



نهاد مالی رتبه‌بندی اعتباری؛ الزامات و پیش‌نیازها

دکتر موسی احمدی

چکیده

ارزیابی وضعیت و رتبه‌بندی شرکت‌های فعال در کشور همواره به عنوان یکی از دغدغه‌های مهم در توسعه خدمات تامین مالی و اعتباری در کشورها محسوب می‌شود. از سوی دیگر تعدد اجزاء و عوامل موثر بر موفقیت شرکت‌ها موجب می‌شود عوامل و شاخص‌های ارزیابی و مدل‌های رتبه‌بندی مربوطه از پیچیدگی خاصی برخوردار شوند. از همین رو تاسیس و راه‌اندازی موسسات رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یکی از نهادهای مالی مورد نیاز از جمله مقولاتی است که تحقق آن می‌تواند کمک قابل توجهی را در جهت توسعه کسب و کارها ایفا نموده و می‌تواند به عنوان مبنایی برای تعیین شرکت‌های نمونه و اعمال نظارت و اعطای امتیازات لازم به ایشان مورد استفاده قرار گیرد. در صورتی که فقدان چنین سازوکاری موجب خواهد شد تا رویکردهای قضاوتی و عامل انسانی در ارزیابی شرکت‌ها مدنظر قرار گرفته و از کارایی و اثربخشی استراتژی‌های توسعه بکاهد. موسسات رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یکی از نهادهای مالی زیرساختی در توسعه بازارهای سرمایه محسوب می‌شوند که می‌توانند زمینه توسعه سریع‌تر بازارهای سرمایه را فراهم نمایند. با توجه به کارکرد مهمی که این موسسات در زمینه تامین اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران و رفع عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه ایفا می‌کنند، راه‌اندازی این نهاد مالی در بازار سرمایه با در نظر گرفتن ضرورت‌های وجودی آن در بازار سرمایه کشور ضروری به نظر می‌رسد. در این راستا در این مقاله ضمن اینکه در خصوص تعریف و نقش رتبه‌بندی اعتباری سؤالاتی مطرح شده، به برخی از عوامل موثر بر راه‌اندازی این نهاد مالی نیز پرداخته و سپس به جایگاه رتبه‌بندی اعتباری در بازار سرمایه نگاهی انداخته شده است.

واژگان کلیدی: رتبه‌بندی اعتباری، ریسک اعتباری، اوراق بدهی، بازار سرمایه.



مقدمه

ارزیابی وضعیت و رتبه بندی شرکت های فعال در کشور همواره به عنوان یکی از دغدغه های مهم در توسعه خدمات تامین مالی و اعتباری در کشورها محسوب می شود. از سوی دیگر تعدد اجزاء و عوامل موثر بر موفقیت شرکت ها موجب می شود عوامل و شاخص های ارزیابی و مدل های رتبه بندی مربوطه از پیچیدگی خاصی برخوردار شوند. از همین رو تاسیس و راه اندازی موسسات رتبه بندی اعتباری به عنوان یکی از نهادهای مالی مورد نیاز از جمله مقولاتی است که تحقق آن می تواند کمک قابل توجهی را در جهت توسعه کسب و کارها ایفا نموده و می تواند به عنوان مبنایی برای تعیین شرکت های نمونه و اعمال نظارت و اعطای امتیازات لازم به ایشان مورد استفاده قرار گیرد. در صورتی که فقدان چنین سازوکاری موجب خواهد شد تا رویکردهای قضاوتی و عامل انسانی در ارزیابی شرکت ها مدنظر قرار گرفته و از کارایی و اثربخشی استراتژی های توسعه بکاهد.

با توجه به توضیحات یاد شده در خصوص رتبه بندی شرکت ها می توان فواید و منافع آن را به شرح زیر بیان نمود:

۱. ایجاد شاخص ها و مدل های مناسب رتبه بندی ناشران و اوراق کشور از طریق راه اندازی موسسات رتبه بندی اعتباری در کشور

۲. بهره گیری از الگوی استاندارد به منظور اعمال نظارت بر ناشران و اوراق

۳. بهره گیری از الگوی استاندارد در زمینه ارائه امتیازات ویژه به ناشران و اوراق

لازمه ارائه خدمات فوق الذکر و اجرای استراتژی های مناسب در خصوص پیشبرد و توسعه خدمات دستیابی به شناخت کافی از وضعیت ناشران و اوراق در سطوح مختلف مدیریتی و کارشناسی و در نتیجه رتبه بندی مالی، بدهی و اعتباری آن ها می باشد که این مهم بدون در اختیار داشتن اطلاعات جامع و همچنین الگوهای رتبه بندی از طریق موسسات رتبه بندی اعتباری میسر نخواهد بود.

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، توسعه خدمات تامین مالی از طریق بازار سرمایه را با منابع انسانی کارآمد و بکارگیری دانش و فناوری جدید دنبال کرده و همواره سعی دارد با برنامه ریزی، سیاست گذاری، حمایت و نظارت عالی، بستر مناسبی جهت مدیریت کلان بازار سرمایه و تقویت زیربناها و ظرفیت های لازم برای تسهیل و توسعه خدمات تامین مالی کشور فراهم نماید. یکی از استراتژی های سازمان در این راستا، رتبه بندی ناشران و اوراق می باشد که بدون راه اندازی موسسات رتبه بندی اعتباری میسر نخواهد بود. دانش و فناوری های جدیدی در دنیا در این خصوص وجود داشته و مورد استفاده قرار می گیرد که زمینه طراحی و اجرای آن در کشور می تواند زمینه ساز رشد و توسعه بازار سرمایه کشور باشد.

با توجه به ابلاغ دستورالعمل تاسیس موسسات رتبه بندی اعتباری در کشور توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و قوانین مختلف کشوری دال بر ضرورت راه اندازی آن در کشور، اجرای این پروژه می تواند کمک شایانی به این هدف نماید.

تئوری عدم تقارن اطلاعات

بر اساس تئوری واسطه های مالی، نقش اصلی و اولیه موسسات رتبه بندی اعتباری کاهش عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعات در مورد ارزش اقتصادی شرکت و همچنین کاهش نگرانی های مالی است. بنابراین بسیاری از سرمایه گذاران، مشتریان و قانون گذاران در مورد ریسک ناشی از عدم پرداخت دیون توسط ناشران نظرات متفاوتی دارند و همین مسأله باعث علاقه آنها به



رتبه‌بندی شده است. بطور خلاصه رتبه‌بندی اعتباری^۱ بیانگر نظر موسسه رتبه‌بندی اعتباری^۲ در یک تاریخ مشخص و در مورد اعتبار شرکت، اوراق بهادار یا تعهدات خاصی می‌باشد. بر همین اساس ناشران و سرمایه‌گذاران، یکی از بزرگترین استفاده‌کنندگان اطلاعات رتبه‌بندی محسوب شده و هدف آنها ارزیابی اعتبار و تجزیه و تحلیل شرکت‌ها و ابزارهاست. این فرایند از طریق رتبه‌بندی انجام گرفته و در نهایت رتبه اعطاشده طبق تعاریف رتبه‌بندی، بیانگر وضعیت شرکت و ابزار رتبه‌بندی شده می‌باشد.

