

## نظام رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در دنیا

شهناز مشایخ<sup>۱</sup>، سیده سمانه شاهرخی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۱۹

تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۳/۲۵

### چکیده

رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها با مقایسه ریسک اعتباری آنها به تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان کمک می‌کند. از طرفی تفاوت در رتبه‌ها عاملی برای تعیین هزینه تأمین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود. موسسات رتبه‌بندی اعتباری در دنیا قدمتی بیش از ۱۰۰ سال دارند. گرچه سه موسسه بزرگ رتبه‌بندی استانداردارندپورز، مودیز و فیچ سهم زیادی را از بازار رتبه‌بندی به خود اختصاص داده‌اند، در برخی کشورها نیز موسسات رتبه‌بندی ملی وجود دارد. یکی از وظایف موسسات رتبه‌بندی، تعیین رتبه شرکت‌ها به عنوان صادرکننده اوراق بهادار است. آنچه در این رتبه‌بندی مهم است، معیارهای تعیین‌کننده رتبه اعتباری است. روش این تحقیق به صورت مروری می‌باشد و هدف آن مطالعه نظام رتبه‌بندی اعتباری در سطح جهانی شامل سه موسسه رتبه‌بندی برتر و دو موسسه رتبه‌بندی ایران است.

**واژه‌های کلیدی:** رتبه‌بندی اعتباری، موسسات رتبه‌بندی، ریسک کسب و کار، ریسک مالی.

طبقه‌بندی موضوعی: G39

۱ دانشجوی حسابداری دانشگاه الزهرا (س)، (shahnaz\_mashayekh@yahoo.com)

۲ دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه الزهرا (س)، نویسنده مسئول، (sss\_1360@yahoo.co.uk)

### مقدمه

رتبه‌بندی اعتباری نقش مهمی در بازارهای پول و سرمایه بازی می‌کند. دو نوع رتبه‌بندی اعتباری شامل رتبه‌بندی اوراق بهادار و رتبه‌بندی شرکت‌ها وجود دارد. معیار رتبه‌بندی اوراق، احتمال نکول یا تاخیر در پرداخت اوراق می‌باشد، اما رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها ارزیابی بی‌طرفانه‌ای از وضعیت کلی اعتباری شرکت را نشان می‌دهد و بیانگر اظهارنظر عینی، خارجی و مستقل در خصوص توانایی شرکت در ایفای کامل و به موقع همه تعهدات است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

رتبه اعتباری شرکت‌ها از طرفی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را به عنوان استفاده‌کنندگان اصلی شرکت‌ها تسهیل می‌کند، و از سوی دیگر به کاهش هزینه سرمایه شرکت‌های دارای صلاحیت اعتباری و شرایط مناسب مالی منجر می‌شود (کسری، ۱۳۹۱). از دید قانونگذاران نیز، رتبه‌بندی اعتباری توسط نهادی مستقل حائز اهمیت است. همانطور که در ایران نیز وجود موسسات رتبه‌بندی اعتباری در ماده ۲۱ قانون اوراق بهادار پیش‌بینی شده است و سازمان بورس و اوراق بهادار دستورالعمل شرایط ثبت و نظارت بر موسسات رتبه‌بندی اعتباری را در ۳۹ ماده تدوین کرده است. اولین گام در تعیین رتبه اعتباری شناسایی شاخص‌های تعیین‌کننده آن است؛ مطالعه تجربه موسسات رتبه‌بندی اعتباری دنیا به این امر کمک می‌کند.

این مقاله با مطالعه موسسات رتبه‌بندی اعتباری در دنیا به ارائه نظام رتبه‌بندی اعتباری می‌پردازد. در ابتدا برخی از موسسات رتبه‌بندی دنیا معرفی می‌شوند و سپس متغیرهای تعیین‌کننده رتبه اعتباری شرکت‌ها بحث می‌شود.

### موسسات رتبه‌بندی

موسسات رتبه‌بندی اعتباری، سازمان‌هایی هستند که روش‌های آماری اختصاصی را برای تعیین رتبه کشور، سازمان یا ابزار بدهی بر اساس احتمال نکول تعهدات بدهی بکار می‌گیرند. آنها میزان زیادی اطلاعات در دسترس عموم و اطلاعات خصوصی را جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌کنند و نتیجه را در شکل رتبه اعتباری به بازار عرضه می‌کنند. این رتبه بیانگر ریسک ذاتی معاملات اعتباری خاص با قرض‌دهنده است، در نتیجه مشکلات انتخاب معکوس و خطر اخلاقی را کاهش می‌دهد (کتور و پاکر، ۱۹۹۴). هدف دیگر موسسات رتبه‌بندی کاهش تلاش

مکرر بین قرض‌دهندگان از طریق ایجاد اطلاعات در مورد نرخهای بازیافت و نکول است (بکر و میلبرن، ۲۰۱۱). این تحقیق به بررسی رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری می‌پردازد.

### موسسات رتبه‌بندی در سطح جهانی

در سراسر دنیا، انواع مختلفی از موسسات رتبه‌بندی اعتباری در بازارهای بزرگ مشغول فعالیت هستند. این موسسات از لحاظ اندازه، حوزه تمرکز و متدولوژی با هم متفاوتند. «مودیز»<sup>۱</sup>، «استاندارداند پورز»<sup>۲</sup> و «فیچ»<sup>۳</sup>، سه موسسه بزرگ رتبه‌بندی اعتباری هستند که سهم زیادی از بازار جهانی را به خود اختصاص می‌دهند. در ادامه این موسسات معرفی شده است.

