

ماهیت حقوقی و اصول حاکم بر فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بازار سرمایه ایران با تاکید بر منشور اصول رفتاری آیسکو

بهرام تقی‌پور^۱

سید میلاد حسینی^۲

چکیده

امروزه در بازارهای سرمایه، دسترسی به اطلاعات دقیق و روزآمد، یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران محسوب شده و ایجاد تقارن اطلاعاتی میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران، ضامن کارآمدی و اعتماد به این بازارها و رفع دغدغه مزبور به شمار می‌رود؛ مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار نیز به عنوان یکی از اقسام نهادهای مالی، نقش موثری را با ارائه اطلاعات در خدمت‌رسانی مالی به سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند. در همین راستا، مؤسسات مذکور با ارزیابی انتظام اعتباری ناشران یا تعهدات مالی آنها، وظیفه ارزیابی ریسک نکول ناشران در ایفای تعهدات مالی خود را عهده‌دار هستند که برای انجام هر چه بهتر این وظیفه، می‌باید اصولی را سرلوحه کار خود قرار دهند. سازمان آیسکو به عنوان یک مرجع بین-المللی متشکل از نهادهای ناظر بازارهای سرمایه، منشوری را مشتمل از اصول یادشده در اختیار آنان قرار داده است. در این نوشتار، تلاش شده است تا ضمن بررسی ماهیت حقوقی این مؤسسات در ایران، میزان تطابق دستورالعمل تاسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی (مصوب ۱۳۹۴ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار) با منشور اصول رفتاری آیسکو مورد تحلیل قرار بگیرد که نتایج این نوشتار نشان می‌دهد اهم موضوعات موردنظر این منشور در دستورالعمل فوق‌الذکر (در ایران) پیش‌بینی و اعمال شده است.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، منشور آیسکو، دستورالعمل رتبه‌بندی.

طبقه‌بندی موضوعی: K22، K29

۱. عضو هیأت علمی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه خوارزمی (نویسنده مسئول) taghipour.bahram@yahoo.fr

۲. دانشجوی دکتری فقه و حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه خوارزمی

مقدمه

نخستین مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار^۳ در سال ۱۹۰۹ با انتشار فهرستی از رتبه‌بندی اوراق راه‌آهن آمریکا توسط آقای جان مودی^۴ در سال ۱۹۰۹ تشکیل شد و با در هم آمیختن سه هدف در یک فعالیت تجاری، سنگ‌بنای «صنعت رتبه‌بندی»^۵ و «اعتبار سرمایه‌ای»^۶ آن را بنیان نهاد (Langohr, 2008). از آن زمان تاکنون بیش از ۱۵۰ مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار در سراسر دنیا به رتبه‌بندی اعتبار دولت‌ها، مؤسسات، اوراق بهادار با درآمد ثابت، سهام و گواهی سپرده اقدام نمودند. وظیفه اصلی این مؤسسات تعیین احتمال نکول ناشر^۷ در ایفای تعهدات مالی مربوطه است. این رتبه‌ها در حقیقت به عنوان ابزار مدیریت ریسک سرمایه‌گذاران و نهادهای اعتباری محسوب می‌شوند و نقش به‌سزایی در این زمینه ایفا می‌کنند. صنعت رتبه‌بندی اعتبار، به دلیل گسترش بازارهای مالی طی سال‌های اخیر از رشد روزافزونی برخوردار بوده است (Veil, 2013, 413-420).

رتبه‌بندی اعتبار، عبارت از ارزیابی احتمال پرداخت به موقع تعهدات مالی ناشر است؛ به عبارت دیگر، رتبه‌بندی اعتبار، اظهارنظری در مورد پیش‌بینی صلاحیت اعتباری یک نهاد، یک تعهد اعتباری، یک ورقه بدهی، اوراق بهادار یا ناشر چنین تعهداتی می‌باشد. از این رو، سرمایه‌گذاران انتظار دارند ریسک ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی^۸ آنها به نوعی جبران شود (گروه نویسندگان، ۱۳۸۹، صص ۹۰۹-۹۰۷). بنابراین، به دلیل تاثیر رتبه‌های اعلام شده توسط این مؤسسات بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران از یک سو، و وجهه و اعتبار ناشرین اوراق بهادار از سوی دیگر، نظارت بر فعالیت این مؤسسات توسط نهادهای ناظر بازار سرمایه (رگولاتورها)^۹، واجد اهمیت زیادی شده است؛ چنانکه مقررات مارچ ۲۰۱۵ سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) موسوم به «منشور اصول رفتاری مؤسسات

۳ - Credit Rating Agency.

۴ - John Moody.

۵ - Rating Industry.

۶ - Reputation Capital.

۷ - The Default Risk.

۸ - Asymmetric Information.

۹ - Capital Market Regulators (Supervisors).

۱۰ - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Revised in March 2015 by the Board of the International Organization of Securities Commissions (aka and hereafter called: IOSCO CRAs Code of Conduct).

رتبه‌بندی اعتبار^{۱۱} نیز به عنوان شقی از حقوق نرم^{۱۲}، به این مقوله پرداخته و در این مقاله مورد تلاش شده است تا مقررات مزبور مورد بررسی و تحلیل قرار گیرد.

در نظام حقوقی ایران، مؤسسات رتبه‌بندی در بند ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴^{۱۳}، به عنوان یکی از نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار مورد شناسایی قرار گرفته‌اند، لیکن تعریف دقیقی از آن ارائه نشده است^{۱۴}. شایان ذکر است که علی‌رغم نیاز بازار سرمایه کشور به وجود چنین مؤسسه‌ای به ویژه از لحاظ جذب سرمایه‌گذار خارجی، تا زمان نگارش این اثر، به هیچ مؤسسه یا نهادی تحت این عنوان مجوز فعالیت اعطا نشده است، لیکن مجوزهایی از طرف سازمان بورس و اوراق بهادار برای تاسیس این مؤسسات با کمک شرکای خارجی صادر شده است. در این نوشتار تلاش شده تا در سه بخش اصلی، به ترتیب سابقه تقنینی موضوع و تعاریف، ماهیت حقوقی مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار و اصول حاکم بر فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی مورد بررسی قرار گیرد. همچنین در بخش سوم - که خود مشتمل بر چهار اصل کلی برای هر زیربخش است - مقررات ایران در این رابطه با اصول چهارگانه منشور آیسکو تطبیق داده شده است.

۱- سابقه تقنینی موضوع و تعاریف

چنانکه پیشتر اشاره گردید، مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بند ۲۱ قانون بازار به عنوان یکی از اقسام نهادهای مالی، از سوی مقنن مورد شناسایی قرار گرفت. با وجود شناسایی قانونی این نوع نهاد مالی، تا سال ۱۳۹۵ هیچ مقرراتی برای تنظیم چارچوب و قواعد ناظر بر فعالیت این نهادها از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار - که نهاد ناظر و مقررات‌گذار بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود - وضع نگردید. این در حالی بود که براساس آیین‌نامه اجرایی ماده ۲۵ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی

^{۱۱} - The International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

^{۱۲} - The Soft Law.

^{۱۳} - جهت رعایت اختصار، زین پس در این نوشتار تحت عنوان "قانون بازار" آمده است.

^{۱۴} - بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ در تعریف نهادهای مالی اشعار می‌دارد: «منظور نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادارند که از آن جمله می‌توان به "کارگزاران"، "کارگزاران/معامله‌گران"، "بازارگردانان"، "مشاوران سرمایه‌گذاری"، "مؤسسات رتبه‌بندی"، "صندوق‌های سرمایه‌گذاری"، "شرکت‌های سرمایه‌گذاری"، "شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی"، "شرکت‌های تأمین سرمایه" و "صندوق‌های بازنشستگی" اشاره کرد».

