

دور وكالات الجدارة الائتمانية في تحقيق الكفاءة والاستقرار في الأسواق المالية

د. بن نعمون حمادو، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2

ملخص

تعتبر وكالات الجدارة الائتمانية من أهم مصادر المعلومات المالية في الأسواق المالية لما تعرفه هذه الأسواق من تعدد الأصول المالية وتعقد في خصائصها بفعل الابتكار المالي، فتوافر المعلومات الكافية للمتعاملين لغرض اتخاذ القرارات الاستثمارية يجعل السوق المالي يتسم بالكفاءة، ومتى كان السوق كفاء فهو بالضرورة سوق يتمتع بالاستقرار. فإذا كان الدور المنوط بوكالات الجدارة الائتمانية هو تزويد المتعاملين في الأسواق المالية بالمعلومات المالية الدقيقة والمبسطة والتي تمكنهم من الاستفادة منها في تأسيس قراراتهم الاستثمارية والتقييم الصحيح للأخطار، فإن الأزمة المالية 2007 - 2008 أظهرت أن هذه المعلومات تفتقر إلى الدقة و الحياد، وكنتيجة لذلك فقد ابتعدت الأسواق المالية عن الكفاءة وهذا ما يفسر حالة عدم الاستقرار التي عاشتها للأسواق المالية في السنوات الأخيرة وتواتر وحدة الأزمات المالية.

Résumé

Les agences de notation sont considérées comme la plus importantes sources d'information dans les marchés financiers actuels qui connaissent une multiplication du nombre d'actifs négociés et une sophistication de leurs caractéristiques du fait de l'innovation financière. La disponibilité d'informations au profit des intervenants aux fins de prise de décisions d'investissement contribue à l'efficacité des marchés financiers et par conséquent à leur stabilité, et si le rôle dévolu aux agences de notation est de fournir une information fiable et simplifier aux intervenants leur permettant une bonne évaluation des risques liés à leurs investissements, la crise 2007-2008 a montré que ces informations n'ont été ni fiables ni neutres, le résultat est que les marchés se sont éloignés de l'efficacité ce qui explique la situation d'instabilité dans laquelle se trouvent les marchés financiers ces dernières années.

من المعروف أن القرارات الاستثمارية التي يتخذها مختلف المتدخلين في الأسواق المالية (المستثمرين *Hedgers* ، المضاربين *Spéculateurs* ، المحكمون *Arbitragistes*) تستند إلى مجموعة المعلومات المتعلقة بالأصول المالية المتداولة و الأوضاع الاقتصادية و المالية الكلية ، و حتى يمكن الاستفادة من هذه المعلومات يجب أن تكون هذه الأخيرة كافية ودقيقة حتى يتمكن مختلف المتعاملين من الموازنة بين العائد والمخاطر المرتبطة بكل أصل من الأصول المالية المتوفرة ، و من ثم يتضح بشكل جلي الأهمية البالغة التي تكتسيها المعلومات عندما يتعلق الأمر بالقرار الاستثماري داخل الأسواق المالية خاصة في الوقت الحالي لما تشهده هذه الأسواق من تعدد الأصول المالية وتعقد في خصائصها بفعل الابتكار المالي. فالسوق المالي الذي يوفر للمستثمرين حاجتهم من المعلومات لغرض اتخاذ القرارات الاستثمارية يعرف بالسوق الكفء، أي أن الكفاءة هي بالأساس كفاءة معلوماتية *Efficiencie informationnelle* ، و متى كان السوق كفء فهو بالضرورة سوق يتمتع بالاستقرار. إن التطور الكبير الذي شاهدهت الأسواق المالية في العقود الثلاث الأخيرة والكم الهائل من المبتكرات المالية المعقدة ، والاستعمال المفرط للهندسة المالية خاصة تقنية التوريق *La titrisation* ، جعل الأسواق والمنتجات المالية على درجة كبير من التعقيد (*La sophistication*) وتطلب الأمر توافر المزيد من المعلومات المتخصصة و ضرورة تمتع متخذ القرار بالملكة العلمية و القدر على التحليل لاستفادة من هذه المعلومات، وهذا بالطبع أمر لا يتوفر لدى جميع المتدخلين في الأسواق المالية، ناهيك أن جمع وتحليل المعلومات عن الآلاف من الأصول المالية المختلفة المتاحة حاليا في الأسواق المالية أمر مكلف للغاية ويتطلب الكثير من الوقت وهذا لا يتلاءم و طبيعة الاستثمار المالي الذي يقتضي السرعة في اتخاذ القرارات.

هذا الواقع الذي صارت تتسم به الأسواق المالية الحالية ساعد على تطور وزيادة أهمية مؤسسات الخبرة المالية وهي أساسا وكالات تقييم الجدارة الائتمانية أو ما يعرف بوكالات التنقيط *Les Agences de Notation* . و تكمن أهمية الدور الذي تلعبه هذه الوكالات في تزويد المتدخلين بالمعلومات المالية الدقيقة والمبسطة والتي تمكن، خاصة المستثمرين، من الاستفادة منها في تأسيس قراراتهم الاستثمارية والتقييم الصحيح للأخطار المرتبطة بكل أصل من الأصول المالية المتداولة. و زاد من أهمية هذه الوكالات الدور المحوري الذي أصبحت تتمتع به بعد الانتشار الكبير لتقنية التوريق

