

## بررسی آثار بالقوه مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری بر بازار سرمایه ایران با استفاده از روش تحلیل مضمون

امیرحسین خزائی\*

سعید فراهانی فرد\*\*

### چکیده

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری تأثیر بسزایی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر دارند. هدف از این تحقیق ارائه تحلیلی جامع از نقش این مؤسسه‌ها در بازار سرمایه، چگونگی ایفای این نقش و آثار مترتب بر اقتصاد با ورود این مؤسسه‌ها به کشور است. برای این منظور ابتدا با استفاده از روش اسنادی کتابخانه‌ای به بررسی پیشینه تحقیقات انجام شده در این زمینه پرداخته شده و با بررسی سیر تاریخی این مؤسسه‌ها، مفهوم رتبه‌بندی اعتباری و ارزیابی نیاز به این مؤسسه‌ها در اقتصاد کشور، ادبیات نظری تحقیق ارائه شد.

پس از آن مصاحبه‌هایی با مسئولان و خبرگان مالی و جمعی از اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها در این حیطه صورت گرفت و متن مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل مضمون تجزیه و تحلیل و سرانجام نتایج حاصل از تحقیق بیان شد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد با ورود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات، سهولت بررسی وضعیت اعتباری شرکت‌ها، کاهش هزینه تأمین مالی بنگاه‌های معتبر و... منابع به صورت بهینه تخصیص یافته، سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و بازار سرمایه به سمت بازاری کارا تر حرکت می‌کند که سرانجام می‌تواند به افزایش رفاه اقتصادی در جامعه منجر شده و همچنین به سیاست‌گذار در زمینه درپیش گرفتن سیاست‌های مالی کارا تر کمک نماید. در این راستا پیشنهادهایی به مسئولان با هدف اثرگذاری بیشتر این مؤسسه‌ها بر اقتصاد ایران ارائه می‌شود.

واژگان کلیدی: مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، شفافیت، ارزیابی اعتباری، تحلیل مضمون

طبقه‌بندی JEL: G11, G14, G24

\* a.khazaei@stu.qom.ac.ir

\*\* s.farahanifard@qom.ac.ir (نویسنده مسئول)

\*\* دانشجوی دکتری علوم اقتصادی، گروه اقتصاد اسلامی، دانشگاه قم

\*\* استاد اقتصاد، عضو هیئت علمی گروه اقتصاد اسلامی، دانشگاه قم (نویسنده مسئول)

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۲۴/۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۴/۳۱

## ۱. مقدمه

با گسترش بازارهای مالی و افزایش نیاز جامعه به ابزارهای مالی و پیچیده شدن آنها، نیاز به تحلیل تخصصی برای این بازارها هم افزایش یافت. هم‌زمان با گسترش این بازارها و به منظور دسترسی تمامی اقشار جامعه به امکانات و ابزارهای موجود، تحلیل‌گران و متخصصان با در اختیار قرار دادن تخصص‌شان برای عموم افراد جامعه، این امکان را به وجود آوردند تا همه مردم بتوانند به راحتی در این بازارها فعالیت کنند. یکی از راه‌هایی که کمک شایانی به مشارکت عموم اقشار جامعه در بازارهای مالی کرد، تأسیس مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری بود. این مؤسسه‌ها با ارائه رتبه‌هایی که از بررسی دقیق شاخص‌های مالی و اعتباری بر ابزارها و شرکت‌ها و تعهدات مالی به دست می‌آید، احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی آن شرکت یا ابزار را ارزیابی کرده و با در اختیار عموم قرار دادن این ارزیابی، باعث سهولت در امر سرمایه‌گذاری و افزایش سطح اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت‌ها و اوراق می‌شوند.

معمولاً شرکت‌ها و نهادها اطلاعات بیشتری از وضعیت اعتباری خود نسبت به دیگر اشخاص دارند. آنها با به اشتراک گذاشتن این اطلاعات با سایر بازیگران اقتصاد، افزون بر پیگیری اهدافی مانند جذب منابع برای تأمین مالی طرح‌ها، سعی در پیگیری دیگر اهداف مانند ارتقای وضعیت فروش و بازاریابی محصولات، استفاده از اهرم بدهی برای خرید ملزومات و مواد مورد نیاز شرکت، ارتقاء برند و... دارند. اما متقاضیان اطلاعات شرکت می‌دانند که به‌طور معمول شرکت‌ها سعی در ارائه وضعیت اعتباری خود به صورت مطلوب نموده و ممکن است اطلاعات را به صورت تحریف‌شده و یا گزینشی در اختیار آنان قرار دهند. حتی برای یک شرکت یا نهاد کم‌ریسک و شفاف نیز متقاعد کردن دیگر بازیگران مبنی بر درست و کامل و جامع بودن اطلاعات کاری بسیار دشوار است.

در این میان، وجود یک نهاد ثالث برای اظهارنظر در مورد وضعیت اعتباری شرکت یا نهاد و توزیع اطلاعات اعتباری وی احساس می‌شود. نهادی که بی‌طرفانه در مورد احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی آن شرکت یا نهاد قضاوت کرده و با تجزیه و تحلیل اطلاعات و تسهیم آنها با خیل عظیم سرمایه‌گذاران و همچنین ارزیابی ریسک نکول آن شرکت، نقشی مهم و حیاتی در توسعه بازارهای مالی و به‌طورکلی اقتصاد ایفا کند.

با توجه به توضیحات پیش‌گفته، این مقاله می‌کوشد تا با بررسی اهمیت وجود این مؤسسه‌ها در اقتصاد کشور، به بررسی زوایای مختلف ورود این مؤسسه‌ها به اقتصاد ایران بپردازد. تحقیق حاضر سعی بر پاسخ دادن به این سؤال دارد که ورود این مؤسسه‌ها به کشور چه تأثیراتی بر بازار سرمایه کشور خواهد گذاشت.

## ۲. پیشینه تحقیق

### ۲-۱. تحقیقات داخل

سلیم‌پور (۱۳۸۵) در مقاله «نگاهی فراتر بر عملکرد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری» با اشاره به لزوم بررسی دقیق و همه‌جانبه نحوه تشکیل و چالش‌های بالقوه وجود این مؤسسه‌های، به بررسی علل و انگیزه شکل‌گیری تحقیقاتی در رابطه با خود مؤسسه‌های رتبه‌بندی و عملکرد رتبه‌های اعتباری پرداخته و می‌کوشد با استفاده از نتایج پژوهش‌های عمده در این زمینه، برای برخی مسائل موجود پاسخی بیابد.

بت‌شکن، شمس و جعفری (۱۳۸۸) در مقاله خود با عنوان «تحلیل صنعت رتبه‌بندی اعتباری در دنیا و بررسی موانع و راهکارهای پیش روی این صنعت در کشورمان» به موضوع اهمیت وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی پرداخته‌اند. آنها در این مطالعه ابتدا تحلیلی از صنعت رتبه‌بندی اعتباری برحسب پارامترهای مختلف انجام داده‌اند. سپس وضعیت نظام رتبه‌بندی را در ایران بررسی کرده و سرانجام راهکارهایی برای استقرار و توسعه یک نظام پایدار رتبه‌بندی در کشور ارائه کرده‌اند.

مشایخ و شاه‌رخی (۱۳۹۴) در مقاله‌ای با نام «نظام رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در دنیا» به مطالعه این موضوع در سطح جهانی شامل سه مؤسسه رتبه‌بندی برتر و نیز مؤسسه‌های رتبه‌بندی ملی موجود در دیگر کشورها به روش مروری پرداخته‌اند. آنها در مطالعه خود کوشیده‌اند با استفاده از تجارب کشورهای دیگر، به بررسی عوامل تعیین‌کننده رتبه اعتباری شرکت‌ها بپردازند.

شاه‌رخی و مشایخ (۱۳۹۵) در مقاله خود با عنوان «شناسایی شاخص‌های تعیین‌کننده رتبه اعتباری شرکت‌ها» ابتدا شاخص‌های تعیین‌کننده رتبه اعتباری را در دو بخش وضعیت کسب و کار (متغیرهای کیفی) و وضعیت مالی (متغیرهای کمی) استخراج کرده، سپس نظر خبرگان را با استفاده از پرسش‌نامه و مصاحبه اکتشافی جمع‌آوری نموده‌اند. با این کار شاخص‌هایی برای تعیین رتبه انتخاب می‌شوند که در محیط ایران موضوعیت دارد. آنها برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون دو جمله‌ای و برای اولویت‌بندی شاخص‌ها از آزمون فریدمن استفاده کرده‌اند و سرانجام به ۷۱ شاخص به‌عنوان شاخص‌های تعیین‌کننده رتبه اعتباری شرکت‌ها دست یافتند.

مشایخ، بذرافشان و عارف‌منش (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری: نقش‌ها، مزایا، انتقادات و نحوه نظارت» به درک بهتر زوایای مختلف مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و در نتیجه ارتقای سازوکارهای بسترسازی هر چه بهتر در این زمینه پرداخته‌اند. آنها در این مقاله با بررسی نقاط قوت و ضعف این مؤسسه‌ها به جای خالی آنها در فضای اقتصاد ایران اشاره کرده و نکات لازم را برای بسترسازی آنها در ایران ذکر نموده‌اند.

نوری فرد و بسحاق (۱۳۹۸) در پژوهشی توصیفی و استقرایی با عنوان «رابطه بین رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، کیفیت حسابرسی و حاکمیت شرکتی» به بررسی سه فرضیه زیر پرداخته‌اند: الف. بین دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد؛ ب. بین کیفیت حسابرسی و رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؛ ج. بین حاکمیت شرکتی و رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد که در نتیجه پس از آزمون فرضیه‌ها، هر سه فرضیه این پژوهش تأیید شده‌اند.

خان‌زاده و همکاران (۱۳۹۸) در مقاله «طراحی الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های اسلامی ایران» برای نخستین بار در ایران به رتبه‌بندی جامع یا اعتباری بانک‌های اسلامی ایران پرداخته‌اند. ایشان در این تحقیق ابعاد و مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها را مطالعه و بررسی کرده و با طراحی پرسش‌نامه و قرار دادن آن در اختیار تعدادی از صاحب‌نظران و خبرگان حوزه بانک‌ها و مؤسسه‌های اعتباری، دیدگاه‌های ایشان راجع به ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها را جمع‌آوری کرده و با توجه به آزمون‌های به‌عمل‌آمده اقدام به طراحی الگوی نهایی شامل ۴ بُعد، ۱۳ مؤلفه و ۶۱ شاخص کرده‌اند.

## ۲-۲. تحقیقات خارجی

فورستر (۲۰۰۸) در بخش اول رساله خود که شامل سه مقاله پژوهشی و دو موضوع مرتبط با اقتصاد مؤسسه‌های مالی و خدمات است به بررسی اجمالی جنبه‌های اقتصادی مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری می‌پردازد. او در این بخش از رساله ابتدا به بررسی اجمالی در مورد نقش این مؤسسه‌های در بازارهای مالی پرداخته، سپس به بررسی ادبیات موضوع در این حوزه اشاره داشته است. پس از آن خلاصه‌ای از مقررات بهینه این مؤسسه‌ها را بیان کرده و در انتها ارتباط بین مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و ثبات بازارهای مالی را بحث و بررسی کرده است.

ماتیسکا (۲۰۱۱) در فصل اول پایان‌نامه خود با عنوان «نقش استراتژیک مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری بر بازارهای مالی» ابتدا به نحوه شکل‌گیری و توسعه مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در ایالات متحده پرداخته، سپس افزایش اهمیت و اثرگذاری این مؤسسه‌ها را بررسی می‌کند و سرانجام به استفاده الزامی از رتبه‌های اعتباری می‌پردازد که این مؤسسه‌ها را تبدیل به یکی از عناصر مهم بازارهای مالی کرده است.

نوویک و همکاران (۲۰۱۳) در مقاله خود با عنوان «اصلاح مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به جای حذف آنها» به بررسی اهمیت وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در اقتصاد پرداخته‌اند.