کشور مصوب ۱۳۹۴ هیأت وزیران^{۱۵}، برای سازمان بورس و اوراق بهادار مهلت سه ماهه‌ای را از تاریخ ابلاغ آن برای تصویب دستورالعمل تأسیس و فعالیت شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری مقرر نموده بود. در همین راستا، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز در فروردین سال ۱۳۹۵ دستورالعملی را برای تنظیم فعالیت آنها وضع نمود و علی‌رغم عدم ارائه تعریف قانونی توسط مقنن در قانون صدرالاشاره، این سازمان در بخش تعاریف دستورالعمل تأسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی^{۱۶}، در مقام تعریف رتبه‌بندی اعتبار اشعار داشته است که رتبه‌بندی اعتباری: «عبارت از اظهار نظر مؤسسه رتبه‌بندی راجع به احتمال ایفای به موقع تعهدات شخص حقوقی یا احتمال ایفای به موقع تعهدات ناشی از انتشار اوراق بهادار و یا احتمال ایفای تعهد مالی خاص دیگر در موعد مقرر که از طریق بررسی نظام‌مند توانایی‌ها و تمایل متعهد یا متعهدین به ایفای تعهدات صورت می‌گیرد و منجر به اختصاص رتبه اعتباری معین و از پیش تعریف شده می‌گردد». همچنین مؤسسه رتبه‌بندی نیز از نظر این دستورالعمل، «شخص حقوقی است که بر اساس این دستورالعمل به عنوان مؤسسه رتبه‌بندی موضوع بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، نزد سازمان ثبت شده است، که در این دستورالعمل به اختصار مؤسسه نیز نامیده می‌شود. مؤسسه رتبه‌بندی یک نهاد مالی محسوب می‌شود».

همچنین رد پای مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در برخی قوانین کلیدی (و توسعه‌ای) کشور دیده می‌شود که بیانگر اهمیت جایگاه این مؤسسات نزد قانون‌گذار است؛ چنانکه ماده ۴ قانون برنامه پنجساله ششم توسعه جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۹۵، «برای دستیابی به متوسط رشد سالانه اقتصادی به میزان ۸٪ در سالهای اجرای برنامه و تامین حداقل ۲٫۸ واحد درصد از آن رشد ۸٪ اقتصاد از محل ارتقای بهره‌وری کل عوامل تولید و همچنین رشد سرمایه‌گذاری به میزان متوسط سالانه ۲۱/۴٪ در طول سالهای اجرایی برنامه»، کلیه دستگاههای اجرایی را مکلف نموده است تا با هماهنگی با دولت، اقداماتی را در این راستا انجام دهند، که از آن جمله، بند ۹ ماده مزبور است. قانون‌گذار در این بند مقرر داشته است: «جهت‌گیری و سیاست‌های لازم برای ارتقاء شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه و راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی

۱۵- ماده ۲۵ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴ مقرر داشته است: «به سازمان بورس و اوراق بهادار اجازه داده می‌شود با رعایت مواد (۲۶) و (۲۷) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ پس از استقرار و راه‌اندازی شرکت‌های رتبه‌بندی اعتباری براساس رتبه اعلامی شرکت‌های مزبور، مجوز انتشار اوراق مشارکت را صادر نماید. نحوه ضمانت و تعیین نرخ اوراق مذکور به موجب آیین‌نامه اجرائی است که به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان بورس و اوراق بهادار، حداکثر ظرف مدت سه‌ماه از تاریخ ابلاغ این قانون تهیه می‌شود و به تصویب هیأت وزیران می‌رسد».

۱۶- جهت رعایت اختصار، زین پس در این نوشتار تحت عنوان "دستورالعمل رتبه‌بندی" آمده است.

موضوع بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی و تامین مالی بین‌المللی را یکی از ضرورت‌های تحقق اهداف فوق‌الذکر عنوان نموده است. تاکید مقنن و مورد توجه قرار گرفتن موسسات رتبه‌بندی اعتبار از سوی وی از میان طیف گسترده نهادهای مالی، جای تأمل دارد. مضافاً آنکه مقنن به صورت ضمنی به دغدغه خود مبنی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی و تامین مالی بین‌المللی اشاره می‌کند و راه‌اندازی موسسات رتبه‌بندی را پیش‌شرط تحقق این امر می‌داند. این در حالیست که حلقه‌های مفقوده دیگری نیز نظیر نهادهای متولی حساب^{۱۷} و یا مقررات منسجم با رویکرد سهل‌گیرانه، در رابطه با مسئله جذب سرمایه‌گذاران خارجی وجود دارد و بیان منحصر قانون در خصوص موسسات رتبه‌بندی اعتبار در جهت جذب سرمایه‌گذاری خارجی، دال بر اهمیت مضاعف این موسسات در ظرف ذهنی مقنن است.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^{۱۸} در تعریف رتبه‌بندی اعتبار بیان داشته است: «رتبه‌بندی اعتبار عبارت است از ارزیابی این موضوع که ناشر، تا چه حد پرداخت‌های مربوط به تعهدات مالی^{۱۹} خود را به موقع (در سررسیدهای خود) ایفا می‌نماید^{۲۰}». قانون بازار اوراق بهادار آمریکا مصوب ۱۹۳۴ نیز در بند ۶۰ از بخش سوم در تعریف رتبه‌بندی مقرر داشته است: «اصطلاح رتبه‌بندی اعتبار به معنی ارزیابی انتظام اعتباری^{۲۱} متعهد^{۲۲}، به عنوان شخص حقوقی یا در رابطه با قسم خاصی از اوراق بهادار و یا ابزارهای بازار پول است». همچنین این قانون در تعریف موسسه رتبه‌بندی اعتبار^{۲۳} اشعار می‌دارد: «موسسه رتبه‌بندی اعتبار به هر شخصی اطلاق می‌شود که: الف) در بستر اینترنت و یا از طریق هر ابزار قابل دسترس دیگر، به انتشار رتبه‌های اعتباری به صورت رایگان و یا در ازای اجرت عادلانه اشتغال داشته باشد، به استثنای شرکت‌های گزارش‌دهی اعتبار تجاری؛ و ب) یک الگوی کمی یا کیفی

۱۷ - Custodians

در مورد «نهادهای متولی حساب» به این بسنده می‌کنیم که هم‌اکنون تنها مبنای مقرراتی این قبیل نهادهای مالی، اصلاحیه مورخ ۱۳۹۵/۰۵/۰۹ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار بر روی دستورالعمل ثبت، سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای در قالب ماده ۱۷ دستورالعمل یاد شده است که برای نخستین بار عنوان نهاد متولی حساب (کاستودین) را وارد ادبیات بازار سرمایه کشور نموده است.

۱۸ - International Organization of Securities Commissions (aka IOSCO).

۱۹ - Financial Obligations.

۲۰ - IOSCO (2003), "Report on the Activities of Credit Rating Agencies", September (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>).

۲۱ - Creditworthiness.

۲۲ - Obligor.

۲۳ - Credit Rating Agency.

و یا ترکیبی از هر دو مورد را جهت تعیین رتبه‌های اعتباری مورد استفاده قرار دهد؛ و ج) از اشخاصی چون ناشران^{۲۴}، سرمایه‌گذاران^{۲۵}، یا دیگر فعالان بازار^{۲۶} و یا ترکیبی از این دو جهت انجام رتبه‌بندی اعتباری کارمزد دریافت کند^{۲۷}.

۲- ماهیت حقوقی مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار

مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، نظیر دیگر مؤسسات و شرکت‌های تجاری، برای فعالیت خود در هر بازاری می‌باید یک قالب (یا نوعی از شخصیت) حقوقی را اتخاذ نمایند. قالب حقوقی مزبور، با توجه به عملکرد موسسه رتبه‌بندی و ریسک‌هایی است که در نتیجه آن به وجود می‌آید و لذا مدیران جهت تقلیل این ریسک‌ها و همچنین تفکیک اموال شرکت از اموال شخصی خود، لاجرم نیازمند خلق یک شخصیت حقوقی مجزا هستند (Matarocci, 2014, 88-89).

تحلیل بازار جهانی نشان می‌دهد که اغلب مؤسسات رتبه‌بندی تحت قالب شرکت‌های سهامی عام^{۲۸} و یا خاص (با مسئولیت محدود)^{۲۹} تاسیس شده‌اند. اگرچه آمار به دست آمده نشان می‌دهد که بیش از ۵۰ درصد از مؤسسات رتبه‌بندی به صورت شرکت سهامی عام تشکیل شده‌اند، اما الزامی جهت طی «فرایند پذیرش در بورس»^{۳۰} برای این مؤسسات وجود ندارد. بدیهی است چنین آماري با ماهیت خاص شرکت‌های سهامی عام - که همان افزایش میزان سرمایه از طریق تعداد سهامداران است - چندان منطبق نیست (Hicks, 1982, 67-69). همچنین بررسی ساختار حقوقی بزرگان عرصه رتبه‌بندی - که به بزرگان سه‌گانه معروف هستند^{۳۱} - نشان می‌دهد که بزرگترین آن‌ها به صورت شرکت سهامی عام، و دو مورد دیگر در قالب سهامی خاص فعالیت می‌کنند؛ توضیح آنکه در حال حاضر بالغ بر ۸۰ درصد از

۲۴ - Issuers.