والمنتجات المهيكلة (*les produits structurés*) حيث تلعب هذه الوكالات دور المصمم و المقيم الوحيد لهذه المنتجات مما دفع الكثير من المختصين إلى اعتبارها بمثابة المنظم الفعلي لعمليات التوزيع. إضافة إلى ما سبق فقد جعلت لجنة بازل من هذه الوكالات الجهة الوحيدة المخول لها الحكم على نوعية الأصول المالية للقطاع المصرفي الأمر الذي مكنها من احتكار عملية توزيع المعلومات بخصوص هذا القطاع ، و التي تبين بعد أزمة 2008 أنها معلومات تفتقر إلى الدقة و الحياد نتيجة عدم دقة النماذج المستخدمة لتقييم الأصول من جهة وكذلك لعدم ملائمة طريقة عمل هذه الوكالات أي " *le modèle d'affaire* "، فهي تجمع في نشاطها بين عمليات تصميم و تقييم المنتجات والتي من المفروض أن تفصل عن بعضها البعض وهذا حفاظا على موضوعية التقييم لوجد تضارب في المصالح بين الوكالات وزبائنها . وكتيجة لما سبق فقد ابتعدت الأسواق المالية عن فرضية الكفاءة (*EMH*) واقترنت من الطرح المنافذ أي عدم تماثل المعلومات *Asymétrie de l'information* (*AIH*) وهذا ربما ما يفسر حالة عدم الاستقرار الملازمة للأسواق المالية في السنوات الأخيرة تواتر وحدة الأزمات المالية ذات الطابع النظامي. وبالتالي ستحول الدراسة الإجابة على السؤال التالي:

- ما هو اثر نشاط وكالات الجدارة الائتمانية على كفاءة واستقرار الأسواق المالية؟

و لهذا الغرض تمت معالجة الموضوع وفقا للمحاور التالية:

أولا: ماهية وكالات الجدارة الائتمانية.

ثانيا: مفهوم كفاءة الأسواق المالية.

ثالثا: أثر نشاط وكالات الجدارة الائتمانية على كفاءة واستقرار الأسواق المالية.

أولا: ماهية وكالات الجدارة الائتمانية

وكالات تقييم الجدارة الائتمانية *Rating Agencies, Agences de notation* عبارة عن مؤسسات خبيرة واستشارة مالية يعود تاريخ نشأتها إلى سنة 1909 بالنسبة لمؤسسة *Moody's* و 1913 بالنسبة لمؤسسة *Fitch* وتعتبر هاتين المؤسستين بالإضافة إلى وكالة *Standard & Poor* أعرق و أقدم وكالات التنقيط في العالم و التي مازالت إلى هذا اليوم تحتكر بمجموعها أكثر من 90% من نشاط التقييم و الخبرة في الأسواق المالية العالمية .

عند نشأتها كانت هذه المؤسسات تقدم خدماتها للمؤسسات مجانا، إذ كانت تعتمد في مداخيلها على الإشهار أساسا، وفي الثلاثينات من القرن الماضي تحولت إلى مؤسسات خبيرة تقدم

خدماتها مقابل عمولة يدفعها المستثمر الذي يطلبها، وما زاد من أهمية هذه الوكالات هو التطور الكبير للسوق السندي الأمريكي وتعدد إصدارات الخزينة الأمريكية وإقبال المستثمرين على اقتنائها حيث كان لوكالات الجدارة الائتمانية دور أساسي في تنشيط السوق لكونها أهم مصدر للمعلومات بالنسبة للمستثمرين حول هذه الإصدارات . كذلك فقد اعتمدت مؤسسة تأمين الودائع الأمريكية *FDIC* ابتداء من سنة 1935 على وكالات الجدارة الائتمانية في تقييم أصول البنوك التابعة لها بغرض تحديد حجم مساهماتها ، وتوسع دور الوكالات فيما بعد ليشمل تقييم الجدارة الائتمانية للدول، الجماعات المحلية، المؤسسات الاقتصادية والمالية وكذلك الأصول المالية المختلفة.

وفي مطلع سنة 1980 ، تاريخ انطلاق موجة التحرير المالي، برزت أهمية هذه الوكالات وأصبحت معلما من معالم النظام المالي العالمي خاصة بعد الدور المحوري الذي أعطته اتفاقية (*بازل I*) سنة 1988 لهذه الوكالات حيث كانت المؤسسات الوحيدة المخول لها تقييم أصول البنوك وترجيح خطر عدم الدفع ومن ثم تحديد المتطلبات الأموال الخاصة بالنسبة لكل بنك من البنوك عند حساب معامل الملاءة المعروف بـ *Ratio Cooke* .