آنها ابتدا نقش این مؤسسه‌ها بر تصمیم سرمایه‌گذاران را توصیف کرده و سپس به بررسی اهمیت این نقش پرداخته‌اند و در پایان رهنمودهایی برای جلوگیری از ایجاد بحران‌های مالی توسط این مؤسسه‌ها ارائه کرده‌اند.

اشکرودر (۲۰۱۵) در کتاب خود با عنوان مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری عمومی؛ افزایش ثبات سرمایه‌گذاری و وام‌دهی در بازارهای بی‌ثبات در مورد موضوعاتی نظیر این بحث کرده است که چگونه این مؤسسه‌ها می‌توانند فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را تثبیت و ترویج نموده و مردم را به وام دادن و اقتصاد را به سمت رشد هدایت نمایند. وی همچنین در این کتاب به مباحثی نظیر استحکام تعادل ریکاردویی و اثر قانون‌گذاری و نظارت بر عملکرد صنعت رتبه‌بندی در میان بحث‌های دیگر پرداخته است.

مورکوتر و همکاران (۲۰۱۷) در مقاله «رقابت در صنعت رتبه‌بندی اعتباری: مزایایی برای سرمایه‌گذاران و ناشران اوراق بدهی» در مطالعه‌ای تجربی مزایای رتبه‌بندی‌های متعدد از طرف چند مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری را بر زمان انتشار اوراق و پیگیری‌های بعدی و اصلاح رتبه‌های اعمال‌شده بررسی کرده‌اند. نتایج تحقیق در خصوص دوره زمان ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۲ میلادی و از سه مؤسسه بزرگ رتبه‌بندی اس‌اند‌پی، فیچ و مودیز نشان می‌دهد که رتبه‌بندی متعدد بر هر دو موضوع اثر مثبت دارد و مؤسسه‌های رتبه‌بندی به مواردی توجه بیشتری دارند که توسط دیگر مؤسسه‌ها نیز رتبه‌بندی شده‌اند.

جاورسکا و جاورسکی (۲۰۱۹) در مقاله خود با عنوان «اثر مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری چینی و سه مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری بزرگ بر قیمت سهام» به تجزیه و تحلیل اثر تغییرات رتبه اعتباری در بازار سهام از طریق مقایسه مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری چین و سه مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری بزرگ آمریکا با استفاده از داده‌های سال ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۶ پرداخته‌اند. آنها در این تحقیق سه فرضیه زیر را آزمایش نموده‌اند: ۱. تغییر در رتبه‌های اعتباری هم در رشد و هم در نزول قیمت سهام اثرگذار است؛ ۲. واکنش‌های شدیدتری در قیمت سهام در هنگام تغییرات رتبه‌های اعتباری اعلام‌شده توسط مؤسسه‌های چینی نسبت به مؤسسه‌های آمریکایی مشاهده می‌شود؛ ۳. اثر تغییر رتبه اعتباری بر شرکت‌های غیرمالی و همچنین شرکت‌های بزرگتر شدیدتر است. آنها سرانجام هر سه فرضیه را تأیید نمودند.

ژی آنودی و کای (۲۰۲۰) در مقاله «تحلیل مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در بحران مالی» به بررسی مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و تأثیر آنها بر بازار سرمایه و همچنین نقش آنها در بحران مالی پرداخته‌اند. آنها در مقاله خود سه مسئله زیر را به‌عنوان انتقادهای اصلی وارد بر مؤسسه‌های

رتبه‌بندی اعتباری برشمرده‌اند: ۱. عدم برخورد صحیح با تعارض منافع در کسب و کار رتبه‌بندی اعتباری؛ ۲. کیفیت پایین رتبه‌بندی و ۳. نبود شفافیت در عملکرد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری. پون و شن (۲۰۲۰) در مقاله «نقش چشم‌انداز اعتباری: پیش‌بینی‌کننده وضعیت اعتباری و نظارت بر تلاش‌های بازسازانه» با استفاده از یک نمونه جامع از رتبه‌های اعتباری مؤسسه اس اند پی مابین سال‌های ۱۹۸۱ تا ۲۰۱۵ به بررسی چشم‌اندازهای اعتباری در سه حیطه محتوای اطلاعاتی چشم‌اندازها، میزان بازتاب ریسک اعتباری شرکت‌ها و نهادها و تلاش‌های بازسازانه شرکت‌ها و نهادها برای بازگشت به وضعیت اعتباری مطلوب پرداخته‌اند. آنها به این نتیجه رسیده‌اند که چشم‌اندازهای اعتباری دارای محتوای اطلاعاتی مهمی هستند و به‌طور قابل توجهی وضعیت اعتباری شرکت‌ها و نهادها را بازتاب می‌کنند. از همه مهم‌تر اینکه با اختصاص چشم‌اندازهای منفی، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری برخی از ناشران را ترغیب می‌کنند تا برای جلوگیری از کاهش رتبه‌شان تلاش کنند.

تمایز پژوهش حاضر با پژوهش‌های انجام‌شده در بیان اهمیت مؤسسه‌های رتبه‌بندی در کشور ایران از طریق مصاحبه با خبرگان حوزه مالی کشور و تحلیل آنها با استفاده از روش پژوهشی تحلیل مضمون است. از آنجایی که در بند نوزدهم سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی به اهمیت شفاف‌سازی اقتصاد کشور اشاره شده است و نیز این مؤسسه‌ها تأثیر بسزایی در شفاف‌سازی اطلاعات شرکت‌ها و ناشران اوراق بهادار دارند. این تحقیق بر آن است تا به بررسی ورود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به اقتصاد کشور و اثرگذاری آن بر بازار سرمایه ایران از کانال اقتصاد اطلاعات و کاهش مسائل انتخاب معکوس و رفتار ناهنجار و لزوم (یا عدم لزوم) فعالیت این مؤسسه‌ها در ایران بپردازد.

### ۳. مبانی نظری

#### ۳-۱. سیر تاریخی مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری

بازارهای اوراق قرضه و سرمایه از حدود سه قرن پیش در کشورهای انگلستان، آمریکا و دیگر مناطق جهان وجود داشته و برخی بازارهای دیگر نیز بیش از دو قرن سابقه جهانی دارند. باوجوداین، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری برای نخستین بار در آمریکا و در حدود یک قرن پیش شکل گرفتند (سیلا، ۲۰۰۲). فرایند ارزیابی اعتبار مالی در ابتدا فرایندی مدرن نبوده است؛ ارزیابی مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در فرایندهای قرض‌دهی و قرض‌گیری یک ارزیابی روتین و پیش پا افتاده بوده و این روند تا مدت زیادی به‌ویژه در بانک‌ها ادامه داشته است (سینکلیر، ۲۰۰۵).

دیگر مؤسسه‌های کوچک نیز در آن زمان در کنار بانک‌ها به ارائه اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌پرداختند. در اوایل قرن بیستم و با گسترده شدن فعالیت‌های مالی در آمریکا و نیز در جهان، جدای از سرمایه‌گذاران خرد، نهادهای سرمایه‌گذاری نیز خواستار افشای گسترده‌تر اطلاعات مالی شرکت‌ها بودند. جان مودیز با به رسمیت شناختن این نیاز، نخستین مؤسسه رتبه‌بندی رسمی را در سال ۱۹۰۹ میلادی در آمریکا تأسیس کرد (سینکلیر، ۲۰۰۵). به دنبال مودیز، شرکت‌های استاندارد استاتیکز (statics Standard) و فیچ (Fitch) نیز در این دوره تأسیس شدند.

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری از آغاز فعالیت‌شان واسطه مهمی در ارائه ارزیابی قابل اعتماد در مورد اعتبار شرکت‌ها و کشورها شدند. این مؤسسه‌ها با توجه به ویژگی‌های مطلوب و همچنین اقبال عمومی‌ای که در بازارهای مالی به دست آوردند، خیلی سریع توانستند توجه سازمان‌های نظارتی و نهادهای قانون‌گذار را به خود جلب کرده و از سوی این نهادها به رسمیت شناخته شوند. به‌عنوان مثال، در دهه ۱۹۳۰ میلادی وزارت خزانه‌داری و بانک فدرال آمریکا برای نخستین بار طی بخشنامه‌ای بانک‌ها را از نگهداری اوراق بهادار با رتبه اعتباری پایین‌تر از حد مشخصی بازداشتند (هرویگ لانگور و پاتریسیا لانگور، ۲۰۰۸). در این بخشنامه، بانک‌ها ملزم بودند فقط از رتبه‌های مؤسسه‌های رتبه‌بندی معتبر استفاده کنند. این دستورالعمل‌ها در بازار مالی آمریکا ادامه یافت و معیارهای رتبه‌بندی به تدریج از طرف مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری تکمیل شد. ادامه یافتن این دستورالعمل‌ها مبنی بر الزام مؤسسه‌ها و نهادهای سرمایه‌گذاری بر استفاده از رتبه‌های اعتباری معتبر به افزایش درک عمومی نسبت به اهمیت مؤسسه‌های رتبه‌بندی ادامه داد.

تا دهه ۱۹۴۰ میلادی، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری رشد سریعی را در ایالات متحده آمریکا تجربه کردند. از دهه ۱۹۴۰ تا ۱۹۶۰ میلادی این مؤسسه‌ها رشدی اندک داشته و دوباره از دهه ۱۹۷۰ رشد سریع خود را ادامه دادند تا به امروز که به رشد وصف‌ناپذیری رسیده‌اند. به‌عنوان مثال پارتنو (۲۰۰۲) در مقاله خود با عنوان «تضاد رتبه‌بندی‌های اعتباری» می‌نویسد که در سال ۱۹۷۵ میلادی فقط ۶۰۰ دسته اوراق قرضه و ۵۵۰۰ شرکت رتبه‌بندی شده بودند و تعداد کارکنان متخصص مؤسسه استاندارد اند پورز (poor's & Standard) کمتر از ۳۰ نفر بود؛ درحالی‌که تعداد متخصصان این شرکت تا سال ۲۰۰۰ میلادی به هزاران نفر رسید و مؤسسه‌های استاندارد اند پورز و مودیز به تنهایی حدود ۲۰،۰۰۰ شرکت و اوراق بهادار را در ایالات متحده آمریکا رتبه‌بندی کردند که در مجموع معادل حدود پنج تریلیون دلار اوراق بهادار می‌شد.

آمار مؤسسه استاندارد اند پورز در سال ۲۰۱۱ نشان می‌دهد که در آن زمان به تنهایی در این مؤسسه حدود ۴۳۰۰ نفر کار می‌کردند که ۳۲ تریلیون دلار اوراق قرضه و حدود ۸۷۰۰۰۰ شرکت

را رتبه‌بندی کردند (نعیم، ۲۰۱۲). این آمار در سال ۲۰۲۱ در مورد این شرکت به حدود ۱۵۰۰ تحلیلگر، بیش از یک میلیون رتبه‌بندی اعتباری و حدود ۴۶/۳ تریلیون دلار اوراق قرضه رتبه‌بندی شده می‌رسد (استاندارد اند پورز، ۲۰۲۱). نرخ رشد مجموع درآمد مؤسسه‌های مودیز و اس اند پی در سال‌های ۲۰۰۲ و ۲۰۰۷ به ترتیب ۱۷ و ۱۴/۵ درصد بود که نشان‌دهنده نرخ رشد چشمگیر این مؤسسه‌ها طی این سال‌هاست (نعیم، ۲۰۱۲).

### ۳-۲. مفهوم رتبه‌بندی اعتباری

تاکنون مفهوم واحد و استاندارد در مورد رتبه‌بندی اعتباری از طرف نهاد‌های ناظر و مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری ارائه نشده است و هر مؤسسه رتبه‌بندی یا سازمان نظارت‌کننده‌ای مفهوم رتبه‌بندی را از منظر خودش تعریف کرده است. مثلاً مؤسسه اس اند پی (۲۰۲۱) رتبه‌بندی اعتباری را این‌گونه تعریف می‌کند: «رتبه‌بندی اعتباری ارائه نظری در مورد ریسک اعتباری است. رتبه‌بندی‌های ما نظرات مان را در مورد توانایی و تمایل یک شرکت، ایالت و یا شهرداری در مورد پرداخت به موقع و کامل تعهدات مالی اش بیان می‌کند». از دید مؤسسه مودیز (۲۰۲۱) هدف از رتبه‌بندی اعتباری ارائه یک سیستم ساده رتبه‌بندی برای سرمایه‌گذاران به هدف اندازه‌گیری اعتبار نسبی آینده یک دارایی مالی است. این مؤسسه (۲۰۰۹) تعریف رتبه‌بندی اعتباری را این‌گونه می‌نویسد: «رتبه‌بندی اعتباری ارائه نظری در مورد کیفیت اعتباری تعهدات مالی یک شخص (حقیقی یا حقوقی) است».