از سوی دیگر حداقل نمودن هزینه‌های تأمین مالی از طریق دستیابی به ساختار سرمایه بهینه، از جمله مهمترین چالش‌های مدیران در تدوین استراتژی تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. استفاده از ظرفیت‌های اصلی صنعت و به فراخور آن استفاده شرکت از اهرم‌های مناسب در کنار منابع تخصیص یافته توسط سرمایه‌گذاران و حامیان صنعت، موجب خواهد شد که حداکثر بازدهی مورد انتظار از فعالیت‌های صنایع و شرکت‌های فعال حاصل گردد. در این میان، تبیین جایگاه اعتباری صنعت و شرکت در قیاس با سایر صنایع و بنگاه‌های اقتصادی، موجب می‌گردد که منابع مالی مورد نیاز جهت اجرای سرمایه‌گذاری‌ها و سودآوری، با هزینه‌ای متناسب با الگوی ریسک-بازده، در اختیار قرار گرفته و شرکت از فرصت‌های بالقوه تأمین مالی و با کمترین هزینه سرمایه، بهترین استفاده را نماید.

رتبه اعتباری مناسب علاوه بر این که نشانه وضعیت مناسب صنعت و شرکت از جهت توانایی پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر می‌باشد، به سبب حوزه وسیع ارزیابی و متغیرهای مختلف در نظر گرفته شده، بیانگر سلامت مالی و عملیاتی آن بوده و نیز به عنوان ابزاری جهت سنجش عملکرد مدیریت محسوب می‌شود. این موضوع باعث حصول اطمینان کلیه تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت می‌گردد؛ از یک سو اعتباردهندگان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه شرکت اطمینان می‌یابند که شرکت تا چه میزان توانایی ایفای تعهدات خود را در موعد مقرر به ایشان دارا می‌باشد، و از سوی دیگر سهامداران و مالکین آن شرکت از میزان مخاطرات پیش‌روی نسبت به سرمایه‌گذاری خود اطلاع حاصل می‌نمایند.

دریافت رتبه اعتباری مناسب کوتاه‌مدت و بلندمدت، موجب می‌گردد فرصت‌های جدیدی نیز فراروی شرکت قرار گیرد که با بهره‌گیری از آنها عملکرد خود را بهبود بخشیده و به منابع مالی جدیدی نیز دست یابد. امکان انتشار اوراق قرضه در بازارهای مالی اروپایی و نیز بهره‌گیری از سایر روش‌های تأمین مالی ساختاریافته، امکان تنزیل مطالبات ارزی و موارد متعدد دیگر، از جمله مزایای دیگری است که رتبه اعتباری مناسب می‌تواند برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد.

تعریف

موسسات رتبه‌بندی اعتباری، شرکت‌های دولتی یا خصوصی هستند که در راستای پاسخگویی به نیاز بازار در زمینه ارائه خدمات اطلاعاتی که خود ارگان‌های دولتی قادر به ارائه آن نیستند ایجاد می‌شوند. درست مشابه شرکت‌ها، موسسات رتبه‌بندی اعتباری نیز باید نسبت به خلق ارزش برای ذی‌نفعان خود اقدام نمایند (White, 2002).

^۱ Credit Rating

^۲ Credit Rating Agency



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. 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 شرکتی که متقاضی رتبه‌بندی است تامین می‌شود 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 باموقع 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 می‌کنند 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.

شرکت های رتبه بندی اعتباری، اطلاعات مالی مرتبط با شرکت های بزرگ را جمع آوری نموده و بر اساس تحلیل تفصیلی عملیات و مدیریت هر شرکت و با تحلیل کیفی و کمی اطلاعات توسط مدل های ریاضی پیشرفته نسبت به انتشار رتبه های



اعتباری اقدام می‌نمایند. شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری مستقل از مشتریان خویش عمل می‌نمایند بدین معنی که موسسین جزء مشتریان خدمات شرکت محسوب نمی‌شوند (جلیلی، ۱۳۸۶).

همان‌گونه که اشاره شد کسب اطلاعات و تحلیل آن برای بسیاری از سرمایه‌گذاران فعال در بازار بورس و فعالان بازار مالی میسر نمی‌باشد از این رو وجود موسسات رتبه‌بندی اعتباری کمک شایانی به سهام‌داران شرکت‌های بورسی، خریداران اوراق قرضه شرکت‌ها و سازمان‌ها و ... (اعم از افراد حقیقی و حقوقی) می‌کند. در حال حاضر مهمترین معیار ارزیابی ریسک ناشران مالی در بازارهای مالی غرب و بین‌المللی استفاده از رتبه‌بندی‌هایی است که توسط موسسات رتبه‌بندی مستقل، متخصص و معتبر نظیر استاندارد اند پورز، فیچ، مودیز و ... صورت می‌گیرد (standard & poors publication, ۲۰۰۸).

از جمله وظایف موسسات رتبه‌بندی می‌توان ارتقای شفاف‌سازی بازار سرمایه از طریق تشریح فضای اقتصادی و سیاسی کشور، ارائه رهنمودهای تخصصی بر اساس مطالعات کارشناسی و شناساندن ریسک‌های موجود به سرمایه‌گذاران و مشتریان را بر شمرد. از آنجا که اطلاعات نقش حیاتی در بازارهای مالی ایفا می‌کنند شفافیت بیشتر اطلاعاتی نه تنها بر کارایی و دقت عملکرد بازارهای مالی می‌افزاید بلکه از وقوع شکست بازار که در اثر عدم تقارن اطلاعات ممکن است بوجود آید نیز جلوگیری می‌نمایند. اگر اطلاعات پردازش شده به روز در دسترس فعالان بازار پول و سرمایه باشد سرمایه‌گذاران بر اساس عملکرد شرکت‌ها و صنایع و ارزش واقعی آنها در مقایسه با یکدیگر اقدام می‌نمایند. در آن صورت نظام اطلاع‌رسانی نقش خود را ایفا کرده و می‌تواند بازخورد عملکرد طبیعی خود را برای شکل دادن به عرضه و تقاضا در بازار بدهی و سرمایه داشته باشد. ارائه رتبه‌بندی‌های دقیق و تجدید نظرهای دوره‌ای در انواع مختلف به ایجاد شفافیت پایدار بازار و در نهایت کارایی بازار مالی کمک می‌کند (احمدی زاده، ۱۳۸۵).

همان‌گونه که ذکر گردید در اکثر کشورها امتیازدهی اعتباری توسط موسسات سنجش اعتبار، در سطح وام‌های اعطایی به بخش خصوص یا شرکت‌های کوچک و متوسط و در مورد کارت‌های اعتباری اجرا می‌شود. حال آنکه رتبه‌بندی اعتباری توسط سیستم‌های رتبه‌بندی داخلی و موسسات رتبه‌بندی در سطح وام‌های اعطایی به شرکت‌های بزرگ انجام می‌گیرد.

تفاوت موسسات رتبه‌بندی اعتباری و سیستم‌های رتبه‌بندی داخلی در این است که موسسات رتبه‌بندی مستقل بوده و گزارش خود را در سطح عموم منتشر می‌سازند در حالی که سیستم رتبه‌بندی داخلی را هر بانک، مخصوص خودش ایجاد می‌کند و رتبه‌های برآوردی را نزد خود نگه داشته و حتی به متقاضی نیز اعلام نمی‌کند چرا که آن را مزیت رقابتی در مقابل دیگر بانک‌ها می‌بیند (Basel committee on banking ۲۰۰۶).