موسسه رتبه‌بندی استاندارداند پورز از سال ۱۹۱۶ رتبه‌بندی را آغاز کرد و تا کنون به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار در سراسر جهان تحلیل مستقلی از ریسک اعتباری ارائه می‌کنند. این موسسه ترکیبی از اطلاعات کمی و کیفی برای ارائه رتبه اعتباری شرکت‌ها استفاده می‌کند. آنها عوامل ریسک مرتبط با رتبه اعتباری شرکت را متشکل از ریسک کسب و کار شامل ریسک کشور، ویژگی‌های صنعت، وضعیت شرکت، سودآوری در مقایسه با گروه هم‌پیشگان و ریسک مالی شامل روش‌های حسابداری، راهبری شرکت، کفایت جریان نقدی و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهند (وبسایت استاندارداندپورز).

موسسه خدمات سرمایه‌گذاری مودیز در سال ۱۹۰۹ راه‌اندازی شد و امروز، یکی از بخشهای ضروری بازارهای سرمایه جهانی در تعیین رتبه اعتباری است. این موسسه برای تعیین رتبه اعتباری شرکت‌ها به تحلیل کیفی و کمی عوامل اثرگذار می‌پردازد و در این راستا برای عوامل کیفی به عوامل صنعت، وضعیت رقابتی و پیشینه مدیریت توجه می‌کند. از طرفی وضعیت سودآوری، نقدینگی و جریان نقدی، نسبت‌های پوششی و اهرمی را برای رسیدن به تحلیل مالی مورد ارزیابی قرار می‌دهند (خدمات سرمایه‌گذاری مودیز، ۲۰۰۴).

بخش رتبه‌بندی فیچ ارائه‌کننده رتبه اعتباری، تفسیر و تحقیق است. رتبه را از طریق اظهارنظری مستقل و آینده‌نگر ارائه می‌کند. متدولوژی آنها برای رتبه‌بندی به این صورت است که هم به تحلیل کیفی و هم تحلیل کمی می‌پردازند. در تحلیل کیفی به ریسک صنعت، محیط عملیاتی، وضعیت بازار، کیفیت مدیریت و روش‌های حسابداری توجه می‌کنند و در تحلیل کمی بر

جریانهای نقدی، سود، ساختار سرمایه و انعطاف پذیری مالی تمرکز می کنند (موسسه رتبه بندی فیچ، ۲۰۰۶).

### موسسات رتبه بندی اعتباری در سطح ملی

موسسه خدمات سرمایه گذاری و رتبه بندی اعتباری هند (ای سی آر آ)<sup>۴</sup> در سال ۱۹۹۱ تاسیس شد. از دیدگاه ای سی آر آ، همه عواملی که بر توانایی شرکت در ایجاد جریان نقدی اثر می گذارد باید در تعیین رتبه بندی مد نظر قرار گیرد. به طور مفهومی، این عوامل به ریسک کسب و کار، محرکهای ریسک مالی و عوامل مربوط به مدیریت طبقه بندی می شوند. از جمله عوامل ریسک کسب و کار که ای سی آر آ تجزیه و تحلیل می کند، ریسک صنعت، وضعیت رقابتی، کیفیت مدیریت و ریسک پروژه است و با تعیین وضعیت مالی، سودآوری، ساختار سرمایه، انعطاف پذیری مالی و کفایت جریان نقدی آتی، ریسک مالی شرکتها را بررسی می کند (ای سی آر آ، ۲۰۰۹). از آنجا که این موسسه یک شرکت فرعی موسسه رتبه بندی اعتباری مودیز است، روش شناسی آن مشابه با مودیز است.

گروه ای سی ای پی<sup>۵</sup> بزرگترین گروه خدمات تجاری در یونان است که در سال ۲۰۰۷ آغاز به کار کرده است (وبسایت ای سی ای پی). روند تجزیه و تحلیل موسسه رتبه بندی اعتباری یونان برای تعیین رتبه به این صورت است که ابتدا بر اساس صرفاً متغیرهای کمی رتبه بندی را انجام می دهد. سپس برای اطمینان از کیفیت و صحت رتبه اعتباری تعیین شده از طریق ترکیب رتبه بندی اعتباری کمی با اطلاعات اضافی - ویژگی های کیفی - واحد اقتصادی، از ارزیابی تحلیلگر استفاده می کند. آنها از نسبت های نقدینگی، نسبت های فعالیت، نسبت های سودآوری، نسبت های ساختار سرمایه و برخی ارقام حسابداری استفاده می کنند (گروه ای سی ای پی، ۲۰۱۱)

موسسه رتبه بندی اعتباری بلغارستانی (باکرا)<sup>۶</sup>، اولین موسسه بلغارستانی ثبت شده توسط کمیسیون نظارت مالی و قدرت بازارها و اوراق بهادار اروپا است. در سال ۲۰۱۱ این موسسه به عنوان اولین موسسه شناخته شده رتبه بندی اعتباری بلغارستانی و سومین موسسه رتبه بندی اروپایی معرفی شد. متدلوژی آن به این صورت است که ابتدا به تحلیل صنعت با بررسی تاریخچه صنعت و روندهای اصلی آن در مقایسه با دیگر صنایع می پردازد. سپس عوامل ریسک کسب و کار را شامل موقعیت رقابتی، توان مالی سهامداران، ترکیب محصول، حجم محصولات فروش رفته،

ریسک قراردادهای طرفیت موجود شرکت، روابط شرکت با هم‌پیشگان و سیاست‌های مدیریت شرکت مورد ارزیابی قرار می‌دهد و در نهایت شرکت‌ها را به لحاظ مالی شامل سودآوری فروش، اثربخشی عملیاتی، بدهی و نقدینگی مورد تحلیل قرار می‌دهد. مدل پیش‌بینی نهایی آنها شامل پیش‌بینی‌های محافظه‌کارانه تحلیلگران، کارشناسان خارجی و مدیران شرکت مورد تحلیل واقع می‌شود (وبسایت باکرا بی جی).