۲۵ - Investors.

۲۶ - Other market participants.

۲۷ - Securities Exchange Act of 1934, Sec. (60-61), Available at: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

۲۸ - Public Company.

۲۹ - Limited Liability Company.

۳۰ - Listing Process.

۳۱ - The Big Three.

کل رتبه‌بندی‌های انجام شده در اختیار تنها دو موسسه رتبه‌بندی به نام‌های مودیز^{۳۲} و اسان‌دپی^{۳۳} صورت گرفته است؛ همچنین موسسه رتبه‌بندی فیچ^{۳۴} با سهم ۱۴ درصدی از این بازار رتبه سوم را به خود اختصاص داده است. شاید به همین دلیل است که صنعت رتبه‌بندی را می‌توان به مثابه یک انحصار چندجانبه^{۳۵} (متشکل از سه موسسه رتبه‌بندی) به حساب آورد (Cinquegrana, 2009, 2).

البته این عدم تمایل به پذیرش در بورس، تا حدودی نشأت گرفته از الزامات و مقررات حاکم بر بازار بورس است؛ با این توضیح که اولاً جریان کنترل و یا مدیریت شرکت در شرکت‌های بورسی به دلیل داشتن سهامداران بیشتر، با پیچیدگی‌های خاصی روبرو است^{۳۶} و ثانیاً مقررات خاص بازارهای سرمایه بعضاً محدودیت‌هایی را برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس پدید می‌آورد که این موضوعات از آثار ایفای نقش توأمان «ناشر اوراق بهادار»^{۳۷} و «نهاد مالی»^{۳۸} است (Mikkelsen and co-authors, 1997, 281-307). باید اضافه کرد که آیسکو، مجموعه‌ای از قواعد احتیاطی را در جهت احتراز از برخی ریسک‌های حقوقی مربوط به سهامداری در موسسات رتبه‌بندی اعتبار وضع نموده که در بخش بعدی به آن پرداخته شده است.

برخلاف اغلب نظام‌های حقوقی که قالب سهامی عام را برای موسسات رتبه‌بندی اعتبار در نظر گرفته‌اند (Matarocci, Ibid)، در ایران مطابق با بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل رتبه‌بندی، قالب سهامی خاص به عنوان یکی از شرایط اعطای مجوز تاسیس در نظر گرفته شده است^{۳۹}. لذا سازمان بورس به عنوان مقررات‌گذار بازار سرمایه ایران، به اعطای نقش نهاد مالی به موسسات رتبه‌بندی بسنده نموده و

۳۲ - Moody's Investors Service.

۳۳ - S&P (Standard & Poor's Credit Market Services).

۳۴ - Fitch Ratings Inc.

۳۵ - Oligopoly.

۳۶- توضیح بیشتر آنکه مطابق قاعده، سهامداران عمده شرکت، همان مدیران عالی‌رتبه شرکت هستند و این قاعده در اکثر شرکت‌ها به ویژه شرکت‌های با مقیاس کوچک صدق می‌کند. اما زمانی که تعداد سهامداران و به تبع آن میزان سهام شناور افزایش می‌یابد، امکان جمع شدن سرمایه‌های کوچک در کنار هم و اتفاق نظر بر سر موضوعات بالا می‌رود.

۳۷ - Securities Issuer.

۳۸ - Financial Institution.

۳۹- بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل تاسیس و فعالیت موسسات رتبه‌بندی اشعار می‌دارد: «ساختار حقوقی در نظر گرفته شده برای تأسیس مؤسسه رتبه‌بندی، به صورت سهامی خاص پیش‌بینی شده باشد و مؤسسين شامل حداقل سه شريك از بين اشخاص حقيقي که متخصص در حوزه رتبه‌بندی اعتباری بوده و میزان سرمایه هر یک از آن‌ها حداقل یک میلیارد ریال باشد».

حداقل در شرایط کنونی، امکان پذیره نویسی عمومی و یا انتشار سایر اوراق بهادار را برای آنها برقرار ننموده است.

در هر حال، چنانکه در ادبیات مالی مرسوم شده است، مؤسسات رتبه‌بندی فارغ از اینکه تحت چه قالب حقوقی شکل بگیرند، وظیفه یکسانی دارند و آن اطلاع‌رسانی به عموم و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی است (Hemraj, 2015, 4-5)؛ و به همین خاطر آن‌ها را مطلعین مالی یا دربان‌های اطلاعاتی^{۴۰} نیز نامیده‌اند. لازم به توضیح است که علاوه بر مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، حسابرسان^{۴۱} و تحلیلگران مالی^{۴۲} نیز ذیل اصطلاح اخیر (یعنی مطلعین مالی یا دربان‌های اطلاعاتی) دسته‌بندی می‌شوند^{۴۳} (Veil, Ibid).

موضوع مهم دیگری که در مورد این نوع از نهادهای مالی، به ویژه در نظام حقوقی ایران نیازمند بررسی است، تعیین وضع "تجارتی بودن" اعمال و معاملات آن‌ها مطابق با مواد ۲ تا ۵ قانون تجارت مصوب ۱۳۱۱ خواهد بود؛ با این فرض که آیا اقداماتی که در راستای رتبه‌بندی اعتباری اوراق بهادار صورت می‌گیرد، جزء افعال تجارتي قلمداد می‌شود یا خیر؟ در پاسخ به این سوال و با تدقیق در مواد قانونی یادشده، باید اذعان نمود که عملیات رتبه‌بندی اعتبار، قابل انطباق با هیچ یک از معاملات تجارتي نیست^{۴۴}. مع الوصف، این موضوع مانع از تجارتي محسوب کردن فعالیت‌های موسسه رتبه‌بندی اعتبار نخواهد بود، چرا که این مؤسسات تحت قالب شرکت تجاری "سهامی خاص" تشکیل می‌شوند که وفق ماده ۲ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷، «شرکت بازرگانی محسوب می‌شود، ولو آنکه موضوع عملیات آن امور بازرگانی نباشد». لذا مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، از حیث حقوقی

۴۰ - Gatekeepers.

۴۱ - Auditors.

۴۲ - Financial Analysts.

۴۳ - وجه تسمیه این واژه بدین سبب است که هر سه نهاد مزبور، به مثابه فردی هستند که در جلوی درب ورودی خانه‌ای بزرگ، به جهت داشتن اطلاعاتی از داخل آن خانه، به کسانی که قصد ورود به آن خانه را دارند راهنمایی می‌دهند.

۴۴ - در عین حال انطباق عملیات رتبه‌بندی را شاید بتوان بنا بر عموم قسمت دوم بند ۳ ماده ۲ قانون تجارت توجیه نمود؛ چرا که اجمال به کار رفته از سوی قانون‌گذار در این بند قانونی که «تصدی به هر نوع تاسیساتی که برای انجام بعضی امور ایجاد می‌شود» را جزء معاملات تجارتي قرار داده است، می‌تواند دربرگیرنده عملیات رتبه‌بندی موضوع بحث ما باشد، به ویژه آنکه از قیودی چون «از قبیل» و «غیره» جهت تصریح به عموم نیز استفاده شده است.

