها الاقتصادية"، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الغربي والإسلامي، لبنان، 14/13 مارس 2009.
14. زيدان محمد وجبار عبد الرزاق، "دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع إشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، الملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، جامعة دالي ابراهيم الجزائر، 09/08 ديسمبر 2009.
15. سلوم حسن عبد الكريم وتبول محمد نوري، "دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات، الفرص، الآفاق"، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009.
16. صايفي عمار، "الأزمة المالية الحالية أسبابها وقنوات انتشارها"، الملتقى الدولي الثامن حول: إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 08/07 ماي 2013.
17. الطاهر هارون والعقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، 06/05 ماي 2009.
18. الطباع حمدي، "أثر أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو على قطاع الأعمال العربي -المشكلة والحلول المقترحة-"، ندوة حول: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو: الأبعاد والتداعيات والعبر المستخلصة للاقتصاد العربي، بيروت، 29 مارس 2012.
19. طرطار أحمد، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
20. عبد البارى مشعل، "سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بالتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 3 جوان 2009.
21. العقريب كمال وبلحمدي سيد علي، "أهم الأزمات الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل"، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، خميس مليانة، 6/5 ماي 2009.
22. عقون عبد السلام ورزيق كمال، "الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسماها وحلولها إسلامية"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.

23. فضل عبد الكريم محمد، "معدل الفائدة والأزمات المالية: سبب أم علاج؟"، المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 16/15 ديسمبر 2010.
24. القري محمد علي، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 4/3 أكتوبر 2004.
25. قيرة عمر، "التنقيط المجتمعي كمؤشر لقياس أداء مؤسسات الأعمال من الناحية الاجتماعية (المسؤولية الاجتماعية)"، المؤتمر العلمي الدولي حول: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة فرحات عباس سطيف، 08/07 أبريل 2008.
26. كورنل فريد ورزيق كمال، "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول - التحديات والآفاق المستقبلية-، جامعة الإسراء، الأردن، 29/28 أبريل 2009.
27. كورنل فريد، "الأزمة المالية العالمية...التنبؤ بالأزمة فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
28. لخضاري صالح وسليمان تيش تيش آسيا، "الأزمة المالية العالمية 2008: أسبابها من منظور إسلامي وانعكاساتها على الاقتصاد العربي والجزائري"، الملتقى الدولي الثامن حول: الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 08 ماي 1945 سكيكدة، 08/07 ماي 2013.
29. لطفي علي، "الأزمة المالية العالمية الأسباب-التداعيات-المواجهة"، المؤتمر الدولي حول: تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر، 05/04 أبريل 2009.
30. محمد أمين الإمام صلاح الدين، "إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي"، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة.
31. مرابط ساعد، "الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
32. مصطفى حسن مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، المنصورة، 2/1 أبريل 2009.
33. مغاري عبد الرحمان وشيخي بلال، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية"، الملتقى الدولي الثامن حول: إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 08/07 ماي 2013.

34. ملحق تقرير المدير العام، "الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية"، مؤتمر العمل العربي، الدورة السادسة والثلاثون، عمان، 12/5 أبريل 2009.
35. المناعي جاسم، "الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص"، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، بيروت، 8 ماي 1998.
36. المنسي رضا فتحي علي، "إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لأزمة الأول الراهنة"، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، جامعة الإسراء الخاصة، الأردن، 29/28 أبريل 2009.
37. منصور منال، "إدارة المخاطر الائتمانية ووظيفة المصارف المركزية القطرية والاقليمية"، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
38. ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. Les ouvrages

1. Goldstein M, **The Asian Financial Crisis: Causes, And Systemic Implications Policy Analysis In International Economics**, Institute For International Economic, Washington, 1998.
2. Patrick Artus et autres, **La crise des subprimes**, Les rapports du conseil d'analyse économique, La documentation française, paris, 2008.
3. Robert Boyer & Mario Dehove & Dominique Plihon, **Les Crises Financiers**, La Documentation Francaise, Paris, 2004.