في التسعينات ترسخ دور وأهمية وكالات التنقيط مع الانتشار الواسع لتقنيات الهندسة المالية (كالتوريق) و المنتجات المالية المهيكلية ، ففيما يتعلق بالتوريق فوكالات التنقيط حاضرة في كل مرحلة من مراحلها ابدءا من تقييم محفظة القروض وتحديد جودتها الائتمانية بواسطة نقطة ، وصولا إلى تقديم الاستشارات حول طريقة هيكل الأوراق المالية المصدرة بتعيين مختلف الشرائح (*Trenching*) التي تتراوح بين الشريحة المضمونة (*Senior:A*) الشريحة المتوسطة الجودة (*Mezzanine :B*) والشريحة الرديئة (*Junior- Subordonnées or Equity :C*)⁽¹⁾. والجدول الموالي يمثل سلم التنقيط (استثمار، مضارب) للمدى الطويل و القصير حسب ما هو معمول به في أكبر ثلاث وكالات في العالم:

الجدول 1: سلم التقييم المعتمد من قبل وكالات الجدارة الائتمانية

الملاحظات	Moody's		Fitch		Standard & poor's		الفئات	
	قصير الأجل	طويل الأجل	قصير الأجل	طويل الأجل	قصير الأجل	طويل الأجل		
جودة الائتمان مرتفعة الخطر شبه معدوم	P-1	Aaa	A1+	AAA	A-1+	AAA	فئة الاستثمار	
المصدر موثوقا به وجودته ائتمانه مرتفعة جدا		Aa1		AA+		AA+		
قدرة جيدة على سداد الفوائد ورأس المال لكن يبقى الخطر حاضرا في ظروف اقتصادية معينة		Aa2		AA		AA-		
ملاءة متوسطة	Aa3	AA-	AA-					
	A1	A1	A+					
	A2	A	A					
P-2	A3	A2	A-	A-2	A-	A-		
	Baa1	A3	BBB+	A-3	BBB+	BBB+		
	Baa2		BBB		BBB			
Baa3	BBB-		BBB-					
ابتداء من هذه النقطة يتحول الأمر إلى مضاربة ويصبح خطر عدم السداد أكثر احتمالا في المدى الطويل	No prime	Ba1	B	BB+	B	BB+	فئة المضاربة	
احتمال الدفع غير أكيد الخطر مرتفع جدا		Ba2		BB		BB		
		Ba3		BB-		BB-		
		B1	B+	B+				
احتمال خطر عدم الدفع مرتفع في المدى الطويل		B2	B	B	B			
		B3	\	B-	B-			
		Caa	C	CCC	\	CCC+		
المصدر يقترب من حالة الإفلاس		Ca	C	CC	C	CCC		CCC
		C		C		CCC-		
		/		DDD		/		D
حالة إفلاس	/	/	DD	/	D	D		

المصدر : http://fr.wikipedia.org/wiki/Notation_financi%C3%A8re

وتشير الإحصاءات الأخيرة إلى أن العدد الإجمالي لوكالات تقييم الجدارة الائتمانية عبر العالم يزيد عن 130 وكالة في العديد من دول العالم لكن أهمها وأكبرها هي الوكالات الأمريكية الثلاث المشار إليها في الجدول السابق، والتي تحتكر تقريبا نشاط التقييم يضاف إليها ثلاث وكالات أخرى

من كندا واليابان لتشكل في مجموعها 95% من مجموع السوق العالمي للتنقيط. فقد أصبح التنقيط اليوم معبرا إجباريا لكل مصدر للأصول المالية، مما أكسب وكالات الجدارة الائتمانية القدرة على التأثير في سير الأسواق من خلال تأثيره على سلوك المتعاملين فيها، فلهجاء المستثمرين إلى التنقيط يسمح لهم بتخفيض التكاليف وآجال البحث عن المعلومات وتحليلها مما يتيح لهم إمكانية اقتناء الأصول المالية وتشكيل محافظهم، وتوفير التغطية الشاملة من المخاطر.

فبالمقارنة مع باقي المخللين تحظى وكالات التنقيط بمعلومات متميزة مما يزيد من أهميتها، فهي تلتزم بالحفاظ على سرية المعلومات التي استخدمتها في التقييم، كما أنها ملزمة أيضا بتبليغ السلطات المختصة بكل عمليات التزوير أو الغش، زيادة عن ذلك فهي تضع النقاط الممنوحة تحت المراقبة المستمرة و تحضها للمراجعة الدورية وفقا للتقلبات الاقتصادية التي يتعرض لها الأصل المالي أو الجهة التي تخضع للتنقيط. كما أن التنقيط لا يقتصر على سوق الإصدار فقط بل يتعداه إلى سوق التداول، فالنقطة الممنوحة لا تؤثر فقط على أسعار القيم الجديدة المصدرة بل تؤثر كذلك على أسعار الأصول والأوراق المالية المتداولة من إصدارات سابقة حيث ترتفع أسعارها بتحسّن التنقيط وتنخفض بتدنيه. يتضح اذن من الطرح السابق أن دور وكالات التنقيط أو الجدارة الائتمانية يتمثل في وضع المعلومات المتخصصة التي يجوزتها حول: الدول، المؤسسات الاقتصادية و المالية، الأصول المالية المختلفة المتداولة أو المصدرة حديثا ، تحت تصرف المستثمرين الذين يستعملونها أساسا في تحديد أسعار الأصول المالية ، إذ من الصعب عليهم الوصول إلى ذلك بإمكانياتهم الخاصة في الوقت اللازم وبتكلفة مقبولة نظرا للعدد الهائل من الأصول المالية المتداولة والاختلاف الكبير بينها ودرجة التعقيد التي وصلت إليها. من هذا المنطلق فان وكالات التنقيط تساهم من الناحية النظرية على الأقل في تحسين كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر.