شرکت‌هایی شکلاً تجارتي هستند و کليه عمليات و فعاليت‌هاي آنان از منظر مقنن تجارتي تلقی شده و آثار مقتضی - که مهم‌ترین آن موضوع ورشکستگی است - بر آن مترتب خواهد بود.^{۴۵}

صرف نظر از قالب حقوقی و نوع شرکتي که موسسات رتبه‌بندی اعتبار براساس آن تشکیل می‌شوند، این موسسات می‌باید لزوماً نزد نهاد ناظر بازار سرمایه‌ای که در آن فعالیت دارند به ثبت رسیده و اصطلاحاً «مجوز ثبت و یا تاسیس»^{۴۶} دریافت کنند. این موضوع در مقررات موضوعه اغلب کشورها از جمله ایران، آمریکا و مالزی منعکس شده است^{۴۷}؛ در ایران بر ضرورت ثبت تمامی نهادهای مالی از جمله موسسات رتبه‌بندی اعتبار، نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و اخذ مجوز مربوطه، تصریح شده است (مستفاد از بند ۶ ماده ۷ قانون بازار و بخش دوم، مواد ۵-۲ دستورالعمل رتبه‌بندی). البته برخلاف آمریکا و مالزی که صرفاً به ضرورت اخذ مجوز ثبت در موسسات رتبه‌بندی پرداخته‌اند، در ایران، موضوع دیگری نیز تحت عنوان «مجوز فعالیت» از سوی مقررات‌گذار پیش‌بینی شده است؛ بدین نحو که موسسات رتبه‌بندی می‌باید علاوه بر مجوز تاسیس، مجوز فعالیت نیز از مرجع نظارتي دریافت نمایند که شرایط اخذ این مجوز با مجوزی که پیشتر گفته شد، متفاوت است^{۴۸}. با تدقیق در شرایط مربوط به اخذ مجوز فعالیت (وفاقی بخش سوم، مواد ۹-۶ دستورالعمل رتبه‌بندی) این نکته به دست می‌آید که از نظر مقررات‌گذار، می‌باید آنچه موسسه رتبه‌بندی را از لحاظ فنی آماده «عملیات و اجرا»^{۴۹} می‌کند، در موسسه فراهم آمده باشد.

۴۵- سوال دیگری که ممکن است در ذهن خوانندگان خطور نماید، چرایی کاربرد لفظ "موسسه" در مورد این نهادها است، چه آنکه مقنن معمولاً در مورد بنگاه‌های تجاری از لفظ "شرکت" استفاده می‌کند. این سوال نیز پاسخ روشنی دارد؛ واژه "موسسه" ترجمان فارسی "Agency" در عبارت "Credit Rating Agency" بوده که اعم از بنگاه‌های تجاری و غیرتجاری تفسیر می‌گردد و البته در مورد موسسات رتبه‌بندی اعتبار، منصرف به شرکت‌های تجاری است. همچنین قرینه دیگر بر این مدعی، استعمال واژه "شرکت" در ماده ۲۵ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴ و آیین‌نامه اجرایی آن در مورد این نهادها است. لازم به توضیح است که کاربرد واژه "Agency" نیز در زبان انگلیسی جهت تمییز فعالیت‌های موسسات رتبه‌بندی اعتبار از فعالیت‌های شرکت‌های تجاری نبوده است، چرا که تقریباً همه این موسسات در دنیا در قالب شرکت تجاری (حسب مورد سهامی خاص و یا عام) به ثبت می‌رسند و لذا، عمومی‌تی که برای واژه "موسسه" در زبان فارسی بیان کردیم، مدنظر واضعان واژه "Agency" در زبان انگلیسی بوده است.

46 - Registration license/ Establishment license.

47 - Securities Exchange Act of 1934, Sec. 15E (a);

Capital Markets and Securities Act of 2007, Part II, Division 2, Subdivision 4.

۴۸- باید اذعان نمود که این تفاوت تا حد زیادی نشأت گرفته از تفاوت در نظام ثبتی شرکت‌ها و نهادهای مالی در این کشورها است؛ توضیح بیشتر آنکه مطابق با نظام مقرراتی و رویه فعلی در ایران، کلیه اشخاص حقوقی تجاری ملزم به اتخاذ یکی از قالب‌های حقوقی در قانون و ثبت نزد «اداره کل ثبت شرکت‌ها» هستند و این امر به عنوان پایه و اساس هر شرکتي محسوب می‌گردد. لذا نهادهای مالی در بازار سرمایه نیز می‌باید توأمان نزد اداره کل ثبت شرکت‌ها و سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت برسند. حال آنکه، در کشورهای مورد بحث، نظام وحدت در ثبت پیش‌بینی شده است که به موجب آن، ثبت نهادهای مالی در مرجع نظارتي ذیربط کفایت می‌کند.

49 - Operation and Execution.

۳- اصول حاکم بر فعالیت‌های مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار

منشور اصول رفتاری آیسکو برای نخستین بار در سال ۲۰۰۴ میلادی منتشر گردید، یعنی زمانی که مراجع قانونی معدودی در میان کشورها، فعالیت‌های این مؤسسات را مورد حکم و نظارت قرار داده بودند. در سال‌های اخیر، بسیاری از اعضای سازمان بین‌المللی آیسکو، برنامه‌های بیشماری را در خصوص شرایط ثبت، فعالیت و همچنین نظارت بر این نوع مؤسسات اجرا نموده‌اند. با ملحوظ داشتن این روند توسعه‌ای، آیسکو نیز پیوسته نسبت به روز کردن و بازبینی این منشور رفتاری اهتمام داشته است. در مجموع، اصول مندرج در منشور آیسکو متضمن چهار هدف کلیدی^{۵۰} در راستای ارتقای اظهارنظرها و تحلیل‌های آگاهانه و مستقل مؤسسات رتبه‌بندی به شرح ذیل است:

(۱) کیفیت و صحت فرایند رتبه‌بندی^{۵۱}؛ مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار باید تمام تلاش خود را به کار گیرند تا نظرات و تحلیل‌هایی در جهت کمک به «تقارن اطلاعاتی»^{۵۲} وام‌گیرندگان، وام‌دهندگان و سایر فعالان بازار ارائه نمایند.

(۲) موضوع استقلال و (اجتناب از) تعارض منافع^{۵۳}؛ تصمیمات این مؤسسات باید مستقل و عاری از هر نوع فشار سیاسی و یا اقتصادی باشد و همچنین این تصمیمات نباید متأثر از نظام مالکیت ساختار^{۵۴} در موسسه رتبه‌بندی و یا منافع مادی کارکنان آن باشد. این مؤسسات باید حداقل امکان، از ورود به فعالیت‌ها و اقداماتی که استقلال آنها را در معرض خدشه قرار می‌دهد، اجتناب نمایند.

(۳) شفافیت اطلاعاتی و افشای به موقع اطلاعات^{۵۵}؛ مؤسسات رتبه‌بندی موظف هستند که شفافیت اطلاعاتی و افشای به موقع اطلاعات را در فعالیت‌های خود سرلوحه قرار دهند.

50 - IOSCO CRA Principles.

51 - Quality and integrity of the rating process.

52 - Asymmetry of information.

53 - Independence and conflicts of interest.

54 - The CRA's ownership structure.

55 - Transparency and timeliness of ratings disclosure.

۴) اطلاعات محرمانه^{۵۶}؛ این موسسات باید همواره مراقب باشند تا اطلاعات خصوصی ناشران و یا سایر مشتریان، در جایی که توافق به حفظ محرمانگی^{۵۷} اطلاعات هست و یا از صورت عرفی نوع اطلاعات به دست آمده برمی آید، به صورت محرمانه باقی بماند (IOSCO, 1-3, 2015).

لذا منشور اصول رفتاری آیسکو^{۵۸} در سال ۲۰۰۴ با هدف جامعیت الشمولی نسبت به کلیه موسسات رتبه بندی، فارغ از اندازه بنگاه تجاری، نوع الگوی تجاری و یا بازاری که در آن فعالیت می کنند، تنظیم شد؛ در ادامه، با شروع بحران مالی یعنی اوایل سال ۲۰۰۸ میلادی، مطالعه‌ای بر روی ساختار تامین مالی بازار و نقش موسسات رتبه بندی توسط کارگروه فنی آیسکو^{۵۹} با رویکرد بازبینی گزارش قبلی (مربوط به سال ۲۰۰۴) صورت گرفت. همچنین از همان سال تا کنون این منشور چندین بار دیگر توسط کارگروه فنی آیسکو مورد بازبینی قرار گرفت که آخرین ویرایش آن در مارس سال ۲۰۱۵ انجام شده است (IOSCO, Ibid).