II. Les Thèses

4. Andreas Ostlund & Mikael Hayleen, **The relationship between credit ratings and beta**, Master thesis, 2009.
5. Hossein Asgharian, **Reformation of the crédit rating industry-isthere a need ?**, Master thesis, Institution of business Studies, lunds university, Sweden, 2005.

III. Revues et périodiques

6. Armagan turk, "predicting financial crisis with artificial neural network model: the case of turkey", **research journal of international studies**, issue 21, October 2011.
7. Austin Murphy, **An Analysis of the financial crisis of 2008 : causes and solutions**, Rochester, November 2008.
8. Barry Eichengreen, "Dix questions à propos de la crise des prêts subprime", **Revue de la stabilité financière**, Banque de France, N° 11, février 2008.

9. Bouyoux philippe, **Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale**, Trésor-éco, N°28, janvier 2008.
10. Brenda gonzalez-hermosillo, "Crises bancaires: se doter d'indicateurs d'alerte avancée", **finances & développement**, volume 36, numero 2, juin 1999.
11. carolina dos santos, **les canaux de contagion de crises financières, théorie et réalité de crises financières**, 26 janvier 2009.
12. Christian mulder, "Évaluer détecter les facteurs de vulnérabilité financière pour prévenir les crises", **finances and développement**, nombre 2, décembre 2002.
13. Ephillip Davis and Dilruba Karim, **Macroprudential Regulation The Missing Policy Pillar**, European Union, 8 June 2009.
14. Jeremy UHR, **Les agences de notation: Analyse critique et enjeux politique**, Fédération wallonie, Bruxelles, Novembre 2012.
15. Laure Klein, "La crise des subprimes : origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation", **Revue banque édition**, Paris, 2008.
16. Lawrence White, "Crédit Rating Agencies and the Financial crisis: Less Regulation of CRAS is better response" , **Journal of International Banking Law and Regulation**, Volume 25, Issue 4, 2010.
17. Richard cantor & Frank packer, **Determinants and impact of sovereign credit ratings**, FRBNY Economic policyre view, october 1996.
18. Richard K. Green & Susan M. Wachter, "The American mortgage in historical and international context", **Journal of economic perspectives**, Volume 19, Issue 4, Septembre 2005.
19. Sunil Sharma, "peut-on prédire les crises économiques?", **finances & Développement**, volume 36, numéro 2, juin 1999.
20. Uwe Blaurock, "Control and responsibility of credit rating Agencies", **Electronic journal of comparative law**, netherlands comparative law association, vol.11.3, December 2007.

IV. Documents de travail

21. Barry Jhonston & Jingque Chai And Liliana Scumacher, **Assessing Financial System Vulnerability**, International Monetary Found, Working Paper Wp/ 00/ 76, April 2000.
22. Estrella A, **Credit ratings and complementary sources of credit quality information**, Basel committee on banking supervision, working papers, Bank of international settlements, Basel, 2000.
23. Frederic S. Mishkin , **Anatomy Of A Financial Crisis**, Working Paper No: 3934, National Bureau of economic Research, Cambridge, December 1991.
24. Gary B.Gorton, **The subprime panic**, NBER Working paper series, october 2008.
25. John Ryan, **The negative impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation**, working paper, Berlin, January 2012.
26. Josef Christl & Kurt Pribil, **Guidelines on bank-widerisk management : Internal capital adequacy assessment process**, Oesterreichische national Bank, Working paper, Vienna, February 2006.
27. Marcus Miller And Pongsak Luangaram, **Financial Crisis In East Asia: Band Runs, Asset Bubbles And Antidotes**, Centre For Study Of Globalization And Regionalization, CSGR Working Paper No 11/98, Warwick, July 1998.
28. Marwan Elkhoury, **Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries**, Discussion papers, UNCTAD, No 186, January 2008.
29. Nada Mora, **Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?**, Lecture and Working Paper Series N° 1, American University of Beirut, Beirut, 2005.
30. Nadège Dongmo-Kenhfack, **Influence des agences de notation sur les banques: apports de la theorie néo-institutionnelle**, cahier de recherche N° 2012-01, France.