اگرچه ممکن است این تعاریف شبیه به هم به نظر برسند، اما در واقع رویکرد اصلی مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با یکدیگر متفاوت است. برای مثال، برخی از مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری (نظیر اس اند پی و مودیز) سعی در رتبه‌بندی ناشران با دید «چرخه‌ای» دارند؛ در حالی که برخی دیگر با چشم‌اندازی لحظه‌ای و به صورت «لحظه‌ای از زمان» به رتبه‌بندی شرکت‌ها و اوراق می‌پردازند (بانگرتز و همکاران، ۲۰۱۲). رتبه‌بندی با چشم‌انداز چرخه‌ای به این معناست که احتمال نکول ناشر مورد نظر مثلاً در پنج سال آینده به میزان یک درصد است؛ در حالی که رتبه‌بندی به صورت لحظه‌ای از زمان به معنای احتمال نکول ناشر در یک لحظه مشخص از زمان (مثلاً ۲۵ تیرماه سال ۱۴۰۰) است.

به هر حال تعاریف یادشده و نیز تعاریفی که از سوی سازمان‌های جهانی ارائه شده‌اند، همگی از یک لحاظ مشترک‌اند: ارائه «نظر». مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به ارائه «نظر» پیشگویانه خود در مورد توانایی به انجام رساندن تعهدات بنگاه‌ها در زمان سررسیدشان می‌پردازند. این مؤسسه‌ها



آشکارا بیان می‌کنند که رتبه‌بندی‌های اعتباری آنها منعکس‌کننده «ریسک نسبی» اجرای تعهدات است و نه «ریسک مطلق». افزون‌براین، این نظرات مربوط به افق زمانی خاصی نیست (هایواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۹). با وجود اینکه عبارت ارائه «نظر» از طرف مؤسسه‌های رتبه‌بندی آشکارا بیان شده است، رتبه‌های اعتباری نقش بسزایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و بنگاه‌ها دارند و اساس بسیاری از مقررات را در کشورهای مختلف تشکیل می‌دهند (نعیم، ۲۰۱۲).

اما رتبه‌های اعتباری چیست؟ رتبه‌های اعتباری معمولاً مجموعه‌ای از حروف الفبا هستند که با افزایش احتمال نکول به ترتیب از AAA تا C چیده می‌شوند. این رتبه‌ها می‌توانند به صورت ترکیبی از عدد و حروف نیز نشان داده شوند. به‌عنوان مثال، مؤسسه استاندارد اند پورز برای نشان دادن رتبه‌های اعتباری از حروف الفبا همراه با علامت‌های «+» و «-» برای توضیح‌دهندگی بیشتر نمادها استفاده می‌کند (مانند AAA، AA، +AA، -AA، A، +A، -A، BBB، +BBB، -BBB، ...). و مودیز برای این کار، ترکیبی از اعداد و حروف (مانند Aaa، Aa1، Aa2، Aa3، A1، A2، A3، Baa1، Baa2، Baa3، ...) را به کار می‌گیرد. این رتبه‌ها می‌توانند با درخواست شرکت‌ها و نهادها و یا بدون درخواست آنها اختصاص داده شوند. معمولاً مؤسسه‌های رتبه‌بندی از زمانی که شرکت یا اوراق بدهی‌ای را مورد بررسی قرار داده و برایش رتبه اختصاص می‌دهند تا ۹۰ روز آن را معتبر می‌دانند (لانگور و لانگور، ۲۰۰۸).

چشم‌انداز رتبه‌بندی نیز خدمت دیگری از مؤسسه‌های رتبه‌بندی است که برای افزایش کارایی رتبه‌بندی‌ها از آن استفاده می‌شود. این چشم‌اندازها مسیر اعتباری احتمالی آینده شرکت‌ها یا اوراق بدهی را در بازه میان‌مدت (بین شش ماه تا دو سال) نشان می‌دهند که به سه دسته «چشم‌انداز مثبت»، «چشم‌انداز منفی» و «چشم‌انداز پایدار» تقسیم می‌شوند (ICRA، ۲۰۱۷).

### ۳-۳. ارزیابی نیاز به مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری کمک شایانی به تقویت چندین اصل از اصول مهم اقتصادی می‌کنند. تاکور و میلون (۱۹۸۵)، بیور و همکاران (۲۰۰۶) و تنگ (۲۰۰۹) در مقالات خود به این بحث پرداخته‌اند که واسطه‌های مالی مانند مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری چهره شفاف‌تری از دارایی‌های مالی و شرکت‌ها ارائه می‌دهند. این امر باعث کاهش اطلاعات نامتقارن در بازار شده و به افزایش کارایی بازار کمک می‌کند (بیور و همکاران، ۲۰۰۶). با افزایش کارایی بازار، سرمایه‌گذاری، تولید و اشتغال رشد کرده و سرانجام به افزایش رفاه اقتصادی و نیز بهبود عملکرد اقتصادی منجر می‌شود.

نکته جذاب مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری - طبق گفته خودشان - توانایی آنها در جمع‌آوری اطلاعات عمومی و خصوصی شرکت‌ها و اوراق بدهی و انتقال آنها به سرمایه‌گذاران در قالب علامت‌های ساده و قابل فهم است (هایواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۹)؛ به‌ویژه وقتی که شرکت‌ها و نهادها از مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری درخواست رتبه‌بندی می‌کنند، این مؤسسه‌ها به اطلاعاتی دسترسی پیدا خواهند کرد که شرکت‌ها و نهادها تمایل به فاش کردن آنها به صورت عمومی ندارند. بدین ترتیب این مؤسسه‌ها تبدیل به کانالی می‌شوند برای ارائه تصویری کامل از اطلاعات مالی شرکت یا اوراق بدهی در قالب نمادهای ساده و قابل فهم.

این عمل مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به تعیین نرخ صحیح دارایی‌های مالی، کاهش هزینه مبادلات و دسترسی سریع سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه منجر می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های رتبه‌بندی‌شده، خیل عظیمی از سرمایه‌گذاران را جذب کرده و دسترسی بهتری به بازار سرمایه داشته باشند (فالکندر و پیترسن، ۲۰۰۶؛ میتو و ژنگ، ۲۰۱۰) و همچنین به انعطاف مالی و قدرت چانه‌زنی بالاتر با بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه و نیز سازمان‌های غیرمالی دست یابند (لانگور و لانگور، ۲۰۰۸).

افزون‌براین، الزام قانونی مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری بر استفاده از رتبه‌های اعتباری می‌تواند شرکت‌ها را در به‌دست آوردن و حفظ رتبه‌های اعتباری خوب سوق دهد. برون‌سپاری مؤسسه‌های رتبه‌بندی توسط نهادهای قانون‌گذار استفاده از رتبه‌های اعتباری را افزایش داده است. بدین صورت که چندین قانون، صرفاً استفاده از رتبه‌های اعتباری مشخصی را برای مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری مجاز دانسته‌اند. به‌عنوان مثال، هر دارایی مالی در بازار آمریکا مستلزم داشتن یک رتبه اعتباری از مؤسسه NRSRO برای عرضه به مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری است (نعیم، ۲۰۱۲).

در ابتدای ورود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری، اطلاعاتی که از طریق این مؤسسه‌ها به بازار عرضه می‌شد صرفاً برای سرمایه‌گذاران خرد و تازه‌وارد ارزش داشت (بیور و همکاران، ۲۰۰۶؛ کانتور و پاکر، ۱۹۹۵). اما امروزه این اطلاعات به‌صورت گسترده‌ای توسط بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، حامیان مالی پروژه‌ها و متولیان در آمریکا و اروپا استفاده می‌شود که نیاز به اطلاعات استاندارد برای مدیریت سبد سرمایه‌گذاری خود دارند.

به‌عنوان مثال، کانتور (۲۰۰۴) در یک مطالعه از ۲۰۰ حامی مالی و مدیر سرمایه‌گذاری در آمریکا و اروپا به این نتیجه رسیده است که حدود سه چهارم آنها به‌طور فعال از رتبه‌های اعتباری به منظور رعایت کردن معیارهای حداقلی در خرید اوراق قرضه استفاده می‌کنند؛ زیرا این مؤسسه‌ها از طریق شفافیت، کاهش عدم تقارن اطلاعات، دسترسی به اطلاعاتی که شرکت‌ها

تمایلی به فاش کردن آنها به صورت عمومی ندارند و... به قیمت‌گذاری دقیق و کارشناسانه شرکت‌ها و اوراق بهادار کمک کرده و بدین طریق ریسک سرمایه‌گذاری برای مؤسسه‌های تأمین مالی را کاهش می‌دهند.

یکی دیگر از مهم‌ترین دلایلی که بنگاه‌های اقتصادی اقدام به رتبه‌بندی اعتباری می‌کنند قرار گرفتن در زمره بنگاه‌های با کیفیت است. فرایند رتبه‌بندی مشابه مدل غربال‌گری استیگلیتز (۱۹۷۵) است؛ بنگاه‌ها به مؤسسه‌های رتبه‌بندی پول می‌دهند تا آنها را از بنگاه‌های بی‌کیفیت جدا کرده و در دسته بنگاه‌های خوب جای دهند. بدین‌ترتیب طبق گفته آکرلوف (۱۹۷۰) و لیو و تاکر (۱۹۸۴) این بنگاه‌ها از «قیمت‌گذاری براساس کیفیت متوسط» اجتناب می‌کنند. چنین بنگاه‌هایی با دستیابی به رتبه‌بندی اعتباری بهتر دیده شده و به رسمیت شناخته می‌شوند که نتیجه آن دسترسی بهتر به بازارهای سرمایه به‌ویژه بازارهای بدهی بین‌المللی است.

به‌عنوان مثال پرادین و تیلور (۲۰۰۴) در مقاله خود می‌نویسند که برخلاف بازارهای داخلی که بنگاه‌ها می‌توانند در آنها از طریق شهرت به تأمین مالی بهتری دسترسی پیدا کنند، بازارهای بین‌المللی نیاز به یک وسیله اندازه‌گیری دارند تا برای سرمایه‌گذاران آسان‌تر و قابل فهم‌تر باشد.

### ۳-۴. نقش و اهداف مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری

کارکردهای مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری تحت سه سرفصل طبقه‌بندی می‌شوند: ۱. فراهم نمودن اطلاعات و ارزیابی آنها برای سرمایه‌گذاران؛ ۲. توانمند نمودن ناشران در دسترسی به بازار سرمایه؛ ۳. کمک به قانون‌گذاران در قانون‌گذاری.

به این ترتیب سرمایه‌گذاران، ناشران و قانون‌گذاران از خدمات مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری منتفع می‌شوند. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند تا درک بهتری از ریسک در هنگام سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار داشته باشند. افزون‌براین، با فراهم نمودن اطلاعات پیرامون اعتبار ناشران به سرمایه‌گذاران در غلبه بر عدم تقارن اطلاعاتی کمک نموده و در تجزیه و تحلیل عوامل فعلی و آتی مؤثر بر ریسک اعتباری به آنها یاری می‌رسانند. به‌دیگر سخن، مؤسسه‌ها با ارائه اطلاعات به سرمایه‌گذاران در تحلیل و تفسیر حجم گسترده‌ای از داده‌های خام بازار و گرفتن تصمیم‌های درست کمک می‌کنند.