سیستم رتبه‌بندی داخلی می‌تواند مکمل رتبه‌بندی اعتباری باشد بخصوص اینکه برای مدیریت ریسک اعتباری بر اساس استانداردهای بین‌المللی و همچنین سنجش ریسک طبقات پرتفوی اعتباری و تعیین آستانه اعتباری مفید خواهد بود. مؤند این موضوع توصیه بانک تسویه بین‌المللی و کمیته بال در سال ۲۰۰۱ به بانک‌ها جهت استقرار و اجرای سیستم رتبه‌بندی داخلی در کنار رتبه‌های موسسات رتبه‌بندی است. علاوه بر این به بانک‌ها توصیه شده برای پوشش کامل ریسک از چند مدل مختلف رتبه‌بندی استفاده نمایند و تنها به یک روش بسنده نکنند (Basel committee on banking ۲۰۰۶).



پیشینه موضوع

با توجه به بیان مسأله، رتبه مناسب علاوه بر این که نشانه وضعیت مناسب صنعت و شرکت از جهت توانایی پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر می‌باشد، به سبب حوزه وسیع ارزیابی و متغیرهای مختلف در نظر گرفته شده، بیان گر سلامت مالی و عملیاتی آن بوده و نیز به عنوان ابزاری جهت سنجش عملکرد مدیریت محسوب می‌شود. این موضوع باعث حصول اطمینان کلیه تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت می‌گردد؛ از یک سو سرمایه‌گذاران اطمینان می‌یابند که شرکت تا چه میزان توانایی ایفای تعهدات خود را در موعد مقرر به ایشان دارا می‌باشد، و از سوی دیگر سهامداران و مالکین آن شرکت از میزان مخاطرات پیش‌روی نسبت به سرمایه‌گذاری خود اطلاع حاصل می‌نمایند.

دریافت رتبه مناسب کوتاه‌مدت و بلندمدت، موجب می‌گردد فرصت‌های جدیدی نیز فراروی شرکت قرار گیرد که با بهره‌گیری از آنها عملکرد خود را بهبود بخشیده و به منابع مالی جدیدی نیز دست یابد.

بطور کلی رتبه‌بندی در بازار سرمایه از سه بخش تشکیل می‌گردد:

- رتبه‌بندی توانایی مالی: که توانایی مالی ناشر را در مواجهه با تعهدات را نشان می‌دهد.
- رتبه‌بندی اعتباری: توانایی ناشر را در بازپرداخت تعهدات و بدهی‌ها نشان می‌دهد.
- رتبه‌بندی بدهی: توانایی یک شرکت را در عمل به تعهداتش در قبال دارندگان اوراق بدهی یا اوراق بهادار آن شرکت نشان می‌دهد.

جایگاه رتبه‌بندی اعتباری را در تامین مالی شرکت‌ها

تامین منابع مالی مورد نیاز برای تداوم فعالیت شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از اصلی‌ترین نیازهای شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی مطرح بوده و هست. از سوی دیگر حداقل نمودن هزینه‌های تأمین مالی از طریق دستیابی به ساختار سرمایه بهینه، از جمله مهم‌ترین چالش‌های مدیران در تدوین استراتژی تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. استفاده از ظرفیت‌های اصلی صنعت و به فراخور آن استفاده شرکت از اهرم‌های مناسب در کنار منابع تخصیص یافته توسط سرمایه‌گذاران و حامیان صنعت، موجب خواهد شد که حداکثر بازدهی مورد انتظار از فعالیت‌های صنایع و شرکت‌های فعال حاصل گردد. در این میان، از آنجایی که تبیین جایگاه اعتباری شرکت در قیاس با سایر صنایع و بنگاه‌های اقتصادی، موجب می‌گردد که منابع مالی مورد نیاز جهت اجرای سرمایه‌گذاری‌ها و سودآوری، با هزینه‌ای متناسب با الگوی ریسک-بازده، در اختیار قرار گرفته و شرکت از فرصت‌های بالقوه تأمین مالی و با کمترین هزینه سرمایه، بهترین استفاده را نماید، لذا دستیابی به سازوکارهای تعیین و ارزیابی جایگاه اعتباری شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار شده است.

رتبه اعتباری مناسب علاوه بر این که نشانه وضعیت مناسب صنعت و شرکت از جهت توانایی پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات در سررسیدهای مقرر می‌باشد، به سبب حوزه وسیع ارزیابی و متغیرهای مختلف در نظر گرفته شده، بیان گر سلامت مالی و عملیاتی آن بوده و نیز به عنوان ابزاری جهت سنجش عملکرد مدیریت محسوب می‌شود. این موضوع باعث حصول اطمینان کلیه



تأمین‌کنندگان منابع مالی شرکت می‌گردد؛ از یک‌سو اعتباردهندگان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه شرکت اطمینان می‌یابند که شرکت تا چه میزان توانایی ایفای تعهدات خود را در موعد مقرر به ایشان دارا می‌باشد، و از سوی دیگر سهامداران و مالکین آن شرکت از میزان مخاطرات پیش‌روی نسبت به سرمایه‌گذاری خود اطلاع حاصل می‌نمایند.

اهمیت نهاد مالی رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای سرمایه

در حال حاضر نهاد مالی رتبه‌بندی اعتباری نقش بسیار مهمی را در بازارهای مالی دنیا برعهده دارد. از منظر بانک جهانی، رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یکی از زیرساخت‌های مالی مورد نیاز برای توسعه بازارهای مالی کشورها محسوب می‌شود و روز به روز بر اهمیت آن به عنوان جزء لاینفک بازارهای مالی افزوده می‌شود. این اتکای بازارهای مالی به موسسات رتبه‌بندی اعتباری در نتیجه ماهیت استقلال، حرفه‌ای‌گری، پژوهش مستمر، تلاش‌های سازگار و حفظ محرمانگی اطلاعات حاصل شده است. اهمیت خدمات این موسسات به قدری است که با توجه به اهمیت استفاده از اطلاعات رتبه اعتباری در تصمیمات سرمایه‌گذاری، بسیاری از بورس‌های اوراق بهادار دنیا، استفاده از خدمات رتبه‌بندی اعتباری را برای تمامی اوراق غیردولتی اجباری کرده‌اند.

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 نمی‌نمایند. در حقیقت این سرمایه‌گذارها هستند که با استفاده از این اطلاعات و رویکردهای ریسک‌پذیری خود، تصمیم مناسب را اتخاذ می‌نمایند. با توجه به این‌که 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.

خاستگاه صنعت رتبه‌بندی اعتباری

خاستگاه و مبدا صنعت رتبه‌بندی اعتباری را می‌توان به تاسیس اولین موسسه گزارش‌گری اعتباری در سال ۱۸۴۱ تحت عنوان موسسه مرچنتایل منتسب دانست. این موسسه به عنوان راهکاری جهت کاهش عدم تقارن اطلاعات تاسیس شد و با استفاده از اطلاعاتی که شبکه نمایندگی‌های آن در زمینه آمارهای عملیاتی، وضعیت کسب و کار و اهلیت اعتباری مشتریان جمع‌آوری می‌کرد و قضاوتی که در زمینه ریسک تجاری مشتریان بر اساس اطلاعات در دسترس و تجارب عمده‌فروش‌ها ارائه می‌کردند فعالیت می‌نمود (White, ۲۰۱۰).