31. Owen Evans and Others, **Macroprudential Indicators of Financial Soundness**, Occasional Paper 192, IMF, Washington DC. April, 2000.
32. Patric T-Downes & David Martson & Inci Otker, **Mapping Financial Sector Vulnerability In Non- Crisis Country**, IMF Discussion Paper, May 1999.
33. Rajana sahajwala & Paul Van Den Bergh, **supervisory risk assessment and Early Warning systems**, committee on banking supervision, working paper N 4, Switzerland, December 2000.
34. wajih khallouli et riadh boudhina, **la contagion de la crise asiatique: évidence à travers les marchés de change**, papier de travail, tunisie.

V. Rapports

35. AMF, **Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation**, 22 janvier 2009, paris.
36. Ashok vir bhatia, **Sovereign credit ratings methodology: an evaluation**, IMF, WP/02/170, Washington, D.C, 2002.
37. Autorité des marchés financiers, **les agences de notation: comprendre et utiliser leurs notes de crédit**, France, 2013.
38. Banque De France, **la crise financière**, Documents et débats, n°2, février 2009.
39. Banque des règlements Internationaux BRI, **Rapport annuel**, N° : 79, 1 er Avril 2008-31 Mars 2009.
40. Barry M Jackson, **Obtaining a municipal credit rating**, UK Limited, London, 2006.
41. Basel committee on Banking supervision, **International convergence of capital measurement and capital standards**, Bank for international settlements, A Revised framework, Juin 2006.
42. Burkart Olivier, **Les crises de change dans les pays émergents**, Bulletin de la banque de France, N°74, février 2000.
43. Commission fédérale des banques, **Circulaire agences de notation**, suisse, juillet 2006.
44. Erin Waldron John Kenneth Galbraith, **Averting The next financial crisis Improving International Monetary Fund Surveillance**, Action Education Fund, Washington.
45. Financial Crisis Inquiry Commission, **Credit Ratings and the Financial Crisis**, Preliminary Staff Report, june 2010.
46. Fitch ratings, **Definitions of ratings and other forms of opinion**, Fitch ratings, New york, 2014.
47. Gautam Setty & Randall Dodd, **Credit rating agencies : their impact on capital flows to developing countries**, Special policy report 6, Derivatives Study center, Washington, D.C, 2003.
48. Hunter Richard and others, **Inside the ratings: what credit ratings mean**, Fitch ratings, New York, 2007.
49. International Monetary Fund, "Financial crises : characteristics and indicators of vulnerability", **world Economic Outlook**, Washington, may 1998.
50. International Organization of Securities Commissions, **Objectives and Principles of Securities Regulation**, OICU-IOSCO, Juin 2010.
51. Investor Bulletin, **The ABCs of credit ratings**, office of investor education and advacacy , No.161.
52. Jonathan katz & Emanuel Salina & Constantinos Stephanou , **Credit Rating agencies**, Crisis response, the world Bank, October 2009, N°: 08.
53. KERN Steffen, et al, **SWFs and foreign investment policies—an update**, Deutsche Bank Research, vol 22, 2008.
54. Mark Jickling, **Containing Financial Crisis**, CRS Report For Congress, Order Code RL 34412, 24 November 2008.

55. Moody's investors service, **Moody's ratings symbols & definitions**, Moody's investors service, New york, 2003.
56. Moody's investors service, **Ratings symbols & definitions**, Moody's investors service, New york, 2015.
57. Ola Honningdal Grryten, **Financial crises and monetary expansion**, Norwegian School of Economics and business administration, Norges bank, 2011.
58. Rapport Annuel 2014, **Evolution Economique et Monétaire en Algérie**, Banque d'Algérie, Juillet 2015.
59. René Ricol, **Rapport sur la crise financière**, mission confiée par la présidence française de l'union européenne 2008, décembre 2008.
60. Report to congress, **Credit rating standardization study**, The staff of U.S Securities and Exchange Commission, Wall Street, 2012.
61. Sheila C. Bair, **Statement of Federal Deposit Insurance Corporation on Possible Responses to Rising Mortgage Foreclosures before the Committee on Financial Services**, U.S. House of Representatives; 2128 Rayburn House Office Building, The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), April 17, 2007. Retrieved From: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spapr1707.html>, visited on : 22/01/2017.
62. Standard & Poor's Ratings Services ,**What are credit ratings and how do they work ?**, Guide to credit rating essentials, New york, 2014.
63. Standard & Poor's Ratings Services, **What are credit ratings and how do they work ?**, Guide to credit rating essentials, New york, 2014.
64. Standard & Poor's, **How We Rate Sovereigns**, Global Credit Portal, March 2012.
65. Standard & Poor's, **How We Rate Sovereigns**, Global Credit Portal, March 2012.
66. The IOSCO, **The role of credit rating agencies in structured finance markets**, Final Report, May 2008.