ناشران به دلایلی مانند جلب نظر سرمایه‌گذاران و منطقی کردن هزینه سرمایه خود، بهبود قابلیت عرضه اوراق بهادار، قیمت‌گذاری درست اوراق در بازار از رتبه‌های اعتباری بهره می‌برند. قانون‌گذاران نیز برای افزایش کارایی اطلاعاتی، حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و کنترل اجرای

استانداردهای لازم برای ناشران تمایل به گسترش استفاده از رتبه‌های اعتباری دارند. رتبه‌های اعتباری کارایی بازار اعم از کارایی اطلاعاتی و تخصیصی را افزایش می‌دهد؛ زیرا موجب می‌شود ناشران بدین وسیله صلاحیت و شایستگی اعتباری خود را اعلام نموده و به تخصیص بهینه سرمایه کمک کنند. این مؤسسه‌ها خدمات دیگری نیز ارائه می‌کنند که برخی از آنها عبارت‌اند از:

- تحلیل‌های مقایسه‌ای رتبه‌ها برای سرمایه‌گذاران و کارشناسان بازار (این افراد معمولاً با عضویت در این مؤسسه‌ها، به‌طور مرتب اطلاعات لازم را دریافت می‌کنند)؛  
- ایجاد امکان دسترسی به پایگاه داده‌ها و ابزارهای خاص برای تحقیقات و تعریف الگوهای ریسک اعتباری؛

- ارائه تحلیل‌های عمومی تر راجع به وضعیت کلی اقتصاد یا صنعت خاص، و نحوه تأثیر وضعیت جاری بر روندهای بازار؛

- ارزیابی پروژه‌های استراتژیک جهت ارائه نظریات تحلیلی و گاه رتبه‌بندی پروژه و تحلیل سناریو برای آن پروژه؛

- ارزیابی موقعیت شرکت در زمان ادغام و خرید دیگر شرکت‌ها.

### ۳-۵. کانال‌های اثرگذاری مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری عموماً از کانال اقتصاد اطلاعات بر جامعه اثر می‌گذارند. اطلاعات ارزش اقتصادی دارند؛ زیرا اطلاعات به افراد اجازه می‌دهد تا انتخابی انجام دهند که عایدی انتظاری یا مطلوبیت انتظاری آنها را نسبت به زمانی بیشینه کنند که اطلاعات وجود ندارد. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با افزایش شفافیت باعث شده تا سطح اطلاعات سرمایه‌گذاران از وضعیت اعتباری شرکت‌ها و اوراق افزایش یابد و با ریسک کمتری دست به سرمایه‌گذاری بزنند. با وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در کشور، مؤلفه‌های متعددی از این جریان اثر می‌پذیرند که در ادامه به بررسی هر کدام از این مؤلفه‌ها پرداخته می‌شود:

### ۳-۵-۱. کاهش عدم تقارن اطلاعات

عدم تقارن اطلاعات در واقع حالت خاصی از اطلاعات ناکامل است که در بسیاری از مسائل اقتصادی شایع است. اطلاعات نامتقارن به این معناست که یک نفر از طرفین معامله اطلاعاتی در اختیار دارد که طرف دیگر مبادله از آن اطلاعات بی‌بهره بوده و کسب اطلاع از آن پرهزینه است. در ادبیات اقتصادی مسئله عدم تقارن اطلاعات معمولاً در دو گروه عمده تقسیم‌بندی می‌شود:

### الف) اطلاعات پنهان

دسته اول مسائلی است که در آن یک طرف مبادله از اطلاعات طرف دیگر بی‌خبر است؛ درحالی‌که آن اطلاعات می‌توانست بر تصمیم وی اثر بگذارد. این دسته با عنوان اطلاعات پنهان شناخته می‌شود. به‌عنوان مثال، وقتی یک خریدار به فروشگاه مراجعه می‌کند، فروشنده محصول را تولید آلمان معرفی می‌کند؛ در صورتی که فروشنده می‌داند محصول تولید چین و از نوع بی‌کیفیت است.

### ب) عمل پنهان

دسته دوم مربوط به حالاتی است که یک طرف مبادله اعمالی را انجام می‌دهد که بر طرف دیگر پوشیده است؛ اما بر رفاه طرف دوم نیز تأثیرگذار است. از این دسته به‌عنوان عمل پنهان نام برده می‌شود.

«کژمنشی» و «کژگزینی» دو مسئله شایع در اقتصاد اطلاعات هستند که اولی مربوط به عمل پنهان و دومی مربوط به اطلاعات پنهان است. در ادامه به توضیح هر یک از این دو مفهوم و جایگاه مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در حل این دو مسئله پرداخته می‌شود:

کژمنشی: در اقتصاد اطلاعات کژمنشی زمانی پدید می‌آید که بین طرفین یک قرارداد عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد و عمل یکی از طرفین قرارداد (به‌عنوان مثال کارگزار) بر روی رفاه طرف دیگر (به‌عنوان مثال کارفرما) اثر بگذارد. این عمل از دید کارفرما پنهان است و با عملی که برای او بهینه است تفاوت دارد.

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با بررسی متغیرهای کمی (وضعیت مالی) و متغیرهای کیفی (وضعیت کسب و کار) شرکت، از دو طریق مانع بروز کژمنشی می‌شوند:

**الف) رابطه بین سرمایه‌گذار-شرکت (با بررسی وضعیت مالی شرکت):** سرمایه‌گذاران انتظار دارند تا سرمایه‌ای را که نزد شرکت گذاشته‌اند در جهت امور مثبت و پیش‌برنده شرکت نظیر خرید کالاهای سرمایه‌ای، استخدام نیروی ماهر و... مصرف شود و شرکت سرمایه‌ایشان را در جهت‌های غیرضروری نظیر خرید آپارتمان برای مدیرعامل و یا... هزینه نکند؛ اما سرمایه‌گذاران پس از اختصاص سرمایه‌شان به شرکت نمی‌توانند تشخیص دهند که این پول صرف چه مخارجی می‌شود و آیا در روند پیش‌بری شرکت مؤثر است یا خیر. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با بررسی روند جزء به جزء هزینه‌های شرکت‌ها و صورت‌های مالی آنها این اطمینان را به سرمایه‌گذاران می‌دهند که سرمایه‌هایی که نزد شرکت گذاشته‌اند در مسیر درست و اصولی مصرف می‌شود و بدین ترتیب از رفتار بد شرکت (کژمنشی) جلوگیری می‌کنند.

ب) رابطه بین خریدار-شرکت (با بررسی وضعیت کسب و کار شرکت): خریداران محصول هیچ‌گاه دوست ندارند کالایی که می‌خرند از روشی غیراصولی تهیه شده باشد؛ اما شرکت‌ها می‌توانند برای کاهش هزینه‌های تولید خود از روش‌هایی برای تولید محصولات استفاده کنند که هزینه کمتری برایشان دارد اما از کیفیت و یا بهداشت محصول می‌کاهد و مصرف‌کننده از این روش تهیه خبردار نمی‌شود. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با بررسی روند تولید، از خرید یا تولید مواد اولیه گرفته تا فرایند تولید و نگهداری محصولات و رسیدن آنها به دست مشتری، به خریداران این اطمینان خاطر را می‌دهند که محصول خریداری شده از استانداردهای لازم برخوردار است.

کژگزینی: اصطلاح کژگزینی به فرایند بازاری اشاره می‌کند که در آن بر اثر نامتقارن بودن اطلاعات (دسترسی به اطلاعات متفاوت) بین فروشنده و خریدار، نتایج اشتباه و نادرستی در بازار به وجود می‌آید. در این حالت احتمال انتخاب محصولات یا مشتریان بد بیشتر است. به‌عنوان مثال، در بازار بیمه تمایل افراد برای بیمه کردن، رابطه مثبتی با احتمال مرگ یا مریضی فرد دارد و بدین ترتیب افرادی که هزینه درمانی آنها بیشتر از سطح متوسط افراد جامعه است خود را بیمه می‌کنند و بیمه‌گر به واسطه عدم تقارن اطلاعات میان خود و بیمه‌شوندگان، بیشتر افراد مریض را بیمه می‌کنند. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری از دو منظر کژگزینی حاصل از اطلاعات نامتقارن در بازار را کاهش می‌دهند:

الف) رابطه بین سرمایه‌گذار-شرکت (با بررسی وضعیت مالی شرکت): همان‌طور که جورج آکرلوف در مثال معروف «بازار لیموها» در مقاله معروف خود اشاره کرد، به سبب وجود عدم تقارن اطلاعات در بازار، شکست بازار رخ می‌دهد. در مثال مؤسسه سرمایه‌گذاری - بنگاه، هنگام عقد قرارداد سرمایه‌گذاری در این بازار، بنگاه از وضعیت اعتباری خود به صورت اجمالی آگاه است؛ بنابراین بنگاه در بازار نسبت به مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری مزیت اطلاعاتی دارد. اگر مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری به این اطلاعات دست داشته باشند، بازده بالاتری را از بنگاه‌های بد مطالبه می‌کنند. به همین دلیل بنگاه‌ها تمایلی به آشکار کردن این اطلاعات ندارند. در نتیجه بازار با اطلاعات نامتقارن رخ داده و در پی آن مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری و در حالت کلی سرمایه‌گذاران با کژگزینی روبه‌رو می‌شوند.

برای مثال، فرض کنید مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری حاضرند به بنگاه‌های خوب تسهیلاتی با نرخ ۱۰ درصد بدهند و به بنگاه‌های بد با نرخ ۱۵ درصد. اگر این مؤسسه‌های می‌توانستند تفاوت بین بنگاه خوب و بد را تشخیص دهند، بازار دریافت تسهیلات هر دو رونق می‌گرفت؛ اما در واقعیت مؤسسه سرمایه‌گذاری به سختی می‌تواند این تفاوت را تشخیص دهد: بدهی‌هایی که بنگاه دارد،

وام‌هایی که دیرتر از موعد پرداخت کرده و یا هنوز موفق به پرداخت نشده است، میزان بازده بنگاه، درصد پوشش درآمدش و... .

برای اینکه ریسک بد بودن بنگاه جبران شود، مؤسسه سرمایه‌گذاری نرخ بازده پیشنهادی خود را افزایش می‌دهد. برای مثال، ۱۲ درصد برای بنگاهی که ریسک بد یا خوب بودن آن یکسان است؛ اما بنگاه‌هایی که از وضعیت اعتباری خوب خود آگاهند چنین پیشنهادی را نمی‌پذیرند. در نتیجه مؤسسه سرمایه‌گذاری با کژگزینی مواجه می‌شود: «تنها بنگاه‌هایی حاضر به دریافت تسهیلات هستند که کیفیت اعتباری پایینی دارند».

مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری حرفه‌ای این مشکل را پیش‌بینی می‌کنند و از آنجایی که می‌دانند فقط بنگاه‌های بد حاضر به دریافت تسهیلات با این نرخ می‌شوند نرخ ۱۵ درصد را پیشنهاد می‌دهند. پس بنگاه‌های بد به همان میزان سرمایه و همان میزان بازدهی می‌رسند که وقتی هیچ ابهامی در کار نبود؛ اما بنگاه‌های خوب از سرمایه بازار بی‌بهره خواهند بود! در واقع مؤسسه‌هایی هستند که با کمال میل حاضرند نرخ بازده پایینی از بنگاه‌های خوب بگیرند، فقط اگر می‌توانستند از کیفیت بنگاه‌ها مطمئن شوند. این عدم تقارن اطلاعات بین مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری و بنگاه‌ها باعث شکست بازار می‌شود.

مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با ورود به بازار و کمک به تقارن اطلاعات، باعث می‌شوند تا بنگاه‌های خوب از بنگاه‌های بد تشخیص داده شوند. بنگاه‌ها زمانی که یک رتبه اعتباری خوب کسب می‌کنند، سعی می‌کنند تا به سرمایه‌گذاران علامتی در مورد اعتبار خود ارسال کنند. با کاهش عدم اطمینان در مورد رتبه ناشر، وی می‌تواند با هزینه کمتر نسبت به حالت خلاف آن تأمین مالی کند (آدلسون، ۲۰۱۲).