صنعت مدرن رتبه‌بندی اعتباری در اوایل قرن بیستم و بدلیل تغییرات اساسی در تقاضای بازار سرمایه که در نتیجه توسعه بخش تأمین مالی شرکتی و کاهش کمک‌های مالی بخش عمومی رخ داده بود شروع بکار کرد. در طی قرن نوزدهم، در ایالات متحده آمریکا، شرکت‌های بزرگی در بخش حمل و نقل ریلی به منظور اجرای پروژه‌های جدید ساخت ریل آهن شکل گرفتند که مستقیماً از طریق دولت تأمین مالی نمی‌شدند. چنین فرصت‌های رشدی در بازار ایالات متحده آمریکا موجب ایجاد تقاضای زیادی برای فرصت‌های تأمین مالی شد. در ابتدای کار، منابع تأمین مالی انحصاراً مربوط به بخش بانکی بود اما در نیمه دوم



قرن نوزدهم، شرکت‌های سهامی عام منابع جایگزین سرمایه را پیدا کردند و بر فرصت‌های موجود در بازار اوراق قرضه متمرکز شدند. از آنجایی که در ابتدای کار، بازار اوراق قرضه محدود و منحصر به اوراق منتشره دولتی بود، سرمایه‌گذاران این اوراق بدلیل توانایی ناشران دولتی در معرض ریسک نکول قرار نداشتند. از این رو سرمایه‌گذاران می‌توانستند با استفاده از اوراق منتشره دولتی، هیچ‌گونه ریسک نکول را در قراردادهای خود شناسایی نکنند. زمانی که شرکت‌های سهامی عام وارد این بازار شدند و به انتشار اوراق پرداختند، ریسک ابزارهای مالی قابل معامله افزایش قابل ملاحظه‌ای یافت و تقاضای زیادی برای ارائه خدمات ارزیابی ریسک اعتباری که قبلاً وجود نداشت ایجاد شد (Sylla, ۲۰۰۲).

در نیمه اول قرن بیستم، تمامی موسسات مطرح رتبه‌بندی اعتباری موجود شروع بکار کردند و مدل متفاوتی را برای ورود به بازار ارائه و سهم بازار مناسبی را در فرصت زمانی کوتاه بدست آوردند.

در ابتدا رشد بازار رتبه‌بندی اعتباری خیلی آهسته بود و ارزش افزوده ایجاد شده توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری ضرورتاً مرتبط با فرصتی بود که در اختیار داشتند تا بدلیل عدم افشای اطلاعات توسط ناشران، نسبت به گردآوری اطلاعاتی که در دسترس دیگر سرمایه‌گذاران نبود اقدام نمایند. زمانی که خدمات رتبه‌بندی اعتباری در نتیجه تلاش برای ایجاد اطمینان از کیفیت اوراق و ناشران پیشنهاد شد (به عنوان مثال قانون بورس آمریکا در زمینه موسسات رتبه‌بندی اعتباری شناخته شده ملی در سال ۱۹۷۵)، بازار رتبه‌بندی اعتباری رشد خود را آغاز کرد و در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ رشد قابل ملاحظه‌ای را در زمینه تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری در تمام بازارهای جهانی شاهد بودیم (جدول ۳، ۱).

در طی دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، رشد بازار خیلی زیاد بود و در هر یک از این دهه‌ها تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری حداقل دو برابر شد. مقایسه اندازه بازار رتبه‌بندی اعتباری در پایان دهه ۱۹۷۰ با پایان دهه ۱۹۹۰ نشان می‌دهد که در کمتر از ۲۰ سال تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری بیش از شش برابر شده است. افزایش قابل توجه تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری که از دهه ۱۹۸۰ آغاز شد را می‌توان ناشی از توسعه اوراق بهادار مبتنی بر دارایی دانست. انتشار اوراق بهادار مبتنی بر دارایی بدلیل ارائه کارمزدهای بالاتر برای رتبه‌بندی اعتباری از سوی مشتریان باعث شد تا کسب و کار سودآوری برای موسسات رتبه‌بندی اعتباری ایجاد شود (Partnoy, ۲۰۰۶).

گذری بر مناطق جغرافیایی فعالیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری نشان می‌دهد که در طول دوره‌های زمانی مختلف شاهد تفاوت‌هایی در این مناطق جغرافیایی بوده‌ایم. ایالات متحده آمریکا کشوری است که بیش‌ترین تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری قبل از دهه ۱۹۷۰ در این کشور ایجاد شده است و تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری جدیدی که طی ۴۰ سال گذشته ایجاد شده است کمتر از کشورهای دیگر می‌باشد و تنها در دهه ۱۹۸۰ بود که تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری ایجاد شده در این کشور در مقایسه با کشورهای دیگر قابل ملاحظه بوده است.

در دهه ۱۹۷۰، ژاپن نسبت به تاسیس یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری داخلی به منظور کاهش پیچیدگی بازار مالی و افزایش منابع مالی سرمایه‌گذاری شده توسط سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی اقدام نمود.

در آغاز دهه ۱۹۸۰، بیش‌تر رشد ایجاد شده در زمینه بازار رتبه‌بندی اعتباری در اقتصادهای در حال توسعه بود که در این کشورها، دولت به پشتیبانی از ایجاد و توسعه موسسات رتبه‌بندی اعتباری خصوصی و عمومی (مثل Ferri و Lacitignola در



سال (۲۰۱۰) پرداخت تا بتواند موجبات افزایش شفافیت بازار و حمایت از جریان سرمایه‌گذاری خارجی به این کشورها را فراهم نماید.

جدول ۳،۱. تعداد موسسات رتبه‌بندی اعتباری ایجاد شده در هر دهه به تفکیک مناطق جغرافیایی

	Before 1970	1970s	1980s	1990s	2000s
Overall	4	4	13	34	17
Africa	0	0	0	2	0
Asia	0	2	8	16	13
Australia and New Zealand	0	0	0	1	0
Europe	1	0	1	1	1
North America	3	2	3	2	1
Central and South America	0	0	1	12	2
Country with the highest number of new rating agencies created in the decade	USA	Japan	USA and South Korea	Peru	Turkey

Source: <www.defaultrisk.com> data processed by the author.