ثانيا: مفهوم كفاءة السوق المالي

السوق المالي الكفاء أو ما يعرف أحيانا بالسوق المالي المتوازن *A l'équilibre* ، أو السوق الكامل *Parfait* يتميز بتقلب أسعار الأدوات المالية بشكل عشوائي حول قيمها الأساسية، بحيث تعكس هذه الأسعار كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف الذين يفترض أنهم يتصرفون بشكل عقلاني أو رشيد بحث تتوازن هذه الأسعار بسرعة وفق المعلومات الجديدة المتحصل عليها.

وعرف Eugène Fama سنة 1970 السوق الكفاء بأنه السوق الذي "...تعكس فيه أسعار الأصول المالية كل المعلومات المتاحة، ومن ثم فإن المتدخلين يتصرفون بصورة عقلانية أو رشيدة *Rationnelle*، والأصول المالية تساوي تماما قيمها الأساسية سواء نتيجة عقلانية المتعاملين أو لأن المحكم يعمل على إلغاء فوارق الأسعار".⁽²⁾

ومن خلال استعراض التعريف السابق يتبين بوضوح أن كفاءة السوق المالي تركز على العناصر الأساسية التالية:

- المنافسة الكاملة أي أن المتعاملون يقبلون بالأسعار ولا يفرضونها (لا وجود للاحتكار).
- التحكيم *L'arbitrage* أي انتقال الأموال من السوق أو الأصل المالي الذي يكون فيه العائد أقل إلى السوق أو الأصل المالي الذي يكون فيه العائد أكبر، والتحكيم يساعد على معالجة الاختلال المؤقتة ويرجع التوازن إلى السوق، و مع التطور السريع لوسائل الاعلام و الاتصال *TIC* تناقصت فرص التحكيم عن ما كانت عليه من قبل نتيجة الانتقال السريع للمعلومات.
- السيولة العالية ، أي إمكانية شراء وبيع الأصول المالية وسهولة تحويل المستثمر لوضعيته بناء على المعلومات التي يتحصل عليها و هو ما يعرف في الأدبيات المالية بالكفاءة التشغيلية *L'efficience Fonctionnelle* ، الأمر الذي يفسر وجود علاوة بالنسبة للأصول الأكثر سيولة. و لتحقيق ذلك يستدعي الأمر وجود صانعي الأسواق *Market maker* مثل المتخصصين و المتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقا مستمرا و نشيط.
- أن تكون المعلومات المتوفرة صحيحة وتعكس حقيقة قيمة الأصول المالية المتداولة، ويتحقق الأمر بوجود جهة ذات سلطة تراقب مدى صحة المعلومات وتسهر على نشرها، اي بعبارة أخرى وجود سلطة السوق. ومع اعتماد المعايير المحاسبية الجديدة أو ما يعرف بـ *IAS-IFRS* القائمة على فكرة القيمة العادلة *La juste Valeur* أو مبدأ الربط بالسوق *Mark to Market* ، والتخلي عن التقييم القائم على مبدأ القيمة التاريخية ، فقد ساهم ذلك في دعم الجهود المبذولة لتحسين نوعية المعلومات المتوفرة في الأسواق المالية.⁽³⁾

- توافر المعلومات للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر حتى يتساوى الجميع أمام الفرص ولا وجود للاحتكار الذي يسعى لتوجيه السعر في اتجاه يخدم مصالح فئة على حساب فئة أخرى لا يمكنها دفع تكلفة الحصول على نفس المعلومات.
- قدرة السوق المالي على تحويل المعلومات الجديدة بسرعة إلى سعر وفي نفس الاتجاه.
- لا وجود لمعاملين بحوزتهم معلومات خاصة "*les informations privilégiés*" تمكنهم من الحصول على عائد أعلى من عائد السوق، وفي حالة توفر مثل هذه المعلومات لدى فئة أصحاب القرار (مجلس الإدارة، محامو الشركة، المحاسون..... إلخ) فإن استعمالها أو احتكارها وعدم الإفصاح عنها يعرض صاحبها إلى العقوبة أو ما يعرف بـ "*Le délit d'initiés*"، ومراقبة مثل هذه الخروقات و معاقبة مرتكبيها تقع على عاتق سلطة السوق *L'autorité des marchés financiers*.
- المتعاملين في الأسواق المالية يتصرفون بطريقة عقلانية أو رشيدة، أي بمعنى آخر أن المتعامل يشتري مثلاً عندما تكون المعلومات جيدة والعكس يبيع عندما تكون المعلومات سيئة محاولاً دائماً تعظيم ثروته واستغلال كل المعلومات لزيادة العائد. وبخصوص هذه النقطة فإن مفهوم كفاءة الأسواق يفترض ثلاث بدائل ممكنة للعقلانية أو الرشادة هي: (4)
 - أ- حالة 1: كل المتدخلين عقلانيين ومن ثم فمن المتوقع أن تعكس أسعار الأصول المالية كل المعلومات المتاحة، وتتطابق تماماً مع قيمها الأساسية *La valeur fondamentale*، وبمجرد ابتعد سعر أي أصل مالي عن هذه القيمة يتدخل المتعاملون، لاستغلال الفرصة ببيعاً وشراءً، بحيث يضمن ذلك رجوع الأسعار إلى التوازن بالقرب من القيمة الأساسية.
 - ب- حالة 2: كل المتعاملين يسلكون سلوك غير عقلاني أو غير رشيد ولكن تصرفاتهم عشوائية، فردية، غير مترابطة، هنا فإنه من المتوقع أن تلك التصرفات ستلغي بعضها البعض (قرار شراء يلغي قرار البيع) و بالتالي لا يبقى أي أثر زائد من شأنه أن يؤثر بشكل غير عادي على الأسعار.
 - ت- حالة 3: كل المتدخلين غير عقلانيين وقراراتهم على درجة كبيرة من الارتباط وفي نفس الاتجاه، في هذه الحالة من المتوقع أن يتدخل المحكم في الاتجاه المعاكس لاتجاه المتدخلين،

فهو الذي يسلك سلوك عقلاني في هذه الحالة، ونتيجة لذلك يتوقع أن تعود أسعار الأصول المالية إلى قيمتها الأساسية أو قريبا منها.