البته باید اذعان داشت که تبعیت از منشور مدون آیسکو، چنانکه در قسمت طلعه سند مزبور بدان اشاره شده است^{۶۰}، از سوی کشورهای عضو الزامی نبوده و کاملاً اختیاری است؛ با وجود این، موسسات رتبه بندی اعتبار و همچنین نهادهای ناظر بازارهای سرمایه به لحاظ کسب وجهه بین المللی و مطابقت با استانداردهای روز، تلاش خود را در جهت اعمال قواعد این منشور به کار می گیرند. از منظر جامعه سرمایه گذاران^{۶۱} نیز پیاده سازی این قواعد و وجود ساختار خودانتظامی^{۶۲} در موسسات رتبه بندی، نشانه مثبتی تلقی می شود (Darbellay, 2013, 64).

لذا با ملحوظ قرار دادن چهار هدف اصلی منشور آیسکو، در ذیل تلاش شده است تا دستورالعمل رتبه بندی را بر مبنای اتخاذ رهنمودهای آن سازمان بین المللی بررسی نماییم؛

۳-۱- کیفیت و صحت فرایند رتبه بندی

56 - Confidential information.

57 - Under the terms of the confidentiality agreement.

58 - IOSCO CRA Code.

59 - The IOSCO Chairman's Task Force on Credit Rating Agencies (aka the CRA Task Force).

60 - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Introduction, p. 1.

61 - Investing community.

62 - Self-Regulatory Framework.

جهت شناخت دقیق تر مفهوم خودانتظامی ر.ک. به (انصاری، علی و همکاران، ۱۳۹۱).

ارزیابی انتظام اعتباری مؤسسات رتبه‌بندی از تعهدات مالی و یا اوراق بهادار اشخاص موضوع رتبه‌بندی، می‌تواند براینده مثبت و یا منفی در پی داشته و به همین موازات دسترسی به بازارهای مالی و جذب سرمایه را برای آنها تسهیل و یا تحدید نماید. بر همین مبنا، ارزیابی مؤسسات رتبه‌بندی زمانی متقن و صحیح خواهد بود که نظرات آگاهانه و تفسیرهای مبتنی بر وقایع مالی، کاملاً در راستای سنجش توانایی ناشران اوراق بهادار (یا متعهدین مالی) نسبت به ایفای تعهدات خود در آینده باشد (Schroeder, 2015, 9). لذا آیسکو نیز با توجه به اهمیت این موضوع، هدف اول خود در وضع منشور را به اطمینان بخشی از کیفیت و صحت فرایند رتبه‌بندی اختصاص داده است.

بر همین اساس بند (۱) منشور آیسکو مقرر می‌دارد: «مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار باید شیوه‌نامه‌ای^{۶۳} را مختص هر دسته از اشخاص و یا تعهدات مورد رتبه‌بندی تهیه و اجرا کنند. هر یک از شیوه‌نامه‌های رتبه‌بندی می‌باید دقیق و همگون بوده و تا حد امکان این قابلیت را داشته باشد تا با توجه به سوابق کاری موسسه رتبه‌بندی در آن دسته از تعهدات، امکان واکاوی و ارزیابی کیفی آن با ملاک‌های نوعی فراهم باشد»^{۶۴}. در همین جا ذکر این توضیح ضروری است که در بسیاری از نظام‌های حقوقی، وجود شیوه‌نامه رتبه‌بندی جزء شرایط ضروری محسوب شده و بدون آن حسب مورد، مجوز تاسیس^{۶۵} و یا فعالیت^{۶۶} برای مؤسسات رتبه‌بندی از سوی نهادهای نظارتی صادر نمی‌شود (Kruck, 2011, 47-50).

خوشبختانه این موضوع مورد توجه مقررات‌گذار بازار سرمایه کشورمان قرار گرفته و بند (۲) از ماده ۶ دستورالعمل رتبه‌بندی، وجود شیوه‌نامه رتبه‌بندی را جزء شرایط صدور مجوز فعالیت قرار داده است.^{۶۷} افزون بر این، وجود «واژه‌نامه تعاریف»^{۶۸} نیز وفق بند ۱۳ ماده ۱ و بند (۱) ماده ۲ دستورالعمل اخیرالذکر جهت یکنواخت‌سازی، انسجام و دقت بیشتر پیش‌بینی شده است؛ چرا که بند (۶) ۱ منشور

63 - Credit Rating Methodology.

64 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 1.1 (sec. 1, A).

65 - Establishment license.

66 - Business license.

۶۷- بند (۲) از ماده ۶ دستورالعمل تاسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی مقرر داشته است: «ارائه شیوه‌نامه رتبه‌بندی متناسب با موضوع رتبه‌بندی یا موضوعات رتبه‌بندی، به طوری که طبق آن تحلیل داده‌ها و قضاوت‌های کیفی (حرفه‌ای)، به معیارهای کمی برای تعیین رتبه اعتباری منجر گردیده و نحوه تحلیل داده‌ها و تأثیر آن بر تعیین رتبه اعتباری، شفاف، روشن و بدون هرگونه ابهام بوده و طبق آن قضاوت کیفی (حرفه‌ای) مبتنی بر مطالعات آماری، تجربیات تاریخی و دیگر شواهد باشد».

68 - Glossary of Terms.

آیسکو در این باره مقرر داشته که «ارائه تعاریف دقیق (یا همان واژه‌نامه تعاریف) در هر طیف از درجه-های اعتباری و اعمال آنها به شکل یکنواخت نسبت به همه اشخاص واجد شرایط در آن دسته یا طیف، یکی از وظایف مهم موسسات رتبه‌بندی محسوب می‌گردد»^{۶۹}.

نکته مهم دیگر که در کیفیت و صحت فرایند رتبه‌بندی نقش به‌سزایی دارد، نیروی انسانی کافی که واجد دانش و مهارت لازم باشند، است؛ بندهای (۴)، (۸)، (۸)، (۱۰)، (۱۱) و (۱۶) منشور آیسکو جملگی دلالت صریح بر این موضوع دارند. بند (۱۱) از منشور مذکور با سیاق خاصی اشعار می‌دارد: «این موسسات وظیفه دارند تا منابع مالی لازم در راستای ایفای تعهدات خود به نحو مطلوب را فراهم نمایند. (برای مثال) زمانی که قصد دارند تا فرایند رتبه‌بندی را برای شخصی یا تعهدی شروع نمایند، این موسسات باید ابتدا به این سوال پاسخ دهند که آیا توانایی گماردن تحلیلگران مالی توانا به اندازه کافی را در آن موضوع دارند یا خیر و یا اینکه به منابع اطلاعاتی کافی جهت تعیین رتبه اعتباری باکیفیت در آن حیطه خاص دسترسی دارند یا خیر»^{۷۰}.

فارغ از اینکه داشتن نیروی انسانی با دانش و مهارت لازم یکی از شرایط صدور مجوز فعالیت برای موسسات رتبه‌بندی در ایران ذکر شده است (مطابق با بند ۱ ماده ۶ دستورالعمل رتبه‌بندی)، احکام متناظری با منشور آیسکو از این حیث در نظر گرفته شده است که مشخصاً عبارتند از مواد ۲۳، ۳۲، ۳۹، بند (۲) ماده ۴۰ و پیوست شماره ۴^{۷۱}. شایان ذکر است که این موضوع در بسیاری از نظام‌های حقوقی، دغدغه نهادهای مقررات‌گذار و نظارتی بوده است؛ چنانکه برای مثال، کمیسیون بازار و اوراق بهادار آمریکا^{۷۲} صریحاً وجود تخصص^{۷۳} و دانش^{۷۴} در مورد پرسنل موسسات رتبه‌بندی ثبت شده نزد خود را لازم دانسته است (Levich, 2002, 52).

۳-۲- استقلال و تعارض منافع

مانند هر بازار دیگری، موسسات رتبه‌بندی پیوسته در تلاش هستند تا با جذب مشتریان بیشتر به نسبت رقیبان خود، سهم خود را از بازار افزایش دهند. کوشش آنها در این مسیر می‌تواند از طریق ارتقای سطح

69 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 1.6 (sec. 1, A).

70 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 1.11 (sec. 1, A).

۷۱- گفتنی است که پیوست شماره ۴، علاوه بر کسب اطلاعات جامعی راجع به نیروی انسانی و صلاحیت‌های علمی و تجربی آنان توسط نهاد ناظر، امکان امتیازبندی موسسات رتبه‌بندی را نیز بر همین مبنا تسهیل می‌نماید.

72 - Securities and Exchange Commission of the U.S. (aka SEC).