شرکت خدمات و اطلاعات رتبه‌بندی اعتباری بنگلادش (کریسل)<sup>۷</sup> از سال ۱۹۹۶ شروع به فعالیت کرده است. کریسل از عوامل کمی و کیفی برای ارائه رتبه‌بندی اعتباری استفاده می‌کنند و جهت اجتناب از جانبداری در تحلیل، عوامل کیفی را به کمی تبدیل می‌کند. این عوامل شامل ارزیابی اطلاعات مالی تاریخی و پیش‌بینی شده، سطوح سودآوری، میزان ظرفیت مورد استفاده، نیاز مخارج سرمایه‌ای، جریان‌های نقدی آزاد و تجزیه و تحلیل سری زمانی می‌شود. همه عوامل مورد نظر برای رتبه‌بندی در چهار گروه صنعت، ریسک کسب و کار، ریسک مالی و کیفیت راهبری شرکت قرار می‌گیرند (وبسایت کریسل بی دی).

موسسه رتبه‌بندی استاندارد سرمایه (سی اس آر)<sup>۸</sup> تنها موسسه رتبه‌بندی مستقل در کویت است. سی اس آر، پنج عامل کلیدی را برای بررسی ریسک اعتباری و تعیین رتبه برای شرکت‌ها صنعتی مشخص کرده است. این عوامل شامل ریسک صنعت، خصوصیات کسب و کار، کارایی عملیاتی، راهبری شرکتی و توانایی مالی است که هر یک دارای عوامل فرعی نیز می‌باشند (وبسایت کپ استاندارد).

موسسه رتبه‌بندی اروپایی (ای آر آ)<sup>۹</sup> عملیات بازار خود را در سال ۲۰۰۱ به عنوان یک موسسه رتبه‌بندی محلی در اسلواکی آغاز کرد. سپس در سال ۲۰۰۷ موسسه رتبه‌بندی اسلواکی به موسسه رتبه‌بندی اروپایی تغییر کرد (وب سایت ارو ریتینگ). این موسسه، عوامل مالی و غیرمالی موثر بر توان ایفای تعهدات را بررسی می‌کند. برای این منظور تجزیه و تحلیل اقتصاد کلان و محیط فعالیت شرکت صورت می‌گیرد. عملکرد اقتصادی، سیاست مالی و پولی، قدرت خرید، محیط جغرافیایی و اثر ریسک سیاسی و چارچوب قانونی بر شرکت را برای تعیین سطح فعالیت‌های کسب و کار مورد توجه قرار می‌دهد (موسسه رتبه‌بندی اروپایی، ۲۰۱۴).

موسسه رتبه‌بندی مالزی (رم)<sup>۱۰</sup> ارائه‌کننده خدمات مشاوره‌ای و تحقیقات اعتباری مستقل است. این مؤسسه در سال ۱۹۹۰ به عنوان اولین موسسه رتبه‌بندی اعتباری ملی ایجاد شد

(وبسایت رم). رم برای رتبه‌بندی شرکت‌ها به عوامل کمی و کیفی توجه می‌کند. اجزای اصلی متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در این موسسه، ریسک صنعت، ریسک کسب و کار، ریسک مالی و کیفیت مدیریت می‌باشد. برخی از عوامل ریسک صنعت از نظر آنها رشد، حساسیت نسبت به عوامل صنعت، موانع ورود و خروج، تهدید جایگزین‌ها و سطح رقابت است. این موسسه در ارزیابی ریسک کسب و کار شرکت به دو حوزه ریسک بازار و ریسک عملیاتی توجه می‌کند. منظور از ریسک بازار، مبنای رقابت، اندازه و موقعیت بازار، تنوع خدمات یا محصولات و تجزیه و تحلیل مشتری است. ریسک عملیاتی شامل موقعیت و امکانات کارخانه، دسترسی به مواد خام، کارایی دارایی‌ها، ساختار هزینه، روابط نیروی کار، کنترل‌های اعتباری و مدیریت موجودی کالا می‌شود. رتبه‌بندی رم، ریسک مالی شرکت را از طریق سودآوری، نقدینگی و ساختار تأمین مالی، نسبت‌های پوششی و اهرمی، کفایت و ثبات جریان نقدی و انعطاف‌پذیری مالی ارزیابی می‌کند. بررسی کیفیت مدیریت نیز یکی از عوامل اصلی امتیازدهی متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری رم است. (رتبه بندی رم، ۲۰۰۸).

قرارداد مشترک بین شرکت مالی بین‌المللی، موسسه رتبه‌بندی فیچ و بورس و اوراق بهادار لاهور بسته شد. این توافقانه بیانگر ایجاد اولین موسسه رتبه‌بندی اعتباری پاکستانی یعنی موسسه رتبه‌بندی اعتباری پاکستانی (پاکرا) <sup>۱۱</sup> در آگوست ۱۹۹۴ بود. (وبسایت پاکرا). پاکرا برای ارزیابی کیفیت اعتباری هم از تجزیه و تحلیل کمی و هم از تجزیه و تحلیل کیفی برای سنجش ریسک‌های مالی و کسب و کار شرکت استفاده می‌کند. برای دستیابی به دیدگاهی شفافتر از عملکرد نسبی، عملکرد شرکت با عملکرد هم‌پیشگان مقایسه می‌شود. افزون بر این، پاکرا تحلیل حساسیت را از طریق چندین سناریو «چه می‌شد، اگر» برای ارزیابی توانایی شرکت در ایفای تعهدات همگام با تغییر در محیط عملیاتی آن انجام می‌دهد. از دید او، عامل رتبه‌بندی اصلی، انعطاف‌پذیری مالی است که تا حد زیادی به توانایی شرکت در ایجاد وجه نقد ناشی از عملیات بستگی دارد. ریسک‌های مربوط به پیاده‌سازی هر یک از پروژه‌های بزرگ تعهدشده توسط واحد تجاری و ریسک‌های تأمین مالی و کسب و کار نیز با اهمیت نسبی تعیین شده متناسب با اندازه پروژه توسط پاکرا مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (موسسه رتبه‌بندی اعتباری پاکستانی، ۲۰۰۵). اجزای متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری پاکرا مشابه موسسه رتبه‌بندی اعتباری فیچ است.

### موسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران

در کشور ما هنوز صنعت رتبه‌بندی جایگاه مناسبی نیافته است. از جمله دلایل این امر می‌تواند مسائل فرهنگی، اقتصاد، آموزش، فقدان بانکهای اطلاعاتی متمرکز، خلا شبکه تبادل اطلاعاتی قوی و کارآمد، عدم وضع قوانین و مقررات کافی و مسائل سیاسی باشد (عزیزی نقش، ۱۳۹۰)

شرکت مشاوره رتبه‌بندی اعتباری ایران در آبان ماه سال ۱۳۸۵ بصورت سهامی خاص تاسیس شده است. این شرکت به عنوان نهاد رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی به نظام بانکی و اعتباری کشور معرفی شد. در حال حاضر با تجمیع اطلاعات دریافتی از بانک مرکزی، سازمان امور مالیاتی، گمرک و بانکها و موسسات مالی و اعتباری خدمات گزارشگری اعتباری و اعتبارسنجی (رتبه اعتباری) در خصوص کلیه اشخاص حقیقی و حقوقی را به نظام بانکی کشور ارائه می‌دهد. هدف اصلی شرکت به عنوان شرکت سنجش اعتبار، بهبود مدیریت ریسک سیستم اعتباری کشور از طریق ارائه خدمات رتبه‌بندی اعتباری و اعتبارسنجی به آنها می‌باشد. استفاده از خدمات این شرکت موجب خواهد شد تا شرکت‌های اعتباردهنده از وضعیت کنونی و سابقه اعتباری مشتریان خود در کل نظام بانکی مطلع شده و آنها را قادر می‌سازد تا تصمیمات اعتباری خود را بصورت علمی، با ریسک کمتر و در زمان سریعتری اتخاذ نمایند (وب سایت ایران کردیت ریتینگ). این شرکت به رتبه‌بندی داخلی می‌پردازد و از لحاظ متدولوژی با رتبه‌بندی موسسات رتبه‌بندی اعتباری که به رتبه‌بندی خارجی می‌پردازند متفاوت است.

مرکز رتبه‌بندی اعتباری استارتیت به عنوان نخستین مرکز رتبه‌بندی اعتباری در ایران با هدف دستیابی به سطح بهتر و شایسته‌تر از تخصیص منابع در سطح بنگاه‌ها و در سطح کلان، اقتصاد ملی و شفاف‌سازی فضای تصمیم‌سازی و تصمیم‌گیری برای همه فعالان اقتصادی آغاز به کار نمود. این مرکز زیر مجموعه گروه پارسیان هوشمند فعالیت می‌کند که یکی از عمده فعالیت‌های آنها رتبه‌بندی می‌باشد. معیارهای مورد بررسی آنها شامل آنالیز ریسک کشور، آنالیز ریسک صنعت، بررسی وضعیت حوزه مدیریتی بنگاه، بررسی وضعیت حقوقی و اجتماعی و تجزیه و تحلیل مالی می‌باشد (وب سایت‌ای آر استارتیت)

رویال ریتینگز یک موسسه مستقل رتبه‌بندی اعتباری است که کیفیت اعتباری شرکت‌ها و موسسات را ارزیابی و پایش می‌نماید. رویال ریتینگز با تکیه بر دانش و تجربه جهانی و تخصص خبرگان بومی و با همکاری شرکای بین‌المللی خود، پیشروی صنعت رتبه‌بندی اعتباری در ایران

است. شاخص‌های مورد استفاده رویال‌ریتینگز به طور کلی در سه گروه دسته‌بندی می‌شوند: گروه اول مربوط به شاخص‌هایی است که میان همه صنعت‌ها مشترک هستند. در این گروه می‌توان شاخص‌هایی مانند وضعیت کسب و کار، سودآوری و نقدینگی را نام برد که وضعیت مالی و صورت‌های مالی شرکت را مورد ارزیابی و تحلیل قرار می‌دهند. گروه دوم شاخص‌هایی هستند که رویال‌ریتینگز متناسب با صنعت و نوع فعالیت مشتری تعیین می‌نماید. علاوه بر دو گروه قبل، معیارها و شاخص‌هایی به عنوان ملاحظات خاص و کلی که مربوط به حوزه خارج از فعالیت مشتری هستند نیز در فرایند رتبه‌بندی رویال‌ریتینگز مد نظر قرار می‌گیرد (وبسایت رویال ریتینگ).

این دو موسسه که هر دو ادعا می‌کنند اولین موسسه رتبه‌بندی اعتباری در ایران هستند هنوز از سازمان بورس و اوراق بهادار مجوز دریافت نکرده‌اند و عملاً به طور رسمی در ایران موسسه رتبه‌بندی اعتباری وجود ندارد.

### متدولوژی رتبه‌بندی اعتباری

برای تعیین رتبه اعتباری شرکت توجه به عوامل متعددی حائز اهمیت است. گرچه موسسات رتبه‌بندی مختلف هر یک برای تعیین رتبه اعتباری شرکت‌ها، متغیرهای متفاوتی را مد نظر قرار می‌دهند اما همه آنها بر این باورند که وضعیت اعتباری شرکت‌ها ناشی از عوامل سطح شرکت یعنی وضعیت مالی شرکت (تحلیل کمی) و عوامل بیرونی شرکت یعنی وضعیت کسب و کار (تحلیل کیفی) می‌باشد.

اگرچه موسسات رتبه‌بندی اعتباری ادعا می‌کنند که در فرایند تصمیم‌گیری رتبه، به معیارهای مالی و غیرمالی توجه می‌کنند، معیارهای رتبه‌بندی آنها به صورت صریح مشخص نیست (چن و شی، ۲۰۰۶)

### تحلیل محیط کسب و کار/ تحلیل کیفی

همه موسسات رتبه‌بندی اعتباری ابتدا به بررسی وضعیت محیط کسب و کار می‌پردازند و سپس تحلیل مالی را انجام می‌دهند. محیط کسب و کار شامل عوامل صنعت، وضعیت رقابتی، محیط عملیاتی، کیفیت مدیریت، کیفیت حسابداری و راهبری شرکتی می‌شود.