بازار رتبه‌بندی اعتباری

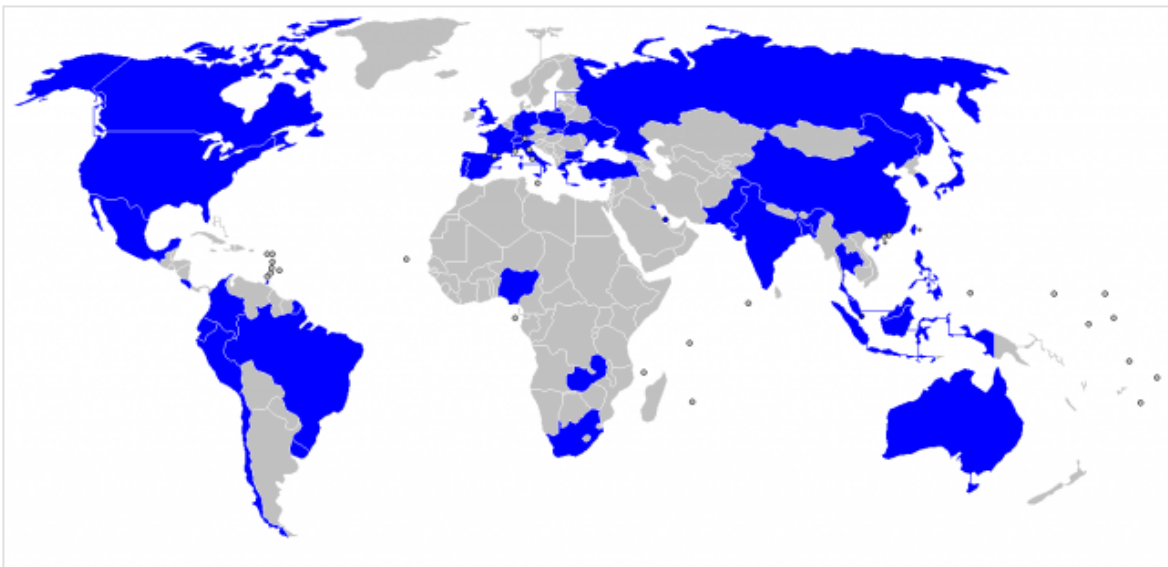
حتی اگر خدمت رتبه‌بندی اعتباری در اواخر قرن نوزدهم آغاز شده باشد اما رشد و توسعه اصلی بازار رتبه‌بندی اعتباری که موجب افزایش قابل ملاحظه تقاضا برای خدمت رتبه‌بندی اعتباری شد در نتیجه توسعه بازارهای مالی بوده است (Partnoy, ۲۰۰۶). رشد و توسعه بازار رتبه‌بندی اعتباری مستقل از نوع اوراق یا ناشر آن نبوده و به همین دلیل در قرن بیستم انواع مختلفی از رتبه‌بندی‌ها ارائه شده است (Gaillard, ۲۰۱۲).

وضعیت کنونی بازار رتبه‌بندی اعتباری به این نحو است که تعداد محدودی موسسه برجسته به همراه تعداد زیادی از موسسات رتبه‌بندی اعتباری کوچک، کنترل بازار را در دست دارند (Smith and Walter, ۲۰۰۱). رقابت بازار خیلی وابسته به تعداد

معدودی از موسسات فعال نیست (Cantor and Parker, ۱۹۹۵) و عدم انحصار در ارتباط با مشتریان باعث شده تا انگیزه‌ای برای مشتریان در زمینه استفاده همزمان از چندین رتبه اعتباری ایجاد شود (Mattarocci, ۲۰۰۵).

شواهد تجربی موجود در ادبیات موضوع نشان می‌دهد که در حال حاضر سه موسسه رتبه‌بندی اعتباری برجسته (فیچ، مودیز و استاندارداندپورز) خدمات رتبه‌بندی مربوط به ۹۰ درصد از کلیه اوراق رتبه‌بندی شده در سطح جهان را ارائه می‌دهند (El-Shagi, ۲۰۱۰). از این رو این موسسات در مقایسه با سایر موسسات رتبه‌بندی اعتباری کوچک‌تر از نوعی مزیت رقابتی برخوردارند. هیچ‌گونه تجزیه و تحلیل مشروحاتی در زمینه میزان تمرکز و رقابت در بازار رتبه‌بندی اعتباری در طی سال‌های مختلف در دسترس نیست و تنها شواهد کمی در زمینه تفاوت میان موسسات رتبه‌بندی اعتباری بخصوص در میان سه موسسه مطرح دنیا وجود دارد.

نمودار ۲- وضعیت کشورها از نظر دارا بودن موسسات رتبه‌بندی اعتباری



96 credit rating agencies/organizations in 44 countries (last update: 2014-10-15)

ویژگی‌های موسسات رتبه‌بندی اعتباری سطحی از رقابت قابل قبول را تحمیل می‌کند که در آن هیچ‌گونه انگیزه‌ای در زمینه کاهش کیفیت فرایند ارزیابی در جهت افزایش سهم بازار باقی نمی‌ماند (White, ۱۹۸۱). وضعیت کنونی نشان‌دهنده حضور تعداد کمی از موسسات رتبه‌بندی اعتباری (کمتر از ۸۰ موسسه) می‌باشد که بیان‌گر محیطی با رقابت کم در بخش رتبه‌بندی اعتباری است (جدول ۳، ۲).



موسسه رتبه بندی اعتباری کار خود را در ایالات متحده آمریکا آغاز کرد و هم‌اکنون این کشور با در اختیار داشتن ۹ موسسه ارزیابی، به عنوان کشور پیش‌رو در این زمینه محسوب می‌شود. در دهه‌های اخیر کشورهای آسیایی از رشد قابل ملاحظه‌ای در این زمینه برخوردار شده‌اند و کشورهای چین، هند و ترکیه با فعالیت تعداد نه، پنج و پنج موسسه رتبه بندی اعتباری در جایگاه‌های بعدی پس از ایالات متحده آمریکا قرار دارند.

رقابت در مقایسه با آنچه که در چشم‌اندازهای قبلی بازار ارائه شده بود کمتر است چراکه توافق‌نامه‌هایی مابین برخی موسسات اصلی بین‌المللی با برخی موسسات کوچک رتبه بندی اعتباری در جهت کاهش رقابت منعقد شده است (جدول ۳،۳).

همان‌طور که در ادبیات موضوع اشاره شد (۲۰۱۰، Ferri and Lacitignola)، ائتلاف‌های استراتژیک توسط موسسات رتبه بندی اعتباری آسیایی (که ۷۰ درصد آن‌ها ثبت شده است) به منظور ارائه خدمات رتبه بندی اعتباری قابل مقایسه با موسسات مطرح بین‌المللی انجام شده است. موسسات رتبه بندی اعتباری مطرح بین‌المللی شامل شرکت‌های فیچ، مودیز و استاندارد اند پورز می‌باشند و برخی موسسات رتبه بندی اعتباری کوچک مانند موسسه رتبه بندی اعتباری اروپا و موسسه رتبه بندی اعتباری ژاپن نیز ائتلاف‌هایی استراتژیک را به منظور افزایش سهم بازار خود در بازار آسیا و اروپای شرقی انجام داده‌اند.

این ائتلاف‌ها می‌تواند تنها به صورت توافق‌نامه‌های بازاریابی برای بهره‌گیری از برند شرکت‌های پیش‌رو، روشی برای دستیابی به پشتیبانی فنی و بازنگری در مدل‌های ارزیابی یا حتی سرمایه‌گذاری باشد (۲۰۰۱، Todhanakasem). بدون در نظر گرفتن موسسات رتبه بندی اعتباری که اقدام به ائتلاف استراتژیک نموده‌اند تعداد موسسات رتبه بندی اعتباری مستقل در بازار کمتر از ۵۰ عدد می‌باشد.