كما يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي و ليس مطلق، فقد قام عالما التمويل المشهوران Harry Roberts and Eugene Fama بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات اعتمادا على طبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة وهذه المستويات هي (5):

1- المستوى الضعيف Weak Form EMH: أي أن أسعار الأصول المالية المتداولة تعكس المعلومات التاريخية (الأسعار، أحجام التداول)، بمعنى آخر أن الأسعار تتحرك بصورة عشوائية ودون وجود علاقة بين بعضها البعض، و بالتالي لن يكون من ممكن تحقيق أرباح غير عادية في ظل وجود سوق كفؤ، وهذا يعني أن حركة أسعار الأصول المالية في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل، و حسب هذه الفرضية فإن المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية باستخدام بيانات الأسعار التاريخية لأن كافة المعلومات المتاحة متضمنة في الأسعار الحالية.

2- المستوى شبه القوي Semi-strong EMH: أسعار الأصول المالية تعكس بالإضافة الى المعلومات التاريخية معلومات حالية مثل الأوضاع المالية للمؤسسات، التصنيف الائتماني، التوقعات الاقتصادية... الخ، وتكون هذه المعلومات متاحة للجميع، وفي هذه الفرضية كذلك فإن المستثمر لن يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية لان المعلومات المتاحة تكون قد تحولت إلى أسعار أي أنها متضمنة في الأسعار الحالية المعلنة.

3- المستوى القوي Strong form of EMH: ضمن هذه الفرضية فأسعار الأصول المالية تعكس المعلومات الحالية، التاريخية و الخاصة (المعلنة وغير المعلنة) أي أن المعلومات المتاحة للجميع لا يقتصر على المعلومات الحالية و التاريخية إنما تمتد أيضا للمعلومات الخاصة أي تلك المعلومات الموجودة بحوزة المدراء وأصحاب القرار من ملاك وكبار المساهمين ، أعضاء مجلس الإدارة ، المحامين ، المحاسبين، الصحفيين المتخصصين في الشؤون المالية وكالات الجدارة الائتمانية أي كل من بإمكانه أن يملك معلومات من الداخل *Insiders* ، وفي هذه الفرضية كذلك ليس بإمكان المتعاملين في السوق تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعلن وستنعكس على أسعار الأصول المالية المتداولة ويستفيد منها الجميع على حد سوي.

❖ أنواع كفاءة السوق المالي: يمكن التطرق لمفهوم كفاءة السوق المالي من خلال استعراض مختلف أنواع الكفاءة كما يلي: (6)

1- الكفاءة الكاملة Perfectly efficient market: وهو السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، و هو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة . و هذا يعني ضمناً أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر و آخر على تلك المعلومات ، و من تم لن تتاح فرصة لا تتاح لغيره .

2- الكفاءة الاقتصادية Economically efficient market: في ظل الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم ، و هو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبير إلى الحد الذي يتمكن معه المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية خاصة في المدى الطويل.

3- كفاءة التسعير Price efficiency: و يطلق عليها كذلك مصطلح الكفاءة الخارجية و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي بدون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. كما أن هذه المعلومات تصل إلى المتعاملين دون تكلفة باهضة و من تم يستطيع الجميع الاستفادة منها و يصعب بالتالي على أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين .

4- كفاءة التشغيل Operational Efficiency: و يطلق عليها كذلك مصطلح الكفاءة الداخلية، و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة مسمرة عالية و دون أن يتمكن صانعي السوق من تحقيق هامش كبير ، و هي بالتالي ذات علاقة وطيدة بكفاءة التسعير . فلنكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بدل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة.

ثالثا: مفهوم الاستقرار المالي

و يرتبط مفهوم الاستقرار المالي في الأدبيات المالية بالباحث المشهور هايمان منسكي Hyman Philip Minsky و هو اقتصادي وباحث أمريكي من أصل روسي ولد في 1919 وتوفي في 1996، أستاذ في جامعة واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية ينتمي إلى المدرسة الفكرية الكنزية ، مساند لفكرة ضرورة تدخل الدولة في الأسواق المالية معارض لموجة التحرير المالي من الأوائل الذين حدروا من ظاهرة تراكم المديونية . تركزت أعماله على دراسة الأزمات المالية وحالة عدم الاستقرار و هو صاحب فرضية عدم الاستقرار المالي (FIH) ، حيث يؤكد هذا الباحث على أن مصدر كل الأزمات داخلي (ENDOGENE) أو ذاتي ، وأنها وثيقة الارتباط بالدورات الاقتصادية، و أن الأزمة تبدأ في مرحلة الرواج الاقتصادي، و أن ذلك يتزامن عادة مع وجود تحولات داخل النظام المالي والمتمثلة أساسا في التحرير المالي ،المبتكرات المالية و العولمة المالية.(7)