### عوامل صنعت

فیچ در چارچوب عوامل بنیادی صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، رتبه شرکت را تعیین می‌کند. از دید او، صناعی که در حال افول، بسیار رقابتی، سرمایه‌بر و تحت تأثیر نوسانات فصلی، نسبت به صنایع با ثبات دارای رقبا کمی یعنی با موانع ورود بالا، دارای رقابتهایی در سطح ملی بجای بین‌المللی و با سطوح تقاضای قابل پیش‌بینی هستند، دارای سطح ریسک بیشتری هستند (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶).

استاندارداند پورز معتقد است ارزیابی ریسک صنعت به تحلیل عوامل خاص ریسک شرکت و تعیین اولویتهای این عوامل در ارزیابی کلی کمک می‌کند. (استاندارداند پورز، ۲۰۰۱).

مودیز، شکاف عرضه و تقاضای مورد انتظار صنعت، شدت رقابت، آسیب‌پذیری واردات، ریسک‌های قانونی، چشم انداز صنایع و دورنمای کلی صنایع را به عنوان عامل صنعت مورد بررسی قرار می‌دهد (خدمات سرمایه‌گذاری مودیز، ۲۰۰۴).

از نظر کریسل چارچوب قانونی صنعت اثر مستقیمی بر صنعت و شرکتی که در صنعت فعالیت می‌کند می‌گذارد. چارچوب قانونی صنعت در بیشتر موارد از طریق سیاست‌های دولتی صنایع، چارچوب بودجه‌ریزی سالانه و معیارهایی شامل معافیت‌های مالیاتی، انگیزه‌های نقدینگی، قوانین نیروی کار، مسائل شایستگی محیطی و حتی سیاست‌های واردات را تعیین می‌نماید. رشد بالقوه شرکت در مقابل رشد بالقوه صنعت، آسیب‌پذیری صنعت، فصلی بودن صنعت و موانع ورود به آن از عواملی است که کریسل در هنگام تعیین رتبه مدنظر قرار می‌دهد. اندازه صنعت در اقتصاد و اندازه‌های شرکت‌های فعال در صنعت نقش مهمی را در تجزیه و تحلیل تغییرپذیری کوتاه‌مدت و بلندمدت بازی می‌کند (وبسایت کریسل بی دی).

موسسه رتبه‌بندی مالزی (رَم) بیان می‌کند ویژگی‌های صنعت، فعالیت‌های واحد تجاری را محدود می‌کند. بنابراین ارزیابی صنعت، سطح توان مالی مورد نیاز را در این مورد تعیین می‌کند که آیا ریسک ذاتی صنایع خاصی وجود دارد که خارج از کنترل شرکت مورد نظر برای رتبه‌بندی باشد. چرخه عمر صنعت، آسیب‌پذیری صنعت، موانع ورود یا خروج، دسترسی به جایگزین‌های ارزانتر و سطح رقابت از جمله مواردی است که رم مورد توجه قرار می‌دهد (رتبه بندی رَم، ۲۰۰۸).

### محیط عملیاتی

بررسی خطرات و فرصت‌های احتمالی در محیط عملیاتی شرکت ناشی از تغییرات اجتماعی، جمعیت‌شناختی، نظارتی و تکنولوژیکی از دیدگاه فیچ حائز اهمیت است. از دیدگاه او باید به اثرات تنوع جغرافیایی و روند توسعه صنعت یا تلفیق مورد نیاز برای حفظ یک موقعیت رقابتی توجه کرد. از دیدگاه فیچ ظرفیت بیش از حد صنعت یک مسئله کلیدی تلقی می‌شود و مرحله چرخه عمر صنعت و رشد یا بلوغ محصولات آن مهم است. (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶)

باکرا، ترکیب محصول، سهام بازار در قسمت‌های مختلف، حجم محصولات فروخته شده یا خدمات ارائه شده، ظرفیت موجود شرکت، روابط شرکت با هم‌تایان خود و همچنین ریسک‌هایی که ممکن است از قراردادهای و از شیوه‌های اعمال شده بوجود آیند را به عنوان عوامل محیطی موثر بر رتبه اعتباری شرکت بررسی می‌کند. (وبسایت باکرای جی)

دسترسی به مواد خام و میزان حجم منابع برای ارزیابی محیط عملیاتی از دیدگاه کریسل مهم می‌باشد. از دیدگاه او در بررسی شرکت‌های تولیدی باید به تکنولوژی و موقعیت کارخانه نیز توجه شود. بعلاوه او معتقد است مدیریت موجودی کالا، نقش حیاتی در مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها بازی می‌کند. بنابراین باید در تعیین رتبه لحاظ شود. (وبسایت کریسل بی دی) رتبه‌بندی رم شرایط و عمر تسهیلات کارخانه را به عنوان یکی از عوامل بقای آن و نیز فناوریهای مورد استفاده آنها بررسی می‌کند. از دید این موسسه کارایی دارایی و ساختار هزینه و روابط نیروی کار از دیگر عواملی است که بر ریسک عملیاتی شرکت اثر می‌گذارد. رم معتقد است یکی از عوامل ناتوانی شرکت‌ها، چرخه نقدینگی عملیاتی طولانی آن است. در نتیجه برای تعیین رتبه باید کنترل‌های اعتباری شرکت‌ها و مدیریت موجودی کالا را ارزیابی کرد. (رتبه بندی رم، ۲۰۰۸)

### وضعیت رقابتی

فیچ، وضعیت بازار شرکت‌ها را به عنوان عامل اثرگذار بر رتبه اعتباری شرکت‌ها بررسی می‌کند و به موقعیت آنها در بازار، سطح نفوذ محصولات و توانایی آنها در تأثیرگذاری بر قیمت توجه می‌کند. از دید او حفظ سطح بالایی از عملکرد عملیاتی اغلب به تنوع محصولات،