ب) رابطه بین خریدار-شرکت: (با بررسی وضعیت کسب و کار شرکت): شرکت‌های بالادستی که مواد اولیه دیگر شرکت‌ها را تأمین می‌کنند، همواره علاقه به تأمین مواد اولیه شرکت‌هایی دارند که بدهی‌هایشان زیاد نیست و پول شرکت‌های بالادستی را در ازای دریافت خدمات و محصولاتشان به موقع می‌پردازند. در واقع یکی از معضلات بسیاری از شرکت‌های بالادستی رقم بالای مطالبه آنها از دیگر شرکت‌هاست. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری با بررسی وضعیت اعتباری شرکت‌ها، این اطمینان خاطر را به شرکت‌های بالادستی می‌دهند که پول محصولاتشان را به شرکت‌های پایین‌دستی فروخته‌اند به موقع به حساب‌شان واریز می‌شود و وجه نقد بیشتری به جای اوراق بدهی (نظیر چک و سفته و...) در اختیار خواهند داشت.

### ۳-۵-۲. شفافیت

شفافیت هسته مرکزی گزارش‌گری مالی مدرن است که به استفاده‌کنندگان در شناخت شرکت‌ها و اوراق کمک می‌کند. بر مبنای تحقیقات پیشین (برای مثال بوشمن و همکاران (۲۰۰۱)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴)، مدهانی (۲۰۰۷)، بارث و همکاران (۲۰۱۳) و لنگ و مفیت (۲۰۱۱) و...) شفافیت در گزارش‌گری مالی می‌تواند اعتماد جامعه سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. در طرف مقابل، عدم شفافیت می‌تواند موجب بدبینی، کژ اخلاقی و عدم اطمینان شود. چنین عدم اطمینانی ریسک اطلاعاتی برای بازیگران بازار به دنبال داشته و تأمین سرمایه در این شرایط مستلزم نرخ بازده بالاتر و در نتیجه هزینه سرمایه بیشتر خواهد بود (یوسفی اصل و همکاران، ۱۳۹۳).

با ورود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و ارائه اطلاعات دقیق در زمینه ریسک اعتباری شرکت‌ها و اوراق، با کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار، شفافیت افزایش یافته و سرمایه‌گذاران می‌توانند به قضاوت درست از شرکت‌ها بپردازند و راحت‌تر وضعیت اعتباری شرکتی را تحلیل و آینده آن را پیش‌بینی کنند که این امر اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و موجب افزایش مشارکت آنها در بازار سرمایه می‌شود (رمضان‌پور و همکاران، ۱۳۹۲).

### ۴. روش تحقیق

در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش تحلیل مضمون استفاده شده است. ابزار گردآوری داده‌ها، مصاحبه‌های رو در رو و عمیقی بود که با طرح پرسش‌های باز طی ۳۰ تا ۶۰ دقیقه با افراد برگزار شدند. دستورالعمل مصاحبه، مشتمل بر پرسش‌هایی در خصوص حیطه‌های اقتصادی مورد تأثیر از مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و کانال‌های اثرگذاری آنان بود؛ البته براساس نحوه پاسخ‌گویی مصاحبه‌شوندگان، پرسش‌های دیگری نیز فراخور هر مصاحبه مطرح می‌شدند. افراد مصاحبه‌شونده، جمعی از مسئولان بازار سرمایه ایران، اعضای هیئت علمی دانشگاه‌ها و افراد خبره بازارهای مالی بودند. این پژوهش طی مصاحبه با چهارده خبره به اشباع نظری رسید؛ ولی برای افزایش مطلوبیت داده‌ها، مصاحبه‌ها تا هفده نفر ادامه یافت.

برای بررسی نقش ورود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری بر اقتصاد کشور، داده‌های به‌دست آمده از خبرگان را دسته‌بندی کرده و به تحلیل و بررسی آنها پرداخته شد. تحلیل مضمون یکی از شیوه‌های متداول تحلیل محتوا و روشی برای تحلیل داده‌های کیفی حاصل از مصاحبه است. این روش تکنیکی برای شکستن متن و یافتن نکات معقول و برجسته درون متن است (عابدی جعفری و همکاران، ۱۳۹۰). مضمون یا تم، بیانگر مفهوم مهمی در داده‌ها در رابطه با سؤالات تحقیق



است و تا حدی معنا و مفهوم الگوی موجود در مجموعه‌ای از داده‌ها را نشان می‌دهد (براون و کلارک، ۲۰۰۶).

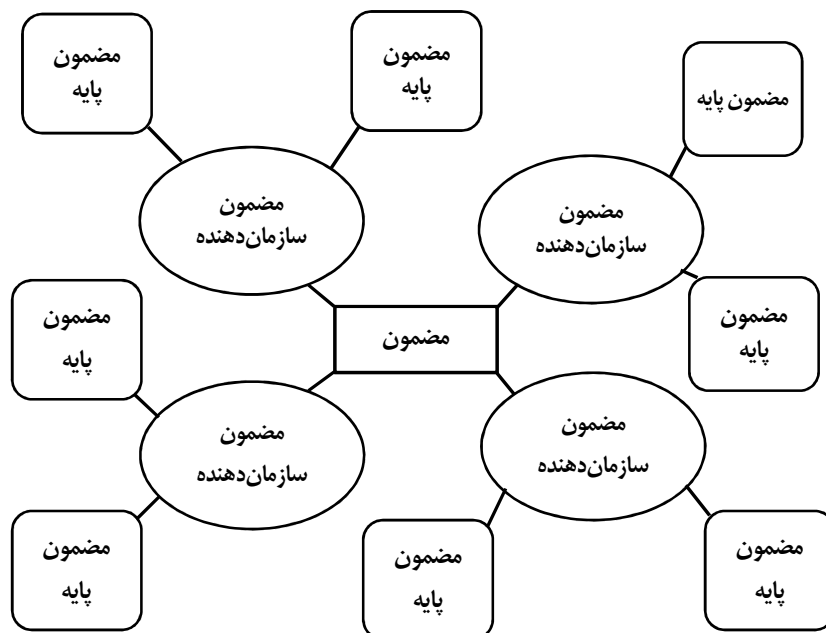
استرلینگ معتقد است با تحلیل مضامین، شبکه‌ای از مضامین ایجاد می‌شود و سرانجام، با تحلیل آنها مفاهیم مهم استخراج و مدل تبیین می‌شود (استرلینگ، ۲۰۰۱). پژوهشگران علوم اجتماعی و انسانی غالباً از تحلیل مضمون جهت شناخت الگوهای کیفی و کلامی و تهیه کدهای مرتبط با آنها استفاده می‌کنند (عابدی جعفری و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۵۷). یکی از نکات مهم در روش تحلیل مضمون دستیابی پژوهشگر به شبکه مضامین است. شبکه مضامین براساس یک رویه مشخص مضامین زیر را نظام‌مند می‌کند:

الف) مضامین پایه: کدها و نکات مهم موجود در متن؛

ب) مضامین سازمان‌دهنده: مقولات به دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه؛

ج) مضامین فراگیر: مضامین عالی دربرگیرنده اصول حاکم بر متن به‌عنوان یک کل.

سپس این مضامین به صورت نقشه‌های شبکه وب رسم می‌شوند که در آن مضامین برجسته هر یک از این سه سطح همراه با روابط میان آنها نشان داده می‌شود. شبکه مضامین به‌عنوان رویه‌ای برای تهیه مقدمات تحلیل یا ارائه نتایج پایانی تحلیل نیست.



شکل ۱: ساختار یک شبکه مضامین (عابدی جعفری و همکاران، ۱۳۹۰)

آنچه شبکه مضامین عرضه می‌کند نقشه‌ای شبیه تارنما به مثابه اصل سازمان‌دهنده و روش نمایش است. شبکه مضامین، مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی متن)، مضامین سازمان‌دهنده (مضامین به دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضمون فراگیر (مضمون عالی دربرگیرنده اصل حاکم بر متن) را نظام‌مند می‌کند؛ سپس این مضامین به صورت نقشه‌های شبکه تارنما، رسم و مضامین برجسته هریک از این سه سطح همراه با روابط میان آنها نشان داده می‌شود (عابدی، جعفری و همکاران، ۱۳۹۰).

جدول ۱: مراحل و گام‌های روش تحلیل مضمون (براون و کلارک، ۲۰۰۶)

مرحله	گام	اقدام
تجزیه متن	۱. آشنا شدن با متن مصاحبه	۱-۱. پیاده‌سازی مصاحبه‌ها ۲-۱. مطالعه مجدد مصاحبه‌ها ۳-۱. نوشتن ایده‌های اولیه
	۲. ایجاد کدهای اولیه و کدگذاری	۱-۲. پیشنهاد چارچوب کدگذاری ۲-۲. تفکیک متن مصاحبه‌ها به بخش‌های کوچک‌تر ۳-۲. کدگذاری ویژگی‌های جالب داده‌ها
	۳. جستجو و شناسایی مضامین	۱-۳. تطبیق دادن کدها با مضامین بالقوه ۲-۳. استخراج مضامین از بخش‌های کدگذاری شده متن ۳-۳. پالایش و بازبینی مضامین
	۴. ترسیم شبکه مضامین	۱-۴. بررسی و کنترل همخوانی مضامین با کدهای استخراج شده ۲-۴. مرتب نمودن مضامین ۳-۴. انتخاب مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر ۴-۴. ترسیم نقشه مضامین ۵-۴. اصلاح و تأیید شبکه
تشریح متن	۵. تحلیل شبکه مضامین	۱-۵. تعریف و نام‌گذاری مضامین ۲-۵. توصیف و توضیح شبکه مضامین
ترکیب متن	۶. تدوین گزارش	۱-۶. تلخیص شبکه مضامین و بیان مختصر و صریح مضامین ۲-۶. استخراج نمونه‌های جالب و مورد توجه از داده‌ها ۳-۶. مرتبط نمودن نتایج تحلیل با سؤالات تحقیق و مبانی نظری ۴-۶. نوشتن گزارش علمی و تخصصی از تحلیل‌ها

## ۵. یافته‌های تحقیق

مرحله اول در روش تحلیل مضمون، گردآوری داده‌ها و پیاده‌سازی آنها می‌باشد. انجام مصاحبه با خبرگان و ضبط و پیاده‌سازی آنها نخستین کاری بود که به منظور انجام روش تحلیل مضمون انجام شد. مصاحبه‌ها با افراد خبره حوزه مالی نظیر ریاست سازمان بورس، ریاست اداره نظارت بر نهادهای مالی

سازمان بورس، تعدادی از کارشناسان معاونت نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس، تعدادی از اعضای کنونی و سابق شورای عالی بورس، اعضای هیئت علمی و استادان خبره حوزه مالی دانشگاه‌ها و تعدادی از مدیران بازار سرمایه صورت گرفت. پس از اینکه داده‌ها و اطلاعات به دست آمده جمع‌آوری شد، محقق داده‌های متنی را مطالعه و شروع به انجام کدگذاری باز کرد. در این مرحله با مطالعه متن مورد نظر و تأمل و تفکر بر روی آنها، برچسب‌ها و مضامین اولیه از متن‌ها استخراج شد.

در این بخش از فرایند، پژوهشگر به تعیین عبارات و کلیدواژه‌ها و الصاق کدها و توصیفگرها می‌پردازد. مجموع داده‌های به دست آمده از مصاحبه مطالعه شد و هم‌زمان با مطالعه به اجزای جداگانه‌ای برای تحلیل تقسیم شدند. علت این تقسیم‌بندی‌ها، تسریع و تسهیل در تحلیل و کدگذاری و کشف مضامین بالفعل و بالقوه در متن بوده است. سپس متن هر یک از ردیف‌ها مورد مطالعه قرار گرفت و کدهای اولیه ایجاد شدند. این کدها بیانگر مجموعه تفاسیر شخصی محقق نسبت به مضمون صریح موجود یا معانی پنهانی است که شاید مورد نظر گوینده بوده است.