VI. Séminaires

67. Mireille bardos, "Les grandes agences de notation", **séminaire "régulation financière"**, cahier n^o 38, 09/04/2010.
68. Miroslav Mateev, "Determinants of Foreign Direct Investment in Central and Southeastern Europe :New Empirical Tests", **8th Global Conference on Business & Economics**, Florence, American University in Bulgaria, 2008.

الملاحق

الملحق رقم (01): وكالات التصنيف: الحجم والملكية والتوزيع الجغرافي

وكالة التصنيف	الموظفون	التصنيفات الموصفة	الملكية	التوزيع الجغرافي للتصنيفات	عالمي/محلي
A.M. Best Co.	>400 analysts, statisticians and editorial personnel	5.400	Independent	65 countries	Global
Bonniers Kreditfakta I Norden AB	20	All companies 780.000	The Bonnier Group Private	Sweden	Regional (Sweden)
Canadian Bond Rating Service	35	>500 corporate and public sector issuers			Regional (Canadian)
Credit Safe AB	21	690.000 out of 770.000 in sweden	Norwegian company Private	Sweden	Regional (Sweden)
Dominion Bond Rating Service	30	>500 corporate and government issuers			Regional (Canadian)
Dun & Bradstreet	11.000	Database of 53m companies 2.000 companies	Independent	230 countries	Global
Egan- Jones Credit Rating Co.				US	Regional US
Euro Rating AG	7 analysts		Independent shareholders	Germany	Regional (Germany and Austria)
Instantia Creditsystem AB international	5	All companies 780.000 via KreditFakta databases	Private The koster family	Sweden	Regional Sweden
Italrating DCR SpA		53	One Italian in vestment bank 50% of the capital and Duff & phelps 15% of the capital	Italy	Regional (Italy)
Japan Credit Rating Agency, Ltd JCR	74	600	Leading institutional investors including major insurance companies and banks		Global
Japan Rating And Investment Information, Inc. R&I	140	1.100	Nikkei Newspaper	35 countries	Global
KMV Corporation		25.000 firms 1.000 largest US banks; 250 foreign banks; 2.500 largest US credit unions; 35 largest title insurance companies	Independent		Global
Lace Financial Corp.		4.000 issues/ 1.600 firms			
Mikuri & Co		>9.000	Independent	Japan	Regional (Japan)
Moody's Investors Service	1.500		Dun & Bradstreet	70 countries	Global
Neufeld's Credit Information AB	2	A few companies	Private Robert Neufeld	Sweden	Regional (Sweden)
R@S Rating Services AG	8analysts		Indepenent. major share holder Bavarian employer's association	Germany	Regional (Germany)

