

**العوامل المحددة للتصنيف الائتماني السيادي حسب منهجية
وكالة Standard & Poor's (S&P) (عرض وتحليل)**

م. د زيدان طويرش هاشم

جامعة البصرة/ كلية الادارة والاقتصاد/ قسم الاقتصاد

**Specific factors for sovereign credit rating by methodology
of Standard & Poor's (S & P) Agency
View & Analyze
Dheidan Twerish Hashem
Dhydan.hashim@gmail.com**

العوامل المحددة للتصنيف الائتماني السيادي حسب منهجية وكالة (S&P) Standard & Poor's (عرض

وتحليل)

م. د. زيدان طويرش هاشم

الملخص :

مع تزايد التشابك والطابع المعقد الذي تتسم به الأسواق المالية، ومع التوسع في فرص الاستثمار في أدوات الدخل الثابت، إلا أن ذلك يواجه بصعوبة حصول الطرف المقرض على معلومات كافية تبين قدرة المقترضين المحتملين على مقابلة التزاماتهم المالية، بالقابل فإن المقترضين بحاجة إلى تدعيم سمعتهم الدولية وبما يخفض من تكاليف التمويل، وتستطيع وكالات التصنيف العالمية، بما تملكه من أدوات في هذا المجال، تقديم خدمة التصنيف الائتماني وبالتالي تحديد الجدارة الائتمانية لمصدري السندات وتضييق فجوة المعلومات بينهم وبين المستثمرين فيها. ويهتم هذا البحث في عرض وتحليل عوامل التقييم التي تعتمدها وكالة (S & P) للوصول إلى درجة التصنيف الائتماني السيادي وبالتالي تحديد المخاطر السيادية، وتوصل إلى نتائج احتوت عليها الاستنتاجات الواردة في نهاية البحث.

الكلمات الافتتاحية: وكالة (S&P)، التصنيف الائتماني السيادي، التقييم الاقتصادي، والمؤسسي، والمالي، الخارجي، النقدي، فئات التقييم.

Abstract

With the increasing of complexity of the financial markets, and with the expansion of investment opportunities in fixed income instruments, it is difficult to obtain sufficient information about the ability of potential borrowers to meet their financial obligations. However, borrowers need to strengthen their international reputation to decrease the financing costs. The global rating agencies, with their tools in this area, can provide a credit rating service, thereby determining the creditworthiness of bond issuers and narrowing the information gap between them and their investors. This research deals with the presentation and analysis of the S & P rating factors to reach sovereign credit rating and thus identify sovereign risk, to arrive at conclusions listed at the end of the research.

Key words: S & P agency, sovereign credit rating, economic, institutional, financial, external, monetary estimation, estimation categories.

المقدمة

ان المفهوم الأساس للوساطة في الأسواق المالية هو وجود طرف ثالث مهمته تسهيل نقل الثروات او المعلومات بين طرفي السوق وبدون هذه الوساطة سوف يتعامل المقرضون والمقترضون بشكل مباشر وهذا يكلفهم المزيد من الوقت ونقص المعلومات مما يجعل عمل الأسواق اقل كفاءة، وإذ لا يتسنى لجميع المستثمرين الحصول على المعلومات المتعلقة بالوضع المالي المستقبلي للمقترض. لقد كرست وكالات التصنيف الائتماني نشاطها لهذا الغرض اذ تشكل درجات التصنيف الائتماني التي تنشرها تلك الوكالات شكلا متطورا من اشكال التحليل الائتماني المتعلقة بتحديد الجدارة الائتمانية السيادية والخاصة. وإذا كان احد المجالات المثيرة للقلق هو مدى قدرة تلك الوكالات على تقديم معلومات ذات مصداقية عن الجدارة الائتمانية للمقترض بالتالي فرص الاستثمار الناجحة ، تسعى وكالات التصنيف الى تقديم رأي شامل للمستثمرين في السندات يتم تأسيسه على أساس عملية تعرف بالتقييم ، ويعتمد تحليل التصنيف الائتماني السيادي على متغيرات أكثر شمولاً، بهدف الاحاطة بظروف البلد (المصدر للسندات) السياسية ، والمؤسسية ، والمالية ، والاقتصادية والتي قد تقود في المستقبل الى تعثرها او استمرارها في مقابلة التزاماتها المالية معتمدة بذلك على كم من البيانات والمعلومات التي يتم استخدامها كمدخلات في عملية التقييم ، ويهتم هذا البحث بعرض وتحليل عوامل التقييم الرئيسة والفرعية التي تعتمدها وكالة ستاندر اند بورز (كأنموذج) وكيفية الوصول الى درجة التصنيف الائتماني السيادي .

اهمية البحث

تتبع اهمية البحث من كون التصنيف الائتماني هو اسلوب مهم ومستخدم على نطاق واسع لتحديد مستوى الجدارة الائتمانية للدول والشركات الخاصة وبذلك فان منتجات التصنيف الائتماني تتمثل في خدمة تضيق فجوة المعلومات بين المتعاملين في الاسواق المالية على وفق منهجية والية غير معلومة للكثير وهذا ما يحاول هذا البحث بيانه.

اهداف البحث

تتمثل اهداف البحث في الوصول الى اهداف رئيسة تتمثل بدراسة ومعرفة الاتي:

- ادبيات التصنيف الائتماني من حيث المفهوم، والانواع، والرموز المعبرة عند درجة التصنيف.
- منهجية التصنيف لوكالات التصنيف، واختيار وكالة Standard & Poor's كنموذج.
- المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية، والمؤشرات المحددة لدرجة التصنيف الائتماني.

مشكلة البحث.

ان منح الائتمان من قبل المستثمرين في سندات الدين دون معرفة الجدارة الائتمانية للمقترض يعني وقوع المستثمرين في حالة عدم اليقين من احتمالية مواجهة مخاطر عدم السداد ناتجة عن فجوة المعلومات وبالتالي كيف يمكن لوكالات التصنيف تضيق تلك الفجوة، وماهي المعايير والمؤشرات التي تستخدمها.

منهجية البحث

اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التاريخي في عرض منهجية التصنيف الائتماني والعوامل المعتمدة في ذلك لدى وكالة (S & P)

فرضية البحث

يحاول البحث اثبات او نفي الفرضية التالية:

ان العوامل والمؤشرات المحددة لتصنيف الائتماني والمعتمدة من قبل وكالة (S & P) تظهر بان مخاطر عدم السداد تميل للارتفاع مع تتدخل الحكومة في وضع حواجز امام اقصاد السوق، ومع ارتفاع عبء الدين الحالي، كما انها تتناغم مع سياسات المؤسسات المالية الدولية.

هيكل البحث

يتكون هيكل البحث من مبحثين وكالاتي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتصنيف الائتماني السيادي

أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه

ثانياً: وكالات التصنيف الائتماني ودرجاته

المبحث الثاني: الية ومنهجية التصنيف الائتماني السيادي لدى وكالة Standard & Poor's

أولاً: " مراحل التصنيف الائتماني السيادي والعوامل المحددة له.

ثانياً: " تباين التصنيف الائتماني السيادي بالعملة الأجنبية عنه بالعملة المحلية

المبحث اول

التصنيف الائتماني السيادي (الإطار مفاهيمي)

أولاً: مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه.

١ - مفهوم التصنيف الائتماني:

التصنيف الائتماني هو درجة تعكس تقييم او رأي وكالة التصنيف الائتماني لمدى قدرة او رغبة حكومة دولة ما ، او مؤسسة خاصة في الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد، بمعنى ان التصنيف هو تقييم احتمالي لمستوى المخاطر الائتمانية التي يمكن ان تتعرض لها الاستثمارات المالية في السندات المصدرة من قبل حكومة بلد او مؤسسة ما ، فيما يشير مصطلح الجدارة الائتمانية الى مدى قدرة الدولة او المؤسسة المصدرة للأوراق المالية في الوفاء بالالتزامات المالية المترتبة على الديون الخارجية دون الحاجة الى اعادة الجدولة ، او فشل في السداد في الوقت المحدد باستخدام مؤشرات اقتصادية ، وتعد هذه القدرة احد المقاييس الذي تُبنى عليه التصنيفات الائتمانية والتي قد تنعكس سلباً او ايجاباً على ثقة المستثمرين في سندات الدين وبالتالي في كلفة استدانة الجهة المصدرة للسندات ، وامكانية حصولها على تمويل من الاسواق المالية الداخلية او الخارجية وينبغي الإشارة الى ان درجة التصنيف بالنتيجة تمثل اراء وكالات التصنيف الائتماني في تحديد الاحتمال النسبي لما قد يخسره المستثمرون من أموال نتيجة استثماراتهم في أوراق مالية معينة ، وتلك الآراء لا يترتب عليها اثار قانونية اذا كان ذلك التصنيف غير دقيق ، بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٣ ، وحتى اذا جرى التصنيف بدون طلب من الجهة المعنية لان اراء تلك الوكالات يعد في اطار حرية التعبير عن الراي التي اقرها الدستور الأمريكي ^١ .

^١)Hossein Asgharian , Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need?

www.sec.gov , 2005 , p24

٢- أنواع التصنيفات الائتمانية:

هناك عدة أنواع من التصنيفات الائتمانية حسب معايير منها: -

أ- حسب معيار المدة الزمنية اذ قد تكون التصنيفات طويلة الاجل (Long-Term credit Rating) او هو ينصرف الى تصنيف السندات التي تزيد اجمال استحقاقها عن سنة. وقد تكون التصنيفات قصيرة الاجل (Short-Term Credit Rating) ينصرف الى تصنيف السندات التي لا تزيد اجمال استحقاقها عن ١٣ شهر.

ب- حسب جهة الطلب: فالتصنيفات قد تكون بناء على طلب الجهة المصدرة للسندات وتعرف بالتصنيفات المطلوبة لغرض معرفة مدى نجاحها في اصداراتها المالية وإمكانية تسويقها بشكل أفضل، او معرفة الكلف التي قد تتحملها او لغرض تدعيم سمعتها في سوق الاوراق المالية. وقد تكون التصنيفات غير مطلوبة، عندما لم يقدم مصدر السندات على ابرام اتفاق مع اي من وكالات التصنيف العالمية للحصول على خدمة التصنيف، وتلجا وكالات التصنيف الى ذلك عندما تدرك ان هناك اهتماما "بشان تلك التصنيفات من قبل اسواق المال، وتعتمد في ذلك عل البيانات والمعلومات المتاحة لديها عن الجهة المعنية بما يدعم تحليلها الائتماني^١.

ت- حسب الاداة المصنفة قد ينصرف التصنيف الى المقترضين من شركات ومؤسسات مالية خاصة او ينصرف الى تصنيف الديون السيادية او ما يعرف بالتصنيف الائتماني السيادي.