فالطابع المالي للاقتصاد الحديث ، حسب منسكي ، جعله أكثر ارتباطا بالدورات الاقتصادية وزاد من حدة ووثيرة الأزمات المالية ، ومن ثم يكون منسكي قد ربط بين الدورات الاقتصادية والهشاشة المالية فيما صار بعد ذلك يعرف " بفرضية عدم الاستقرار المالي (FIH) ". فحسب هذا الباحث زيادة حجم التمويل المتاح و التوسع في منح القروض من خلال المبتكرات المالية التي بإمكانها تحريك السيولة الحاملة *la liquidité oisive* ، يزيد من هشاشة النظام المالي نتيجة زيادة حجم الالتزامات وتبات حجم السيولة ، مما يؤدي إلى زيادة احتمال الاخفاق أو عدم الدفع .

فحالة عدم الاستقرار تبدأ عندما يكون الاقتصاد في حالة توازن واستقرار و هو ما يعرف اصطلاحا بـ "مفارقة الهدوء" *Le paradoxe de la tranquillité* ، في هذه المرحلة كذلك يكون الهيكل المالي للمؤسسات يتميز بالتمويل الحذر أي تغطية كافية أو ما يسمى بوحدة التمويل الحذر " Hedge finance " ، أي تلك المؤسسات أو الوحدات الاقتصادية التي تكون عائدها يفوق التزاماتها ، كما أن معدلات العائد في الاقتصاد تكون جد مرتفعة في هذه المرحلة . هذه الوضعية الموازية تدفع المؤسسات الى المزيد من التفاؤل و تشجعهم على التوسع في الاستثمار عن طريق المديونية كون الأموال الخاصة غير كافية لتلبية الحاجات التمويلية للمؤسسات .

لكن التفاؤل غير العقلاني *l'exubérassion irrationnelle* ، نتيجة و جود فارق أو هامش كبير بين تكلفة التمويل وعائد الاستثمار يدفع المؤسسات والأفراد الى المزيد من المديونية والاستعمال

المفرط لرفع المالي الذي تساهم البنوك بسياستها التوسعية في تشجيعه مما يدخل الاقتصاد بشكل عام والمتعاملين الاقتصاديين بشكل خاص في حالة من التفاؤل اللاعقلاني والمفرط (euphorie) حيث ينخفض لديها الاحساس بالخطر و تبتعد عن السلوك العقلاني الذي يفترض فيه الالتزام بالحيلة والحذر ، فيتحول الهيكل المالي للوحدات الاقتصادية من قوية ، أو حذرة إلى وحدات التمويل المضاربة "Spéculative Finance" ، أي تكل الوحدات التي تكفي عوائدها لتغطية خدمة الدين فقط ، وتضطر إلى الاقتراض من جديد لتسديد أصل الدين .

استمرار الطلب المرتفع على الائتمان يؤدي في مرحلة لاحقة إلى ارتفاع أسعار الفائدة ، وتراجع حجم الائتمان بعد ذلك ، وهذا ما سماه الباحث Paul Mc cully سنة 1998 بمناسبة الأزمة الروسية ، **بلحظة منسكي le moment de minsky** وهو المصطلح الذي أصبح متداول بكثرة بعد ذلك ، وهي كذلك المرحلة التي توافق انفجار الفقاعة وبداية حالة التأزم أو عدم الاستقرار الفعلي وتحول وحدات "التمويل المضارب " الى ما سماه منسكي **"بالوحدات التمويل بونزي" Ponzi Finance** ، وهي تلك الوحدات الاقتصادية التي تقترض من أجل تسديد خدمة الدين ولا تستطيع تسديد أو اهتلاك أصل الدين .(8)

رابعا: تداعيات نشاط وكالات الجدارة الائتمانية على كفاءة واستقرار الأسواق المالية

إن تقييم نشاط و وكالات الجدارة الائتمانية والدور الذي لعبته في استقرار و توازن الأسواق المالية يتم حتما من خلال دراسة واقع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة و الأحداث التي مرت بها . فالأزمة المالية التي عصفت بالأسواق المالية العالمية في سنة 2008 أكدت ما تداوله الكثير من المختصين حول فشل وكالات الجدارة الائتمانية في المهمة الحيوية المتمثلة في تزويد المتعاملين في الأسواق المالية بالمعلومات والمساهمة في تحقيق الكفاءة ، فعلى العكس من ذلك فقد ساهمت هذه الوكالات ، بتقديمها نقاط جيدة لمعظم للأوراق المالية الصادرة في عمليات التوريق والمسندة إلى قروض عقارية من نوع **Subprimes** ، في تشجيع البنوك على تقديم المزيد من القروض العقارية الرديئة الأمر الذي زاد من هشاشة النظام المصرفي و ساهم في تراكم الاخطار و اندلاع الأزمة فيما بعد . كما لأن الوكالات أسأت التقدير عندما لم تقوم بتخفيض تقييم هذه الأصول المالية تدريجيا عندما بدأ السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع، بل الأخطر من ذلك فقد تسببت الوكالات في تعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة على إجراء تخفيض كبير في نقطة القروض السابقة مرة واحدة

،متسببة في اضمحلال السوق و حدوث آثار مدمرة على الأسواق المالية و الاقتصاد العالمي ككل . وتشير الدراسات أن ذلك راجع بالأساس إلى جملة من الأسباب منها:

- 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 فان تقييم السندات الناتجة عن توريق القروض العقارية يستند أساسا إلى قطاع اقتصادي شديد الارتباط بالدورات الاقتصادية وبالتالي فان قيمتها مرتبطة بشكل كبير بالأوضاع الاقتصادية الكلية.