ملاحظه این امر باعث دخالت دادن بافت و زمینه مصاحبه و همچنین توجه به عناصر مرتبط با این بافت شده و تحلیلی دقیق‌تر و نزدیک‌تر به قصد گوینده ارائه می‌نماید. در ادامه تمامی کدهای استخراج‌شده مورد بحث و بررسی قرار گرفت. این بحث و بررسی منتج به کشف مقولات جدید و غنی‌تر از مصاحبه‌های مورد مطالعه و تحلیل و تصحیح کدهای کشف‌شده شد. در جدول ذیل خلاصه‌ای از کدها به همراه مضامین پایه و سازمان‌دهنده آنها آورده شده است:

جدول ۲: خلاصه‌ای از کدهای اولیه احصاء شده از مصاحبه‌ها

مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه	خلاصه‌ای از کدهای اولیه احصاء شده
خروجی ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشور (کانال‌های اثرگذاری)	کاهش عدم تقارن اطلاعات	از طریق دسترسی به اطلاعات محرمانه و اسرار تجاری شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعات میان بازیگران بازارهای مالی کاهش می‌یابد.
	تخصصی شدن امر تحلیل	وضعیت اعتباری شرکت‌ها از طریق یک تیم تخصصی تحلیل می‌شود.
	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با اطلاعات بیشتر	با مشخص شدن ریسک و بازده اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار، وی با اطلاعات بیشتری اقدام به تصمیم‌گیری کرده و بالطبع تصمیم بهتر و جامع‌تری می‌گیرد.
	افزایش شفافیت بازار	با دسترسی به اسرار محرمانه شرکت‌ها و کاهش عدم تقارن اطلاعات، شفافیت بازار افزایش می‌یابد.
	افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران	با مد نظر قرار دادن تمامی اطلاعات شرکت‌ها در تحلیل، اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه افزایش می‌یابد.
	کاهش هزینه تأمین مالی بنگاه‌های معتبر	با انتشار رتبه‌های اعتباری، شرکت‌هایی که از وضعیت اعتباری خوبی برخوردارند، سرمایه بیشتری با هزینه کمتر جذب می‌کنند.
	افزایش انگیزه بنگاه‌های نامعتبر برای بهبود وضعیت اعتباری‌شان	بنگاه‌هایی که رتبه اعتباری بالایی ندارند، برای کاهش هزینه‌های اعتباری و... خود انگیزه پیدا می‌کنند تا وضعیت خود را بهبود بخشند.

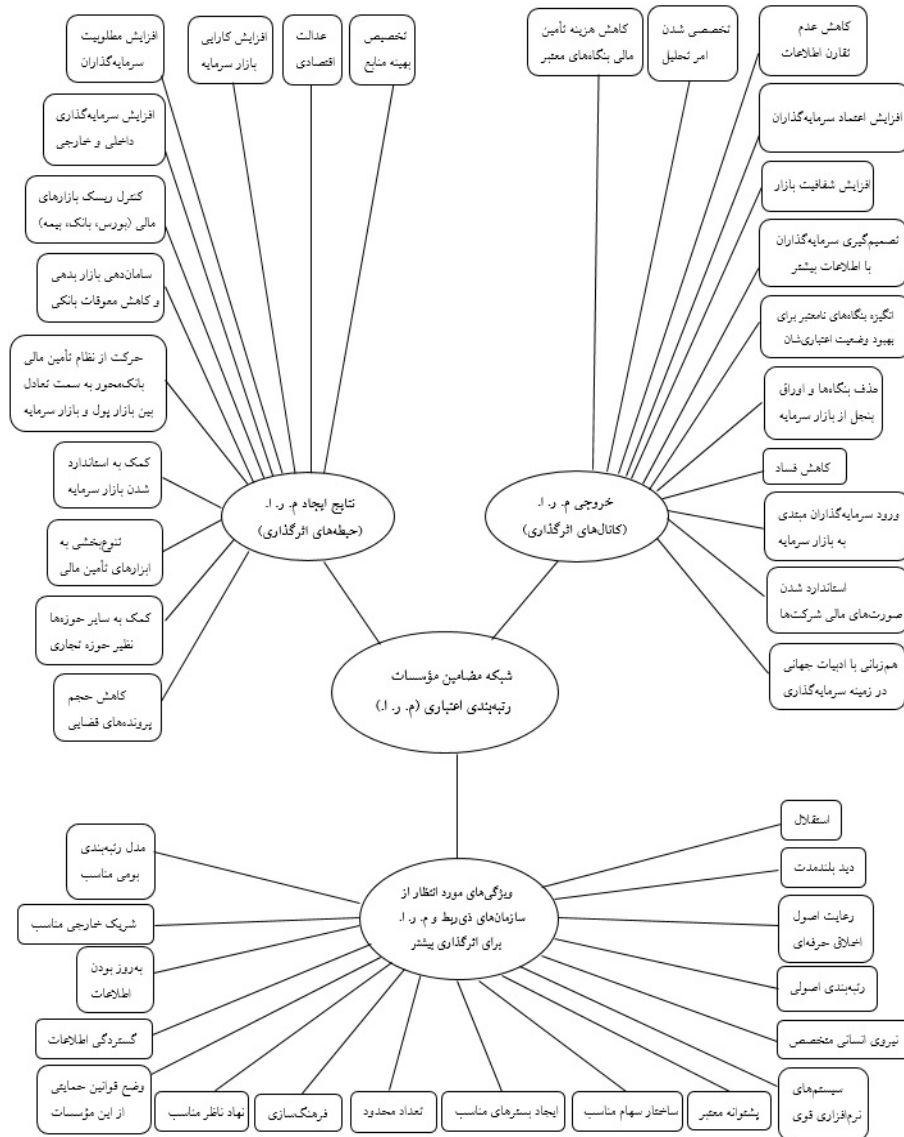
حذف بنگاه‌ها و اوراق بنجل از بازار سرمایه	بنگاه‌ها و اوراقی که وضعیت اعتباری ضعیفی دارند خود به خود از بازار سرمایه حذف می‌شوند.	
کاهش فساد	نهادهای اعطاکننده تسهیلات با استناد به رتبه‌های اعتباری شرکت‌ها می‌توانند از اعطای دستوری (راتنی) اعتبار به شرکت‌های ضعیف خودداری کنند.	
ورود سرمایه‌گذاران مبتدی به بازار سرمایه	با انتشار رتبه‌های اعتباری، حتی سرمایه‌گذارانی که از دانش کافی برای تحلیل وضعیت شرکت‌ها برخوردار نیستند می‌توانند سرمایه خود را وارد بازار سرمایه کنند.	
استاندارد شدن صورت‌های مالی شرکت‌ها	هر شرکت برای خرید رتبه اعتباری ملزم است تا صورت‌های مالی اش را به صورت استاندارد شده به مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری ارائه کند.	
هم‌زبانی با ادبیات جهانی در زمینه سرمایه‌گذاری	تقریباً در سراسر جهان مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری یک ادبیات رایج در حوزه سرمایه‌گذاری هستند.	
افزایش سرمایه‌گذاری داخلی	با افزایش شفافیت بازار و همچنین تسهیل در امر تحلیل، سرمایه‌گذاران بیشتری با میزان سرمایه بیشتر وارد بازار سرمایه می‌شوند.	
افزایش سرمایه‌گذاری خارجی	با هم‌زبانی با ادبیات جهانی و نیز روشن شدن ریسک اعتباری شرکت‌ها و اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران خارجی نیز انگیزه ورود به بازار ایران پیدا می‌کنند.	
تخصیص بهینه منابع	هر شرکت و ورقه بهادار به نسبت میزان ریسک و بازده انتظاری خود به سرمایه دست می‌یابد.	
افزایش عدالت اقتصادی	با حرکت جریان سرمایه از سمت بنگاه‌های ضعیف به سمت بنگاه‌های معتبر، سرمایه به صورت عادلانه توزیع خواهد شد.	
افزایش مطلوبیت سرمایه‌گذاران	با متنوع شدن سبدهای سرمایه‌گذاری، هر سرمایه‌گذار با توجه به تابع مطلوبیت خود سبد بهینه را انتخاب کرده و مطلوبیت خود را بیشینه می‌کند.	
نتایج ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری در کشور (حیطه‌های اثرگذاری)	فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات میان بازیگران بازارهای مالی منجر به افزایش کارایی بازار سرمایه می‌گردد.	
کنترل ریسک بازارهای مالی (بورس، بانک، بیمه)	این نهادها به نهادهای ناظر بازارهای مالی (سازمان بورس، بانک مرکزی و بیمه مرکزی) کمک کرده تا نظارت و کنترل بیشتری بر ریسک شرکت‌های زیر نظر خود کنند.	
کاهش معوقات بانکی و سامان‌دهی بازار بدهی	این مؤسسات از طریق شناسایی شرکت‌های ضعیف، باعث کاهش اعطای تسهیلات به آنها شده و از این طریق معوقات شبکه بانکی کشور را کاهش می‌دهند.	
حرکت از نظام تأمین مالی بانک‌محور به سمت تعادل بین شبکه بانکی و بازار سرمایه	یکی از دلایلی که مردم به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رغبت چندانی ندارند مشخص نبودن ریسک اعتباری شرکت‌ها و اوراق بهادار است.	
کمک به استاندارد شدن بازار سرمایه	این مؤسسات حلقه مفقوده بازار سرمایه هستند.	
تنوع‌بخشی به ابزارهای تأمین مالی	این مؤسسات با رتبه‌بندی ابزارهای مختلف و تعیین میزان ریسک اعتباری هر کدام، منجر به فراهم شدن بستر برای انتشار انواع مختلف ابزارهای تأمین مالی می‌شوند.	
کمک به سایر حوزه‌ها نظیر حوزه تجاری	شرکای تجاری تمایل دارند تا با شرکت‌هایی که از وضعیت اعتباری مطلوبی برخوردارند همکاری نمایند.	

کاهش حجم پرونده‌های قضایی	با کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ضعیف، تعداد افرادی که تحت نکول این شرکت‌ها قرار می‌گیرند کاهش پیدا کرده و پرونده‌های قضایی علیه این شرکت‌ها کاهش می‌یابد.	
استقلال	این مؤسسات باید از لحاظ مالی، تصمیم‌گیری و... مستقل باشند تا بتوانند رتبه‌بندی بدون سوگیری‌ای را ارائه دهند.	
مدل رتبه‌بندی بومی مناسب	مدلی که این مؤسسات استفاده می‌کنند باید مطابق با دانش روز بوده و برای اقتصاد ایران طراحی شده باشند.	
دید بلندمدت	در بلندمدت نتیجه رتبه‌بندی‌ها آشکار می‌شود. این مؤسسات باید دید بلندمدت داشته باشند تا سعی کنند شرکت‌ها و اوراق را به اصولی‌ترین روش رتبه‌بندی نمایند.	
شریک خارجی مناسب	شریک خارجی از دو جنبه می‌تواند به این مؤسسات کمک کند؛ یکی در اختیار قرار دادن دانش و مهارت رتبه‌بندی و دیگری افزایش اعتبار و پشتوانه مؤسسه ایرانی به کمک اعتبار و شهرت خودش	
رعایت اصول اخلاق حرفه‌ای	این مؤسسات برای افزایش اعتبار و اقبال عمومی باید مسائلی نظیر محرمانگی اطلاعات، عدم سوگیری در تصمیمات و... را رعایت کنند.	
جذب نیروی انسانی متخصص	این مؤسسات برای افزایش بهره‌وری خود باید از نیروی متخصص استفاده کرده و مدام اینها را آموزش دهند.	
رتبه‌بندی اصولی	رتبه‌بندی شرکت‌ها و اوراق باید از روش اصولی خود تبعیت کند و شرکت‌ها را صرفاً به انگیزه کسب رتبه عالی به رتبه‌بندی فراخواند.	
تعداد محدود	برای برخورداری از صرفه نسبت به مقیاس	
به روز بودن اطلاعات	باید رتبه‌های آنان به روز بوده و مدام در حال بررسی وضعیت شرکت‌ها و اوراق باشند.	ویژگی‌های بهینه مورد انتظار از مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری برای اثرگذاری بیشتر
گسترده‌گی اطلاعات	این مؤسسات باید تمامی جوانب شرکت‌ها را (صورت‌های مالی، قراردادهای تجاری، دعاوی له یا علیه شرکت، سوء پیشینه مدیران و...) در تصمیم‌گیری‌های خود دخیل کنند.	
سیستم‌های نرم‌افزاری قوی	برای تحلیل هرچه بهتر اطلاعات این مؤسسات نیاز به سیستم‌های نرم‌افزاری قوی دارند.	
پشتوانه معتبر	داشتن پشتوانه معتبر (نظیر شریک خارجی معتبر، سهام‌دار عمده قوی یا...) برای برند شدن این مؤسسات و افزایش اقبال عمومی نسبت به آنان یکی از ملزومات این مؤسسات است.	
ساختار سهام مناسب	باید بررسی کرد که چه ساختار حاکمیت شرکتی‌ای برای افزایش بهره‌وری این مؤسسات بهینه است.	
نهاد ناظر مناسب	داشتن نهاد ناظر لایق برای نظارت صحیح بر عملکرد این مؤسسات یکی از شرط‌های موفقیت‌شان می‌باشد.	
فرهنگ‌سازی	استفاده از رتبه‌های این مؤسسات باید تبدیل به یک فرهنگ در سطح جامعه شود تا بتواند کارایی مورد نظر را کسب نماید.	
ایجاد بسترهای مناسب	ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی در کشور، شفاف‌سازی سیاست‌های اقتصادی و مسائل مهم‌تر، حرکت اقتصاد به سمت خصوصی‌سازی و...	
وضع قوانین حمایتی از این مؤسسات	الزام نهاد‌های سرمایه‌گذار و تسهیلات‌دهنده بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و طرح‌های معتبر	