73 - Expertise.

74 - knowledge.

کیفی خدمات رتبه‌بندی و یا به‌وسیله اظهارنظری جانبدارانه^{۷۵} باشد. لذا در سناریو دوم (برخلاف مورد اول)، نه تنها تقارن اطلاعاتی به وجود نمی‌آید، بلکه موجبات گمراهی سرمایه‌گذاران و سوق دادن سرمایه‌ها در جهت انتفاع گروهی خاص شکل می‌گیرد (، Flandreau and co-authors, 2010, 10). برخی نیز با توجه به ماهیت خاص کار مؤسسات رتبه‌بندی، آنان را همچون حسابرسان مستقل ناشران اوراق بهادار دانسته و لوازم عرفی کار آنها را بر فعالیت رتبه‌بندی قابل اعمال تلقی کرده‌اند؛ با این توضیح که در صنعت رتبه‌بندی نیز نظیر حسابرسی، مشوق‌ها (یا نیروهای انگیزشی)^{۷۶} زیادی وجود دارد تا این اشخاص را از انجام تعهدات قانونی به منظور رسیدن به عواید شخصی^{۷۷} بازدارد (، Demski, 2003, 65).

قدر متیقن از نظرات ارائه شده، بیانگر ضرورت عطف توجه کافی به اجتناب از تعارض منافع در فعالیت‌های مؤسسات رتبه‌بندی است؛ مسئله‌ای که همواره مورد توجه آیسکو و همچنین نهادهای ناظر بازار سرمایه کشورها بوده است. منشور آیسکو در بندهای (۳) ۲، (۴) ۲، (۵) ۲، (۱۰) ۲، (۱۴) ۲، (۱۶) ۲، (۱۷) ۲ و (۱۸) ۲ مستقیماً به گلوگاه‌های فسادانگیز اشاره کرده و مؤسسات رتبه‌بندی و پرسنل آنان را از هر گونه عملیات حرفه‌ای که واجد وصف تعارض منافع هست، منع نموده است. بندهای (۳) ۲ و (۴) ۲- که می‌توان گفت صریح‌ترین دلالت را بر موضوع دارند- مقرر داشته‌اند: «عمل حرفه‌ای تعیین رتبه اعتباری باید تنها متأثر از ارزیابی انتظام اعتباری شخص رتبه‌بندی شونده^{۷۸} و یا تعهد^{۷۹} موضوع آن باشد»^{۸۰}؛ «رتبه اعتباری که به یک شخص و یا تعهد اختصاص می‌یابد، نباید از مسائلی چون رابطه تجاری احتمالی در آینده و یا در گذشته میان موسسه (یا زیرمجموعه‌ها و همکاران آن) و اشخاص موضوع رتبه‌بندی یا هر شخص (ذینفع) دیگری تأثیر گرفته باشد»^{۸۱}.

در ایران، «بررسی ضوابط شناسایی و کنترل تضاد منافع و نحوه اجرای آن» یکی از وظایف واحد تطبیق در مؤسسات رتبه‌بندی، در نظر گرفته شده است^{۸۲}؛ علاوه بر آن، به موجب بند (۵) ۲ دستورالعمل مربوطه، «تهیه ضوابط شناسایی و کنترل تضاد منافع»، یکی از شرایط اخذ مجوز فعالیت رتبه‌بندی

75 - Biased judgment.

76 - Incentives.

77 - Personal gain.

78 - The rated entity.

79 - Obligation.

80 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 2.3 (sec. 2, A).

81 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 2.4 (sec. 2, A).

محسوب می‌گردد. بخش چهاردهم از آن دستورالعمل (مواد ۵۵-۵۱) نیز به طور کامل به این موضوع اختصاص پیدا کرده و جهت اجرای بهتر مقررات، کلیه موسسات رتبه‌بندی را ملزم به تهیه «فرم کنترل تضاد منافع» کرده است.^{۸۳} قابل ذکر است که در بخش هفدهم دستورالعمل یادشده - که کلیه ضمانت- اجراها را احصاء نموده است- برای نقض مقررات مربوط به کنترل تعارض منافع، جبران خسارت و اعمال مجازات انضباطی در مورد اشخاص ذیربط پیش‌بینی شده است.^{۸۴} ال‌نهاییه باید اظهار داشت که مقررات دیگری در منشور آیسکو و همینطور دستورالعمل صدرالاشاره آمده که بیشتر ناظر به مسئله شفافیت اطلاعاتی بوده که در قسمت بعدی به آن پرداخته شده است.

۳-۳- شفافیت اطلاعاتی و افشای به موقع اطلاعات

یکی از مهم‌ترین آثار حضور «واسطه‌های اطلاعاتی»^{۸۵} در بازارهای مالی - که موسسات رتبه‌بندی یک شق آن‌ها هستند- افزایش سطح شفافیت اطلاعاتی و جلوگیری از شکست بازار^{۸۶} بیان شده است (Estrella, 2000, 11). بدیهی است که واسطه‌های اطلاعاتی نیز جهت انجام رسالت خود مبنی بر ایجاد شفافیت اطلاعاتی در بازار، می‌باید در مقیاس کوچک‌تر خود تابع یک نظام افشای به موقع اطلاعات باشند. بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ در ایالات متحده آمریکا، برخی الزامات قانونی در مورد موسسات رتبه‌بندی وضع گردید که افشای اطلاعاتی چون شیوه‌نامه رتبه‌بندی، فروضی که رتبه‌بندی بر مبنای آنها صورت می‌گیرد، محدودیت‌ها و سایر موضوعات مرتبط با فرایند رتبه‌بندی را از جانب این موسسات به عموم الزامی دانست (Elson, 2017, 19-24).^{۸۷} همچنین اقامه دعاوی سرمایه‌گذاران به

۸۳- شایان ذکر است که مطابق با ماده ۵۲ دستورالعمل تاسیس و فعالیت موسسات رتبه‌بندی، «تکمیل فرم مذکور برای افراد زیر ضروری است:

الف) اعضای هیأت مدیره و مدیر عامل؛

ب) اعضای کمیته‌های رتبه‌بندی و تدوین ضوابط؛

ج) اعضای گروه‌های کاری؛

د) مسئول و کارکنان واحد تطبیق؛

ه) مسئول و اعضای واحد مطالعات کلان؛

و) سایر افرادی که در فعالیت مرتبط با رتبه‌بندی اعتباری مشارکت دارند».

۸۴- مواد ۵۹ و ۶۰ دستورالعمل تاسیس و فعالیت موسسات رتبه‌بندی.

85 - Information intermediaries.

86 - Market failure.

87 - Dodd-Frank Act of the U.S. 2010, § 459-463.

طرفیت مؤسسات رتبه‌بندی - که ناقض مقررات مربوط به افشای اطلاعات هستند - به ویژه از حیث جبران خسارت در اغلب نظام‌های حقوقی پیشرو تسهیل گردید (Hemraj, 2015, 162).

به نظر نگارنده مهم‌ترین مقرر در این رابطه در نظام حقوقی ایران، بخش پانزدهم دستورالعمل رتبه‌بندی، تحت عنوان «اطلاع‌رسانی و گزارش‌دهی» بوده که به موجب آن موضوعات هفده‌گانه‌ای را جهت اطلاع به عموم پیش‌بینی کرده است. از میان موضوعات مورد حکم جهت افشا می‌توان به بند ۷ ماده ۵۶ اشاره نمود که مؤسسات رتبه‌بندی را ملزم به اطلاع‌رسانی راجع به «واژه‌نامه تعاریف، شیوه‌نامه رتبه‌بندی، فرآیند رتبه‌بندی، ضوابط شناسایی و کنترل تضاد منافع، ضوابط جمع‌آوری و کنترل اطلاعات و ضوابط نگهداری و حفاظت از اطلاعات و مدارک» در تارنمای رسمی خود به عموم نموده است؛ موضوعی که منشور آیسکو نیز در جای خود به آن پرداخته است.^{۸۸}

اما باید اذعان داشت که اصل مربوط به شفافیت اطلاعاتی نباید منصرف به اطلاعات مربوط به فرایند رتبه‌بندی و یا شیوه‌نامه‌های رتبه‌بندی شود؛ از اینروست که افشای معیارهای مربوط به شناسایی موارد تعارض منافع و همچنین ضرورت افشای دفاعاتی که تضاد منافع در مؤسسات رتبه‌بندی اتفاق می‌افتد، اعم از اینکه از این تعارض منفعت سودی حاصل می‌شود یا خیر، به همراه جزییات آن، در دستورالعمل رتبه‌بندی^{۸۹} و منشور آیسکو^{۹۰} پیش‌بینی شده است.