- الاعتماد في حساب احتمال عدم الدفع بالنسبة للسندات صادرة عن المؤسسات على معلومات تاريخية لفترة زمنية طويلة تجعل التوقع دقيق و ذي مصداقية، في حين أن تقييم احتمال عدم الدفع بالنسبة لسندات المسندة للقروض العقارية باعتبارها **مبتكرات مالية** يعتمد على معلومات حديثة لحداثة هذه الأصول المالية مما يقلل من دقة هذا التقييم، إضافة إلى أن هذه المعلومات لم تشمل 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 التنقيط) في تقييم أصول البنوك الصغيرة التي لا تملك نماذج تقييم داخلي للأخطار، دفع البنوك و اللوبيات المالية إلى الضغط على هذه الوكالات حتى ترفع من مستوى تقييمها للسندات وتتيح لهم بالتالي مجال استثمار أوسع في هذه الأوراق المالية.

- مشكلة تضارب المصالح، فوكالات التنقيط تتقاضى عمولاتها أولا عند تقديم الاستشارات للبنوك حول طريقة هيكله المنتجات المالية حتى يتمكن البنك من الحصول على النقطة التي يريدها، بعد ذلك تعرض هذه المنتجات المهيكلة على نفس الوكالة للتقييم مقابل عمولة أخرى، وحفاظا على مصالحها، عادة ما تمنح الوكالة نفس النقطة الموعودة الامر الذي يقلل من مصداقية التقييم، إذن هناك خلل في نموذج أعمال هذه الوكالات او ما يسمى بـ **Le Modèle d'affaire** (9)

فالدور الذي لعبته وكالات الجدارة الائتمانية في الأزمة المالية الأخيرة بتوزيع معلومات غير دقيقة والتكتم عن معلومات جوهرية ساهم في إبعاد الأسواق عن فرضية الكفاءة لفائدة عدم تماثل المعلومات **The Asymmetric information Hypothesis(AIH)** التي تفترض وجود جيوب عدم كفاءة

نتيجة احتكار معلومات من قبل جهات معينة تستفيد منها دون غيرها من المتعاملين أو ما يسمى بـ **Insiders trading activities** ، هذه الوضعية التي سبق وان أشار إليها الباحث **Akerlof** قبل سنوات في دراسته المشهورة حول سوق السيارات المستعملة والتي خلص فيها أن احتكار جهة معينة لمعلومات هامة دون غيرها ، لقدرتها على دفع تكلفة الحصول عليها ، ينشئ خطرا لاختيار المضاد **Risque d'anti sélection** ، أي خطر أن لا يقي في السوق سواء الأصول الخطرة أو السيئة فقط التي تزيد مخاطرها عن عائدها الحقيقي ، أي بمعنى آخر أن تطرد الأصول الخطرة الأصول الجيدة من التداول مما يتسبب في تفاقم حالات عدم الدفع والإعسار ويزور حالة عدم الاستقرار و الأزمات المالية.⁽¹⁰⁾

يضاف إلى ما سبق فان وكالات الجدارة الائتمانية بمنحها نقاط جيدة، بغير وجه حق وبدون تبرير كافي لكل منتجات التوريق والمنتجات المهيكلة، قد ساهمت في تكوين فقاعة مضاربة حول هذه المنتجات بسبب تشجيعها لسلوك القطيع أو **le Mimétisme** وتحول السوق إلى سوق مضاربة بفعل "الحماس اللاعقلاني للأسواق" أو **L'exubérassions irrationnelles des marches** المصطلح الذي جاء به في سنة 2001 مدير البنك الفدرالي الأمريكي **FED** السابق **Alan Greenspan**. في نفس الوقت تساهم نفس الوكالات في التراجع الحاد للتعاملات والانخفاض الكبير في أسعار الأصول المالية في حالة التخفيض المفاجئ للنقطة الممنوحة مما يتسبب في هلع مالي و انفجار الفقاعة وحدث أزمة مالية.⁽¹¹⁾

إن واقع الأسواق المالية الحالية يشير إلى وجود مستثمرين غير عقلانيين تصرفاتهم مترابطة و في نفس الاتجاه و تساهم وكالات الجدارة الائتمانية بقدر كبير في إذكاء مثل هذا السلوك ، كما سبق الإشارة إليه من قبل، في المقابل هناك محكمين بإمكانيات غير كافية و كذلك حساسية كبيرة للخطر، نظرا لعدم وضوح الرؤية والغموض الذي يطبع التعاملات في الأسواق المالية ، هذه الظروف تساهم في نشوء فقاعات المضاربة دون إمكانية معالجتها بشكل فعل من قبل المحكمين وبالتالي ابتعاد الأسواق عن فرضية الكفاءة وضرورة تدخل الدولة لاحتواء الأزمات ، و الأمثلة على ذلك من الواقع عديدة مثل : أزمة الانترنت في 2000 ، أزمة إفلاس شركتي **ENRON (2001)** و **Worldcom (2002)**⁽¹²⁾ ، أزمة الرهن العقاري والأزمة المالية العالمية (2007،2008)) وأخيرا أزمة الديون السيادية في منطقة الاورو(2010) التي لا يخفى على أحد الدور الذي لعبته الوكالات الرائدة عالميا في تأجيجها

، هذه الأزمة التي مازالت إلى غاية اليوم تخيم بظلالها على معظم الدول الكبرى و بالأخص الأوروبية ، منها حيث اصبحت تمدد مصير الاتحاد والعملية الأوروبية بفعل تحولها إلى أزمة ديون سيادية.