پس از جمع‌بندی مصاحبه‌ها و مضامین در پایان تعداد ۴۲ مضمون اصلی و بیش از ۱۰۰ مفهوم اولیه به‌عنوان مضامین پایه استخراج شدند. کاهش عدم تقارن اطلاعات، تخصیص بهینه منابع، کاهش معوقات بانکی، نیاز به استقلال این مؤسسه‌های، داشتن شریک خارجی مناسب و ایجاد بستر مناسب توسط نهاد ناظر از جمله مضامین پر تکراری بودند که در مجموع مصاحبه‌ها بیش از ۱۰ بار مورد تأکید قرار گرفت.

با مطالعه داده‌ها و اطلاعات و استخراج مضامین اولیه، این مضامین بارها توسط محقق بازبینی و اصلاح شد و مضامین مشابه و یکسان در یک دسته قرار گرفتند. همان‌گونه که در قسمت پیشین بیان شد، شبکه مضامین متشکل از مضامین پایه، مضامین سازمان‌دهنده و مضامین فراگیر است. در پژوهش حاضر با مرور و بازبینی مضامین و انجام طبقه‌بندی‌های گوناگون، سرانجام محقق به شبکه مضامینی شامل ۴۲ مضمون پایه و ۳ مضمون سازمان‌دهنده دست یافت که در شکل ۲ مشخص است.

پژوهشگر با طی کردن مراحل تحلیل داده‌ها و اطلاعات از منبع مصاحبه مشاهده کرد که دیگر مضمون و مفهوم جدیدی کشف نمی‌شود و پژوهش به اشباع نظری رسیده است؛ ازاین‌رو ضمن اتمام جمع‌آوری و دسته‌بندی مضامین، به تحلیل آنها پرداخت.



شکل ۲: شبکه مضامین مربوط به مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری

همان‌طور که در شبکه مضامین یادشده مشخص است، طبق یافته‌های تحقیق، ورودی «ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در کشور»، خروجی‌هایی نظیر کاهش عدم تقارن اطلاعات، تخصصی شدن امر تحلیل و افزایش شفافیت بازار در پی خواهد داشت که همگی در مضمون سازمان‌دهنده «خروجی ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری» یا همان کانال‌های اثرگذاری جای

گرفته‌اند. ما اعتقاد داریم که هر «ورودی»، از طریق «کانال‌هایی» «خروجی‌هایی» را در پی خواهد داشت که سرانجام به «اثراتی» منجر می‌شود.

به‌عنوان مثال، اگر ورودی رفتن دانش‌آموزان به مدرسه در نظر گرفته شود، کانال‌های اثرگذاری آن عبارت خواهند بود از تحصیل ایشان، رعایت بیشتر نظم و برنامه‌ریزی، افزایش تحرک و شرکت در برنامه‌های علمی، فرهنگی، پرورشی و... که نتایجی از قبیل رشد سطح سواد، افزایش مهارت، یادگیری نظم و برنامه‌ریزی در زندگی، رشد سلامت و سطح فرهنگی آنها را در پی خواهد داشت و در جامعه اثرات آن را می‌توان در افزایش سطح سواد و سلامت جامعه، افزایش رشد و بالندگی، پیشرفت و توسعه جامعه و استقلال بیشتر آن دید.

در مطالعه جاری، طبق نظر خبرگان امر، نتایج حاصل از خروجی‌های یادشده مواردی نظیر افزایش کارایی بازار سرمایه، تخصیص بهینه منابع، افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش عدالت اقتصادی، رشد سطح مطلوبیت سرمایه‌گذاران و... خواهد بود که ما آنها را در مضمون سازمان‌دهنده «نتایج ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری» یا همان حیطه‌های اثرگذاری این مؤسسه‌های دسته‌بندی کرده‌ایم. این نتایج در انتهای زنجیره می‌توانند اثرات مفیدی نظیر افزایش رفاه جامعه و کنترل بهینه متغیرهای کلان اقتصادی نظیر اشتغال و تورم در اقتصاد کشور بگذارند؛ زیرا با کاراتر شدن نظام سرمایه‌کشور، سیاست‌گذار پولی و مالی می‌تواند بهتر و مؤثرتر اقدام به سیاست‌گذاری نماید. البته برای اثرگذاری بیشتر و بهتر این مؤسسه‌ها انتظار می‌رود مواردی نظیر مدل بومی مناسب، دید بلندمدت، استقلال این مؤسسه‌های و... از طرف این مؤسسه‌های و نهادهای ذی‌ربط در نظر گرفته شود.

## ۶. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اطلاعات از اهمیت بسزایی در روابط اقتصادی برخوردارند. با افزایش سطح اطلاعات میان بازیگران اقتصادی، روابط از کارایی بالاتری بهره‌مند شده و در نتیجه رفاه اقتصادی افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین ملزومات تولید بوده و بازارهای مالی نقش مهمی را در این زمینه ایفا می‌کنند. با گسترده و نیز پیچیده شدن بازارهای مالی، نیاز به تحلیل تخصصی در این زمینه احساس می‌شود.

با این شرایط، وجود یک نهاد ثالث برای اظهار نظر در مورد وضعیت اعتباری شرکت‌ها و اوراق بهادار و توزیع اطلاعات اعتباری‌شان و همچنین افزایش تقارن اطلاعاتی میان آنها و سرمایه‌گذاران احساس می‌شود. مؤسسه‌هایی که بی‌طرفانه در مورد احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی



شرکت‌ها و اوراق بهادار قضاوت کرده و با تجزیه و تحلیل اطلاعات و تسهیم آنها با سرمایه‌گذاران، نقشی مهم و حیاتی در توسعه بازارهای مالی و به‌طورکلی اقتصاد ایفا کنند.

هم‌اکنون مؤسسه‌هایی تحت عنوان مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در بسیاری از نقاط جهان اقدام به تحلیل وضعیت اعتباری شرکت‌ها، اوراق بهادار، کشورها، شهرداری‌ها و... می‌کنند؛ اما این مؤسسه‌ها به دلیل وجود تحریم‌ها علیه ایران، اجازه ورود به بازار ایران را ندارند و بدین ترتیب جای خالی این مؤسسه‌های در داخل کشور احساس شده و مؤسسه‌های بومی باید اقدام به رتبه‌بندی اعتباری نمایند.

عمده پژوهش‌های پیشین بر لزوم وجود این مؤسسه‌های در بازار و التزام نظارت صحیح بر آنها تمرکز دارند. این مطالعات، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری را از ابعاد مختلفی نظیر اهمیت، قانون‌گذاری، مدل‌سازی و... بررسی کرده و به نتایج قابل توجهی دست یافته‌اند. در بیشتر مطالعات این مؤسسه‌ها به‌عنوان جزء جدایی‌ناپذیر بازارهای مالی حساب شده‌اند. مطالعاتی هم در زمینه بررسی نقاط ضعف این مؤسسه‌های صورت گرفته که هدفشان بهبود وضعیت و عملکرد این مؤسسه‌های و ارائه راهکار برای رفع نواقص آنان در آینده می‌باشد.

مقاله حاضر با شناسایی متغیرهای اقتصادی تحت تأثیر مؤسسه‌های رتبه‌بندی، به بررسی و تحلیل نحوه اثرگذاری این مؤسسه‌ها بر متغیرهای شناسایی شده پرداخته است. این مقاله در واقع پشتوانه نظری برای تأسیس این مؤسسه‌ها با توجه به شرایط حاضر اقتصاد کشور ارائه نموده است. برای این منظور، پژوهشگران پرسش‌نامه‌ای تنظیم کرده و با مسئولان امر و نیز جمعی از اعضای هیئت علمی کشور مصاحبه رو در رو انجام داده‌اند و نظرات ایشان را دسته‌بندی کرده و در قالب روش تحلیل مضمون ارائه داده‌اند.

براساس یافته‌های تحقیق، مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری از طریق ارائه اطلاعات تخصصی به سرمایه‌گذاران جهت تحلیل وضعیت اعتباری شرکت‌ها و اوراق بهادار و نیز کاهش عدم تقارن اطلاعات میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر، افزون‌بر افزایش مطلوبیت سرمایه‌گذاران، باعث افزایش سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه منابع، مدیریت بهتر سطح ریسک در بازارهای مالی و حرکت به سمت تحقق عدالت اقتصادی می‌شوند. همه این عوامل باعث می‌شوند تا بازار سرمایه ایران به سمت بازاری کارا تر سوق داده شده و اثراتی نظیر افزایش رفاه و مطلوبیت جامعه به همراه داشته باشد.

این مؤسسه‌ها با افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعات، تأثیر مهمی در ورود جریان سرمایه به چرخه تولید کشور دارند. مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات، کژگزینی (انتخاب بد) و کژمنشی (رفتار نامناسب) را در رابطه بین سرمایه‌گذاران و

بنگاه‌ها کاهش داده و افزون‌بر افزایش حس اعتماد سرمایه‌گذاران، باعث سهولت در امر سرمایه‌گذاری می‌شوند؛ زیرا این مؤسسه‌ها، با بهره‌گیری از تحلیل تحلیل‌گران و متخصصان حرفه‌ای در امر سرمایه‌گذاری، به بررسی وضعیت اعتباری شرکت‌ها و اوراق پرداخته و نظر کارشناسانه خود را در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و خرد قرار می‌دهند.

مقایسه نتایج حاصل از این تحقیق با تحقیقات مشابه نظیر مشایخ و همکاران (۱۳۹۴) نشان می‌دهد که مهم‌ترین اثرات حاصل از ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری و نیز موارد و نکات لازم برای تأثیر هرچه بیشتر و بهتر این مؤسسه‌های در فضای اقتصاد ایران در هر دو تحقیق با یکدیگر هم‌خوانی دارد. همچنین نتایج این تحقیق با تحقیق رمضان‌پور و همکاران (۱۳۹۲) و تهرانی و همکاران (۱۳۸۸) نیز مطابقت دارد.

به سازمان‌های ذی‌ربط و تصمیم‌گیرنده پیشنهاد می‌شود تا با فراهم آوردن زمینه مناسب برای فعالیت این مؤسسه‌ها نظیر فرهنگ‌سازی، وضع قوانین حمایتی مناسب، انتخاب نهاد ناظر درخور و انتخاب ساختار سهام مناسب موجب عملکرد بهتر این مؤسسه‌ها شوند.