ثانياً: ماهية التصنيف الائتماني السيادي

ان الديون التي يشملها التصنيف الائتماني السيادي تعرف بالديون السيادية وهذا المصطلح له اكثر من مفهوم كما يرد في الادبيات الاقتصادية ، فهو يعني السندات التي تصدرها الحكومة وطرحها للمستثمرين في الخارج وبالعملة الاجنبية وهو هنا شكل من اشكال الاقتراض الخارجي وهي القروض من مصادر خاصة ،ومع ترابط واتساع الاسواق المالية الدولية واتجاه المستثمرين للاستثمار بسندات مقومة بغير عملات بلدانهم ،او حتى بغير العملات العالمية فكان هناك مفهوم اخر للدين السيادي وهو ما تدين به حكومة بلد ما او ما تصدره من دين سواء بالعملة المحلية او الاجنبية ، وكذلك الديون المضمونة من قبلها الذي يمكن إصداره في بلدان اخرى. وهذا يستلزم من البلد المصدر للسندات التمتع بجدارة ائتمانية تسمح له الحصول على تصنيف ائتماني يمكنه من الحصول على التمويل^٢.

ثالثاً: وكالات التصنيف الائتماني ودرجاته

١- **وكالات التصنيف الائتماني:** هي مؤسسات خاصة تتولى اصدار التقييمات لمؤسسة او حكومة بلد ما، بقصد اعلامها او المتعاملين معها بمدى قدرة او رغبة او قدرة تلك المؤسسة او الدولة بمقابلة التزاماتها المالية في الوقت المحدد. وتختلف وكالات التصنيف من حيث نطاق عملها في سوق التصنيف الائتماني فهناك من يقتصر عملها في السوق المحلية لمقرها او اقليمياً، وعلى المستوى العالمي فهناك ثلاثة وكالات رئيسة تعرف بالثلاثة الكبار وهي وكالة موديز لخدمة المستثمرين (Moody's Investors Service) ووكالة ستاندرد اند بورز (Standard & Poor's) ووكالة فيتش للتصنيف (Fitch Rating) وتستحوذ تلك الوكالات على ٩٠

¹) Alexander W. Butler, Relationship, How Do Bond Rating Agencies Process Information. WWW. Researchgate.net. 2012 ,P 3

²) Hossein Asgharian, OP.cit. p32

% من سوق اصدار التصنيفات في العالم سواء للشركات او للحكومات السيادية اذ تستحوذ كل من وكالة Fitch و Moody's Investors Service و Standard & Poor's على نحو ٤٠ % فيما تستحوذ وكالة Rating على ١٠ % من سوق التصنيف فيما تتنافس بقية الوكالات على النسبة المتبقية ، وتعود سيطرة هذه الوكالات الى قرار اتخذته هيئة الاوراق لمالية الاميركية سنة ١٩٧٥ بعد هذه الوكالات معتمدة من قبلها كمنظمات تصنيف إحصائية معترف بها محلياً" اذ ان كثير من المؤسسات المالية وشركات التامين لا تستثمر اموالها إلا في سندات ذات تصنيف مقبول ، كما ان اسهل طريق امام مصدري السندات لإثبات جدارتهم الائتمانية هو ان يحصلوا على تصنيف سيادي من واحدة او اكثر من هذه الوكالات لما تمتع به من خبرة طويلة في مجال التصنيف الائتماني^١ .

٢- **درجات التصنيف الائتماني السيادي.** تعتمد عملية التصنيف الائتماني السيادي على شبكة معقدة من العوامل الكمية والنوعية ، ولا يوجد نموذج كمي يمكن ان يقيس العلاقة بشكل دقيق بين مستوى التصنيف وأي من تلك العوامل ويعد هذا الامر من التحديات التي واجهتها في كيفية استخدام معايير التصنيف الحالية والمستقبلية ، وكون التصنيف يركز اساساً على تقدير احتمالية القدرة في مواجهة الالتزامات المالية المستقبلية وان هذه الاحتمالية تتراوح بين قدرة عالية لأبعد حد (مخاطر منخفضة) وقدرة منخفضة جداً" تصل الى حد الفشل في السداد (مخاطر عالية جداً) لهذا لا بد من وجود سلم للتصنيفات يعكس درجات متفاوتة من التصنيف^٢ . وتعتمد وكالات التصنيف الثلاثة سلم متشابه الى حد كبير مع بعض الفروق البسيطة يعبر عنه بالأحرف (A, B, C, D) اذ تستخدم وكالة Standard & Poor's ووكالة (Fitch Rating) نفس الرموز تماماً فيما تظهر وكالة (Moody's) اختلافاً بسيطاً ويظهر الجدول رقم (١) الرموز المستخدمة التي تقع في فئتين رئيسيتين هما^٣ فئة الاستثمار (investment) : ويبدأ ترتيبها من (AAA) الى (BBB) فالسندات التي يقع تصنيفها ضمن هذه الفئة مؤهلة للاستثمار في فيها وكالاتي: -

(AAA): (Quality Credit Best) وهي اعلى درجة تصنيف ائتماني تعكس ادنى توقع بعدم قدرة البلد بعدم السداد اي قدرة قوية جداً على السداد من غير المرجح ان تتأثر سلبياً بالأحداث الاستثنائية.

(AA) جودة ائتمانية عالية (High Grade) الى فوق المتوسط (Upper medium card) وقدرة قوية في الوفاء بالالتزامات المالية وغير معرضة بشكل كبير للأحداث المستقبلية.

(A) قدرة قوية لوفاء بالالتزامات وانخفاض احتمال عدم السداد لكن هذه القدرة اكثر عرضة للتغيرات في الظروف الاقتصادية وعليه تكون السندات ذات جودة متوسطة الى فوق المتوسطة.

(BBB) حالياً" هناك احتمالات منخفضة لعدم السداد في الوقت المحدد ولكن من المرجح ان تؤثر التغيرات السلبية في الظروف الاقتصادية في القدرة على السداد لذا فان السندات التي تحمل هذا التصنيف تكون ذات جودة ائتمانية اقل من المتوسطة، وذات مخاطر ائتمانية معتدلة.

1) Estelle A ,& Other ,Credit rating and complementary sources of credit quality information .Basel committee on Banking supervision .www.bis.org 2000 ,P P4-8

2) Investor Bulletin, the A, B, C, of credit rating. www.sec. gov / investor / 2013

3) Fitch Rating, Rating definition. www.fitchrating.com. 2017 ,PP39

فئة المضاربة (Spectitative): ويبدأ ترتيبها من BB الى D وتصنف بانها غير مرغوب بها حاليا (Junk) وتشير الى ارتفاع المخاطر بدرجات متفاوتة كما في الجدول (١) وكالاتي:

(BB) ضعف معتدل اي ان القدرة على السداد حاليا غير امنة نتيجة التغيرات الاقتصادية والمالية، او ظروف داخلية وخارجية اخرى، ولكن هناك بدائل أخرى متاحة للحكومة تمكنها من مواجهة التزاماتها في الوقت المحدد. (B) جودة ائتمانية ضعيفة و مخاطر مضاربة كبيرة تتمثل في احتمال التوقف عن السداد في المستقبل ، مع هامش محدود للسلامة ، اذ تتوقف القدرة على مواصلة السداد على مدى توافر بيئة تجارية واقتصادية وظروف سوقية مستدامة ومؤاتيه من الممكن ان ترفع قدرة الدولة على السداد^١.

(C) جودة ائتمانية ضعيفة جدا" ومخاطر ائتمانية عالية جدا" مع تباينات في اطار هذه الدرجة فمثلا التصنيف (CCC) يعني ان الدولة قد تكون مستمرة حاليا" بسداد التزاماتها في الوقت المحدد لكن هناك احتمال لتوقف فعلي عن السداد وهو اقل تصنيف ممكن ان تحصل عليه الدولة حسب وكالة فيتش^٢.

(D) حالة الافلاس واستحالة القدرة على مقابل الالتزامات المالية ، والدولة في حالة تعثر (Default) وعند هذا المستوى تكون الدولة خارج حسابات او تقييم وكالات التصنيف ، لذا على الوكالات التأكد ان حالة عدم السداد لا يمكن تفاديها في المستقبل قبل ان تعطي هذا التصنيف^٣.

كما تستخدم وكالات التصنيف ارقام او اشارات الى يمين درجة التصنيف، فوكالة (Moody's) تضع الارقام (1.2.3) وتضع وكالة Standard & Poor's والاشارات (+ -) الى درجات التصنيف (AA الى B) الدالة الى النهايات العليا والدنيا ضمن الدرجة كما يصبح كل تصنيف توقعات مستقبلية (Rating Outlook) تعكس رأي الوكالة بالمخاطر السيادية خلال 90يوما" بعد صدور التصنيف والتوقعات قد تكون. مستقرة (Stable) وتعني عدم وجود دافع لتغيير التصنيف الحالي بسبب توقع ثبات المخاطر، او سلبية (Negative) وتعني هناك انخفاض متوقع في التصنيف الحالي بسبب اثر سلبي متوقع، او ايجابي (Positive) وتعني هناك تحسن متوقع في التصنيف الحالي بسبب اثر ايجابي متوقع علما" ان التصنيف C لا يحمل اي من هذه التوقعات لأنه بالأساس قائم على افتراض حدوث تقلبات وبالتالي فان وضع توقع له يكون غير ذي قيمة^٤.

الجدول (١)

رموز التصنيف الائتماني السيادي للمدة الطويلة المستخدمة من قبل الوكالة الدولية الثلاث

	Moody's	S&P	Fitch	Meaning
INVESTMENT GRADE	Aaa	AAA	AAA	Prime
	Aa1	AA+	AA+	High grade
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Upper medium grade

¹) Ibid. P 40

²) Ibid. P42

³)مدني احمد , دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في سوق الاوراق المالية ومتطلبات اصلاحها ، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية ،الجزائر، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، العدد ١٠ ، ٢٠١٣ . ص ٥٩ .

⁴) Fitch Rating, Rating definition, McGraw-Hill Companies, 2007. P 50

العوامل المحددة للتصنيف الائتماني السيادي حسب منهجية وكالة S&P Standard & Poor's (عرض وتحليل).....

	A2	A	A	Lower medium grade
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
JUNK	Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade speculative
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Highly speculative
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Substantial Risks
	Caa2	CCC	CCC	Extremely speculative
	Caa3	CCC-	CCC-	In default w/little prospect for recovery
	Ca	CC	CC+	
		C	CC	In default
			CC-	
D	D	DDD		

Source: Patrick Kingsley, How credit ratings agencies rule the world, 2012

<http://www.theguardian.com>

المبحث الثاني

الاية ومنهجية التصنيف الائتماني السيادي لدى وكالة

Standard & Poor's

ترتكز منهجية التصنيف الائتماني السيادي بشكل رئيس على فهم وتحليل العوامل الاستراتيجية التي تدعم التدفقات النقدية المستقبلية، والتي يمكن معها للدولة من مقابلة التزاماتها المالية المستقبلية، وبالتالي تحديد المخاطر السيادية المتعلقة بالعوامل أعلاه ، لا تختلف وكالات التصنيف الائتماني كثيرا في تلك المنهجية ، لذا غالبا ما يحصل البلد على نفس درجة التصنيف او مقارب لها من قبل أكثر من وكالة، والاختلاف الذي يحصل هو في حدود ضيقة يرجع بالدرجة الأولى الى هامش تقديرات الشخصية للوكالة للأوزان الترجيحية للعوامل ، عند تحديد المخاطر الائتمانية السيادية والمعتمدة على تحليل العوامل المذكورة ، وتؤكد وكالات التصنيف ان إعطاء تلك الأوزان هو حصيلة خبرة لها في مجال صناعة التصنيف ، وتختلف تلك الأوزان من مدة لأخرى ومن بلد لأخر بناء على معطيات هذه الدولة او تلك ومن هنا لا يتم نشر تلك الأوزان مما ينتج عنه صعوبة تحديد علاقة كمية بين أي من تلك العوامل ودرجة التصنيف الائتماني الممنوحة¹.

يتناول هذا المبحث منهجية الية ومنهجية وكالة (S&P) في التصنيف الائتماني السيادي من خلال عرض وتحليل مراحل وعوامل التقييم الرئيسية والفرعية، والمؤشرات المرتبطة بها:

أولا " : مراحل التصنيف الائتماني السيادي والعوامل المحددة له.

المرحلة الاولى: وتبدأ عندما تتقدم حكومة بلد ما او من يمثلها بطلب خدمة التصنيف من الوكالة المعنية وعلى طالب التصنيف ان يقدم البيانات المطلوبة منه ودفع الرسوم المحددة وإذا كان التصنيف غير مطلوب فان

¹) Marwan Elkhoury, Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries, 2008,p8. www.unctad.org dp /2008.

الوكالة تستعين بالبيانات والمعلومات المتاحة لديها عن الجهة المعنية¹ ، ثم تقوم بتعيين لجنة من محلل ائتماني رئيس ومحللين ثانويين يتولون جمع البيانات والمعلومات اللازمة عن الدولة المعنية من النشرات والتقارير التي تصدرها المؤسسات المالية ومناقشتها مع ممثلي الحكومة.

المرحلة الثانية: وهي من اهم المراحل التي تمر بها عملية التصنيف الائتماني، اذ يقوم محللي الائتمان بتحليل البيانات والمعلومات المتوفرة ويعطون مجال واسع في التقييم لمعرفة مدى قدرة الدولة او رغبتها في خدمة ديونها، ويأتي ذلك في اطار تحليل خمسة عوامل رئيسية تشكل الاساس في تحديد درجة التصنيف الائتماني السيادي وهذه العوامل هي²:-

- ١- الفعالية المؤسسية والحوكمة، والمخاطر الأمنية، وتندرج تحت التقييم المؤسسي والسياسي.
- ٢- الهيكل الاقتصادي وأفاق النمو وتندرج تحت التقييم الاقتصادي.
- ٣- السيولة الخارجية والاستثمار الدولي، وتندرج تحت التقييم الخارجي.
- ٤- الاداء والمرونة المالية وعبء الدين، وتندرج تحت التقييم المالي.
- ٥- المرونة النقدية وتندرج تحت التقييم النقدي.

وسيتم تناول تلك العوامل بشيء من التفصيل تماشيا" مع اهداف البحث.

١- التقييم المؤسسي والسياسي. Institutional and political score.

يعكس هذا التقييم وجهة نظر وكالة التصنيف بدور المؤسسات والسياسات الحكومية في الجدارة الائتمانية السيادية، ويعتمد في تحديد درجة التقييم المؤسسي والسياسي على عوامل فرعية منها³.

أ- مدى استقراره وفعالية وشرعية المؤسسات والسياسات العامة.

ويتضمن تحليل قدرة تلك السياسات والمؤسسات في تعزيز النمو المستدام، وتعزيز قدرة الحكومة في مواجهة الصدمات الاقتصادية والسياسية بما يمكن الحكومة من الحد من خطورة التدهور في الجدارة الائتمانية ويعتمد هنا بشكل رئيس على سجل الدولة بكيفية تعاطيها مع الازمات السابقة.

ب- الشفافية والمساءلة.

ويستند هذا التحليل، على مدى وجود ضوابط بين المؤسسات، المستوى المتصور للفساد في البلد، ومدى موثوقية البيانات والمعلومات واستقلالية الجهات الاحصائية، وتعتمد وكالة التصنيف بشكل عام في حصولها على المعلومات اعلاه من كل من، تقارير البنك الدولي عن ممارسة نشاط الاعمال، ومؤشرات الحوكمة العالمية الي تقيس سعة ابعاد للحكم، ومؤشرات الشفافية الدولية ومكافحة الفساد.

ت- المخاطر الامنية الجيوسياسية والخارجية

ويعتمد في تحليلها على مؤشرات الاستقرار السياسي المبنية على التقديرات الشخصية لمحللي الائتمان في الوكالة اومن خلال استخدام مؤشرات الاستقرار السياسي وهي ، الاحداث غير العادية الحاصلة في البلد ،ومعدل حدوثها كأعمال الشغب والاعتقالات ، والحروب الاهلية والعصابات ،او تؤثر العلاقة مع البلدان المجاورة ان

¹ Ibid,p9 .

² Standard & poor's , How We Rate Sovereigns, www.standardpoors.com/ratingdirects , 2013. P 2

³ Ibid ,p13

وقوع هذه التهديدات او توقعها يؤثر سلبا في التقييم المؤسسي والسياسي لأنه و من وجهة نظر وكالات التصنيف قد يفرض عبئا "ثقيلًا" على السياسة المالية ، والحد من امكانية تدفق الاستثمارات مما يعني وضع ميزان المدفوعات تحت الضغط ، او انها قد تقود الى عقوبات دولية ^١ .

ث- ثقافة تسديد الديون وسيادة القانون لدى الحكومة السيادية

ويهدف هذا التحليل الى معرفة مدى استعداد صانعي السياسات في البلد لإعطاء اولوية لخدمة الدين وتجنب التخلف عن السداد ويعتمد هنا على السجل التاريخي لحالات التوقف عن السداد باعتباره العامل الاله في تحديد احتمالات التدفق النقدي المستقبلي. ويعتمد على مؤشرات منها:

- حجم متأخرات الديون الرسمية المستحقة الدفع لحكومات اخرى.
- مدى شرعية الديون الي تعاقدت عليها ادارات حكومية سابقة.
- مدى وجود تغيير في السياسة المالية منذ اخر تعثر في الديون الخارجية للدولة، ويعتمد هنا على طبيعة علاقة البلد بالمؤسسات المالية الدولية ومدى التزامه بتنفيذ الاصلاحات الاقتصادية المتعلقة بتحسين الوضع المالي الداخلي والخارجي ، اذ ان الدخول في اتفاقات مع المؤسسات المالية الدولية يؤثر بشكل ايجابي على التقييم المؤسسي والسياسي عندما ينتج عن تلك الاتفاقيات الحصول على تمويل استثنائي يدعم ميزان المدفوعات والموازنة العامة .وتعد ثقافة تسديد الدين من العوامل التي تحدد درجة التقييم المؤسسي والسياسي وفي تحديد درجة المخاطر السيادية لهذا لا يمكن ان تكون نتيجة التقييم المؤسسي افضل من الفئة (٦) اذا كان للدولة سجل حافل بالتخلف عن السداد ، كونه ينطوي على مفاهيم منها عدم سيادة القانون واحترام حقوق الملكية، فضلا عن ضعف السياسات الاقتصادية مما يؤدي الى المزيد من حالات التخلف عن السداد في المستقبل .لهذا فان وكالة S&P لا تلجا الى اعطاء اوزان ترجيحية متساوية للعوامل الفرعية سألقة الذكر في حالة وجود مخاطر مرتفعة ما يعني اعطاء وزن اضافي لهذا العامل الفرعي (ثقافة الدفع وسيادة القانون) عند تقييم المخاطر النهائية ^٢ .

٢- التقييم الاقتصادي Economic score

يعتمد في تحديد فئة هذا التقييم على ثلاث عوامل فرعية هي، مستويات الدخل، افاق النمو، والتقلبات الاقتصادية. الا ان التقييم الاقتصادي الاولي يعتمد بشكل رئيس على عامل فرعي هو مستويات الدخل ومن أبرز مؤشراتته هو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي، ويرجع ذلك حسب رأي وكالة S&P، الى ان ارتفاع متوسط دخل الفرد من الناتج يعد مؤشرا " قويا "على توفر قاعدة ضريبية وتمويلية يمكن الاعتماد عليها في تدعيم الجدارة الائتمانية، فضلا عن كونه يعكس ارتفاع معدل انتاجية النشاط الاقتصادي وعليه فان العلاقة بين التقييم الاقتصادي الاولي ومتوسط نصيب الفرد هو كما هو في الجدول (٢) ^٣ . وفيما يتعلق بأفاق النمو الاقتصادي فان التقييم الاقتصادي الاولي قد يكون أفضل او اسوأ

محمد خالد ابو الفحم، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الفلسطينية، مؤتمر الاستثمار والتمويل في فلسطين^١ بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، غزة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، ٢٠٠٥، ص٩.

^٢ Laura J Fenland Katz , Country risk assessment methodology and assumptions, www.standardpoors.com /,2013 p8

^٣ Ibid, P7.

جدول (٢)

فئات التقييم الاقتصادي الاولي حسب معيار متوسط دخل الفرد

متوسط دخل الفرد \$	أكثر من 35000	من 25000 إلى 35000	من 15000 إلى 25000	من 5000 إلى 15000	من 1000 إلى 5000	أقل من 1000
فئة التقييم الاولي	1	2	3	4	5	6
	مخاطر منخفضة جدا	مخاطر منخفضة	مخاطر متوسطة	مخاطر عالية الى حد ما	مخاطر عالية	مخاطر عالية جدا

Source:

1-Standard & poor's, Country risk assessment methodology and assumptions WWW.STANDARDPOORS.COM 2013 P9

2- Standard & poor's, How we Rat Sovereigns, www.standaradanandpoor's.com/rating direct, 2015, P4

عندما تكون افاق النمو الاقتصادي اعلى او اقل من نظيرتها في نفس مؤشر متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي ويعتمد في تحديد افاق النمو على معدل نمو متوسط نصيب الفرد الحقيقي اي باستبعاد التضخم لسنوات سابقة، وتقديرات السنة الحالية فضلا عن توقعات ذلك المعدل للسنوات الثلاثة القادمة، وذلك بالاعتماد على البيانات التي تصدرها المؤسسات الدولية. ومؤشر وسطي واحد باعتماد متوسط نصيب الفرد وفاق النمو فان وكالة S&P ترى ان التقييم الاقتصادي يكون ضمن الفئة (١) او (٢) للدول التي يزيد فيها متوسط نصيب الفرد عن ٢٥٠٠٠ \$ وضمن الفئة (٣) او (٤) للدول التي فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل بين ٥٠٠٠ \$ و ٢٥٠٠٠ \$ وضمن الفئة (٥) او (٦) للدول التي فيها متوسط دخل الفرد اقل من ١٠٠٠ \$^١

٣-التقييم الخارجي: External Score

يعكس هذا التقييم مدى قدرة البلد المعني على توفير عملات اجنبية، ناتجة عن المعاملات التجارية بين المقيمين (قطاع عام + خاص) وغير المقيمين، ضرورة للوفاء بالتزامات المالية تجاه غير المقيمين اذ ان محصلة هذه التعاملات بالنتيجة تؤثر في سعر صرف العملة السيادية في ذلك البلد. وهناك ثلاثة عوامل فرعية يمكن اعتمادها في هذا التقييم هي، مكانة العملة السيادية في المعاملات الدولية، وموقف السيولة الخارجية، ووضع المديونية الخارجية كما يتضح ادناه^٢.

أ- مكانة العملة السيادية:

وهي الخطوة الاولى في اجراء التقييم الخارجي وتهدف لمعرفة المكانة الدولية للعملة السيادية، من حيث مدى استخدامها في المعاملات الدولية او في الاحتياطات الدولية. اذ يعكس ذلك قوة العملة المحلية ومصداقية سياسات ومؤسسات الدولة، ومن المؤشرات المعتمدة هنا هو انها تشكل ٣% من اجمالي احتياطات النقد الأجنبي في العالم، او انها تشكل ١% من المعاملات الدولية وهذه المؤشرات لها اهميتها في التقييم الخارجي

¹) Ibid ,p17

²) Alexandra Dimitijevic & David T Beers, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions.2011, PP18- 19 WWW.STANDARDPOORS.COM

للبلد، فلو كانت مستويات الدين الخارجي عالية جدا في بلد ما تتمتع عملته بالخصائص أعلاه فان تقييم المخاطر سيكون اقل عندما لا تكون للعملة نفس الخصائص¹

ب -وضع السيولة الخارجية: تعتمد وكالة (S&P) في تقييم هذا العامل على مؤشر نسبة اجمالي الاحتياجات من التمويل الخارجي مقسوم على حاصل جمع مقبوضات الحساب الجاري + احتياطات البلد من العملة الاجنبية. كما هو واضح في الجدول (٣). ويتم تقدير اجمالي احتياجات البلد من التمويل الخارجي وفق الصيغة، (الاحتياجات من التمويل الخارجي = مدفوعات الحساب الجاري + الديون الخارجية قصيرة الاجل ضمن الفترة السابقة + ودائع غير المقيمين في نهاية الفترة السابقة + الديون الخارجية طويلة الاجل خلال السنة الحالية) من خلال عدة امور منها المراجعة التاريخية لسجل ميزان المدفوعات وبخاصة الحساب الجاري حيث تقوم الوكالة بتحليل المكونات الرئيسية للحساب الجاري، لتحديد نقاط القوة والضعف ومعرفة مدى تنوع الصادرات والاستيرادات من السلع والخدمات وتاريخيا" كلما كانت نسبة السلع الأولية الى اجمالي الصادرات اقل من ٣٠% لبلد ما كان التصنيف السيادي له يقع ضمن درجة الاستثمار ، كذلك يتم اعتماد وكالة (S&P) في تقدير الاحتياجات من التمويل الخارجي من خلال توقعات البنك المركزي عند توفرها او من توقعات صندوق النقد الدولي او من اقتصاديين مستقلين، او تقوم بتقدير تلك الاحتياجات بشكل مستقل بناء على معلومات حول واردات البلد المتوقعة ،لسنتين الى ثلاث سنوات قادمة².

وبالنسبة للاحتياطات الاجنبية فيتم اعتمادها كأحد مؤشرات السيولة لان مستوى الاحتياطات يعد من العوامل المحددة لثقة الدائنين في البلد للعلاقة الوثيقة التي اثبتتها الوقائع التاريخية بين ازمة المديونية الخارجية والاحتياطات الأجنبية ، فضلا عن قدرتها الدفاع عن سعر الصرف ومواجهة مصاعب ميزان المدفوعات فالبلد الذي يتمتع بمستوى امن وملائم من الاحتياطات الأجنبية يستطيع عادة ان يواجه مصاعب خدمة الدين دون ضغوطات خارجية، والحد الأدنى المتعارف عليه للمستوى الامن لتلك الاحتياطات هو ان لا تقل عن ٢٠ % من اجمالي الواردات³.

External Independence: المديونية الخارجية:

والمؤشر المعتمد من قبل (S&P) لوضع للمديونية الخارجية وهو نسبة صافي الدين الخارجي الى مقبوضات الحساب الجاري. وترجع أهمية استخدام هذا المؤشر للإشارة الى حجم المتحصلات (المقبوضات) في الحساب الجاري التي تقتطعها او تستحوذ عليها خدمة الدين والتي يمكن ان تقلل من الاصول الخارجية للدولة. ويوضح الجدول (٣) كيفية تحديد فئة تقييم الخارجي، من خلال تفاعل وترابط العوامل الفرعية المؤثرة في التقييم الخارجي والمؤشرات المرتبطة والتي تمت الإشارة إليها انفا. كما يلاحظ من الجدول المذكور الدور المهم الذي تلعبه العملة الاحتياطية في تحسين التقييم الخارجي فلو كانت نسبة صافي الدين الخارجي الى مقبوضات الحساب الجاري تصل الى ١٠٠% وهي نسبة مرتفعة جدا فان التقييم الخارجي يكون ضمن الفئة ٢ ولكن ذلك يعتمد ايضا على ما تكون عليه نسبة الاحتياجات من التمويل الخارجي / (مقبوضات الحساب الجاري + الاحتياطات

¹) Standard & poor's ,Sovereign credit Rating , A Primer ، op.cit,P7.

²) IBid,P10.

³) محمد خالد أبو الفهم، مصدر سابق، ص ١١.

الرسمية) اذ تتخفف فئة التقييم كلما زادت هذه النسبة وبذلك تتجلى ايضا اهمية وضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات وهيكلة التجارة الخارجية والاحتياطيات الاجنبية في تحديد درجة التصنيف الائتماني.

الجدول (٣)

S&P التقييم الخارجي الاولي في إطار التصنيف الائتماني السيادي لوكالة

السيولة الخارجية ومقياسها هو: اجمالي الاحتياجات من التمويل الخارجي مقبوضات الحساب الجاري + الاحتياطيات الاجنبية				العملة السيادية تستخدم في التعاملات الدولية	العملة السيادية عملة احتياطية دولية		
أكثر من ١٥٠ %	١٠٠% - %١٥٠	٥٠% - %١٠٠	أقل من ٥٠%				
٢	١	١	١	١	١	أقل من (٥٠%)	المديونية الخارجية ومقياسها هو: صافي الدين الخارجي / مقبوضات الحساب الجاري
٣	٢	١	١	١	١	أقل من (٥٠%)	
٤	٣	٢	١	٢	١	٥٠% - ٥٠%	
٥	٤	٣	٢	٢	٢	١٠٠% - ١٥٠%	
٥	٥	٤	٣	٣	٢	١٥٠% - ١٠٠%	
٦	٥	٥	٤	٤	٣	١٥٠% - ٢٠٠%	
٦	٦	٦	٥	٤	٣	أكثر من ٢٠٠%	

Alexandra Dimitijevic & David T Beers, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions.2011,p¹⁶ WWW.STANDARDPOORS.COM

فالعجز في الحساب الجاري وبما يعنيه من زيادة المدفوعات في ميزان المدفوعات فإنه يشير الى مشكلة هيكلية تتعلق بالاقتصاد المحلي، فضلا عن وجود خطر قائم يتمثل في امكانية حصول تدهور ملحوظ في التمويل الخارجي ، تؤدي سمعة البلد كدولة مستقرة لكل ذلك فان وكالة (S&P) تجري تعديلا على التقييم الخارجي ، في ضوء اعادة تقييم الاحتياجات من التمويل الخارجي ، ومن العوامل التي تؤثر في اجراء تعديل في التقييم الخارجي هو مدى مشاركة الدولة او ارتباطها ببرامج صندوق النقد الدولي لأنه من شأن تلك البرامج من وجهة نظر وكالة (P&S) ان تحد من النزول، او أحداث تحسن تدريجي في الأداء الخارجي للبلد لما يترتب على تلك البرامج من ضغط الحاجة للتمويل الخارجي مرتفع الكلفة وما يشكله جوانب داعمة للأداء الخارجي ، ولا تنكر الوكالة ان تنفيذ تلك البرامج لم يكن ناجحا في كل الاحوال بسبب التحديات السياسية التي تواجه البلد¹.

٤ - التقييم المالي Fiscal Score

وبعد من التقييمات المهمة التي تجريها وكالات التصنيف الائتماني في إطار الوصول لدرجة التصنيف الائتماني الملائمة، والتي تقيس مدى قدرة البلد على الوفاء بالديون الأجنبية المستقبلية، وتتضح هذه الأهمية من خلال تشعب وتشابك عدة متغيرات، ونظرا لتلك الابعاد المتعددة التي تقع ضمن هذا التقييم تقوم وكالة (S&P)

¹)Alexandra Dimitijevic & David T Beers, , op. cit. p17.

بتقسيم التقييم الى جزئيين هما (الاداء المالي والمرونة للدولة) و (وعب الديون) ويتم تحليلهما بشكل منفصل، والتقييم المالي سيكون متوسط التقييمين المذكورين.

أ- الاداء المالي والمرونة: Fiscal Performance and Flexibility

ولتقييم هذا الجزء تعتمد وكالة (S&P) على مقياس التغير المحتمل في الدين الحكومي العام الاسمي معبر عنه بنسبة الدين الحكومي / الناتج المحلي الاجمالي كما هو واضح في الجدول (4a) الذي يلاحظ منه انه كلما كانت التغيرات المحتملة والمتوقعة في الدين العام الحكومي (كنسبة من الناتج المحلي) مرتفعة كلما انخفضت فئة التقييم أي الانتقال من الاقوى الى الاضعف علما بان التغير في الدين الحكومي الوارد في الجدول المذكور هو متوسط التقديرات افي العام الحالي والتوقعات للسنوات الثلاثة وهذه التوقعات تحصل عليها الوكالة من خلال مراجعة تقييم الأداء الحكومي السابق او من خلال بيانات المؤسسات المالية مثل صندوق النقد الدولي مع اجراء بعض التعديلات التي تراها الوكالة ضرورية في ضوء احتمالات النمو الاقتصادي ، او حدوث مخاطر طارئة تشوه تقدير متوسط الفترة المذكورة بإزالة اثر تلك الحالات ، التي لا تتكرر خلال ثلاثة او خمسة سنوات قادمة ، عن متوسط التقديرات . ان التقييم الاولي الوارد في الجدول (4a) يمكن ان يعدل بمقدار فئة واحدة نحو الأقوى او الأضعف اعتمادا على المرونة المالية، المتمثلة بالتدابير الحكومية المتوقعة في مجال المالية العامة وبما توفره تلك المرونة من مجالاً للمناورة للتخفيف من تأثير الركود الاقتصادي او غيرها من الصدمات والمحافظة على نسبة منخفضة من الديون ومواجهة الالتزامات المالية الطارئة واعباء الدين ^{وهذه} المرونة يجري تقييمها من قبل وكالة (S&P) إيجابيا وبالتالي تعديل فئة التقييم فئة واحد نحو الأقوى عند توفر شروط محددة منها: -

- رغبة وقدرة الحكومة في زيادة الإيرادات العامة من خلال زيادة المعدلات الضريبية او من خلال مبيعات الاصول أي بمعنى توفر مرونة في الإيرادات العامة يتم تقييمها من قبل الوكالة تقييم نوعي يعتمد على السجل التاريخي لسياسة الحكومة في هذا المجال، والصعوبات القانونية والدستورية فضلا عن العواقب الاقتصادية والاجتماعية المحتملة للتدابير الحكومية في مجال المالية العامة.
- رغبة وقدرة الحكومة في تخفيض الانفاق في المدى القريب أي ان هناك مرونة في الانفاق العام وهذه المرونة يمكن تحديدها من قبل الوكالة (S&P) بالاعتماد على كل من مستوى واتجاه الاجور في القطاع العام، وهيكلة الانفاق، فضلا عن سياسات الحكومة السابقة في مجال تخفيض الانفاق.
- الى جانب ذلك فان توفر أحد الشروط السلبية ادناه قد تضعف من التقييم الاولي للاداء المالي والمرونة الوارد في الجدول (4a).
- محدودية قاعدة الإيرادات العامة ومدى امكانية تعرضها الى تقلبات من خلال اعتمادها على الصناعة الاستخراجية بشكل عام يفوق ٢٥% من الإيرادات العامة. وكذلك عدم قدرة الحكومة على زيادة الإيرادات الضريبية بسبب كبر حجم اقتصاد الظل او محدودية الوعاء الضريبي الامر الذي يجعل من زيادة في معدلات الضريبة غير فعالة.

جدول (4a)

تقييم الاداء المالي والمرونة ضمن التقييم المالي حسب منهجية وكالة (S&P) في التصنيف الائتماني

التغير في الدين العام الحكومي كنسبة من الناتج المحلي	% < 0	0- %	1- %	2- %	3- %	أكبر من
التقييم الاولي	١	٢	٣	٤	٥	٦

الجدول (4b)

تقييم مستوى وكلفة الدين ضمن التقييم المالي حسب منهجية وكالة (S&P) في التصنيف الائتماني

مستوى الدين معبر عنه					نسبة الانفاق الحكومي المخصص لفوائد الدين العام / الإيرادات العامة	كلفة الدين معبر عنها
نسبة صافي الدين الحكومي العام الى الناتج المحلي الإجمالي						
أقل من ٣٠%	٣٠% - ٦٠%	٦٠% - ٨٠%	٨٠% - ١٠٠%	أكثر من ١٠٠%		
١	٢	٣	٤	٥	أقل من ٥%	
٢	٣	٤	٥	٦	٥% - ١٠%	
٣	٤	٥	٦	٦	١٠% - ١٥%	
٤	٥	٦	٦	٦	أكثر من ١٥%	

Source:

Alexandra Dimitijevic & David T Beers, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions.2011,p²⁴⁻²⁷ WWW.STANDARDPOORS.COM

▪ محدودية إمكانية تخفيض الانفاق، اذا كان البلد يعاني من تدرج في الخدمات الاساسية للسكان، كالتعليم والصحة، والبنية التحتية، اذ يؤدي ذلك الى زيادة الانفاق لمدة طويلة من الزمن، ويتم الاعتماد هنا على مؤشرات التنمية البشرية (المتوسطة، المنخفضة) التي يصدرها البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة، او بسبب اختلال التركيب العمري للسكان، عندما تنخفض اعداد السكان ممن هم في سن العمل قياسا بالفئات الاخرى الامر الذي يعكس ارتفاع الانفاق عن المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية^١.

وعليه فان مستوى المرونة من العوامل المهمة المحددة لفئة التقييم المالي ومن ثم درجة التصنيف الائتماني كونها توفر القدرة للسياسة المالية على ضبط أوضاع الموازنة العامة.

ب- عبء الدين Debt Burden:

يعكس هذا التقييم مدى استدامة الدين* ويخضع بذلك الى مجموعة مقاييس او معايير منها مستوى الدين، كلفة الدين، هيكله الديون، القدرة على الوصول الى التمويل، الا ان التقييم الاولي لعبء الدين يعتمد على مقياسين مهمين، من وجهة نظر الوكالة، هما مستوى الدين معبر عنه بنسبة صافي الدين الحكومي العام الى الناتج المحلي الاجمالي، وكلفة الدين المعبر عنه بنسبة النفقات المخصصة لفوائد الدين العام الى الإيرادات العامة. ويعكس الجدول (4b) الترابط الوثيق والطرد بين المقياسين لتحديد عبء الدين الخارجي القائم على الدولة،

^١) Ibid ,pp24-25

* يقصد باستدامة الدين تمكن الدولة من خدمة ديونها الحالية والمستقبلية دون ان تلجا الى طلب اعادة الجدولة، او انهاء قسم منها او التعثر عن السداد، دون ان يترتب على ذلك تقييد النمو فيها، أي ان المواد المتاحة للدولة تكفي ليس فقط لسداد احتياجات خدمة الدين بل لمتطلبات النمو ايضا.

فكلما انخفضت نسبة مدفوعات الفائدة الى اجمالي الإيرادات الحكومية كان تقييم عبء الدين عند الفئة الأعلى (اقل مخاطرة)، الا ان ذلك يعتمد أيضا" مقياس مستوى الدين والمعبّر عنه بمؤشر نسبة صافي الدين الى الناتج المحلي، فاذا كانت نسبة مدفوعات الفائدة الى اجمالي الإيرادات تقع بين ٥%-١٠ % ، فان تقييم عبء الدين سيكون عند الفئة ٦ ان كانت نسبة صافي الدين الخارجي الى الناتج المحلي تفوق ال ١٠٠ %، وان التقييم سيكون عند الفئة ٢ إذا كانت نسبة صافي الدين الخارجي الى الناتج المحلي اقل من ٣٠ % وهذا يعني ان وكالة (S & P) تأخذ بنظر الاعتبار التغيرات في الناتج المحلي عند تحليل عبء الدين، والذي يعد جزءا" من تحليل السياسة الاقتصادية والأداء الاقتصادي، اذ ان عبء الديون الخارجية ينخفض كلما حقق البلد معدلات نمو مرتفعة^١.

ان التقييم الاولي لعبء الدين الوارد في الجدول (4b) قد يجري عليه تعديل سلبي يصل لأكثر من فئة استنادا الى عوامل اخرى ذات علاقة مباشرة منها، وجود مخاطر لتحركات سعر الصرف على ديون الحكومة المركزية، او ان أكثر من ٤٠% من ديونها بالعملة الاجنبية. او استحوذ غير المقيمين (الاجانب) على ٦٠% في الغالب من الدين التجاري للحكومة المركزية. ومن عوامل التعديل السلبي ايضا" ان يكون متوسط مدة الاستحقاق لديون الحكومة السيادية في الغالب هي اقل من ثلاث سنوات وذلك لان الديون التجارية غالبا ما تكون أسعار الفائدة مرتفعة مقارنة بالديون الرسمية، كذلك كلما ارتفعت نسبة القروض قصيرة الاجل شكل ذلك أعباء ضخمة على اقتصاد الدولة المقترضة يدفع بها ثانيا" الى الاقتراض لسداد خدمة الدين عندما ان تجد نفسها غير قادرة على السداد^٢. اما بالنسبة للعوامل الايجابية، فان التقييم الاولي لعبء الدين قد يعدل بشكل ايجابي بقدر بفترة واحدة إذا كان توقع الوكالة بان احتياجات تمويل الحكومة السيادية سيكون من مصادر رسمية ثنائية او متعددة الاطراف خلال السنتين او الثلاثة القادمة. اذ تعتقد الوكالة ان الوصول الى التمويل الرسمي يعتمد عادة على قدرة الحكومة على استيفاء الشروط التي تفرضها تلك الجهات بخاصة المؤسسات الدولية والتي تدعم قدرة الدولة على استدامة الدين فضلا عن ان الحاجة الى التمويل لا تتعرض الى مخاطر لأنها غالبا ما تكون بشروط أفضل من تلك التي تحصل عليها الدولة من أطراف تجارية او من الأسواق المالية^٣.

٥- التقييم النقدي: Monetary Score

يعكس هذا التقييم مدى قدرة السلطة النقدية السيادية على دعم النمو الاقتصادي المستدام، ومواجهة الصدمات الاقتصادية والمالية بما يفرضي الى دعم الجدارة الائتمانية السيادية، لما تمثله السياسة النقدية من اداة استقرار مهمة بخاصة للبلدان التي تواجه صدمات اقتصادية ومالية تهدد الجدارة الائتمانية. ويعتمد التقييم النقدي والفئة التي يكون فيها على تحليل عدة عوامل فرعية، تحددها مقاييس ومؤشرات مترابطة، والعوامل الفرعية هي^٤ :-
أ- قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية للتعامل مع الضغوط الاقتصادية المحلية من خلال سيطرتها على عرض النقد وظروف السيولة المحلية.

1) Lisam, M. Schineller, Sovereign Ratings methodology & Dept Management Standard & poor's Rating services McGraw-Hill Financial. Washington , 2014 p18

٢) محمد خالد ابو الفحم، مصدر سابق، ص ١٢

3) Standard & poor's, Sovereign credit Rating, A Primer, op.cit, p5

4) Standard & poor's, How We Rate Sovereigns, op.cit, p4

ب- مصداقية (موثوقية) السياسة النقدية مفاة باتجاهات التضخم.

ت- فعالية اليات نقل قرارات السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي بمعنى قدرة النظام المالي واسواق راس المال على التأثير في الاقتصاد الحقيقي، وهذا يعتمد على تنوع وعمق النظام المالي وحجم اسواق راس المال. ويعكس الجدولين (7a) و (7b) التقييم الاولي النقدي لتحليل تلك العوامل اعتمادا على متوسط العوامل الفرعية (A, B, C) كما هو واضح من الجدولين المذكورين .

بالنسبة للعامل الفرعي الأول، فان المقياس المعتمد في التحليل هو نظام سعر الصرف ومدى فعاليته اذ يمكن للسياسة النقدية من معالجة الاختلالات والتصدي للصدقات الاقتصادية المحلية عندما تتوفر القدرة لدى السلطة النقدية التحكم في كمية العملة المستخدمة في التعاملات المحلية. و يؤثر نظام سعر الصرف المعتمد على قدرة السلطة النقدية في ادارة السياسة النقدية بفاعلية عالية لما قد يحصل من تعارض بين الاهداف النقدية مع هدف الحفاظ على مستوى معين من سعر الصرف، و الفكرة الرئيسة في هذا الموضوع هو ان زيادة عرض النقد يؤدي ابتداءً الى زيادة الارصدة الحقيقية والتوازن يقتضي انخفاض سعر الفائدة وفي ظل الانفتاح فان الامر يتطلب تغيير في سعر الصرف لتغطية فرق سعر الفائدة⁽¹⁾. وعليه كلما كان سعر الصرف أكثر جمودا شكل اعاقا لحسن ادارة السياسة النقدية ويوضح الجدول (7a) ان فئة تقييم هذا العامل ستكون اقوى كلما كانت اسعار الصرف حرة.

وبالنسبة للعامل الفرعي الثاني، فان المعايير (المقاييس) المعتمدة في التحليل، هي استقلالية البنك المركزي (التشغيلية، الاهداف، الادوات) فضلا عن معدلات التضخم السائدة. اذ ان السياسة النقدية الفعالة تتطلب وجود مؤسسات موثوقة وهذه الموثوقية لا يمكن قياسها بشكل موضوعي الا ان هناك عوامل معينة تجعل من البنك المركزي اكثر موثوقية (مصداقية) وبالتالي فعالية عالية لسياسته النقدية، ومن هذه العوامل استقلالية البنك المركزي، اذ تشير المؤلفات الاقتصادية في هذا المجال الى عدة جوانب تتعلق باستقلالية للبنك المركزي، منها حريته في تقرير كيفية الوصول الى اهدافه، وعزل تأثير الحكومة في تعيين او عزل اعضاء مجلس الادارة، وكذلك عزل التأثير المالي لها (اقراض الحكومة)، كما ينصرف الاستقلال الى استقلال الاهداف واختيار الادوات. والتي تعني حرية البنك في تحديد اهدافه النهائية وتحديد الادوات النقدية، فتحديد الاهداف يعني ان البنوك المركزية تكون اكثر استقلالية اذا كان هدف استقرار الاسعار هو الهدف الاسمي لها، و تحديد الادوات تعني حرية البنك المركزي في اختيار الادوات المتاحة لتحقيق الاهداف النهائية².

وبالعودة الى الجدول (7a) يتضح ان تقييم استقلالية البنك المركزي انما يعتمد على مؤشرات منها المدة التي مضت على استقلالية البنك المركزي، وطبيعة الادوات النقدية المستخدمة فضلا عن استقرار الاسعار قيمة العملة. فالتقييم يكون عند الفئة (1) الاقوى إذا مضى أكثر من عشرة سنوات على استقلالية البنك المركزي، فضلا عن ان تلك الفئة تتطلب ايضا حرية وقدرة البنك المركزي في استخدام .

¹ (احمد بريهي العلي، الطلب على العملة الاجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف، متاح على الموقع www.cbi.iq.2015.p15

² (حيدر حسن طعمة، البنك المركزي العراقي، ارهاصات الهيمنة وقضم الاستقلال، متاح على الموقع www.uobabylon.edu.iq.2015,p5

الجدول (7a)

التقييم النقدي الاولي حسب العاملين الفرعيين نظام سعر الصرف، ومصداقية السياسة النقدية، في إطار منهجية التصنيف الائتماني لوكالة (S&P)

5	4	3	2	1	الدرجة الاولية
A نظام سعر الصرف					
التثبيت الصارم (مجلس العملة)	الربط التقليدي او ترتيبات الربط الثابت	التعويم الحر او تعويم الا ان هناك تحديات تاريخية لسعر الصرف غير تأثير اسعار الفائدة على التدفقات الرأسمالية	التعويم	التعويم الحر	نظام سعر الصرف المحلي
B مصداقية السياسة النقدية					
استقلالية تشغيلية محدودة بسبب التدخل السياسي الملحوظ	-استقلالية تشغيلية لكنها الاقصر او الاقل امنا ع ند مستويات الفنة الافضل. - ادوات نقدية معتمدة على السوق لكن الفاعلية ربما لا تكون خاضعة للاختبار في الظروف السلبية	-مدى واسع من الاستقلالية الا انها اقل امنا من المستويات الأفضل -الادوات النقدية معتمدة على السوق لكن الاعتماد الاكبر على متطلبات الاحتياطي القانوني	-سجل حافل باستقلالية كاملة للعمليات -الادوات النقدية معتمدة على السوق	-سجل طويل من الاستقلالية الكاملة للعمليات (أكثر من ١٠ سنوات) مع وضوح اهداف السياسة النقدية -مجموعة واسعة من الادوات النقدية	استقلالية العمليات (التشغيلية) والاهداف للبنك المركزي

Source: Alexandra Dimitrijevic & David Beers, Sovereign Government Rating

Methodology and Assumptions. wwwstandardpoors.com, 2011, p.32

ادوات نقدية واسعة غير تقليدية يراها مناسبة دون الحاجة الى الحصول على موافقة الحكومة ومن تلك الادوات ما يعرف بالتسهيل الكمي وهي اداة نقدية غير تقليدية تلجا اليها السلطات النقدية ولو بشكل مؤقت لمواجهة الازمات المالية والانكماش الاقتصادي. وتتطوي تلك الاداة على قيام البنك المركزي بشراء الموجودات المالية من المصارف وشركات القطاع الخاص المتعثره لزيادة كمية الاموال المتدفقة الى الاقتصاد عندما تكون الادوات التقليدية غير فعالة بالحفاظ على معدلات الفائدة في السوق^(١). وإذا كانت السلطة النقدية لا تتمتع بهذه المرونة وبالتالي القدرة على استخدام الأدوات المعتمدة على السوق فان التقييم المتعلق بمصداقية السياسة النقدية يأخذ الفئات الضعيفة كلما كانت الادوات النقدية تقليدية او قلت المدة التي مرت على استقلالية البنك المركزي. وهذا يرتبط بعلاقة طرية مع جمود أسعار الصرف كما هو واضح في الجدول في الجدول (7a).

اما بالنسبة للعامل الفرعي الثالث، وقبل تناول المقاييس والمؤشرات المحددة له، تجدر الإشارة الى ان المؤلفات الاقتصادية تذهب الى وجود تأثير وعلاقة طردية بين مستوى تطور النظام المالي وتنوع اسواق راس المال وبين

^(١) للمزيد انظر:

عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبدالباري احمد. التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية الاقتصادية، المجلد ٤، العدد ٢، ٢٠١٤، ص ٢٣-٢٤.

النمو الاقتصادي المستدام عبر زيادة معدلات الادخار المحلي واجتذاب تدفقات راس المال الاجنبي خاصة في ظل الخصائص التي تتمتع بها البلدان المتقدمة. وغالبا ما يكون هذا التأثير ضعيفا إذا كان القطاع المالي في المراحل الاولى من تطوره كما ان أكبر حجم اسواق وراس المال تسهل من عمليات السوق المفتوحة^(١). وتعتمد وكالة (S&P) لتقييم تطور النظام المالي وكبر - - حجم الاسواق المالية، والموضحة في الجدول (7b)، على متوسط ثلاثة مقاييس هي:

قدرة الحكومة على اصدار سندات طويلة الاجل وبمبالغ ذات مغزى بالعملة المحلية، والمؤشرات المعتمدة هنا هي اجال استحقاق الدين الحكومي وكيفية تحديد سعر الفائدة فضلا عن حيازة الديون فكلما قصر اجل استحقاق الدين وهيمنت البنوك المحلية على حيازته كلما كان التقييم نحو الفئة الأضعف، والعكس يحصل إذا زادت نسبة السندات الحكومية طويلة الاجل بالعملة المحلية وتحديد أسعار الفائدة معتمد على السوق كان التقييم عند الفئة الأقوى.

- وجود اسواق للأوراق المالية متطورة، ونظام مصرفي ومالي متطور، اذ ان تنوع مصادر التمويل من خلال اسواق راس المال او النظام المصرفي يقلل من مخاطر حدوث ازمة تمويل عندما تواجه قناة تمويل واحدة صعوبات. وقد استخدم هنا أحد المؤشرات وهو نسبة المطلوبات بالعملة المحلية الى الناتج المحلي الاجمالي، كما يعكسها الجدول (7b)، ويعد من المؤشرات التي تعكس حجم التعاملات المصرفية وارتفاعها يفسر زيادة الودائع المصرفية والتي يمكن استخدامها في تراكم الاصول (الاستثمارات)، كما ان استخدام مؤشر اجمالي الودائع (بعد استبعاد النقود في التداول من قياس عرض النقد يعني ان الاصول شبه السائلة هي المصدر الرئيس للاستثمار لذلك يستخدم أيضا نسبة اجمالي الودائع / الناتج المحلي كمقياس لتطور النظام المالي^٢.
- المقياس الاخر كما يعكسه الجدول (7b) هو رسملة السوق. وهو يساوي القيمة الاجمالية السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق (قيمة التداول) مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي خلال مدة معينة، ويعكس ارتفاع هذا المؤشر مدى قدرة سوق الاوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بما يسهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي، فارتفاع معدلات الرسملة قد يعطي دلالة او فكرة عن تطور وحجم أسواق المال حجم اسواق المال ، اذ قد يكون الارتفاع في معدلات الرسملة السوقية ناتج عن ارتفاع قيمة اسهم الشركات المدرجة بما يعكس النظرة التفاؤلية للاقتصاد بشكل عام وتحسن اداء تلك الشركات أو ان الارتفاع ناتج عن درج المزيد من الشركات لأسهمها في السوق، ولكن مع ذلك يجب ملاحظة ان الارتفاع الكبير والسريع لمعدلات الرسملة قد يكون نتيجة لنشاط مضاربي لا يعكس الحالة الحقيقية للسوق^(٣). وتجدر الملاحظة هنا الى التقييم النقدي الاولي من خلال متوسط العوامل الفرعية و المشار اليها انما يكون من ٥ فئات وليس ٦ كما في التقييمات الأخرى، ومن وجهة نظر الباحث فان ذلك محكوم بمؤشرات العوامل الفرعية والتي لا يمكن ان تكون اقل من ذلك، كما يلاحظ ان هناك ترابط محكم بين كل من العوامل الفرعية

^(١) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الاسكوا)، الاتجاهات الاقتصادية واثارها، سلوك القطاع الخاص وكفاءته في مجال الاقراض في بلدان مختارة، العدد ٣، الامم المتحدة، نيويورك، ٢٠٠٥، ص ٣-٤

^(٢) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الاسكوا) مصدر سابق، ص ٢٥-٣٠.

^(٣) سعد العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية للمدة (١٩٩٧-٢٠١١)، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة، ٢٠١٣، ص ٨٨.

ومؤشرات المحددة للتقييم النقدي، إذا ان فئة التقييم سوف تتجه نحو الأضعف فكلما زادت صرامة نظام سعر الصرف ، وكلما كان البنك المركزي اقل استقلالية ، وهذا ينسجم مع مؤشرات العامل الثالث ومنها محدودية قدرة الحكومة السيادية على اصدار سندات طويلة الاجل ، وانخفاض معدلات الرسملة .

كما يخضع التقييم الاولي النقدي الى تعديلات حسب معدلات التضخم المتوقعة ،اذ يعد التضخم المنخفض والمستقر أحد العوامل الرئيسية في تقييم فعالية السياسة النقدية الحديثة والهدف الاساسي لها لما يوفره ذلك المعدل من دعما " مهما" للثقة في العملات المحلية كمخزن للقيمة وعليه فان البلد الذي يسوده تضخم في اسعار المستهلك يحصل على تقييم نقدي ضمن الفئات الأضعف، بالنسبة للدولة التي تتمتع بمستوى تضخم منخفض ومستقر يكون في المتوسط بين ٠% و ٣% فإنها تتمتع بأعلى مستوى من المرونة النقدية ،كما التقييم النقدي سيكون عند الفئة ٤ إذا كان معدل التضخم المتوقع في اسعار المستهلك للسنوات .

جدول (7b)

التقييم النقدي الاولي حسب العامل الفرعي فاعلية النظام المالي واسواق راس المال، في إطار منهجية

التصنيف الائتماني لوكالة (S&P)

٥	٤	٣	٢	١	الدرجة الاولية
فاعلية اليات نقل القرارات بواسطة النظام المالي واسواق راس المال. التقييم هنا هو متوسط المقاييس الثلاثة ادناه: C					
تاريخ استحقاق أصل الدين اقل من ٥ سنوات الا انها عقدت مع البنك المركزي	تاريخ استحقاق أصل الدين اقل من ٥ سنوات او بين ٥ و ١٠ سنوات، لكن أكثر من نصف المديونية تحتفظ بها البنوك المقيمة او بنوك القطاع العام. وربما تقصر تواريخ الاستحقاق في الازمات	تاريخ استحقاق الدين الأصلي بين ٥ و ١٠ و اقل من ١٠ سنوات لكن أكثر من نصف المديونية يحتفظ بها البنوك المقيمة او بنوك القطاع العام. وربما تقصر تواريخ الاستحقاق في الازمات	تاريخ استحقاق أصل الدين أكثر من ١٠ سنوات، مع اسعار فائدة يحددها السوق واسوق ثانوية فعالة	تاريخ استحقاق أصل الدين أكثر من ٢٠ سنة، مع اسعار فائدة يحددها السوق وسوق ثانوي فعال	قدرة الحكومة المركزية على اصدار سندات بمبالغ كبيرة ذات مغزى بالعملية المحلية بسعر فائدة ثابت.
> ٤٠ % من الناتج المحلي الاجمالي	٤٠ الى ٦٠ % من الناتج المحلي الإجمالي	٦٠ الى ٨٠ % من الناتج المحلي الاجمالي	٨٠ الى ١٠٠ % من الناتج المحلي الاجمالي	< ١٠٠ % من الناتج المحلي الاجمالي	المطلوبات المحلية بالعملة المحلية
> ١٠ % من الناتج المحلي الاجمالي	٢٥ الى ١٠ % من الناتج المحلي الإجمالي	٢٥ الى 50 % من الناتج المحلي الاجمالي	٥٠ الى ٧٥ % من الناتج المحلي الاجمالي	< ٧٥ % من الناتج المحلي الإجمالي	رسملة الاسواق

Source:

Alexandra Dimitrijevic & David Beers, Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions. wwwstandardpoors.com, 2011, p.32

الثلاثة القادمة بمتوسط بين ١٠% و ١٥% وقد يستقر التقييم عند الفئة ٥ اذا كان معدل ذلك التضخم بين ١٥% و ٢٠%، واخيرا فان الدولة قد تحصل على تقييم نقدي عند الفئة ٦ عند حالات معينة منها تستخدم من

جانبا واحد عملة دولة اخرى كعملة محلية من دون غطاء قانوني. او دولاره الايداعات او المطلوبات تزيد عن ٧٥%. او توقع تضخم اسعار المستهلك للمدة المذكورة تتجاوز بالمتوسط ٢٠%.^(١).

المرحلة الثالثة

بعد اجراء التقييم للعوامل الخمسة السابقة وفق مقياس يتكون من ستة فئات تبدأ من المنخفضة جدا الفئة (١) وهي الأفضل او الاقوى وتنتهي بالعالية جدا الفئة (٦) وهي الأسوأ او الاضعف وكما مبين في الجدول (٢)، يقوم محلي الائتمان بجمع تلك التقييمات لتشكّل وضعان هما:

- الوضع المؤسسي والاقتصادي للحكومة (متوسط التقييم المؤسسي، والتقييم الاقتصادي)
- وضع المرونة والأداء لها (متوسط التقييم الخارجي، والتقييم المالي، والتقييم النقدي)، وباستخدام هذان الوضعان يقوم المحللون بتحديد التصنيف الائتماني السيادي المقترح ضمن احدى نقاط مديات التصنيف الدلالي او الإرشادي الواردة في الملحق (١) والتي تعكس ان فئات التقييم ودرجات المخاطرة لكل من الوضعين السابقين لا تعكس بدقة درجة التصنيف الائتماني لمحلي الائتمان في الوكالة لذا يضعون مديات تصنيف مقاربة جدا " ويتركون القرار النهائي الى لجنة التصنيف الائتماني.

المرحلة الرابعة

بعد انتهاء فريق محلي الائتمان من اعداد التصنيف السيادي على النحو الذي تم ذكره ، يقوم بتقديم ذلك بتقرير الى لجنة التصنيف التي تتألف من كبار الأعضاء في الوكالة والذين يحق لهم التصويت على التقييم النهائي، وتتولى هذه اللجنة التحقق من البيانات والمعلومات والمستخدمة كمدخلات في عملية التقييم من قبل المحللين الائتمانيين، وبعد مناقشة درجة التصنيف المقترحة والمخاطر السيادية المتوقعة في ضوء مديات التصنيف الدلالي الملحق (١) يصار الى اتخاذ قرار ومن خلال لتصويت بشأن درجة التصنيف النهائي والمخاطر السيادية^{٢*}، وقبل الإعلان عن القرار النهائي بذل ، تقوم لجنة التصنيف المذكورة بالاتصال بالجهة المعنية بالتصنيف وابلاغها بنتيجة التصنيف ، وفي حالة الموافقة تعلن الوكالة ذلك ببيان صحفي ثم تتولى

¹ Alexandra Dimitrijevic & David Beers ,op.cit, pp34-35

* ان العوامل ان العوامل المحددة للتصنيف الائتماني السيادي التي سبق ذكرها بالنتيجة تحدد المخاطر الائتمانية السيادية الأربعة وهي ، مخاطر اقتصادية، ومخاطر سياسية، ومخاطر النظام المالي، ومخاطر قانونية المتمثلة بسيادة ثقافة الدفع،^٢ ويتم تحديد مستوى كل من المخاطر المذكورة على النحو الوارد في الجدول (٢) ثم إيجاد متوسط مرجح بسيط للمخاطر للوصول الى تقييم شامل للمخاطر على مستوى البلد ومع ان الوكالة تمنح اوزان ترجيحية متساوية للمخاطر اعلاه كونها تعد الأكثر تمثيلا للمخاطر السيادية ولم تجد أي خطر محدد أكثر من غيره ، الا انها تلجا الى منح وزن ترجيحي إضافي لمخاطر معينة اذا رأت ان هناك ارتفاع حاد في تلك المخاطر او وجود أكثر من خطر وبالتالي فان تقييم المخاطر سيكون في الفئة الأضعف لمخاطر معينة عند وجود أكثر من خطر استنادا الى تحليل العوامل أعلاه وعليه فان فئات تقييم المخاطر السيادية الناتجة من تقييم المخاطر الفرعية، والموضحة في التصنيف الدلالي (الملحق ٢) يتم تقريبها (عند الاقتضاء) إلى عدد كامل اذ يتم تقريب المخاطر المنتهية مثلا في ٤.٢٥ إلى تقييم أقوى أي ٤ (باستثناء حالات محدودة التي توجد فيها ظروف سلبية قوية جدا). كما تقريب تقييم المخاطر القطرية الأولية المنتهية وكما في المثال السابق في ٤.٧٥ إلى تقييم أضعف اي ٥ (باستثناء حالات محدودة التي توجد فيها اتجاهات أو ظروف إيجابية قوية جدا). يتم تقريب تقييم المخاطر القطرية الأولى الذي ينتهي في ٤.٥ مثلا إلى تقييم أقوى (٤) وعندها التصنيف سيكون مصحوب بنظرة إيجابية، أو الى الاضعف (٥) وعندها التصنيف سيكون مصحوب بنظرة سلبية استنادا" إلى وجهة نظر الوكالة للأوزان الترجيحية النسبية للعوامل الفرعية التي تمت الإشارة إليها.

Standard & poor's ,country risk Assessment methodology And Assumptions, OP.cit -انظر : P5-10

- Hossein Asgardian, OP .cit , P24

ادراجه ضمن النشرة الشهرية على موقعها على الشبكة الدولية ، وفي حالة عدم موافقة الجهة المعنية او عدم قناعتها به لعدم دقته فعليها ان تقدم طعن مشفوع بأدلة ومعلومات إضافية لم تكون متوافرة لدى الوكالة ، وان توضح ان المعلومات التي استند اليها التصنيف غير دقيقة . وفي هذه الحالة تجري اللجنة مراجعة التقييم والتصنيف وتتخذ مرة أخرى قرارها وترسله الى الجهة المعنية عبر البريد الالكتروني، والذي له الحق في قبول او رفض التصنيف ولكن الوكالة هذه المرة تقوم بنشر التصنيف على موقعها الالكتروني في خانة التصنيفات غير المقبولة (List of unaccepted) وبذلك تنهي عملية التصنيف مع ملاحظة ان كل ذلك يجري في إطار زمني لا يتجاوز ٦٠ يوم تجري فيها تغطية نحو ٥٥ من المتغيرات المؤسسية والاقتصادية والمالية والنقدية.

ثانياً: تباين التصنيف الائتماني السيادي بالعملة الأجنبية عنه بالعملة المحلية

تقوم وكالة (S&P) بإعطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي بالعملة المحلية وكذلك بالعملة الأجنبية اعتماداً على العملة التي يتم بها سداد الدين بغض النظر عن العملة التي يتم بها الحصول على الدين، ويمكن ان تأتي التصنيفات بالعملة المحلية اعلى منها بالعملة الأجنبية ويعود ذلك من الناحية التاريخية، الى انخفاض معدلات التخلف عن سداد الديون العملة المحلية عنها في العملات الأجنبية. كما ان الجدارة الائتمانية يمكن ان تكون مدعومة بعوامل خاصة تتمتع بها الحكومة السيادية ضمن حدودها بما في ذلك اصدار العملة المحلية والرقابة التنظيمية فضلا عن ان الحكومات لديها من الادوات المحلية التي تمكنها من مقابلة التزاماتها المالية بالعملة المحلية مثل الضرائب والرسوم^١ .

وقد يثار تساؤل هنا لماذا لا يتم تصنيف الديون السيادية دائما عند الدرجة (AAA) لما تتمتع به الدولة من صلاحيات داخل حدودها بما في ذلك القدرة على طبع النقود، وترى وكالة التصنيف ان الاعتماد الكبير على طبع النقود قد يغذي مخاطر التضخم المفرط مما يتسبب بأضرار سياسية واقتصادية قد تضطر الدولة معها الى التخلف عن سداد ديونها او تلجأ الى إعادة الجدولة ومن هنا فان هناك عوامل تحكم مستوى التباين بين درجة التصنيف السيادي بالعملة المحلية و بالعملة الأجنبية وهي^٢ .

١- يمكن ان يفوق التصنيف الائتماني بالعملة المحلية عنه بالعملة الأجنبية بدرجتين إذا توفرت مجموعة خصائص في تلك الدولة منها:

- أ- تتمتع بأسواق مالية نشطة، مع معدلات رسملة تزيد ٢٠ % من الناتج المحلي.
- ب- ان لا يكون التقييم المؤسسي، والتقييم المالي أضعف من معدل التقييمات الأخرى بأكثر من نقطة او فئة واحدة.
- ٢- يمكن ان يفوق التصنيف الائتماني بالعملة المحلية عنه بالعملة الأجنبية بدرجة واحدة إذا توفرت مجموعة خصائص في تلك الدولة منها:

- أ- تتمتع بأسواق مالية نشطة، مع معدلات رسملة تزيد ١٠ % من الناتج المحلي.
- ب- ان لا يكون التقييم المالي أضعف من معدل التقييمات الأخرى بأكثر من نقطة او فئة واحدة، اي ان لا يكون التقييم المالي هو المؤثر الرئيس في خفض التصنيف الائتماني.

^١ احمد لطفاح، الجدارة الائتمانية السيادية (المبادئ الاساسية)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ٢٠٠٥، ص٤ . النسخة الالكترونية

^٢ Kate kisselev & Frank Packer, Minding the gap in Asia foreign and local currency rating. . 2005, PP180-181. النسخة الالكترونية

كما ان التصنيف السيادي بالعملة الأجنبية قد لا يختلف عنه في العملة المحلية أي ان تقدير ملائمتها الائتمانية يكون بالعملة الأجنبية إذا توفر واحد من الشروط الآتية¹

- أ- إذا لم تكن للدولة عملة خاصة بها في المبادلات، كان تكون ضمن اتحاد نقدي
- ب- عندما تصدر الحكومة ديون بالعملة المحلية في أسواق رأس المال العالمية وكان الاتفاق ينص على ان تسديد أصل الدين والفوائد المترتبة تتحدد بالعملة الأجنبية.
- ت- اذا كانت الدولة تعتمد أسعار الصرف الثابتة، او تفرض قيود على الصرف والمدفوعات، او انها تعتمد عملة أخرى بشكل كبير في التعاملات المحلية اي يتجاوز فيها معدل الدولة عن ٥٠ % .

¹Standard & poor's ,Sovereign credit Rating , A Primer ,op.cit, p16-17

الاستنتاجات

- ١- ان استحواذ ثلاث وكالات على النسبة الأكبر في سوق التصنيف الائتماني يعني تمتعها بسلطة الاحتكار وبالتالي لم تعد درجات لتصنيف التي تطلقها لتقييم الجدارة الائتمانية للبلدان مجرد رأي يخلوا من التبعات القانونية عند عدم دقته.
- ٢- يضم كل من التقييم المؤسسي والخارجي والمالي مؤشرات مختلفة عن الدين الخارجي وهذا يعني ان الدين الخارجي يحتل أهمية واسعة في عملية التصنيف الائتماني.
- ٣- من خلال التقييمات الواردة لوكالة ((S&P)) يتضح انها تتاغم وصفات المؤسسات الدولية، الى الحد الذي يمكن القول ان التصنيف المرضي سيكون أقرب للدولة من خلال تلك المؤسسات.
- ٤- ان الديون المقومة بالعملة المحلية هي اقل عرضة للتقلبات في أسعار الصرف لذا فان التصنيف الائتماني بالعملة المحلية عادة ما يكون اعلى منه في العملة الأجنبية.
- ٥- ان اعتبار العمق المالي كمؤشر على تنمية او تطور النظام المالي يعكس اعطاء أهمية أكبر للقطاع المالي دون أي اعتبار لأي انعكاسات سلبية لذلك على الاقتصاد العالمي حيث لا يربط ذلك المؤشر بين تزايد الثروة الاقراضية وبين تزايد معدل الثروة المادية.
- ٦- ان وجود إشارات موجبة وسالبة الى يمين درجة التصنيف يعني ان درجة التصنيف ليست ثابتة بل هي توقعات مرتبطة بسلامة الأداء المالي.
- ٧- الاعتماد في التقييم الاقتصادي على معدل متوسط نصيب الفرد من الناتج كمؤشر على المتانة الاقتصادية لا يعكس مستويات التنمية الاقتصادية، والفوارق في توزيع الدخل

التوصيات

- ١- ان عملية التصنيف وما ينتج عنها من تقييم للمخاطر يمكن عدها كأداة للإنذار المبكر للدول التي لم تقدم بعد على طلب التصنيف الائتماني، لإعادة النظر بسياساتها الاقتصادية والمالية.
- ٢- ينبغي على حكومات الدول مراجعة ومتابعة ما تنشره المؤسسات المالية من مؤشرات اقتصادية ومالية لمعرفة مدى دقتها مع إمكانية قيام وكالات التصنيف غير مطلوبة معتمدة بذلك على المتاح من البيانات والمعلومات.
- ٣- ان الدول التي حصلت على تصنيف ائتماني دون طلب منها وغير مرضي من قبلها، فمن الأفضل التوجه الى وكالة أخرى لحصول على تصنيف اخر، بخاصة إذا كانت البيانات السابقة غير دقيقة، لضمان عدم ارتفاع كلفة التمويل الخاص.
- ٤- من الضروري وجود هيئة يمكن ان نسميها تنسيقية بين السياسة المالية، والنقدية، والتجارية لضمان الحفاض على مستوى من الأداء في ضوء المعايير المعتمدة من قبل وكالات التصنيف لضمان عدم تدهور الجدارة الائتمانية.

المصادر

المصادر العربية

- ١- مدني احمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في سوق الاوراق المالية ومتطلبات اصلاحها، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، الجزائر، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد ١٠، ٢٠١٣.
- ٢- محمد خالد ابو الفحم، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الفلسطينية، مؤتمر الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، غزة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، ٢٠٠٥
- ٣- احمد بريهي العلي، الطلب على العملة الاجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف، متاح على الموقع www.cbi.iq.2015.p15
- ٤- حيدر حسن طعمة، البنك المركزي العراقي، ارهاصات الهيمنة وقضم الاستقلال، متاح على الموقع
- ٥- عبد العزيز شويش عبد الحميد، بشرى عبدالباري احمد. التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية الاقتصادية، المجلد ٤، العدد ٢، ٢٠١٤،
- ٦- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الاسكوا)، الاتجاهات الاقتصادية واثارها، سلوك القطاع الخاص وكفائه في مجال الاقراض في بلدان مختارة، العدد ٣، الامم المتحدة، نيويورك، ٢٠٠٥
- ٧- سعد العبادلة، دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية للمدة (١٩٩٧-٢٠١١) رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة، ٢٠١٣
- ٨- احمد طلفاح، الجدارة الائتمانية السيادية (المبادئ الاساسية)، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ٢٠٠٥،

المصادر الإنكليزية

- 1- Hossein Asgharian , Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need? www.sec.gov , 2005
- 2- Alexander W. Butler, Relationship, How Do Bond Rating Agencies Process Information. WWW. Researchgate.net. 2012
- 3- Estelle A ,& Other ,Credit rating and complementary sources of credit quality information .Basel committee on Banking supervision .www.bis.org 2000
- 4- Investor Bulletin, the A, B, C, of credit rating. www.sec. gov / investor / 2013
- 5- Fitch Rating, Rating definition. www.fitchrating.com. 2017 .
- 6- Patrick Kingsley, How credit ratings agencies rule the world, 2012 <http://www.thequardian.com>
- 7- Marwan Elkhoury, Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries, 2008,p⁸. www.unctad/
- 8- Standard & poor's , How We Rate Sovereigns WWW.STANDARDANDPOORS.COM 2011
- 9- Laura J Fenland Katz , Country risk assessment methodology and assumptions, WWW.STANDARDPOORS.COM/2013
- 10- Standard & poor's, Country risk assessment methodology and assumptions WWW.STANDARDPOORS.COM 2013 .
- 11- Alexandra Dimitijevic & David T Beers, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions. WWW.STANDARDPOORS.COM 2011
- 12- Lisam,M .Schineller,Sovereign Ratings methodology & Dept Management Standard & poor's Rating services McGraw-Hill Financial .Washington , ,2014.
- 13- Laura J .Fenland Katz, country Risk Assessment Methodology and Assumption. WWW.STANDARDPOORS.COM 2013.
- 14- Kate kisselev & Frank Packer, Minding the gap in Asia foreign and local currency rating. . 2005.

ملحق (١)

مستويات التصنيف الدلالية الناتجة عن الجمع ما بين الوضع المؤسسي والاقتصادي مع وضع المرونة والاداء

الوضع المؤسسي والاقتصادي												
وضع المرونة والاداء	الفئة	ممتاز	قوي للغاية	قوي جدا	قوي	قوي نسبيا	متوسط	ضعيف نسبيا	ضعيف	ضعيف جدا	ضعيف للغاية	ردئ
الفئة	التقييم	١	١.٥	٢	٢.٥	٣	٣.٥	٤	٤.٥	٥	٥.٥	٦
قوي للغاية	من ١ الى ١.٧	aaa	aaa	Aaa	aa+	Aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
قوي جدا	من ١.٨ الى ٢.٢	aaa	aaa	aa+	Aa	aa-	a	a-	bbb+	Bbb	bb+	bb-
قوي	من ٢.٣ الى ٢.٧	aaa	aa+	Aa	aa-	A	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
قوي نسبيا	من ٢.٨ الى ٣.٢	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bbb	bb+	Bb	bb-
متوسط	من ٣.٣ الى ٣.٧	aa	aa-	a+	A	bbb+	bbb-	bbb	bb+	bb	bb-	b+
ضعيف نسبيا	من ٣.٨ الى ٤.٢	aa-	a+	A	bbb+	Bbb	bbb+	bbb	bb+	bb	b+	b
ضعيف	من ٤.٣ الى ٤.٧	a	a-	bbb+	Bbb	bbb+	bbb	bb+	bb-	B	b+	b-
ضعيف جدا	من ٤.٨ الى ٥.٢	N/A	bbb	bbb-	bbb+	Bb	bbb-	b+	b	B	b	b-
ضعيف للغاية	من ٥.٣ الى ٦	N/A	bbb+	Bb	bbb-	b+	b	b	b	b-	b-	b-

Source : standard &poors , How we Rate Sovereigns . www.standard&poors

,2011.P.⁵

يتضح من هذا الملحق ان أي درجة تصنيف ائتماني قد تعبر عن أكثر من حالة فمثلا إذا كان التقييم المؤسسي والاقتصادي قوي الى حد ما، وتقييم المرونة والأداء قوي جدا" فان درجة التصنيف ستكون AA- ولكن بنفس الوقت فان البلد او بلد اخر سيحصل على نفس التصنيف ولكن بدلالات أخرى.