خاتمة واستنتاجات

إن حل الإشكال السابق قد يتمثل ببساطة في الفصل بين مهمة التنقيط أو التقييم و الاستشارة بموجب قانون مثل القانون المشهور والمسمى ب (Glass-Steagall Act)، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة و تسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة ومن تم سيتسنى للسوق معاينة الوكالات التي تحقق في أداء مهمتها بان تفقد زبائنها أو حصتها في السوق. أي بعبارة أخرى جعل الوكالة مسؤولة عن النقطة التي تمنحها.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية بدأ التفكير في هذا الإصلاح سنة 2006 بمشروع قانون **Credit Agency Reform Act** والذي بدأ العمل به من قبل SEC سنة 2007⁽¹³⁾. كذلك من الإصلاحات المقترحة بخصوص وكالات التنقيط ما يلي:

- إلزامها بتحسين طريقة تقييم الأصول المالية، وخاصة المهيكلة منها ، بوضع نماذج جديدة تتلاءم و الطبيعة الخاصة لهذه المنتجات، و أن يحضر على الوكالات تقييم الأصول المهيكلة قبل الحصول على كافة المعلومات الضرورية لذلك.
- إجبار الوكالات على نشر كافة النقاط الممنوحة وكذا كل التعديلات التي أجريت من قبلها على هذه النقطة وبشفافية كاملة، ومتابعة الأصول والمؤسسات محل التنقيط بشكل منتظم لتفادي التخفيض المفاجئ للنقطة وتداعيته السيئة على الأسواق المالية.
- خدمة لمصلحة المستثمرين وحرصا على تحقيق مبدأ كفاءة السوق ،من الضروري نشر كل المعلومات حول الأصول التحتية **Les Actifs Sous-jacents** التي تستند إليها المنتجات المهيكلة والمشتقات المالية.
- الفصل بين النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة و غيرها من الأصول المالية الأخرى بإعطائها رموز مميزة حرصا على رفع اللبس و حفاظا على مصالح المستثمرين.
- إلغاء إلزامية التنقيط في بعض المجالات تحجيما لدور وكالات التنقيط ، على غرار اعتماد نماذج التقييم الداخلي في اتفاقية بازل 2⁽¹⁴⁾.

- دراسة إمكانية تأمين بعض هذه الوكالات لتوجيهها لخدمة الصالح العام خاصة عندما يتعلق الأمر بتقييم الديون السيادية .
- تحميل الوكالات مسؤولية النقطة الممنوحة الأمر الذي سيدفعها إلى توخي الدقة والمصداقية في عمليات التقييم والتنقيط.
- إخضاع وكالات الجدارة الائتمانية إلى تنظيمات و قواعد صارمة على غرار النظام المصرفي نظرا للدور الاستراتيجي الذي أصبحت تلعبه هذه المؤسسات في توازن الأسواق المالية.

Références:

- 1- Joëlle Paquet: " Turbulences sur les marchés financiers: L'influence des agences de notation de crédit " Rapport 7, Ecole nationale d'administration publique, Québec, Canada, Septembre 2009, Page 2-4.
- 2- Eugene Fama: " Efficient capital Markets: a review of theory and empirical work" journal of finance, No 25-2, Mai 1970.
- 3- Franklin Allen et Elena Carletti: "La valorisation aux prix de marche convient- elle Aux Institutions financières?", Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°12, octobre 2008, page 1-9.
- 4- Shleifer, A., " Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance ", Oxford University Press, Oxford, 2000.page 56-62.
- 5 - Peter S.Rose. Milton H.Marquis:" Money and capital markets" Tenth edition, Mc grow-Hill companies, USA, 2008, page 58-59.
- 6- منير إبراهيم الهندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشأة المعارف، الإسكندرية، سنة 2002، صفحة 494 .
- 7- Hyman P. Minsky: « Stabilizing unstable economy », New Haven, Yale University Press, 1986.
- 8- Hyman P. Minsky: « The Financial instability hypothesis», The Levy economics Institute, working paper , collection, 1992.
- 9- Joëlle Paquet, Op.cit, page5-6.
- 10 Akerlof George "The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism" Quarterly journal of Economics, 84,page 488-500.
- 11- Joseph E. Stiglitz : " Quand le Capitalisme perd la tête " Librairie Arthème Fayard, France, 2003, page 126-130.
- 12-https://papyrus.bib.umontreal.ca/jspui/bitstream/1866/4669/1/NotationReformeFrance_IT.pdf
- 13- Barry Eichengreen : " Dix questions a propos de la crise des prêts Suprimes " Banque De France, Revue de la stabilité financière, No 11, Février 2008, page 23-24.
- 14- http://ambafrance-us.org/img/pdf/agence_financiere/wew_027.pdf.