از دیگر سو، پژوهشگران به مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری‌ای که قصد ورود به بازار سرمایه ایران را دارند پیشنهاد می‌کنند تا با داشتن دید بلندمدت، اتخاذ مدل بومی مناسب، گسترده و بروز بودن اطلاعات (از شرکت‌ها، نهادها و اوراق بهادار)، رتبه‌بندی اصولی، حفظ استقلال، رعایت اصول اخلاق حرفه‌ای، اتخاذ شریک خارجی مناسب، استفاده از نیروی انسانی متخصص، بهره‌گیری از سیستم‌های نرم‌افزاری قوی و... در جهت افزایش قدرت و نفوذ و تأثیرگذاری خود تلاش نمایند.

از آنجایی که هنوز در هیچ نشریه‌ای به صورت کمی تأثیر این مؤسسه‌های بر متغیرهای اقتصادی کشورها نظیر سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی، تعداد سهام معامله‌شده در طول یک دوره مشخص، شاخص‌های عدالت اقتصادی و... بررسی نشده است، پیشنهاد می‌شود تا پژوهشگران به صورت کمی و از طریق روش‌های اقتصادسنجی بررسی کنند که آیا ورود این مؤسسه‌های به کشورهای مختلف توانسته است تفاوت معناداری در شاخص‌های اقتصادی آن کشورها داشته باشد یا خیر.

## پیوست

سؤالات مصاحبه به شرح زیر است:

۱. به نظر شما ایجاد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در کشور چه ضرورتی دارد؟
۲. این مؤسسه‌های به چه میزان می‌توانند در بهبود عملکرد اقتصادی کشور اثرگذار باشند؟
۳. چه محورهایی از عملکرد اقتصادی می‌توانند بیشتر تحت تأثیر این مؤسسه‌های قرار بگیرند؟
۴. این مؤسسه‌های چه ویژگی‌هایی باید داشته باشند تا منجر به بهبود عملکرد اقتصادی کشور شوند؟
۵. کانال‌های اثرگذاری این مؤسسه‌های بر اقتصاد کشور چیستند (این مؤسسه‌های از چه طریقی بر اقتصاد کشور اثر می‌گذارند)؟ آیا در ایران این کانال‌ها وجود دارند؟
۶. با توجه به شرایط کنونی ایران (از لحاظ وجود بسترهای مناسب) آیا ورود این مؤسسه‌های کمکی به بهبود وضعیت اقتصادی کشور می‌کند؟ یا صرفاً هزینه‌ای بر دوش اقتصاد کشور خواهد گذاشت؟ (از لحاظ هزینه‌های بروکراتیک یک نهاد؛ یا اینکه ممکن است بستری برای رانت شود).
۷. به نظر شما، آیا بسترهای قانونی لازم برای ورود این مؤسسه‌های به کشور وجود دارد؟
۸. وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری چقدر نهادهای نظارتی را در نظام اقتصادی کشور کمک خواهد کرد؟
۹. در انتها اگر فکر می‌کنید نکته‌ای بوده که در این پرسش‌نامه ذکر نشده است، بفرمایید.

## منابع

۱. بت‌شکن، محمدهاشم؛ شهاب‌الدین شمس و ابوالفضل جعفری (۱۳۸۸)، «تحلیل صنعت رتبه‌بندی اعتباری در دنیا و بررسی موانع و راهکارهای پیش روی این صنعت در کشورمان»، فصلنامه مدیریت و توسعه، ش ۴۰، ص ۴۴-۶۴.
۲. تهرانی، رضا؛ محسن محمدی و امیرمحمد رحیمی (۱۳۸۸)، «نظام سنجش اعتبار و جایگاه آن در بهبود نظام تأمین مالی»، کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران (با رویکرد نوآوری‌های مالی)، تهران، <https://www.sid.ir/FileServer/SF/12313880002.pdf>
۳. خان‌زاده، محمد؛ محمدجواد محقق‌نیا و محمدحسن ابراهیمی سروعلیا (۱۳۹۸)، «طراحی الگوی رتبه‌بندی اعتباری بانک‌های اسلامی ایران»، دو فصلنامه تحقیقات مالی اسلامی، ش ۱۷، ص ۳۲۷-۳۶۵.
۴. رمضان‌پور، اسماعیل؛ فرزانه قاسمی شمس و مائده صفری (۱۳۹۲)، «نقش مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری در بازار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن»، کنفرانس مدیریت چالش‌ها و راهکارها، شیراز، <https://civilica.com/doc/261508>
۵. سلیم‌پور، مریم (۱۳۸۵)، «نگاهی فراتر بر عملکرد مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری»، فصلنامه تازه‌های اقتصاد، ش ۱۱۳، ص ۴۲-۵۱.
۶. شاهرخی، سیده سمانه و شهناز مشایخ (۱۳۹۵)، «شناسایی شاخص‌های تعیین‌کننده رتبه اعتباری شرکت‌ها»، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ش ۱۹، ص ۲۵-۵۱.
۷. عابدی جعفری، حسن؛ محمدسعید تسلیمی، ابوالحسن فقیهی و محمد شیخ‌زاده (پاییز و زمستان ۱۳۹۰)، «تحلیل مضمون و شبکه مضامین: روشی ساده و کارآمد برای تبیین الگوهای موجود در داده‌های کیفی»، دو فصلنامه اندیشه مدیریت راهبردی، ش ۱۰، ص ۱۵۱-۱۹۸.
۸. مشایخ، شهناز؛ آمنه بذرافشان و زهره عارف‌منش (۱۳۹۷)، «مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری: نقش‌ها، مزایا، انتقادات و نحوه نظارت»، فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، ش ۵۲، ص ۶.
۹. مشایخ، شهناز و سیده سمانه شاهرخی (۱۳۹۴)، «نظام رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها در دنیا»، فصلنامه پژوهش حسابداری، ش ۱۶، ص ۱۳۱-۱۴۸.
۱۰. نوری‌فرد، یداله و ابراهیم بسحاق (۱۳۹۸)، «رابطه بین رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها با دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، کیفیت حسابرسی و حاکمیت شرکتی»، فصلنامه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ش ۸، ص ۱۱-۲۲.

۱۱. یوسفی اصل، فرزانه؛ مهناز ملا نظری و غلامرضا سلیمانی امیری، «تیین مدل شفافیت گزارشگری مالی»، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری، ش ۱۴، ص ۱-۳۸.
12. Adelson, Mark H. (2012), "The Role of Credit Ratings in the Financial System", *Standard & Poor's*, Accessed online on 19th December 2013 at [www.standardandpoors.com /RatingsDirect](http://www.standardandpoors.com/RatingsDirect) on the Global Credit Portal-1-12.
13. Akerlof, George A. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 84, No. 3, PP. 488-500.
14. Barth, Mary E., Konchitchki, Yaniv and Landsman, Wayne R. (2013), "Cost of Capital and Earnings Transparency" *Journal of Accounting and Economics*, Volume 55, Issues 2-3, PP. 206-224.
15. Beaver, William H.; Shakespeare, Catherine and Soliman, Mark T. (2006), "Differential Properties in the Ratings of Certified Versus Non-Certified Bond-Rating Agencies", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 42, Issue 3, PP. 303-334.
16. Bonghearts, Dion; Cremers, K. J. Martijn and Goetzmann, William N. (2012), "Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings", *the Journal of Finance*, Vol. 67, Issue 1, PP. 113-152.
17. Braun, V. and Clarke, C. (2006), "Using thematic analysis in psychology", Edward Arnold (Publishers) Ltd.
18. Bushman, R and Smith, A (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of accounting and economics*, Volume 32, Issues 1-3, December 2001, PP. 237-333.
19. Cantor, Richard (2004), "An Introduction to Recent Research on Credit Ratings", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, Issue 11, PP. 2565-2573.
20. Cantor, Richard and Packer, Frank (1995), "The Credit Rating Industry", *The Journal of Fixed Income*, Vol. 5, Issue 3.
21. Chodnicka-Jaworska, Patrycja and Jaworski, Piotr (2019), "The Chinese and the Big Three Credit Rating Agencies – their Impact on Stock Prices", *Faculty of Management Working Paper Series*, No .5, February 2019, PP. 1-29.
22. Crisis", 6th International Conference on Humanities and Social Science Research, Volume 435, PP. 624-626.

23. Faulkender, Michael and Petersen, Mitchell A. (2006), "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, Issue 1, PP. 45-79.
24. Forster, Josef (2008), "Essays on the Economics of Credit Rating Agencies and Banking", Ludwig-Maximilians-University of Munich, Chapter 1.
25. Francis, J. R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, Volume 79, PP. 967-1010.
26. Hovakimian, Armen; Kayhan, Ayla and Titman, Sheridan (2009), "Credit Rating Targets" [Online], Available:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1098351](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1098351).
27. Lang, M., M. Maffett. (2011), "Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 52, Issues 2-3, PP. 101-125.
28. Langohr, Herwig and Langohr, Patricia (2008), "The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why they are Relevant", West Sussex, John Wiley and Sons Publications.
29. Liu, Pu and Thakor, Anjan V. (1984), "Interest Yields, Credit Ratings, and Economic Characteristics of State Bonds: An Empirical Analysis: Note", *Journal of Money, Credit and Banking*, Volume 16, No. 3, PP. 344-351.
30. Madhani, P. (2007), "Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting", *The accounting world*, Vol. 7, No. 6, PP. 63-66.
31. Matyska, Tomas (2011), Strategic Role of Credit Rating Agencies on Financial Markets, Bachelor thesis, University of Carolina, Prague.
32. Mittoo, Usha R. and Zhang, Zhou (2010), "Bond Market Access, Credit Quality, and Capital Structure: Canadian Evidence", *The Financial Review*, Vol. 45, Issue 3, PP. 579-602.
33. Morkoetter, Stefan; Stebler, Roman; Westerfeld, Simone (2017), "Competition in the Credit Rating Industry: Benefits for Investors and Issuers", *Journal of Banking & Finance*, Volume 75, February 2017, PP. 235-257.
34. Naeem, Shammyla (2012), Financial structure of UK firms: The influence of credit ratings, PhD thesis, University of Glasgow, Scotland, UK.

35. Novick, Barbara; Chavers, Kevin and Rosenblum Alexis (2013), "Credit Rating Agencies: Reform, Don't Eliminate". Available:  
<https://www.blackrock.com/corporate/en-pt/literature/whitepaper/viewpoint-credit-rating-agencies-reform-dont-eliminate.pdf>.
36. Partnoy, Frank (2002), "The Paradox of Credit Ratings", In: Levich, Richard M., Majnoni, Giovanni and Reinhart, Carmen (eds.) ed. (2002), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.
37. Perraudin, William and Taylor, Alex P. (2004), "On the Consistency of Ratings and Bond Market Yields", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, Issue 11, PP. 2769-2788.
38. Poon, Winnie P. H. and Shen, Jianfu (2020), "The Roles of Rating Outlooks: The Predictor of Creditworthiness and the Monitor of Recovery Efforts", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Volume 55, Issue 11, PP. 1063-1091.
39. Schroeder, Susan K. (2015), *Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets*, New York, Palgrave Macmillan Publication.
40. Sinclair, Timothy J. (2005), *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and Their Politics of Creditworthiness*, New York, Cornell University Press.
41. Stiglitz, Joseph E. (1975), "The Theory of 'Screening', Education, and the Distribution of Income", *The American Economic Review*, Vol. 65, No. 3, PP. 283-300.
42. Stirling, A. J. (2001), "Thematic Networks: An Analytic Tool for Qualitative Research", *Qualitative Research*, Vol. 1, No. 3, PP. 385-405.
43. Sylla, Richard (2002), "A historical primer on the business of credit rating", In: Levich, Richard M., Majnoni, Giovanni and Reinhart, Carmen (eds.) ed. (2002), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.
44. Tang, Tony T. (2009), "Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement", *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, Issue 2, PP. 325-351.

45. Thakor, Anjan V. and Millon, Marcia H. (1985), "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", *The Journal of Finance*, Vol. 40, Issue 5, PP. 1403–1422.
46. White, Lawrence J. (2010), "Markets: The Credit Rating Agencies", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, Issue 2, PP. 211-226.
47. [www.moodys.com](http://www.moodys.com)
48. [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)
49. Xiaodie, Pan and Cai, Lu (2020), "The Analysis of Credit Rating Institutions in Financial.