قدمت راه‌اندازی موسسات رتبه بندی اعتباری در کشورهای نوظهور

رتبه بندی اعتباری در بازارهای توسعه یافته از قدمتی بالاتر از صد سال برخوردار بوده و توسعه بازار سرمایه و بازار رتبه بندی اعتباری در این کشورها به یکدیگر گره خورده است. در کتاب «بازار نوظهور اوراق بدهی آسیا» که توسط بانک جهانی منتشر شده است اشاره شده که تاسیس موسسات رتبه بندی اعتباری به عنوان یکی از اجزای مهم توسعه بازارهای اوراق بدهی به شمار می‌رود. تعدادی از کشورهای آسیایی از جمله چین، اندونزی، مالزی، فیلیپین و تایلند نسبت به تاسیس موسسات رتبه بندی اعتباری اقدام نموده‌اند تا از این طریق بتوانند موجبات رشد و توسعه بازار اوراق بدهی خود را فراهم نموده و به حمایت از سرمایه‌گذاران بپردازند. همزمان با توسعه مناسب بازار اوراق بدهی در مالزی، موسسه رام به طریقه مناسبی تاسیس شده و موفق بوده است. موسسه تریس در تایلند نیز فعالیت مناسبی را در بازار اوراق قرضه تایلند داشته است. اما در کشورهای کره و فیلیپین علی‌رغم این که موسسات رتبه بندی این کشور بیش از یک دهه است که فعالیت دارند اما از اثربخشی بالایی برخوردار نبوده‌اند. در اندونزی نیز موسسه رتبه بندی در سال ۱۹۹۴ تاسیس شده و در حال فعالیت می‌باشد. موضوع مهم این است که موفقیت در شکل‌گیری نهاد رتبه بندی اعتباری مستلزم فراهم نمودن یکسری زیرساخت‌های اساسی در این زمینه است که از جمله آن می‌توان به زیرساخت‌های حقوقی و قانونی و حمایت‌های دولت در این زمینه، حمایت نظارتی مقام ناظر از طریق اتخاذ مقررات نظارتی و احتیاطی، ایجاد پایگاه‌های داده متمرکز اطلاعات مالی شرکت‌ها، پرورش نیروی انسانی توانمند و دانشی در این زمینه، آموزش مفاهیم و فرهنگ‌سازی جهت پذیرش و استفاده از خدمات این موسسات، ارتقاء استانداردهای حسابداری و الزامات



افشای اطلاعات شرکت‌ها، ارتقاء کیفیت اطلاعات شرکت‌ها و اتخاذ سازوکارهای حفظ محرمانگی اطلاعات ناشران و اوراق از جمله این موارد هستند.

نقش دولت‌ها در راه‌اندازی موسسات رتبه‌بندی اعتباری

دولت نقش مهمی در توسعه بازارهای اوراق قرضه و موسسات رتبه‌بندی اعتباری برخوردار است. در ایالات متحده آمریکا، دولت بصورت غیرمستقیم و از طریق تصویب قوانین و مقررات موجب توسعه بازار اوراق قرضه می‌شود. به این ترتیب که دولت، رتبه‌بندی را به عنوان شاخص ریسک معرفی نموده است. در بازارهای نوظهور، دولت‌ها نقش مهم‌تری در توسعه بازارهای اوراق قرضه برخوردارند. دولت‌های آسیای شرقی باید قاطعانه نسبت به رفع موانع موجود از قبیل تضامین مورد نیاز اقدام کنند تا از وجود الزامات اصول حسابداری و افشای یکسان اطلاعات اطمینان حاصل نموده و نسبت به تنظیم مقررات مورد نیاز جهت ترغیب اعضا در راستای استفاده از رتبه اعتباری اقدام کنند.

نقش موسسات رتبه‌بندی اعتباری در کاهش اتکای به تضامین

قبل از این که موسسات رتبه‌بندی اعتباری شروع بکار کنند، دولت کشورها اعلام کرده بودند که اوراق قرضه باید تضمین شوند. در کره، تا همین چند وقت پیش اوراق قرضه باید تضمین می‌شد. این موضوع بر فرهنگ سرمایه‌گذاری در کشور کره تاثیر گذاشته بود به نحوی که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دادند از تضامین استفاده کنند تا اینکه نسبت به اندازه‌گیری و مدیریت ریسک اعتباری اقدام کنند. این در حالیست که سه موسسه مطرح رتبه‌بندی اعتباری قریب به یک دهه بود که در این کشور فعالیت می‌کردند. در اندونزی عدم وجود موسسه رتبه‌بندی اعتباری موجب شد تا الزامات سختی در زمینه تضمین اوراق قرضه تعیین شود. نتیجه این موضوع این بود که بخش کوچکی از اوراق قرضه به بازار وارد می‌شد. همزمان با شکل‌گیری موسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشورمان، قانونگذاران می‌توانند با حذف تدریجی تضامین، موجبات ایجاد سرعت در توسعه بازار اوراق بدهی و بازار رتبه‌بندی اعتباری را در بازار سرمایه کشور فراهم نمایند. این موضوع نیازمند زمان و صبر زیاد می‌باشد اما نیاز به شکل‌گیری آن شدیداً احساس می‌شود.

نقش رعایت الزامات رویه‌های حسابداری و افشای اطلاعات در موفقیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری

برخورداری از استانداردهای حسابداری و رعایت الزامات صحیح افشای اطلاعات از جمله شرایط مورد نیاز برای موفقیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌باشد. کشورهای آسیای شرقی از استانداردهای مناسب حسابداری منطبق با استانداردهای بین‌المللی برخوردارند. در کشورهای آسیایی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس موظف شده‌اند تا صورت‌های مالی خود را بر اساس استانداردهای پذیرفته شده کشور تدوین نمایند. استانداردهای حسابداری و میزان تطبیق آن با استانداردهای بین‌المللی بیانگر میزان توسعه بازارهای مالی می‌باشد. کشورهای هنگ کنگ، سنگاپور و مالزی سطح مناسبی از استانداردهای حسابداری دارند که با استانداردهای بین‌المللی حسابداری تطبیق دارد. این در حالیست که استانداردهای کره، فیلیپین و تایلند دقیقاً مبتنی بر استانداردهای حسابداری جهانی با اندک اصلاحاتی در جهت تطبیق با شرایط داخلی است. اندونزی از استانداردهای حسابداری داخلی بهره می‌برد و در بخش‌های محدودی با استانداردهای جهانی مطابقت دارد. استانداردهای حسابداری چین در مرحله تکامل قرار دارد. در خصوص الزامات افشای اطلاعات نیز شرکت‌ها باید برخی استانداردهای حداقلی را بپذیرند تا بتوانند در بازار سرمایه پذیرفته شوند. در حوزه بازار اوراق قرضه نیز الزامات افشای اطلاعات به این معناست که اطلاعات مورد نیاز در بازار ارائه



شود. در کشورمان نیز سطح مناسبی از استانداردهای حسابداری وجود دارد و اقدامات مناسبی در زمینه افشای اطلاعات صورت پذیرفته که نیازمند توسعه بیش‌تر می‌باشد.