پراکندگی جغرافیایی فروش، تنوع مشتریان عمده و تأمین‌کنندگان بستگی دارد. اندازه شرکت نیز ممکن است مهم باشد. (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶)

از دیدگاه استانداردارداند پورز رقابت مهم است و آن ممکن است مبتنی بر قیمت، کیفیت محصول، توانایی‌های توزیع، تمایز محصول، خدمت، تنوع‌بخشی یا عوامل دیگری باشد. از منظر استانداردارداند پورز اندازه شرکت و تحلیل سهم بازار نیز می‌تواند اثرگذار باشد. (استاندارداند پورز، ۲۰۰۱)

مودیز معتقد است ارزیابی وضعیت رقابتی شرکت در صنعت بر مبنای کارایی عملیاتی و وضعیت بازار صورت می‌گیرد. برخی از این عملیات شامل مقیاس عملیات، مزیت در خصوص دسترسی به مواد اولیه، کارایی عملیاتی و وضعیت بازار بر اساس روندها در سهم بازار، محدوده شبکه توزیع و روابط با مشتریان است. (خدمات سرمایه‌گذاری مودیز، ۲۰۰۴)

کریسل رقابت را به عنوان یکی از عوامل ریسک بازار در رتبه اعتباری شرکت مدنظر قرار می‌دهد. از دیدگاه او، سهم بازار، اندازه و سن واحد تجاری نقش مهمی در تصمیمات رقابت‌پذیری شرکت بازی می‌کند. همچنین تنوع محصول، تجزیه و تحلیل مشتری و رضایت مشتری از دیگر عواملی است که کریسل برای تجزیه و تحلیل وضعیت بازار مدنظر قرار می‌دهد. (وب سایت کریسل بی دی)

از نظر رتبه‌بندی رم یکی از مهمترین عوامل موفقیت شرکت، سطح رقابت است. کیفیت محصولات، شبکه‌های توزیع، تحقیق و توسعه، مارک تجاری و میزان تقاضا از جمله عواملی است که باید بررسی شود. (رتبه بندی رم، ۲۰۰۸)

### کیفیت مدیریت

ارزیابی فیچ از کیفیت مدیریت بر استراتژی شرکت، تحمل خطر، سیاست‌های مالی و راهبری شرکت مبتنی است. فیچ سابقه مدیریت را بر حسب توانایی ایجاد ترکیب کسب و کار سالم، حفظ کارایی عملیاتی و تقویت موقعیت بازار ارزیابی می‌کند. (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶).

از دیدگاه استانداردارداند پورز مدیران بدلیل نقششان در تعیین وضعیت عملیاتی شرکت و تحمل ریسک ارزیابی می شوند. از طرفی برنامه‌ها و سیاست‌های شرکت و نحوه پیاده‌سازی آنها، اعتبار و ثبات مدیریت را نشان می دهد (استاندارداند پورز، ۲۰۰۱).

باکرا مدیریت را از دیدگاه شایستگی، ساختار مدیریت، شیوه‌های اعمال شده و سیستم‌های موجود اداره شرکت تحلیل می کند. (وبسایت باکرا بی جی).

تجزیه و تحلیل موسسه رتبه‌بندی رم برای ارزیابی کیفیت مدیریت به استراتژی شرکت، تحمل ریسک، سیاست‌های تأمین مالی، برنامه‌ریزی جانشینی و درستکاری و شایستگی مدیریت توجه می کند. سوابق و تخصص مدیریت برای تعیین توانایی او در رسیدن به استراتژی‌ها و اهداف تعیین شده یا مدیریت عملیات متنوع به عامل شایستگی مدیریت، ارزیابی می شود (رتبه بندی رم، ۲۰۰۸).

### راهبری شرکت

فیچ کیفیت راهبری شرکت (به عنوان نمونه درصد استقلال هیئت مدیره) را به عنوان چارچوب ساختاری و زمینه‌ای که مدیر در آن فعالیت می کند مورد تحلیل قرار می دهد (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶).

باکرا تحلیل تفصیلی از موقعیت رقابتی و توان مالی سهامداران اصلی (مستقیم یا غیر مستقیم) شرکت ارائه می کند (وبسایت باکرا بی جی).

کریسل اهمیت خاصی را به عوامل راهبری در فرایند رتبه‌بندی سازمان می دهد. ترکیب هیئت مدیره، تشکیل کمیته، شفافیت در افشای اطلاعات عملیاتی و مالی مربوطه و قابل اتکا، اطلاعات در مورد مالکیت و کنترل و اطلاعات در خصوص پردازش داخلی مدیریت از حوزه‌های خاصی است که مورد بررسی قرار می گیرد (وبسایت کریسل بی دی).

### محیط حسابداری

اگرچه فرایند رتبه‌بندی فیچ شامل حسابرسی صورت‌های مالی نمی شود، اما روش‌های حسابداری مورد استفاده و میزانی که بیانگر عملکرد مالی ناشر هستند را مورد بررسی قرار می دهد. روش‌های بهایابی موجودی کالا، اصول تلفیق، روش‌های استهلاک، شناخت درآمد و

ذخیره‌گیری، مقررات بازنشستگی، نحوه برخورد با سرقتی و اقلام خارج از ترازنامه از این جمله می‌باشند. (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶).

استاندارداند پورز نیز معتقد است باید مبنای تلفیق، شناخت درآمد، روش‌های استهلاک و عمر مفید دارایی، شیوه‌های قیمت‌گذاری موجودی کالا، اثر حسابداری خرید و نحوه برخورد با سرقتی، مزایای کارکنان و بدهی‌های خارج از ترازنامه ناشی از اجاره و تأمین مالی مورد بررسی قرار گیرند (استاندارداند پورز، ۲۰۰۱).

مودیز روش‌های حسابداری، یادداشت‌های توضیحی و اظهار نظر حسابرسان را برای تعیین کیفیت حسابداری بررسی می‌کند و اثر هر انحراف از استانداردهای حسابداری را در نظر می‌گیرد (خدمات سرمایه‌گذاری مودیز، ۲۰۰۴).