وكالة التصنيف	الموظفون	التصنيفات الموصفة	الملكية	التوزيع الجغرافي للتصنيفات	عالمي/محلي
Standard & Poor's	1.000 analysts	3.478 global corporate issuers 1997; 2.614 US corporate issuers 1997	McGraw- Hill publishing and media	>70 countries	Global (22 offices)
SVEA Kredit-Information AB	3	All companies 780.000 via KerditFakata databases	Private Lennart Agren	Sweden	Regional (Sweden)
SVEFO Sverige AB	30	All companies 780.000 via KerditFakata databases	Telia AB largest phone company	Sweden	Regional (Sweden)
Thomson Financial Bankwatch	69 analysts	>1.000 650 issuers .400 issues	Thomson Corporation	85 countries	Global (6 offices)
Unternehmensratingagentur AG URA	12 analysts		Independent	Germany	Regional (Germany)
Upplysningscentralen AB UC AB	160	All companies 780.000	4 largest private Swedish banks	Sweden & Norway	Regional (Sweden & Norway)
Merged agencies Duff & Phelps Credit Rating Co.	>600 employees	68% of Latin American debt issues .64% Chile, 77% Costa Rica, 45% Mexico, 75% peru .100% Colombia, 70% Venezuela	Independent	>50 countries	Global
Fitch IBCA	400 analysts	10.163 global issuers; 9.033 US issuers	FIMALAC French conglomerate	70 countries	Global (29 offices)
Fitch 2000	1.100 employees	1.600 financial institutions, over 800 corporates and 700 insurance companies .67 sovereigns, 3.300 structured financings and 17.000 municipal bonds ratings US tax-exempt market	FIMALAC French conglomerate	75 countries	Global (40 offices)
Outside G10 Rating Agency Malaysia Berhad RAM			Owned by commercial merchant banks finance companies Asian Development Bank Fitch IBCA		
Capital Intelligence	11 analysts	>400 banks	Independent	37 countries	Regional (Gulf/Mediterranean, Asia/ Pacific, Central/ Eastern European)

المصدر: نيل حشاد، دليلك إلى التصنيف الائتماني الخارجي والتصنيف الائتماني الداخلي، اتحاد المصارف العربية، الجزء الرابع، لبنان، 2006،

ص ص: 206، 207.

الملحق رقم (02): وكالات التصنيف الائتماني خلفية تاريخية

وكالة التصنيف	موقع الإنترنت	الصفحة الحالية	المكتب الرئيسي	نوع التصنيف	عام	الاعتماد الرقابي
A.M. Best Co.	www.ambest.com	1899	US	Debt & preferred stock of insurance companies; claims-paying abilities of insurance companies	Y	N
Bonniers Kreditfakta I Norden AB	www.kreditfakta.se			Public & private companies	N ^{de}	N
Canadian Bond Rating Service	www.cbrs.com	1972	Canada	Bonds & short-term paper corporate federal, provincial and municipal	Y	Y
Credit Safe AB	www.creditsafe.se			Public & private companies	N ^{de}	N
Dominion Bond Rating Service	www.dbrs.com	1976	Canada	Bond and short-term paper corporate federal, provincial and municipal	Y	Y
Duff & Phelps Credit Rating Co.	www.dcr.co.com	1932	US	Fixed income issues corporate, structured and project finance	Y	Y
Dun & Bradstreet	www.dnb.com	1933	US	Companies' financial strength, credit worthiness, payment performance	N	N
Egan- Jones Credit Rating Co.				High yield/ high grade corporate issuers	N	N
Euro Rating AG		1999	Germany Frankfurt	Medium-sized corporations	Y	N
Fitch IBCA	www.fitchibca.com	1997	France	Debt & preferred stock of corporations, sovereigns, governments, structured financing	Y	Y
Instantia Creditssystem AB international	www.instantia.se	1982	Sweden	Public & private companies	N ^{de}	N
Itairating DCR SpA	www.itairating.com	1996	Italy	Bonds corporate, local government financials, insurance companies, structured finance	Some All Solicited & Paid	Y
Japan Credit Rating Agency, Ltd JCR	www.jcr.co.jp	1985	Japan	Bonds sovereign, corporate, commercial paper	Y	Y
Japan Rating And Investment Information, Inc. R&I	www.r-i.co.jp	1985	Japan	Bonds sovereign, corporate, commercial paper	Y	Y
KMV Corporation	www.kmv.com	1989	US	Corporate default risk of commercial	N ^{de}	N