نقش مقام ناظر از منظر وضع مقررات محتاطانه

ناشران اوراق قرضه باید به این موضوع ترغیب شوند که دریافت رتبه اعتباری موجب خواهد شد به سطح گسترده‌تری از سرمایه‌گذاران دسترسی داشته باشند و از این طریق موجب کاهش هزینه انتشار اوراق قرضه شوند. ایالات متحده آمریکا مقررات محتاطانه‌ای را در زمینه راهبری کیفیت سرمایه‌گذاری چنین موسساتی همچون بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های وام و پس‌انداز تصویب کرده‌اند. این مقررات، مشوق‌هایی را برای ناشرین به منظور انعقاد قرارداد با موسسات رتبه‌بندی اعتباری و دریافت رتبه اعتباری و همچنین موفقیت موسسات رتبه‌بندی اعتباری فراهم نموده است. در بازارهای نوظهور فقدان فرهنگ‌های سرمایه‌گذاری پیچیده و این حقیقت که بیش‌تر سرمایه‌گذاران نهادی تمایل دارند تا در بخش پس‌انداز گروه‌بندی شوند باعث شده تا مقررات احتیاطی خاصی در این زمینه تصویب شود که از آن جمله می‌توان به قانون صندوق‌های بازنشستگی در اندونزی اشاره نمود. طبیعی است راه‌اندازی موسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشور مستلزم تصویب و ابلاغ قوانین و مقررات مورد نیاز از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد.

سودآوری موسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشورهای دیگر

رتبه‌بندی اعتباری با گذشت زمان می‌تواند یک صنعت سودآوری باشد. همچنین با توسعه بازار اوراق قرضه، فرصت‌های جدیدی برای این صنعت ایجاد می‌شود. از آن جایی که موسسات رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌های خدمت‌محور می‌باشند لذا موفقیت تجاری آن‌ها به تقاضای این خدمات و قیمتی که استفاده‌کننده از خدمات تمایل دارد برای آن پرداخت کند بستگی دارد. در کشورهای صنعتی، تقاضا برای رتبه‌بندی اعتباری نهادینه شده و تمامی موسسات رتبه‌بندی اعتباری در این کشورها سودآور هستند. در یک بازار نوظهور، موسسات رتبه‌بندی اعتباری با چالش‌های بسیاری در زمینه دستیابی به توجیه‌پذیری اقتصادی خود مواجهند. این موسسات معمولاً در سال‌های اولیه فعالیت خود بدلیل هزینه‌های بالای راه‌اندازی و شروع بکار، کمبود تقاضا برای استفاده از خدمات رتبه‌بندی اعتباری و تعداد محدود اوراق قرضه با زیان مواجه می‌شوند. به عنوان مثال در بازارهای نوظهور آسیایی تنها دو موسسه رتبه‌بندی CRISIL هند و RAM مالزی سودده بوده‌اند و موسسه CIBI فیلیپین پس از ده سال فعالیت توانست به سوددهی برسد. از این‌رو در ابتدای کار، برای شکل‌گیری و توسعه بازار رتبه‌بندی اعتباری باید صبر کافی داشت و بالتبع پس از گذشت زمان و تکمیل شدن زنجیره ارزش آن شاهد سودآوری موسسات رتبه‌بندی اعتباری و در نتیجه توسعه بازار سرمایه خواهیم بود.

رقابت در بازار رتبه‌بندی اعتباری

بجز کشور کره، اغلب کشورهای بازارهای نوظهور آسیای شرقی دارای یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری فعال هستند. یک محیط رقابتی در صنعت رتبه‌بندی می‌تواند در زمینه دستیابی به رتبه‌بندی عینی کمک کند. این موضوع می‌تواند به اندازه بازار این کشورها نیز بستگی داشته باشد. در غیاب تعداد کافی اوراق قرضه و سرمایه‌گذار، وجود تعداد زیاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌تواند از منظر هزینه-فایده مناسب نباشد. همچنین باید به تعداد کافی تحلیل‌گر ماهر رتبه‌بندی و کارکنان حرفه‌ای دیگر در راستای راه‌اندازی یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری دیگر وجود داشته باشد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده و هزینه‌های مرتبط



با راه‌اندازی موسسات رتبه‌بندی اعتباری، بسیاری از موسسات رتبه‌بندی اعتباری باید توجه خود را در این مرحله بر تقویت موسسات رتبه‌بندی اعتباری موجود و دستیابی به صرفه‌ناشی از مقیاس در نتیجه بهره‌گیری از منابع انسانی و مالی مناسب معطوف کنند. همچنین در کشورهایی که بازار اوراق قرضه آن‌ها در مرحله بلوغ و یا به سرعت رو به رشد است باید موسسات رتبه‌بندی اعتباری جدیدی را تاسیس کنند. با توجه به وضعیت بازار سرمایه کشور و روند رو به رشد ابزارهای مالی اسلامی در آن به نظر می‌رسد ایجاد این موسسات لازم باشد. کمالین که ارائه خدمات این موسسات تنها وابسته به بازار سرمایه نبوده و شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، شرکت‌های لیزینگ، شهرداری‌ها، موسسات دولتی و سازمان‌های دیگر را نیز می‌تواند رتبه‌بندی کند.

استفاده از خدمات رتبه‌بندی اعتباری برای توسعه بازار اوراق بدهی

از منظر توسعه بازار رتبه‌بندی اعتباری، اجباری کردن دریافت رتبه اعتباری در بازاری که تقاضای بسیار کمی برای دریافت رتبه اعتباری وجود دارد، موجب خواهد شد تا رشد بازار رتبه‌بندی اعتباری سرعت بگیرد. همچنین اجباری کردن دریافت رتبه اعتباری ممکن است موجب شود تا ناشران انگیزه‌ای برای انتشار اوراق قرضه در بازار سرمایه نداشته باشند. در مالزی، بانک مرکزی مالزی الزام کرد که کلیه اوراق قرضه دولتی باید رتبه‌بندی شوند و در تایلند نیز سازمان بورس تایلند اعلام کرد که تمامی بدهی‌های غیرتضمینی باید رتبه‌بندی شوند. اندونزی نیز اقدام مشابهی را در سال ۱۹۹۴ انجام داد. تجارب کشورهای مالزی و تایلند نشان می‌دهد که اجباری کردن رتبه‌بندی اعتباری کمک زیادی را به بازار اوراق قرضه و موسسات رتبه‌بندی اعتباری نموده است اما ذکر این نکته الزامی است که موسسات رتبه‌بندی اعتباری نیز باید تکنیک‌های رتبه‌بندی خود را ارتقاء داده و کارکنان خود را به منظور دریافت پذیرش مشتریان و شرکت‌کنندگان در بازار آموزش دهند.

استانداردهای رتبه‌بندی در کشورها

این موضوع بطور کلی پذیرفته شده است که فرایندها و تجزیه و تحلیل‌های موسسات رتبه‌بندی فعال در بازارهای نوظهور بمانند موسسات بین‌المللی از دقت بالا برخوردار نیست. کمبود تحلیل‌گران حرفه‌ای آموزش‌دیده، فقدان استانداردهای حسابداری و الزامات افشای اطلاعات و حفظ استقلال موسسه رتبه‌بندی اعتباری و فعالیت بدون تاثیرپذیری از عوامل سیاسی از جمله عوامل موثر بر این موضوع هستند. یک موضوع خاص این است که موسسات رتبه‌بندی اعتباری برخی از شرکت‌های سهامی عام را بالاتر از محدوده ریسک ارزی کشور رتبه‌بندی می‌کنند. ورود جریان سرمایه‌گذاران خارجی به کشور می‌تواند موجب افزایش نقدینگی بازار اوراق قرضه در حال تولد شود و موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌توانند از طریق یادگیری از حوزه بین‌المللی این مهم را تسریع بخشند.