۳-۴- تعهد به حفظ اطلاعات محرمانه

یکی از موضوعاتی که ارتباط مستقیم و حساسی با ضرورت افشای به موقع اطلاعات دارد، مسئله صیانت از اطلاعات محرمانه‌ای است که مؤسسات رتبه‌بندی به واسطه حرفه خود به آن‌ها دسترسی پیدا می‌کنند؛ به بیان دقیق‌تر، حفاظت و نگهداری از اطلاعات محرمانه ناشران اوراق بهادار (و سایر فعالان اقتصادی درگیر با موضوع) و عدم سوءاستفاده از آنها به نحوی از انحاء، همواره یکی از چالش‌های صنعت رتبه‌بندی بوده است (Frost, 2007, 475-476).

88 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 5.4 (sec. 5).

۸۹- بند ۱-۲ ماده ۳۵ دستورالعمل تاسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی، « افشای به موقع تضاد منافع و همکاری در حل و فصل صحیح آن و پرهیز از قرارداد خود در معرض هرگونه تضاد منفعی که بر اجرای بی طرفانه وظایف تأثیر منفی دارد» را به عنوان یکی از رفتارهای حرفه‌ای لازم‌الرعایه در مؤسسات رتبه‌بندی دانسته است.

90 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 2.7 (sec. 2, B).

در بادی امر، این موضوع مهم در تقابل و تعارض با فراز قبلی (یعنی ضرورت شفافیت اطلاعات) به نظر می‌رسد؛ حال آنکه با اندک تأملی می‌توان تفاوت این دو اصل را مشخص کرده و مرز میان آن‌ها را در اجرا تعیین نمود. در واقع، با استقرایی در منشور آیسکو و همچنین دستورالعمل رتبه‌بندی، این نتیجه به دست می‌آید که موسسات رتبه‌بندی ملزم به رعایت اصل شفافیت اطلاعاتی هستند، مادامی که این موضوع با افشای اطلاعات محرمانه اشخاص موضوع رتبه‌بندی، تعارضی نداشته باشد. این نکته از نگاه سازمان آیسکو نیز مغفول نمانده و این سازمان برای حمایت از اطلاعات محرمانه شرکت‌ها، الزاماتی را مقرر نموده است.^{۹۱} در بند (۲۰) ۳ منشور آیسکو آمده است: «موسسات رتبه‌بندی می‌باید برای جلوگیری از نقض تعهد به حفظ محرمانگی اطلاعات و همینطور نقض قوانین و مقررات راجع به این موضوع، ضوابط و قواعدی را وضع و اجرا نمایند تا اطلاعات در سطح محرمانه باقی بماند». در همین راستا، بند ۷ ماده ۴۲ دستورالعمل رتبه‌بندی ایران نیز کلیه موسسات رتبه‌بندی را ملزم نموده است تا این موسسات در قراردادهای فی‌مابین خود و مشتریان، به عنوان یکی از شروط قراردادی این موضوع را درج نمایند که «اطلاعات مشتری نزد مؤسسه رتبه‌بندی محرمانه تلقی شده و مؤسسه رتبه‌بندی نمی‌تواند آنها را بدون اجازه کتبی مشتری افشا کند یا به دیگری ارائه کند مگر در چارچوب مواردی که در این دستورالعمل مجاز یا مکلف به ارائه، افشا یا انتشار اطلاعات مذکور است».

همچنین براساس بند (۲۱) ۳ منشور، «کلیه موسسات رتبه‌بندی موظف هستند تا با وضع و اجرای ضوابط و قواعد داخلی کارآمد، از معاملات کارکنان خود در ابزارهای مالی موضوع رتبه‌بندی (که اطلاعات راجع به آنها را در اختیار دارند) ممانعت به عمل آورند. همچنین اقداماتی نظیر مشاوره دادن یا اشتغال به هر امر دیگری در مورد ابزارهای مالی موضوع رتبه‌بندی با تکیه بر اطلاعات در دسترس آنها می‌بایست ممنوع بوده و این موضوع مرتباً از سوی موسسه کنترل و رصد شود». آنچه از مقرره‌ای که ذکر شد استظهار می‌شود، نظر منفی و توأم با سوءظن به معاملات کارکنان موسسات رتبه‌بندی در ابزارهای مالی موضوع رتبه‌بندی است؛ به بیان دیگر از منظر این منشور، چنین معاملاتی عرفاً و عادتاً با استفاده از رانت‌های اطلاعاتی صورت می‌گیرند و بنابراین می‌باید ممنوع شوند. در همین رابطه،

91 - IOSCO CRAs Code of Conduct, 3-19 to 3-2 (sec. 3, B).

دستورالعمل رتبه‌بندی (بخش دهم) اهمیت این موضوع را درک نموده و در ماده ۲۹، اشخاصی را که ناقض اصل محرمانگی اطلاعات و مدارک مربوط به عملیات رتبه‌بندی باشند را مشمول ماده ۴۸ قانون بازار دانسته است.^{۹۲} البته باید گفت که ارجاع دستورالعمل رتبه‌بندی به ماده قانونی اخیرالذکر، اولاً با توجه به اصل قانونی بودن جرایم و مجازات‌ها و عدم صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار در جرم-انگاری موضوعی و ثانیاً اصل تفسیر مضیق قوانین کیفری (با توجه به تصریح آن ماده و محدود بودن آن به چهار مورد اشخاص نامبرده شده)، قابل تأمل به نظر می‌رسد که تفصیل آن نوشته دیگری را می‌طلبد.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

از اهم آنچه گفته شد، نتایج ذیل به دست می‌آید:

۱) مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در بازارهای سرمایه، یکی از اقسام نهادهای مالی بوده که وظیفه اصلی آن‌ها ارزیابی انتظام اعتباری ناشران اوراق بهادار یا تعهدات مالی آن‌ها (به عنوان اشخاص موضوع رتبه‌بندی)، در راستای افزایش تقارن اطلاعاتی میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران در آن اوراق به شمار می‌رود. این مؤسسات در اغلب نظام‌های حقوقی به عنوان شرکت‌های سهامی (حسب مورد خاص و یا عام) تشکیل شده و نزد نهاد ناظر بازار سرمایه‌ای که در آن مشغول به فعالیت هستند به ثبت می‌رسند. در ایران نیز این قبیل مؤسسات (یا به بیان دقیق‌تر شرکت‌ها)، مطابق با دستورالعمل تاسیس و فعالیت مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، تحت

۹۲- ماده ۴۸ قانون بازار مقرر داشته است: «کارگزار، "کارگزار/معامله‌گر"، "بازارگردان" و "مشاور سرمایه‌گذاری" که اسرار اشخاصی را که برحسب وظیفه از آن‌ها مطلع شده یا در اختیار وی قرار دارد، بدون مجوز افشاء نماید، به مجازات‌های مقرر در ماده (۶۴۸) قانون مجازات اسلامی مصوب ۱۳۷۵/۳/۶ محکوم خواهد شد.»