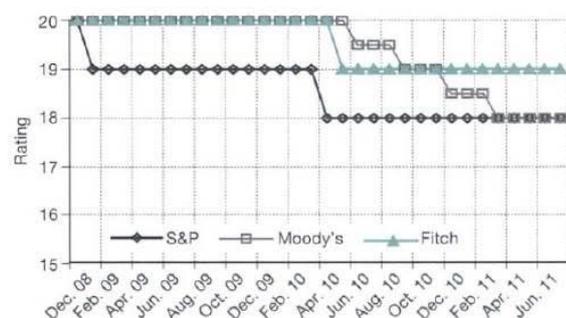
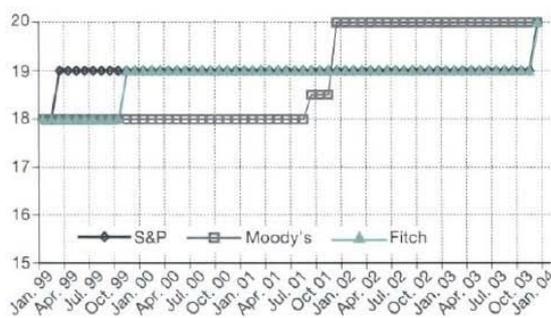
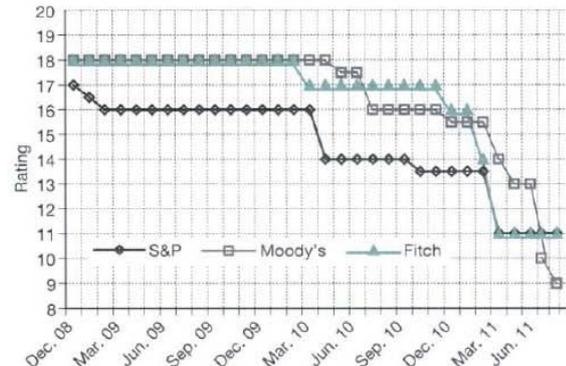
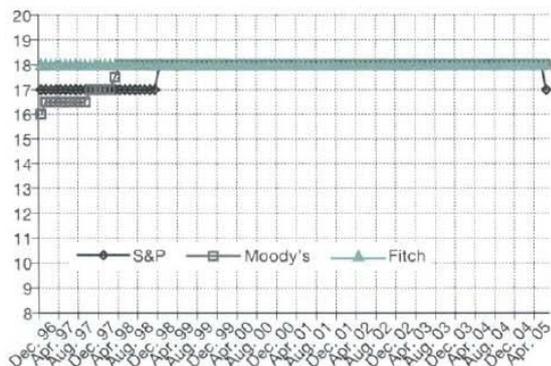
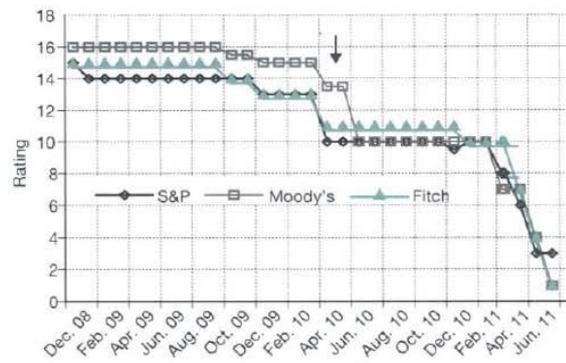
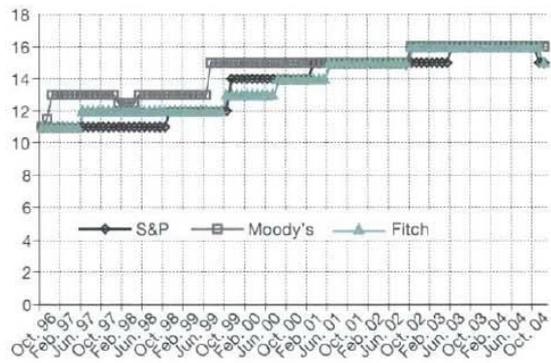
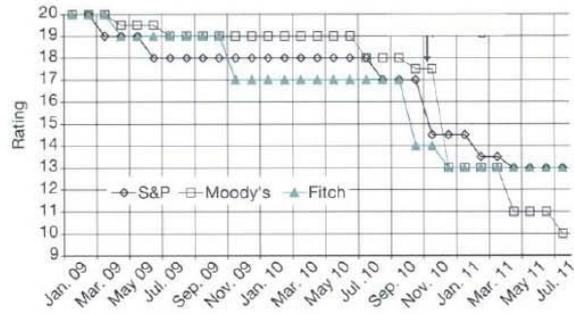
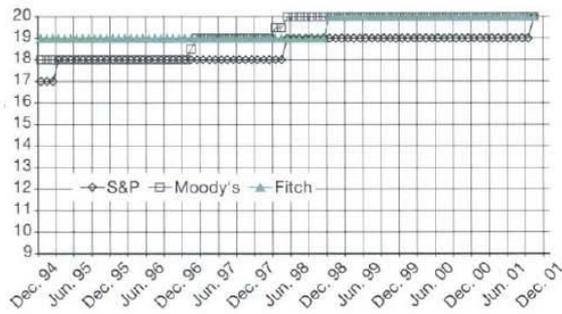
وكالة التصنيف	موقع الإنترنت	الصيغة الحالية	المكتب الرئيسي	نوع التصنيف	علم	الاعتماد الرقابي
<i>Lace Financial Corp.</i>	www.lacefinaci.com	1984	US	<i>and investment banks and insurance companies Issuance of title insurance companies ,commercial banks ,bank holding companies, credit unions, savings & loans</i>	N ^{na}	N
<i>Mikuni & Co</i>	www.rnti-net.ne.jp/mkr	1975	Japan	<i>Corporate issuers including industrials ,utilities and financial institutions. In addition, bank guarantees to bond issues</i>	Y	Y
<i>Moody's Investors Service</i>	www.moody's.com	1962	US	<i>Bonds sovereign corporations ,financial institutions ,pooled investment vehicles ,structured finance, thrifts ,public finance ,public utility; bank deposits; commercial paper</i>	Y	Y
<i>Newfeld's Credit Information AB</i>	www.newfelds.se	1999	Sweden Stockholm	<i>Public & private companies</i>	N	N
<i>R(i)S Rating Services AG</i>	www.rating-services.de		Germany munich	<i>Small and medium-sized corporations</i>	Y	N
<i>Standard & Poor's</i>	www.standardandpoors.com		US	<i>Bond from corporations ,financial institutions ,infrastructure finance, insurance ,managed funds, public finance ,sovereigns ,structured finance</i>	Y	Y
<i>SVEA Kredit-Information AB</i>	www.sveaekonomi.se	1974	US	<i>Public & private companies</i>	N ^{na}	N
<i>SVEFO Sverige AB</i>	www.svefo.se			<i>Public & private companies</i>	N ^{na}	N
<i>Thomson Financial Bankwatch</i>	www.bankwatch.com			<i>Debt issues of banks and securities firms; sovereign risk</i>	Y	Y
<i>Unternehmensratingagentur AG URA</i>	www.ura.de	1992	US	<i>Small and medium-sized corporations</i>	Y	N
<i>Upplysningscentralen AB UC AB</i>	www.uc.se			<i>Public and private companies</i>	N ^{na}	Y
<i>MERGED AGENCIES</i>						
<i>Duff & Phelps Credit Rating Co.</i>	www.dcrco.com			<i>Fixed income issues corporate, structured and project finance</i>	Y	Y