نقش سرمایه‌گذاران نهادی در توسعه روزافزون پروژه رتبه‌بندی اعتباری در بازار سرمایه

عمده سرمایه‌گذاران در بازار اوراق قرضه را سرمایه‌گذاران نهادی تشکیل می‌دهند. موفقیت بازار رتبه‌بندی اعتباری به تقاضای آن‌ها برای رتبه‌بندی بستگی دارد. در ایالات متحده آمریکا و ژاپن، شکل‌گیری صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تاثیر بسزایی را بر استفاده از رتبه‌بندی اعتباری داشته است. در کشورهای آسیای شرقی سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی، موسسات پس‌انداز و شرکت‌های بیمه عمدتاً در بخش عمومی هستند. از این‌رو تمایل زیادی از جانب این موسسات در زمینه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی وجود دارد. با تغییرات در سیاست‌های



تخصیص دارایی این موسسات، شاهد خواهیم بود تا این موسسات به سمت استفاده از رتبه اعتباری تمایل پیدا کنند. در کشورمان نیز همزمان با توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید نیاز به استفاده از خدمات رتبه‌بندی اعتباری بیش از پیش احساس خواهد شد.

محدوده فعالیت موسسات رتبه‌بندی در کشورها

در صورتی که بازارهای سرمایه با بازارهای دیگر از نظر جریانات سرمایه یکپارچه شوند در این صورت ناشران بدنبال بازارهای منطقه دارای سرمایه با هزینه کم رفته و سرمایه‌گذاران نیز بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود در سطح بین‌المللی خواهند افزود تا بتوانند بازده سرمایه‌گذاری خودشان را افزایش دهند. در این هنگام موسسات رتبه‌بندی اعتباری با چالش دیگری در زمینه ناشران دیگر کشورها و ریسک ارزی کشور مواجه خواهند شد. رویکرد دیگر این است که از موسسات ملی بخواهیم که یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری منطقه‌ای تاسیس کنند. چنین شرکتی می‌تواند شکاف موجود را از طریق ارائه رتبه‌بندی اعتباری فرامرزی به ناشران یا ارائه نظر دوم در زمینه رتبه‌بندی یک موسسه ملی رفع کند. در بازارهایی که بازار اوراق قرضه ضعیفی دارند شکل‌گیری یک موسسه رتبه‌بندی اعتباری محلی ممکن است اقتصادی نباشد. استفاده از موسسات رتبه‌بندی منطقه‌ای می‌تواند موجب برطرف شدن کمبود عرض و عمق بازار اوراق بدهی ملی و دستیابی به صرفه ناشی از مقیاس در بهبود کیفیت و کارایی رتبه‌بندی‌ها شود. موسسه *iirating* در کشور بحرین از جمله موسساتی است که با حضور کشورهای اسلامی در سال ۲۰۰۵ تاسیس شده و با همکاری استراتژیک با موسسات رتبه‌بندی *MARC* مالزی و *JCRVIS* پاکستان نسبت به ارائه خدمات رتبه‌بندی اعتباری به کشورهای اسلامی عضو اقدام می‌نماید.

اطلاعات مورد نظر رتبه‌بندی اعتباری

فرایند رتبه‌بندی می‌تواند شامل تجزیه و تحلیل ریسک کسب و کار شامل جایگاه رقابتی در صنعت، تنوع خطوط محصول و سودآوری در مقایسه با شرکت‌های رقیب و همچنین ریسک مالی شامل ملاحظات حسابداری، انعطاف مالی، جریانات نقدی و ساختار سرمایه باشد. رتبه‌بندی در حقیقت اهلیت اعتباری (توانایی بازپرداخت تعهدات) که بر نرخ بهره یا بازده اوراق بهادار تاثیر می‌گذارد را بیان می‌کند. این رتبه‌بندی‌ها توسط سرمایه‌گذاران، بانک‌ها و دولت‌ها به عنوان اطلاعات ورودی سرمایه‌گذاری، تسهیلات و تصمیمات مقرراتی مورد استفاده قرار می‌گیرد. رتبه‌بندی‌ها مستقل از نظرات دیگران بوده و مقیاس‌های قابل فهمی را برای درک آسان ریسک اعتباری ارائه می‌دهند. این موضوع موجب افزایش کارایی در بازار، کاهش هزینه‌های وام‌گیرندگان، سرمایه‌گذاران و اعتباردهنده‌ها و افزایش عرضه سرمایه می‌شود.

شکل‌گیری نهاد رتبه‌بندی اعتباری یکی از ارکان اصلی هر ساختار بازار سرمایه محسوب می‌شود. این موسسات با توجه به نقشی که در ارائه اطلاعات مشورتی و تصمیم‌سازی برای سرمایه‌گذاران ایفا می‌نمایند نقش فعالی را در اقتصاد تامین مالی کشورها ایفا می‌نمایند. خوشبختانه این نهادها نیز در دستور کار سازمان بورس و اوراق بهادار کشور قرار دارند و قوانین آن هم تدوین شده و در آینده‌ای نزدیک کار خود را در کشور آغاز خواهند کرد.



- [۱] Caprio G., *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, ۲۰۱۲.
- [۲] Cantor, Richard, and Packer F., *The Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York. ۱۹۹۴.
- [۳] 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.
- [۴] Langohr, H. M., and Langohr P. T., *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, Wiley, John & Sons, ۲۰۰۹.
- [۵] http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency.
- [۶] <https://www.moody.com/Pages/amr۰۰۲۰۰۲.aspx>.
- [۷] <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>.
- [۸] https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context=۰&detail=۰.۷&context_ln=۰&detail_ln=۰.۰.
- [۹] <http://creditrisk.bankersalmanac.com/info/help/credit-ratings>.
- [۱۰] Fennell D., and Medvedev A., *An Economic Analysis of Credit Rating Agency Business Models and Ratings Accuracy*, Financial Services Authority, ۲۰۱۱.
- [۱۱] Izzi L., Oricchio G., and Vitale L., *Basel III Credit Rating Systems; An Applied Guide to Quantitative and Qualitative Models*, Palgrave Macmillan, ۲۰۱۲.
- [۱۲] <https://www.moody.com/Pages/atc۰۰۳.aspx>.
- [۱۳] http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm.
- [۱۴] White, L. J., Markets: The Credit Rating Agencies, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. ۲۴ (۲), ۲۰۱۰.
- [۱۵] *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, U.S. Securities and Exchange Commission, December ۲۰۱۲.
- [۱۶] Mattarocci, G., *The Independence of Credit Rating Agencies How Business Models and Regulators Interact*, Academic Press, ۲۰۱۴.
- [۱۷] Scholes, M. S. and Kimner T., *Evolving from Quantitative Risk Management to a High-Performance Risk Management Analytic Framework*, SAS White Paper, ۲۰۱۲.



[۱۸] سروش صاحب فصول، نظام سنجش اعتبار در ایران، ماهنامه بازار بین المللی، سال دوم، شماره ششم، ۱۳۸۹.

[۱۹] <http://rc.majlis.ir/fa/law/show/۱۳۴۴۹۳>.

[۲۰] <http://www.donya-e-eqtasad.com/news/۵۵۶۸۸۶/>.

[۲۱] <http://www.donya-e-eqtasad.com/news/۵۸۶۰۶۹/>.