- قالب «شرکت سهامی خاص» تشکیل شده و مجوزهای ثبت و فعالیت را از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت می‌کنند.
- (۲) همانند دیگر نهادهای مالی، اصول خاصی بر فعالیتهای موسسات رتبه‌بندی اعتبار حاکم است که منشور آیسکو و دستورالعمل رتبه‌بندی هر دو به این مقوله پرداخته‌اند. این اصول دائرمدار چهار هدف کلیدی هستند که عبارتند از: کیفیت و صحت فرایند رتبه‌بندی اعتبار، استقلال و اجتناب از تعارض منافع، شفافیت اطلاعاتی و افشای به موقع اطلاعات و حفظ اطلاعات محرمانه.
- (۳) وجود شیوه‌نامه معتبر در رابطه با فرایند رتبه‌بندی اعتبار در کنار ملاک‌های نوعی و قابلیت واکاوی نسبت به نتایج به دست آمده و همچنین وجود نیروی انسانی متخصص و کافی، از عمده موضوعاتی بوده که در راستای تحقق اصل کیفیت و صحت فرایند رتبه‌بندی اعتبار در منشور آیسکو و دستورالعمل رتبه‌بندی در ایران به آن پرداخته شده است. علاوه بر این، برای حفظ استقلال، جلوگیری از تعارض منافع و اظهارنظرهای جانبدارانه در موسسات رتبه‌بندی اعتبار، دستورالعمل رتبه‌بندی در ایران به تأسی از منشور آیسکو، «تهیه ضوابط شناسایی و کنترل تضاد منافع» را از شرایط اخذ مجوز فعالیت رتبه‌بندی دانسته و در کنار فرم‌های «کنترل تضاد منافع»، ضمانت‌اجراهایی را برای نقض آن موارد پیش‌بینی نموده است.
- (۴) برای جامه عمل پوشاندن به دو اصل دیگر مبنی بر شفافیت اطلاعاتی و حفظ اطلاعات محرمانه، مقرراتی در سطح داخلی پیش‌بینی شده است. لزوم افشای مواردی چون واژه‌نامه تعاریف، شیوه‌نامه رتبه‌بندی، فرآیند رتبه‌بندی، ضوابط شناسایی و کنترل تضاد منافع، ضوابط جمع‌آوری و کنترل اطلاعات و ضوابط نگهداری و حفاظت از اطلاعات و مدارک به عموم - که در حال حاضر از طریق تارنمای رسمی موسسات رتبه‌بندی صورت می‌گیرد - عمده مباحث مربوط به شفافیت اطلاعاتی رو تشکیل می‌دهد. همچنین در نقطه مقابل، تعهد به عدم افشای اطلاعات محرمانه در خصوص اشخاص موضوع رتبه‌بندی وجود دارد که مطابق با دستورالعمل رتبه‌بندی در ایران فارغ از وجود ضمانت‌اجرای انضباطی و کیفی برای آن، می‌باید در کلیه قراردادهای نمونه با مشتریان مفاد تعهد مزبور درج گردد. لذا عمده موضوعات

تحقق این دو اصل نیز به تبعیت از منشور آیسکو، در دستورالعمل رتبه‌بندی ایران لحاظ شده است.

۵) استقرایی در دستورالعمل رتبه‌بندی ایران نشان می‌دهد که اهم موضوعات مدنظر سازمان بین‌المللی آیسکو، در این مصوبه پیش‌بینی شده و مورد حکم قرار گرفته‌اند. در عین حال، با وجود اینکه دستورالعمل مزبور گامی مترقی و مطابق با استانداردهای بین‌المللی بوده است، در برخی موارد همچنان محل بررسی و مقررات‌گذاری بیشتر وجود دارد. لذا پیشنهاد می‌شود که در اصلاحات آتی، مواردی چون مخیر نمودن مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار در تشکیل به صورت شرکت سهامی خاص یا عام، لزوم جرم‌انگاری افعال مجرمانه این مؤسسات براساس آخرین استانداردهای بین‌المللی در قوانین موضوعه و تعیین حدود مسئولیت حقوقی آن‌ها در قبال ناشران و سرمایه‌گذاران در اقسام گوناگون رتبه‌بندی اعتباری، پیش‌بینی شود.



منابع و مأخذ

- ۱) انصاری، علی؛ عیسائی تفرشی، محمد؛ حسینی، سید میلاد (۱۳۹۱). "تحلیل حقوقی-اقتصادی نهادهای خودانتظام و نقش مراجع غیردولتی ناظر بر این نهادها در بازار سرمایه ایران و آمریکا"، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، شماره ۲۰، صص ۱۳۶-۱۱۷، تهران.
- ۲) گروه نویسندگان (۱۳۸۹). نهادهای مالی؛ راهنمای قانون بازار اوراق بهادار، جلد دوم، تهران، شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.

- 3) Capital Markets and Securities Act of Malaysia, 2007, Available at: https://www.sc.com.my/wpcontent/uploads/eng/html/cmsa/cmsa2013/2013_cmsa_full_121228.pdf
- 4) Cinquegrana, Piero (2009). "The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective", the European Union, ECMI Policy Brief, No. 12, Feb, Belgium.

- 5) Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, March 2015, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO); Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>
- 6) Darbellay, Aline (2013). *Regulating Credit Rating Agencies*, U.K., Northampton, Elgar Financial Law.
- 7) Demski, Joel S. (2003). "Corporate Conflicts of Interest", *Journal of Economic Perspectives*—Volume 17, Number 2—Spring 2003—Pages 51–72, The U.S.
- 8) Dodd-Frank Act of the U.S. 2010, § 459–463, Available at: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- 9) Elson, Anthony (2017). *The Global Financial Crisis: in Retrospect, Evolution, Resolution, & Lessons for Prevention*, New York, Palgrave Macmillan.
- 10) Estrella A and others (2000). 'Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information', BCBS Working Papers No 3. Available at: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf
- 11) Flandreau, M. and Gaillard, N. and Packer, F. (2010). "To err is human: Rating agencies and the interwar foreign government debt crisis". BIS working paper No. 335, Basel, Switzerland.
- 12) Frost, C. A. (2007). "Credit rating agencies in the capital markets: A review of research evidence on selected criticism of the agencies", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(3), 469, Balachandran (New York University).
- 13) Hemraj, Mohammed (2015). *Credit Rating Agencies; Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union*, Birmingham, United Kingdom, Springer.
- 14) Hicks, J. (1982). "Limited Liability: The pros and cons". In T. Orthinal (Ed.), *Limited Liability and the Corporation*. Norfolk: Biddles, U.K.
- 15) Kruck, Andreas (2011). *Private Ratings, Public Regulations; Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*, Great Britain, CPI Anthony Row, Chippenham and Eastbourne.
- 16) Langohr, Herwig and Langohr, Patricia (2008). *the Rating Agencies and their Credit Ratings*, U.K., Wiley Finance Series.
- 17) Levich, Richard; Editor in chief (2002). *Ratings, Rating Agencies and Global Financial System*, New York, Springer, Science and Business Media.
- 18) Mattarocci, Gianluca (2014). *the Independence of Credit Rating Agencies*, U.S. Elsevier.
- 19) Mikkelson, W. H. Partch, M. M., Shah, K. (1997). "Ownership and Operating Performance of Companies that go to public", *Journal of Financial Economics*, 44 (3), 281-307, Netherlands.
- 20) Schroeder, Susan K. (2015). *Public Credit Rating Agencies; Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets*, United States, Palgrave Macmillan.

- 21) The Securities Exchange Act of 1934 of the United States of America available at: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
- 22) Veil, Rudiger (2013). European Capital Markets Law, U.K., Oxford and Portland.



Legal Nature and the Principles Governing the Operation of Credit Rating Agencies in the Iranian Capital Market with the Emphasis on the IOSCO's Code of Conduct

Bahram Taghipoor^{۹۳}

Seyed Milad Hoseini^{۹۴}

Abstract:

Today in capital markets, access to precise and up-to-date information is one of the main obsessions of investors and creating information asymmetry

^{۹۳}. Faculty Member of Faculty of Law and Political Science Kharazmi University

^{۹۴}. Ph.D. student of jurisprudence and private law, Faculty of Law and Political Sciences, Kharazmi University Technology

between issuers and investors ensures efficiency and trust to these markets and relieve the mentioned obsession; Credit rating agencies, as one type of financial institutions, play an influential role as well with financially serving the investors with information. To that end, these agencies embark upon the task of assessing the default risk of issuers in fulfilling their financial obligations that to best meet those obligations, they are required to conform to a set of principles. The IOSCO Organization as an international authority composed of capital markets' supervisory bodies, has provided them with a Code of Conduct representing the earlier mentioned principles. In this paper, it's been tried to analyze the compliance proportion of the Regulation on Establishment and Operation of Credit Rating Agencies (Passed in 2015 by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization) with the IOSCO's Code of Conduct as well as examining the legal nature of Credit Rating Agencies in Iran that it altogether this paper concluded that the main issues, which were regarded important from the viewpoint of the IOSCO's Code of Conduct, have been incorporated and implemented in the mentioned Iranian Regulation.

Keywords: capital market, Credit Rating Agencies, ISOCO Code of Conduct, Credit Rating Regulation

Jelclassification: K29 ,K22

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی