

آشنایی با نهاد مالی رتبه‌بندی اعتباری و تاریخچه شکل‌گیری آن در دنیا

دکتر موسی احمدی

مقدمه

یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری، شرکتی است که به تعیین رتبه اعتباری ناشران و انواع خاصی از اوراق بدهی می‌پردازد. در اغلب موارد این ناشران، شرکت‌ها، شهرها، سازمان‌های غیرانتفاعی یا دولت‌هایی می‌باشند که به انتشار اوراق بهادار مشابه اوراق بدهی قابل معامله در بازار ثانویه می‌پردازند. یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری به اندازه‌گیری اهلیت اعتباری و توانایی بازپرداخت بدهی پرداخته و بر نرخ بهره بدهی نیز تأثیر می‌گذارد. به عبارتی دیگر یک رتبه اعتباری ایده‌ای است که توسط یک موسسه متخصص در خصوص اهلیت اعتباری یک ناشر یا ابزار بدهی منتشر می‌شود. این رتبه در نتیجه تحقیق و پژوهش و با توجه به سیستم رتبه‌بندی بدست می‌آید. موسسات رتبه‌بندی اعتباری نقش بسزایی را در بازارهای مالی ایفا می‌نمایند. این نقش به این صورت است که این موسسات از طریق ارائه اطلاعات مورد نیاز در خصوص اهلیت اعتباری شرکت‌ها یا کشورها، باعث می‌شوند عدم تقارن اطلاعات میان تسهیلات‌دهنده یا سرمایه‌گذاران از یکسو و ناشران اوراق بهادار از سوی دیگر کاهش یابد. به این معنا که ناشرانی که حائز رتبه اعتباری پایین‌تر شده‌اند لازم است نرخ‌های بهره بالاتری را در مقایسه با ناشرانی که رتبه اعتباری بالاتری کسب کرده‌اند پرداخت نمایند.

تعریف

در این بخش تعدادی از تعاریف رتبه‌بندی اعتباری که از سایت اینترنتی و گزارش‌های سالیانه برخی از موسسات رتبه‌بندی دنیا استخراج شده در جدول زیر آورده شده است:

جدول ۱- تعریف رتبه‌بندی اعتباری از منظر موسسات رتبه‌بندی اعتباری

موسسه رتبه‌بندی	تعریف رتبه‌بندی اعتباری
SCRirsgo	رتبه‌بندی اعطاشده توسط این موسسه نتیجه فرایند تجزیه و تحلیل وسیعی است که شامل ارزیابی عوامل کمی و کیفی می‌باشد.
Demotech Inc.	فرایند رتبه‌بندی این موسسه شاخصی را برای ارزیابی توانایی پرداخت بدهی که نشان‌دهنده تغییرات در ثبات مالی نیز می‌باشد ارائه می‌دهد. رتبه‌بندی‌های ثبات مالی بر مبنای نسبت‌های کمی مالی و ملاحظات کیفی تعیین می‌شود و در کنار هم مدل تحلیلی ثبات مالی را شکل می‌دهد.
Ecuability S.A.	ارزیابی ریسک اعتباری، نظری است که بر اساس داده‌های کمی و کیفی تعیین شده و به شرایط اقتصادی هر صنعت با بخش بستگی دارد. همچنین هر نوع رتبه‌بندی بر اساس ماهیت ناشر، سوابق وی و فرهنگ شرکتی آن متفاوت خواهد بود.
MARC	ارزیابی‌های مربوط به رتبه‌بندی همان احتمال بازپرداخت اصل و فرع بدهی تا زمان سررسید آن می‌باشد.
PACRA	رتبه‌بندی، فرایندی تعاملی بر اساس گردآوری اطلاعات از ناشران و تکمیل اطلاعات مورد نیاز از طریق منابع اطلاعاتی مستقل بیرونی می‌باشد. فرایند کلی بر ارزیابی ریسک کسب و کار و مالی متمرکز می‌شود. این اطلاعات عموماً از طریق شرکت متقاضی و در مواقع ضروری از طریق منابع بیرونی تامین می‌شود.
RAM	رتبه‌بندی، نوعی نظر عینی و بی‌طرف در خصوص توانایی و تمایل ناشر در زمینه ایفای بمتوقع و کامل به تعهدات مالی می‌باشد. همچنین نوعی اولویت‌بندی نیز در چارچوب مورد استفاده تعیین می‌شود که میزان احتمال ریسک نکول در مورد بدهی خاصی را در آینده در مقایسه با سایر اوراق بهادار موجود در بازار نشان می‌دهد.
TURK Rating	رتبه‌بندی، نشان‌دهنده قدرت مالی شرکت در حال حاضر بوده و بیان می‌کند که چقدر احتمال دارد که این جایگاه مالی در آینده تغییر یابد. بررسی‌های وسیع در خصوص محیط صنعتی که شرکت در آن مشغول به فعالیت می‌باشد بخشی از متدولوژی رتبه‌بندی را تشکیل می‌دهد.

یک رتبه تنها نظر یک موسسه تخصصی در زمینه اهلیت اعتباری ناشر یا اوراق بر اساس اطلاعات کمی و کیفی می‌باشد. رتبه‌بندی ناشر به اندازه‌گیری ریسک نکول یک شرکت می‌پردازد و این در حالیست که رتبه‌بندی ابزار به ارزیابی ویژگی‌های خاصی از یک ابزار مالی می‌پردازد که می‌تواند بر ریسک نکول تاثیر بگذارد. شخصی موضوع رتبه‌بندی می‌تواند در فرایند ارزیابی مشارکت داشته باشد یا اینکه نتیجه ارزیابی توسط موسسه رتبه‌بندی تعیین شود. این دو روش می‌تواند بر حجم اطلاعات در دسترس برای ارزیابی تاثیر بگذارد. هر چه مشارکت شخص در فرایند ارزیابی بیشتر باشد اطلاعات بیش‌تری در اختیار خواهد بود.

منافع رتبه‌بندی اعتباری

رتبه‌بندی اعتباری، مورد استفاده سرمایه‌گذاران، ناشران اوراق بهادار، بانک‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران-دلالتان و دولت‌ها می‌باشد. موسسات رتبه‌بندی اعتباری موجب افزایش دامنه حالت‌های سرمایه‌گذاری و ایجاد معیارهای اندازه‌گیری مستقل و با کاربرد آسان ریسک‌های اعتباری مربوطه می‌شوند که به نوبه خود موجب ارتقاء کارایی بازار شده و از هزینه‌های تامین مالی وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان می‌کاهد.

- منافع برای سرمایه‌گذاران

دسترسی به اطلاعات با هزینه پایین
تسریع در فرایند تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری
اتخاذ تصمیمات مستقل
حفاظت از سرمایه‌گذاران

- منافع رتبه‌بندی برای شرکت‌های متقاضی رتبه‌بندی شده

دریافت رتبه نوعی گواهینامه برای شرکت جهت ارائه به مراجع مختلف محسوب می‌شود.
شرکت ترغیب می‌شود تا انضباط مالی خود را حفظ کند.
همکاری‌های خارجی را آسان‌تر می‌کند.
انجام معاملات تجاری به نحو راحت‌تری انجام می‌شود.
تعداد سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد.

رتبه‌بندی مورد استفاده ناشران اوراق قرضه

ناشران به رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یک نظر تأییدی مستقل در مورد اهلیت اعتباریشان می‌نگرند. در بیشتر موارد به منظور انتشار موفق یک اوراق قرضه بایستی حداقل یک رتبه‌بندی از یک موسسه رتبه‌بندی در دست داشته باشیم (چراکه بدون چنین رتبه‌بندی، ممکن است که انتشار اوراق به قیمتی خیلی کمتر از هدف مورد انتظار ناشر ارائه شود). مطالعات اخیر انجام شده توسط انجمن بازار اوراق قرضه^۱ نشان می‌دهد هم‌اکنون بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی دارای حداقل سه رتبه‌بندی می‌باشند. ناشران همچنین در معاملات مالی ساختاریافته خاصی از رتبه‌های اعتباری استفاده می‌کنند. به عنوان مثال، یک شرکت با رتبه

^۱ The Bond Market Association

اعتباری بسیار بالا که امیدوار است بتواند پروژه‌های تحقیقاتی با ریسک بالا را بر عهده بگیرد، می‌تواند این کار در قالب یک شرکت مجری پروژه انجام دهد. در این صورت شرکت پروژه^۱ می‌تواند تمامی ریسک‌های موجود را در نظر گرفته و اوراق قرضه خودش را برای تأمین مالی تحقیقات منتشر نماید. رتبه اعتباری شرکت مذکور احتمالاً خیلی پایین بوده و ناشر اوراق مجبور خواهد بود نرخ بازده بالایی را در مورد اوراق منتشره پرداخت نماید. از آنجایی که شرکت مذکور از لحاظ قانونی مستقل است، ریسک مذکور موجب کاهش کل رتبه اعتباری شرکت مادر نمی‌شود. بالعکس، یک شرکت با رتبه‌بندی اعتباری پایین در صورتی که یک شرکت پروژه تشکیل دهد و دارایی‌های مهم خود را به آن شرکت تابعه منتقل نموده و اوراق قرضه تضمینی^۲ منتشر نماید، ممکن است بتواند با شرایط بهتری وام بدهد. در صورتی که این اقدام به شکست بیانجامد، وام‌دهندگان ممکن است به دارایی‌های شرکت مجری متوسل شوند. این امر ممکن است نرخ بهره‌ای که شرکت مجری برای پرداخت بخشی از بدهی^۳ پرداخت می‌نماید را کاهش دهد.

همان ناشر، ممکن است رتبه‌بندی‌های اعتباری متفاوتی را برای اوراق قرضه مختلف داشته باشد. این تفاوت ممکن است در نتیجه ساختار اوراق قرضه، نحوه تضمین اوراق و میزانی که این اوراق قرضه از دیگر اوراق قرضه تبعیت می‌نماید، باشد. بسیاری از موسسات بزرگتر رتبه‌بندی اعتباری اقدام به ارائه «خدمات مشاوره‌ای رتبه‌بندی اعتباری»^۴ می‌نمایند که راهکارهایی را در زمینه نحوه ساختاربندی عرضه اوراق قرضه و شرکت پروژه خود به منظور دستیابی به رتبه اعتباری مورد نظر برای چالاک^۵ بدهی ارائه می‌نماید. این امر ممکن است موجب ایجاد تعارضات بالقوه‌ای در زمینه بهره شود که البته در صورتی که ناشر از رهنمودهای موسسه رتبه‌بندی اعتباری در زمینه ساختاردهی عرضه اوراق پیروی نموده باشد، موسسه رتبه‌بندی اعتباری ممکن است خود را متعهد به ارائه رتبه اعتباری به ناشر بداند. برخی از موسسات رتبه‌بندی اعتباری از رتبه‌بندی عرضه اوراق قرضه‌ای که خدمات مشاوره‌ای برای آن ارائه شده است، اجتناب می‌کنند.

رتبه‌بندی مورد استفاده برای شرکت‌های تامین سرمایه و کارگزاران-دلالتان

شرکت‌های تامین سرمایه و کارگزاران-دلالتان از رتبه‌بندی اعتباری برای محاسبه ریسک پورتنوی خود (به عنوان مثال ریسک تجمعی کل سرمایه‌گذاری ایشان) استفاده می‌کنند. شرکت‌های تامین سرمایه و کارگزاران-دلالتان بزرگتر، به محاسبه ریسک‌های خودشان اقدام می‌کنند اما به موسسه رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یک کنترل (و کنترل دوم و سوم) در برابر تجزیه و تحلیل‌های خود می‌نگرند.

رتبه‌بندی‌های مورد استفاده توسط قانونگذاران دولتی

قانونگذاران نیز از رتبه‌بندی اعتباری به منظور تدوین مقررات مورد نیاز استفاده می‌نمایند.

موسسه اعتبارسنجی و گزارش‌گری اعتباری

^۱ "special purpose entity"

^۲ secured debt securities

^۳ debt offering

^۴ "credit rating advisory services"

^۵ tranche

موسسه اعتبارسنجی و گزارشگری اعتباری، موسسه‌ایست که اطلاعات را از اعتباردهندگان و سایر بانک‌های اطلاعاتی عمومی در زمینه تاریخچه اعتباری وام‌گیرندگان جمع‌آوری می‌نماید. این سامانه، اطلاعاتی از قبیل نحوه بازپرداخت اقساط تسهیلات اعتباری، احکام دادگاهی و ورشکستگی‌ها در زمینه افراد و یا شرکت‌های کوچک را گردآوری و سپس گزارشات اعتباری تفصیلی را برای اعتباردهندگان فراهم می‌آورد. موسسات اعتبارسنجی و گزارشگری اعتباری، متفاوت از موسسات رتبه‌بندی اعتباری همچون Moody's، Standard & Poors (S&P) و Fitch که اطلاعات مالی شرکت‌های بزرگ را گردآوری می‌نمایند، تجزیه و تحلیل‌های مشروحی از فعالیت‌ها ارائه می‌کنند، بر این شرکت‌ها راهبری می‌نمایند و سپس به ارائه رتبه اعتباری می‌پردازند، می‌باشند. موسسات اعتبارسنجی و گزارشگری اعتباری بر وام‌گیرندگان کوچکتر و عمدتاً بر نحوه بازپرداخت تسهیلات اعتباری تمرکز نموده و بر تجزیه و تحلیل‌های آماری نمونه‌های بزرگتر وام‌گیرندگان و نه تجزیه و تحلیل‌های عمیق شرکت‌ها اتکا می‌نمایند. موسسات اعتبارسنجی و گزارشگری اعتباری نقش مهمی را در موفقیت بازارهای اعتباری ایفا می‌نمایند. ایشان به عنوان ابزاری ضروری برای موسسات مالی در کسب و کارهای کوچک وام‌دهنده خود به شمار می‌آیند. موسسات اعتبارسنجی و گزارشگری اعتباری کمک مهمی را در حل مشکل بنیادین بازارهای مالی که با عنوان «اطلاعات نامتقارن»^۱ شناخته می‌شود ارائه می‌نمایند. اطلاعات نامتقارن، به این معناست که وام‌گیرنده از شانس بازپرداخت بدهی‌اش خیلی بیشتر از وام‌دهنده آگاه است. ناتوانی وام‌دهنده در ارزیابی دقیق اهلیت اعتباری وام‌گیرنده موجب افزایش نرخ نکول شده و بر سوددهی موسسات مالی تأثیر می‌گذارد. وام‌دهندگان این مشکل را از طریق رسیدگی به توانایی وام‌گیرنده در بازپرداخت و یا از طریق دریافت تضمین برای پوشش دادن زیان ناشی از نکول احتمالی حل می‌نمایند.

درخواست تضمین خصوصاً در کشورهای در حال توسعه و مخصوصاً در مورد شرکت‌های جدید، کارآفرینان خرد و شرکت‌های کوچک و متوسط که اغلب فاقد دارایی‌های قابل توجه برای تضمین می‌باشند مشکل می‌باشد. علاوه بر این، هزینه‌های وام‌دهندگان در زمینه تصرف و نقدنمودن دارایی‌هایی که به صورت وثیقه درآمده می‌تواند مهم باشد و فرایند مربوطه نیز زمان زیادی را می‌برد.

بر طبق تحقیقات بانک جهانی، در بیشتر کشورهای در حال توسعه یکی دو سال طول می‌کشد تا یک قرارداد اجرایی شود و هزینه‌ای در حدود ۲۰ تا ۴۰ درصد هزینه بدهی را در بردارد. در بدترین حالت به عنوان مثال سه سال طول می‌کشد تا یک قرارداد اجرایی شود و هزینه آن ۲۵۰ برابر هزینه بدهی می‌باشد.

به خدمت گرفتن ارزیاب‌ها برای بررسی پیشینه وام‌گیرندگان بسیار هزینه‌بر می‌باشد. انجام بررسی‌های عمیق در مورد وام‌های کوچک ممکن نیست هرچند برای وام‌های کلان قابل دفاع باشد. در دسترس نبودن اطلاعات با هزینه‌ای پایین موجب محدود شدن توانایی وام‌دهندگان در زمینه توسعه و اجرای سودده اعطای وام‌های خرد می‌شود. نظارت بر رفتار وام‌گیرنده موجب ارائه استراتژی‌هایی برای کاهش مشکل اطلاعات نامتقارن می‌شود. رفتار گذشته به عنوان عامل پیش‌بینی بسیار قوی برای رفتار آینده به شمار می‌رود. به عنوان مثال بسیاری از کشورها تنها به شرکت‌هایی اعتبار می‌دهند که حسابی به مدت شش ماه تا یکسال در آن بانک داشته باشند تا بانک را قادر سازد تا جریان نقدی آن شرکت را در آن بانک مدنظر داشته باشد. گزینه دیگر، رویکرد ارائه وام گروهی، اغلب توسط موسسات تأمین مالی کوچک استفاده می‌شود و به وام‌دهندگان اجازه می‌دهد تا به افرادی که از طریق عضویت در یک گروه به ایجاد سابقه‌ای برای خود با موسسه پرداخته‌اند، وام دهند. در اغلب این مثال‌ها اغلب این «وثیقه

^۱ Asymmetric Information

شهرتی^۱ است که باعث ارائه وام به افراد و شرکت‌ها می‌شود. از طریق جمع‌آوری این اطلاعات در زمینه رفتار وام‌گیرنده‌ها می‌باشد که می‌توان به نحو بهتری به ارزیابی ریسک‌های اعتباری پرداخت و تصمیمات ارائه بدهی بهتری را اتخاذ نمود.

نقش موسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشورهای در حال توسعه

در حال حاضر اطلاعات ناشران اوراق بدهی و سرمایه‌گذاران متقارن نبوده و ناشران از نوعی اطلاعات مه‌آلود برخوردارند. موسسات رتبه‌بندی اعتباری حجم بالای اطلاعات موجود را بصورت فشرده و خلاصه در اختیار ناشران قرار می‌دهند و از این طریق فضای مه‌آلود این اطلاعات را برطرف کرده و موجبات تصمیم‌سازی راحت‌تر را برایشان فراهم می‌نمایند. در حقیقت موسسات رتبه‌بندی اعتباری تنها به ارائه نظرات مشورتی اقدام می‌نمایند و نظرات ایشان هیچگونه توصیه‌ای را در زمینه خرید، فروش یا نگهداری به سرمایه‌گذاران ارائه نمی‌نماید. در حقیقت این سرمایه‌گذارها هستند که با استفاده از این اطلاعات و رویکردهای ریسک‌پذیری خود، تصمیم مناسب را اتخاذ می‌نمایند. با توجه به این که کشورهای در حال توسعه از بازار سرمایه کمتر توسعه یافته‌ای در مقایسه با کشورهای پیشرفته برخوردار است، ایجاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند از طریق برطرف نمودن مشکل عدم تقارن اطلاعات زمینه توسعه ابزارهای مالی و بازارهای اوراق بدهی و حضور گسترده‌تر سرمایه‌گذاران را فراهم نموده باعث توسعه بازارهای سرمایه را فراهم نماید.

فعالیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری در سطح جهان

- فعالیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری در سطح جهان در سه سطح ملی، منطقه‌ای و بین‌المللی صورت می‌پذیرد:
- **ملی:** محدوده فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی که در این گروه قرار می‌گیرند مربوط به یک کشور خاص می‌باشد.
 - **منطقه‌ای:** فعالیت این گروه به مناطق جغرافیایی محدود می‌شود. مانند مؤسسه Capital Intelligence که در حوزه‌های خلیج فارس و مدیترانه، آسیا و اقیانوسیه، اروپای شرقی و مرکزی فعالیت می‌نماید.
 - **بین‌المللی:** مؤسسات مربوط به این گروه در گستره بین‌المللی فعال می‌باشند که از معروفترین آن‌ها می‌توان به Moody's، S&P، Fitch و IBCA اشاره نمود.
- با توجه به این که موسسات اندکی در این بازار از اعتبار و شهرت بسیار بالا برخوردار هستند، این موسسات توانسته‌اند بازار رتبه‌بندی اعتباری را در سطح جهان در دست خود بگیرند و این موضوع باعث شده تا موسسات رتبه‌بندی جدید نتوانند به راحتی در حوزه این صنعت وارد شوند. این موضوع تا حدی است که ۹۵ درصد سهم بازار رتبه‌بندی اعتباری در اختیار سه موسسه Moody's، S&P، Fitch قرار دارد و بقیه موسسات در محدوده ۵ درصد باقیمانده به رقابت می‌پردازند.

بازارهای مالی قبل از پیدایش موسسات رتبه‌بندی

اگر چه هم‌اکنون موسسات رتبه‌بندی اعتباری به عنوان عاملی حیاتی و مهم در بازارهای مالی به شمار می‌آیند، این موضوع همیشه این طور نبوده است. در حقیقت پروفسور ریچارد سیلا در متن خود تحت عنوان «نگاهی تاریخی به کسب و کار رتبه‌بندی

^۱ Reputational Collateral

اعتباری» به درستی به این مفهوم اشاره کرده است که بازارهای مالی قبل از پیدایش موسسات رتبه بندی اعتباری که به اوایل قرن بیستم در ایالات متحده بازمی گردد به خوبی فعالیت می کردند.

در آغاز قرن هفدهم، آلمان که در آن زمان قدرت اقتصادی پیشرو جهان به شمار می آمد، به دنبال این بود که یک سیستم مالی مدرن شامل سیستم بانکی، بانک مرکزی قدرتمند و بازار سرمایه قوی را راه اندازی کند. با توجه به تاثیرگذاری آلمان، انگلستان در دهه پایانی قرن هفدهم و پس از آن ایالات متحده نیز در پایان قرن هجدهم پس از استقلال حرکت هایی را در این زمینه آغاز نموده و بازارهای اوراق قرضه و سرمایه خود را در چندین شهر راه اندازی نمودند.

بنابراین قرن ها بازارهای سرمایه بدون حضور موسسات رتبه بندی اعتباری فعالیت می نمودند. این موضوع به این دلیل بود که سرمایه گذاری در مراحل اولیه بازار سرمایه در آن زمان ها به اوراق قرضه عمومی که اغلب برای اهداف تامین مالی جنگ ها منتشر می شد محدود می شد و سرمایه گذاران از بازپرداخت سود کوپن اوراقشان توسط دولت اطمینان داشتند. بعدها هم که بازارهای سرمایه در اروپا گسترش پیدا کرد، سرمایه گذاری ها تنها بر اوراق بدهی دولتی محدود شده بود و بیشتر سرمایه مورد نیاز از طریق وام های بانکی و سهام تامین می شد.

شرایط در ایالات متحده با توجه به مقیاس بزرگ تر آن نسبت به سایر کشورها متفاوت بود. در دهه اول قرن نوزدهم، برخی ایالت های آمریکا و پس از آن دولت محلی برای تامین مالی پروژه های زیرساختی نسبت به انتشار اوراق بدهی اقدام نمودند. پس از اندک زمانی، بخش خصوصی این پروژه ها را در اختیار گرفت و یک بازار مهم بدهی شرکتی شکل گرفت.

نیاز اساسی به سرمایه در ایالات متحده در ارتباط با ساخت جاده های حمل و نقل ریلی شکل گرفت. اگرچه در ابتدا یک حمایت دولتی برای ایجاد جاده های حمل و نقل ریلی وجود داشت اما بیشتر سرمایه مورد نیاز این صنعت از طریق شرکت های خصوصی تامین مالی می شد. در ابتدا این شرکت ها مجبور بودند سرمایه مورد نیاز خود را از طریق وام های بانکی و سهام تامین کنند و این در حالی بود که سرمایه گذاران محلی از وضعیت این پروژه ها آگاه بودند. پس از سال ۱۸۵۰، گسترش فعالیت این شرکت ها باعث شد تا از محل انتشار اوراق قرضه، منابع مالی مورد نیاز خود را تامین کنند. لذا بازار اوراق قرضه وسیعی در نتیجه انتشار اوراق قرضه پروژه های حمل و نقل ریلی شکل گرفت.

پیشینه موسسات رتبه بندی اعتباری

با توجه به گسترش بازار اوراق قرضه شرکتی و نیاز سرمایه گذاران به جمع آوری اطلاعات در زمینه گزینه های مختلف سرمایه گذاری، سه موسسه رتبه بندی اعتباری به عنوان قدیمی ترین و پیشروهای صنعت رتبه بندی اعتباری شکل گرفتند. موسسه دان اند برانداستريت در سال ۱۸۷۰ با هدف ارائه اطلاعات کسب و کاری مورد نیاز به متقاضیان تاسیس شد. در دهه ۱۸۷۰ این موسسه دارای ۷۰۰۰ شعبه بود که این میزان در دهه ۱۸۸۰ به ۴۰۰۰۰ عدد بالغ شد. در سال ۱۹۶۲ این شرکت اقدام به خریداری شرکت خدمات سرمایه گذاری مودیز نمود اما در سال ۲۰۰۰ این دو موسسه تفکیک و هریک به عنوان موسسه رتبه بندی اعتباری مجزا مطرح شدند.

صنعت حمل و نقل ریلی به عنوان اولین صنعت بزرگ مطرح شد و پس از مدتی نیاز به مجله ای برای انعکاس اخبار ارزیابی ها نیاز شد. به همین منظور در سال ۱۸۳۲ مجله جهانی حمل و نقل ریلی آمریکا شکل گرفت. در سال ۱۸۴۹ این مجله یا سردبیری هنری وارنوم پور نسبت به انتشار وضعیت مالکیت سیستم های ریلی، دارایی ها، بدهی ها و درآمدهای آن ها اقدام نمود. در سال ۱۸۶۸ پور و پسران اقدام به انتشار کتابچه آماری در زمینه صنعت حمل و نقل ریلی آمریکا نمودند که سال ها اطلاعات

آمارهای مالی و عملیاتی آن‌ها را برای سرمایه‌گذاران آمریکایی منتشر می‌نمود. همچنین سال به سال، وضعیت آمارهای مقایسه‌ای شرکت‌ها به تصویر کشیده می‌شد. برای سال‌ها این موضوع به عنوان گزارش‌های مورد استفاده سرمایه‌گذاران در خصوص صنعت حمل و نقل ریلی تبدیل شد. در سال ۱۹۱۶ این شرکت تحت عنوان شرکت پور وارد کسب و کار رتبه‌بندی اوراق قرضه شد و در سال ۱۹۴۱ نیز این شرکت با شرکت آمارهای استاندارد که اطلاعات آمارهای صنایع دیگری بجز صنعت ریلی را از سال ۱۹۰۶ منتشر می‌کرد ادغام شد.

شرکت مودیز نیز از سال ۱۹۰۰ کتابچه تخصصی اوراق بهادار صنعتی را منتشر نمود. این کتابچه، اطلاعات و آمارهای مربوط به سهام و اوراق قرضه موسسات مالی، بنگاه‌های دولتی، شرکت‌های تولیدی، معادن، شرکت‌های خدمات عمومی رفاهی و شرکت‌های غذایی را منتشر می‌نمود. در سال ۱۹۰۹ این شرکت علاوه بر انتشار اطلاعات مربوط به دارایی‌ها، سرمایه و مدیریت شرکت‌ها، اطلاعاتی در زمینه تجزیه و تحلیل ارزش سهام نیز به سرمایه‌گذاران ارائه نمود. مودیز کتابی را نیز در زمینه تجزیه و تحلیل و حاوی جمع‌بندی دقیقی از کیفیت سرمایه‌گذاری صنعت ریلی و اوراق بهادار آن‌ها منتشر کرد. در این گزارش، از سببل‌های رتبه‌بندی که قبلاً توسط موسسات گزارشگری اعتباری در اواخر قرن هجدهم استفاده می‌شد نیز استفاده شد. در سال ۱۹۰۹، تجزیه و تحلیل‌های مودیز از سرمایه‌گذاری در صنعت ریلی، اصولی را که مودیز برای رتبه‌بندی خود در ارزیابی عملیات، مدیریت و امور مالی مورد استفاده قرار داده بود را تشریح نمود. در سال ۱۹۱۳ این گزارش برای شرکت‌های صنعتی و خدمات عمومی رفاهی آب و برق و گاز نیز انجام شد.

شرکت انتشاراتی فیچ دیگر شرکتی بود که در سال ۱۹۱۳ توسط جان ناولز فیچ تاسیس شد. این شرکت آمارهای مالی شرکت‌های را در قالب کتاب اوراق قرضه فیچ و کتابچه سهام و اوراق قرضه فیچ منتشر نمود. در سال ۱۹۲۴ این شرکت مقیاس‌های رتبه‌بندی AAA تا D را به همراه تجزیه و تحلیل‌های عمیق متخصصین سرمایه‌گذاری خود منتشر نمود.

شکل‌گیری موسسات رتبه‌بندی اعتباری

موسسات رتبه‌بندی اعتباری که بر اساس نیاز به اطلاعات تخصصی مبتنی بر سه موسسه رتبه‌بندی اعتباری فوق‌الذکر شکل گرفتند بر مبنای مدل حق عضویت فعالیت می‌نمودند و کارمزد خود را از کسی که به این گزارش‌ها نیاز داشت می‌گرفتند. در دهه ۱۹۳۰ تغییراتی در به رسمیت شناختن موسسات رتبه‌بندی رخ داد و مقرراتی تحت عنوان «دستورالعمل‌های رتبه‌بندی مورد قبول» منتشر شد. برای اولین بار در سال ۱۹۳۶، بانک‌ها از سرمایه‌گذاری در اوراق پرریسک بر اساس «دستورالعمل‌های رتبه‌بندی مورد قبول» بودند برحذر شدند. در دهه بعد قانونگذاران صنعت بیمه این دستورالعمل‌ها را مبنای قرار دادند. در سال ۱۹۷۵ نیز کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به اصطلاح موسسات رتبه‌بندی شناخته‌شده اشاره کرده و مقررات احتیاطی خاصی را در زمینه سرمایه شرکت‌ها مبتنی بر رتبه اعتباری دریافتی‌شان وضع نمودند. اصولاً دو نوع مقررات وضع شد، یکی این‌که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های دارای رتبه پایین را محدود می‌کرد و نوع دوم الزامات سرمایه‌ای را به رتبه تک اوراق بهادار مرتبط می‌کرد و الزامات سرمایه‌ای کمتری را برای اوراق بهادار با رتبه بالاتر تعیین می‌کرد. در نتیجه این مقررات بود که موسسات رتبه‌بندی اعتباری از اهمیت بالاتری در بازارهای مالی برخوردار شدند و به عنوان بخشی از مقررات بازار سرمایه تبدیل شدند و قضاوت‌های خصوصی در مورد ریسک‌های سرمایه‌گذاری‌ها به موسسات رتبه‌بندی اعتباری برون‌سپاری می‌شد. لذا موسسات رتبه‌بندی اعتباری به عنوان اثرات جایگزینی مقررات تبدیل شدند.

این مقررات از جمله عواملی بودند که باعث شد مدل کسب و کار موسسات رتبه بندی اعتباری در دهه ۱۹۷۰ به سمت دریافت کارمزد از ناشران تغییر کرد. از آنجایی که موسسات رتبه بندی اعتباری تشخیص دادند که ناشران نیاز دارند تا با استفاده از رتبه اعتباری موسسات رتبه بندی اعتباری اوراق بهادار خود را در سبد دارایی های موسسات مالی و اعتباری وارد کنند لذا تصمیم گرفتند تا کارمزد گزارش های رتبه بندی را از ناشران دریافت کنند. منطق این تغییر بر این موضوع استوار بود که ناشران باید ارزش جایگزین رتبه بندی عینی را بر مبنای دسترسی به بازار پرداخت کنند.

علاوه بر این، ظهور دستگاه های فتوکپی با سرعت بالا که موجب می شد تا این امکان برای افراد ایجاد شود تا گزارش ها را کپی گرفته و به آن هایی که برای آن پولی نپرداخته بودند ارائه دهند و این حقیقت که پیچیدگی بازار سرمایه باعث شده تا از سطوح پیچیده تری از نیروی انسانی و جبران خدمات استفاده شود نیز تغییر مدل کسب و کار را پشتیبانی می کرد. تغییر مدل کسب و کار زمینه را برای ایجاد برخی تعارض منافع ایجاد کرد.

موسسات رتبه بندی اعتباری طی دهه های ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۰ به سرعت رشد کردند. موفقیت دهه های پس از جنگ و شکست قانون برتون وودز موجب شد تا رژیم نرخ ارز شناور شکل گرفته و جریان های سرمایه بین المللی به کشور وارد شوند. ایالت ها و شرکت های خصوصی بیشتری اقدام به انتشار اوراق قرضه نمودند و این موضوع باعث شد تا موضوع رتبه بندی اعتباری در مقررات بازارهای مالی کشورهای مختلف دنیا وارد شود. موسسات رتبه بندی اعتباری مجبور بودند تحلیلگران خود را افزایش دهند و درآمد خود را افزایش دهند.

در دهه های گذشته، موسسات رتبه بندی اعتباری نقش بسزایی را در رشد بازارهای مالی بین المللی ایفا نموده اند. توانایی آن ها در تولید شاخص های شفاف و هماهنگ بین المللی در زمینه ریسک اعتباری باعث شد تا انگیزه لازم برای ورود سرمایه گذاری های بین المللی به کشور ایجاد شود چراکه این سرمایه گذارها انجام این تحلیل ها را از قدرت خود خارج می دیدند. به عبارتی دیگر موسسات رتبه بندی اعتباری از طریق روش ساده رتبه بندی کمک می کردند تا اوراق بهادار استاندارد شوند.

این سیستم در زمینه اوراق قرضه شرکتی و ملی باعث شد تا سبدهای متنوعی از دارایی ها برای سرمایه گذاران شکل بگیرد. در بازار محصولات ساختاریافته این موضوع فراتر از کاهش عدم تقارن اطلاعات می باشد. رتبه بندی محصولات ساختاریافته در مقایسه با رتبه بندی سنتی پیش بینی های دقیق تری را ارائه نموده است.

تاریخچه رتبه بندی اعتباری در دنیا

نخستین موسسه رتبه بندی اعتباری در سال ۱۹۰۹ با انتشار فهرست رتبه بندی اوراق راه آهن آمریکا توسط جان مودی آغاز به کار کرد. صنعت رتبه بندی اعتباری به سرعت رشد کرده و جایگاه ویژه ای را در بازارهای مالی به خود اختصاص داده است. امروزه بیش از ۱۰۰ موسسه رتبه بندی اعتباری در سراسر دنیا رتبه بندی اعتباری شرکت ها، اوراق قرضه، کشورها، اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، اوراق تجاری، عرضه خصوصی سهام، گواهی سپرده، سهام ممتاز و اوراق قرضه میان مدت را برعهده دارند. این رتبه های اعتباری اساساً ابزار مدیریت ریسک هستند و نقش مهمی در این زمینه ایفا می کنند. ایفای نقش رتبه بندی در مقررات بازار مالی ایالات متحده در سال ۱۹۳۱ آغاز شد. با گسترش بازارهای سرمایه در دهه ۱۹۷۰ این مؤسسات ابعاد جهانی یافتند. با افزایش اتکاء به رتبه بندی ها، در سال ۱۹۷۵، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده خط مشی هایی را برای تعیین «مؤسسات رتبه بندی آماری شناخته شده در سطح ملی» وضع نمود.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار در سال ۱۹۹۷ معیارهای یک «مؤسسه رتبه‌بندی ملی» را اعلام نمود. بانک بین‌المللی تسویه در سال ۱۹۸۸، مجموعه‌ای از سطوح کفایت سرمایه را بر اساس ریسک تعیین نمود که در سال ۱۹۹۹ به منظور فراهم کردن نقشی صریح برای رتبه‌بندی‌های اعتباری در تعیین ریسک سرمایه بانک‌ها، اصلاح و به «پیمان بازل ۲» معروف گردید. پس از آن توجه همگانی به صنعت رتبه‌بندی اعتباری به شدت افزایش یافت و امروزه مؤسسات رتبه‌بندی یکی از مهمترین و تاثیرگذارترین نهادها در بازارهای مالی به شمار می‌روند. از منظر این مجموعه، یک مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری باید دارای ویژگی‌های زیر باشد:

- ساختار سازمانی مؤسسه رتبه‌بندی
- منابع مالی مؤسسات رتبه‌بندی (ارزیابی استقلال در اداره مؤسسه و عدم وابستگی به منابع مالی مشتریان).
- اندازه و کیفیت منابع انسانی (ارزیابی دقت، صلاحیت و شایستگی ارزیابی‌ها)
- میزان استقلال مؤسسات رتبه‌بندی از شرکت‌های رتبه‌بندی شده
- رویه رتبه‌بندی مؤسسات برای تشخیص میزان صحت، اعتبار و دقت رتبه‌بندی‌ها
- رویه‌های داخلی سازمان برای جلوگیری از استفاده غلط از اطلاعات غیرعمومی

نقش مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری

بر اساس تحلیلی که بانک انگلیس منتشر نموده است، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری دارای حداقل سه کارکرد مهم برای سیستم‌های مالی بین‌المللی هستند که باید حفظ شوند:

- مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری باعث می‌شوند عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه میان سرمایه‌گذاران و شرکت‌هایی که در جستجوی منابع مالی بیرونی هستند کاهش یابد. عدم تقارن اطلاعات ممکن است بدلیل هزینه بالایی که دستیابی به اطلاعات برای شرکت‌ها دارد موجب شوند تا برخی از سرمایه‌گذاران را کنار بگذارند. انجام یک تجزیه و تحلیل عمیق از ریسک اعتباری ممکن است برای سرمایه‌گذار غیرممکن باشد. یک مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند از طریق ارائه رتبه اعتباری بیطرفانه، آن دسته از سرمایه‌گذاران کوچکی را که قادر به انجام تجزیه و تحلیل‌های عمقی نیستند را وارد بازار نماید. لذا رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند منجر به کاهش هزینه سرمایه شود که به عنوان نقش اقتصادی مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در بسیاری از مقالات علمی آورده شده است.
- رتبه‌بندی‌ها می‌توانند به عنوان سازوکاری مفید برای حل برخی از مشکلات میان سرمایه‌گذاران و صندوق‌ها کمک کنند. سرمایه‌گذاران می‌توانند ریسک یک صندوق بازنشستگی، بیمه‌گر عمر و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را که از طرف آن‌ها تقبل می‌شود را از طریق ارائه رتبه‌بندی حداقلی برای دارایی‌هایی که سرمایه‌گذاری می‌شود پوشش دهند. علاوه بر این، دسترسی به برخی بازارهای مالی و مدل‌های کسب و کار برای برخی از ناشران دارای رتبه‌های بالاتر از یک سطح حداقلی می‌تواند محدود شود.
- رتبه‌بندی‌ها می‌توانند به عنوان عاملی در حل مشکلات وصول مطالبات میان سرمایه‌گذاران پراکنده اوراق قرضه بکار گرفته شود. برای یک سرمایه‌گذار انفرادی عادی، نظارت بر شرکت در زمان شرایط سخت مالی آن ممکن است منطقی به نظر نرسد. کاهش رتبه اعتباری شرکت‌ها می‌تواند به عنوان یک علامت هشدار دهنده برای سرمایه‌گذارها باشد تا اقدامات لازم را انجام دهند.

اتکای به رتبه‌های اعتباری در زمانی که رتبه‌های اعتباری تنزل می‌یابد می‌تواند اثرات منفی نیز بر اقتصاد داشته باشد. مشابه این موضوع در بحران مالی جهانی مشاهده شد. کاهش رتبه شرکت‌ها و اوراق باعث تسریع در بحران مالی از این حیث شد که سرمایه‌گذاران بدلیل اعلام تنزل رتبه‌ها سرمایه خود را از بازار خارج می‌کردند.

منابع و مأخذ

- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **SCRirsgo**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **Demotech Inc.**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **Ecuability S.A.**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **MARC**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **PACRA**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **RAM**
- وبسایت و شیوه‌نامه‌ها و مستندات تخصصی مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری **TURK Rating**
- سایر وبسایتها و مقالات علمی

Caprio G., *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, ۲۰۱۲.

Cantor, Richard, and Packer F., *The Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York. ۱۹۹۴.

Sylla R., *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings, Prepared for Conference on The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*, The World Bank, Washington, ۲۰۰۱.

Langohr, H. M., and Langohr P. T., *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, Wiley, John & Sons, ۲۰۰۹.