وكالة التصنيف	موقع الإنترنت	المبغأة الحالية	المكتب الرئيسي	نوع التصنيف	عام	الإعتماد الرقابي
<i>Fitch IBCA</i>	www.fitchibca.com	1997	France	<i>Debt and preferred stock of corporations ,sovereigns ,governments ,structured financing</i>	Y	Y
<i>Fitch 2000</i>	www.fitchibca.com	2000	France & UK	<i>Debt & preferred stock of corporations ,sovereigns ,governments ,structured financing</i>	Y	Y
<i>OUTSIDE G10 Rating Agency Malaysia Berhad RAM</i>	www.ram.com.my	1990	Malaysia	<i>Corporates, financial institutions</i>	Y	
<i>Capital Intelligence</i>	www.ciratings.com	1982	Cyprus	<i>Banks</i>	N ^{bs}	

المصدر: نفس المرجع السابق، ص ص: 211، 213.

الملحق رقم (03): مراحل التصنيف الائتماني لعدد من الدول الأوروبية قبل وبعد الأزمة المالية العالمية

2008



المصدر: أحمد الكواز، "وكالات التصنيف الائتماني: عرض وتقييم"، المعهد العربي للتخطيط، سلسلة دراسات تنمية، العدد 51، الكويت، جويلية 2016، ص: 18.