### وضعیت مالی / تحلیل کمی

جنبه کمی رتبه‌بندی از دیدگاه فیچ به سیاست‌های ناشر در رابطه با استراتژی‌های عملیاتی، اهداف اهرم مالی، سیاست‌های سود و اهداف مالی تمرکز می‌کند. اولویت تجزیه و تحلیل توانایی ناشر در ایجاد وجه نقد است که از طریق نسبت‌هایی سودآوری و پوششی نشان داده می‌شود. فیچ در تجزیه و تحلیل مالی بر معیارهای جریان نقدی سود، پوششی و اهرم تأکید می‌کند. البته فیچ ساختار سرمایه را نیز تحلیل می‌کند تا سطح وابستگی شرکت را به تأمین مالی خارجی تعیین کند. (موسسه رتبه‌بندی فیچ، ۲۰۰۶)

از نظر استاندارداند پورز سودآوری عامل تعیین‌کننده مهمی از حفاظت اعتباری محسوب می‌شود. شرکت با حاشیه عملیاتی و بازده سرمایه بالاتر، توانایی ایجاد سرمایه داخلی، جذب سرمایه خارجی و مقاومت در مقابل ناتوانی‌های کسب و کار بیشتری دارد. از طرفی نسبت‌های پوششی نیز باید مد نظر قرار گیرند تا بار مخارج ثابت شرکت نیز مورد بررسی قرار گیرد. نسبت‌های ساختار سرمایه، اهرمی و حفاظت از دارایی دسته‌ای دیگر از نسبت‌های بکارگرفته‌شده توسط استاندارداند پورز است. (استاندارداند پورز، ۲۰۰۱).

مودیز برای تعیین موقعیت مالی شرکت و در نتیجه ریسک مالی، سودآوری عملیاتی، نسبت‌های پوشش تأمین بدهی، شدت سرمایه در گردش و جریانهای نقدی را تجزیه و تحلیل

می‌کند. همچنین به ریسک‌های مربوط به ارزش خارجی و انعطاف‌پذیری مالی نیز توجه می‌کند (خدمات سرمایه‌گذاری مودیز، ۲۰۰۴).

باکرا وضعیت شرکت را در چهار حوزه اصلی: سودآوری، اثربخشی عملیاتی، تعهدات مالی، و نقدینگی تحلیل می‌کند. باکرا معتقد است نقطه نهایی تحلیل یک مدل پیش‌بینی است که می‌خواهد جریانهای نقدی خالص آتی شرکت و پوشش بدهی‌های جاری و آتی احتمالی را نشان دهد. از دیدگاه باکرا نقدینگی پایین منشا ریسک است و مانع شرکت‌ها در ایفای تعهدات به طور کامل و به موقع می‌شود. لذا باید در رتبه‌بندی شرکت مورد توجه قرار گیرد (وبسایت باکرا بی جی).

کریسل ریسک مالی را بر اساس نسبت‌های سودآوری و پوششی، ساختار سرمایه و اهرمی، کفایت و ثبات جریان نقدی و انعطاف‌پذیری مالی و نقدینگی مورد بررسی قرار می‌دهد. افزون بر این، کریسل به الگوی تأمین مالی دارایی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت در مقابل بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت اهمیت ویژه می‌دهد (وبسایت کریسل بی دی).

رتبه‌بندی رم عوامل مالی شرکت را از طریق سه بخش گسترده ویژگی‌های تاریخی، پیش‌بینی‌های مالی آتی و انعطاف‌پذیری مالی ارزیابی می‌کند. او برای تعیین ریسک مالی شرکت از نسبت‌های سودآوری، نقدینگی و ساختار تأمین مالی، پوششی و اهرمی، جریانهای نقدی و انعطاف‌پذیری مالی استفاده می‌کند. بعلاوه به روند و پیش‌بینی این نسبت‌ها توجه می‌شود (رتبه بندی رم، ۲۰۰۸)

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

رتبه‌بندی اعتباری توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری بر اساس اطلاعات در دسترس عموم نظیر صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و سایر گزارشهایی که به طور عمومی منتشر می‌شود و گاهی اطلاعات محرمانه ارائه شده توسط شرکت به موسسات، تعیین می‌شود. عواملی را که آنها در فرایند تعیین رتبه شرکت در نظر می‌گیرند، اگرچه کاملاً شفاف نیست، به طور کلی دربرگیرنده هم عوامل کمی نظیر نسبت‌های مالی و هم عوامل کیفی، مانند کیفیت مدیریت، ویژگی‌های صنعت، موقعیت رقابتی شرکت و... می‌شود. توجه به عوامل کمی به تنهایی گویای وضعیت اعتباری شرکت نیست. این نسبت‌ها می‌توانند یک میزان قابل توجهی از

تغییرات در رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها را نشان دهد، اما رتبه تعیین شده بر اساس صرفاً عوامل کمی کامل نمی‌باشد. برای بدست آوردن یک رتبه صحیح باید کلیه عوامل کمی و کیفی در دسترس را مورد توجه قرار داد (گری و همکاران، ۲۰۰۶).

عدم دسترسی مستقیم به اطلاعات کیفی سبب شده محققان صرفاً به نسبت‌های مالی اتکا کنند؛ زیرا این نسبت‌ها به راحتی بر اساس صورت‌های مالی قابل محاسبه است و صورت‌های مالی در دسترس عموم قرار دارد. این رویه برای تحقیقاتی که در دنیا صورت می‌گیرد کمتر مشکل ساز است، زیرا نتیجه بدست آمده با رتبه‌های اعلام شده توسط موسسات رتبه‌بندی اعتباری مقایسه می‌شود و در واقع عوامل موثر بر رتبه و نه عوامل تعیین کننده رتبه را نشان می‌دهد. به نظر می‌رسد در ایران محققان باید با دقت بیشتر صرفاً به نسبت‌های مالی اتکا نکنند تا تحقیقات زمینه را برای رسیدن به الگو بهینه جهت رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها توسط موسساتی که در آینده ایجاد خواهد شد فراهم کند.

برای رفع محدودیت عدم دسترسی به این اطلاعات دو راهکار به نظر می‌رسد. اول تهیه پرسشنامه‌ای مبتنی بر عوامل کیفی و توزیع آن بین شرکت‌های نمونه تا به این صورت اطلاعات محرمانه شرکت‌ها به طور غیرمستقیم بدست آید؛ اما مشکل این روش، انتخاب فرد مناسب در شرکت برای پرسش کردن دقیق و درست سوالات است و معمولاً در این زمینه همکاری‌های لازم صورت نمی‌گیرد، مگر اینکه تعداد نمونه را تا حد ممکن کم در نظر گرفت. از طرفی شرکت‌ها حاضر نیستند اطلاعاتی فرای آنچه به طور عمومی منتشر می‌شود را در اختیار محقق بگذارند. شاید موسسات رتبه‌بندی به عنوان یک نهاد قانونی و پذیرفته شده بتوانند تا حدودی به این مهم دست پیدا کنند، اما محقق صرفاً در قالب یک پرسشنامه به نتیجه مطلوب نمی‌رسد. حتی موسسات رتبه‌بندی طی جلسات مکرر با مدیران و با استفاده از تجربه و اعمال قضاوت به تعیین برخی متغیرهای کیفی می‌پردازند که در یک کار تحقیقی علمی، قضاوت جایگاهی ندارد.

راهکار دوم کمی کردن شاخص‌های کیفی است، گرچه کمی کردن همه شاخص‌ها امکان‌پذیر نیست اما تا حدودی می‌توان بر اساس اطلاعات صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هیئت مدیره و سایر گزارش‌های منتشره برای برخی از عوامل کیفی، شاخص‌هایی را تعریف کرد. این روش هم با انتخاب یک شاخص برای یک متغیر همراه است

زیرا برخی شاخص‌های کیفی مثل موانع ورود به صنعت حاصل چندین عامل است؛ اما حتی با وجود این محدودیتها، این راهکارها از حذف کردن کلیه متغیرهای کیفی بهتر است.

با مطالعه نظام رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در دنیا می‌توان به عوامل تعیین‌کننده رتبه دست پیدا کرد و با استفاده از تجارب کشورهای دیگر به تعیین رتبه اعتباری پرداخت. به زودی در کشور شاهد موسسات رتبه‌بندی اعتباری خواهیم بود و این تحقیق می‌تواند به آنها در این زمینه کمک کند.

### پی نوشت

- |    |  |    |   |
|----|--|----|---|
| ۱  | Mood's   | ۲  | Standard and Poor's   |
| ۳  | Fich   | ۴  | ICRA (Investment Information & Credit Rating Agency of India Ltd) |
| ۵  | ICAP Group   | ۶  | Bulgarian Credit Rating Agency (BCRA)                             |
| ۷  | Credit Rating Information and Services Limited (CRISL) | ۸  | Capital Standards Rating (CSR)                                    |
| ۹  | European Rating Agency (ERA)                           | ۱۰ | Rating Agency Malaysia (RAM)                                      |
| ۱۱ | the Pakistan Credit Rating Agency Limited (PACRA)      |    |   |

### منابع

عزیزی نقش، حافظ (۱۳۹۰). ضرورت ایجاد موسسات رتبه بندی در ایران، *روزنامه دنیای اقتصاد* ۲۴۳۶،

۱۰

کسری، بهار (۱۳۹۱)، شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری به کمک سهامداران می‌آیند، گزارشی از

شفاف‌سازی بازار سرمایه، *روزنامه ایران* ۵۲۳۰، صفحه ۸ (بورس)

Becker, B. , and Milbourn, T. (2011). How did Increased Competition Affect Credit Ratings? *Journal of Financial Economics* 101. 493-514

Cantor, R. , and Packer, F. (1994). The Credit Rating Industry, Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review* 19 (2). 1-26

Chen, Wun-Hwa and Shih, Jen-Ying (2006). A study of Taiwan's issuer credit rating systems using support vector machines, *Expert Systems with Applications* 30, 427-435

European Rating Agency (2014). Methodology of the Process of Assigning Independent Rating Analytical Methods and Procedures. [www.euroratings.co.uk](http://www.euroratings.co.uk)

Fitch Ratings (2006). Corporate Ratings Methodology. Corporate finance criteria report. 1-7. [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Gray ,et al (2006). The Determinants of Credit Ratings: Australian Evidence. *Australian Journal of Management* 31. 333-354



- Hwang and et al. (2010) , Predicting issuer credit ratings using a semiparametric method, *Journal of Empirical Finance* 17. 120–137
- ICAP Group S. A. (2011). Credit Rrtings Assignment Methodology. www. ICAP. gr Credit Risk Services Division. Business Information and Credit Ratings Department
- ICRA Limited (associate of Moody's) (2009). Corporate Credit Ratings, A Note on Methodology. www. icra. in
- Moody's Investor Service (2004) , Special Report: Annual Default Study Addendum,: Global Corporate Rating Transition Rates, www. moodys. com
- RAM Rating (2008). Rating Methodology: Corporate Credit Ratingsl, Rating Agency Malaysia Berhad [Online], Available from www. ram. com. my
- Standard & Poor's (2001). Rating Methodology: Evaluating the Issuer. Corporate Rating Criteria. (New York: Standard & Poor's (
- The Pakistan Credit Rating Agency Limited (PACRA) (2005). Corporate Rating Methodology. www. pacra. com
- www. bcra-bg. com
- www. capstandards. com
- www. crislbd. com
- www. euoratings. co. uk
- www. icap. gr
- www. irancreditscoring. com
- www. irstarit. ir
- www. pacra. com
- www. ram. com. my
- www. royalratings. com
- www. standardandpoors. com.

