

العوامل المؤثرة في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية ونموذج Moody's أمودجا / بحث تحليلي

أ.م.د. حيدر نعمة الفريجي* احمد جواد الدهلكي**

المستخلص

تزايد اهتمام الدول والمستثمرين بالتصنيف الائتماني للديون السيادية في السنوات الأخيرة كونه يحدد كلفة وحجم تمويل الدول ويبين المخاطرة الائتمانية المستقبلية للمستثمرين ومن هنا جاءت أهمية هذا الموضوع الذي حظي باهتمام كبير من قبل الباحثين والمختصين لذا تم اختيار هذا البحث (العوامل المؤثرة في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية وكالة Moody's أمودجا / بحث تحليلي) لتحليل منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية و العوامل المؤثرة في التصنيف. وقد تضمنت مشكلة البحث تحديد أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية و خرج البحث بمجموعة من الاستنتاجات كان أهمها، ان عامل القوة المالية هو أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالة Moody's وقدم البحث مجموعة من التوصيات كان أهمها اهتمام الدول بعامل القوة المالية و تطوير وكالة Moody's للمعايير التي تستخدمها في إصدار التصنيف الائتماني للديون السيادية وزيادة فئات العوامل المؤثرة في التصنيف للتخلص من المدييات التي تضعها الوكالة في الخطوة الثالثة امام لجنة التصنيف لتحديد التصنيف للحد من الحكم الشخصي.

Abstract

The interest of countries and investors is increasing in the credit rating of sovereign debt in recent years , because it determines the cost and size of funding of countries , and shows the future credit risk of investors.

Hence , it is appeared the importance of this topic has been emerged , which has received much attention from researchers and specialists. So, it was choosing this research entitled ,, Factors affecting in the change of credit rating of sovereign debt : Moody's agency model / analytical researchers ,, to analyze the methodology of the credit rating of sovereign debt and the factors affecting the classification.

The problem of the research included identifying the most influential factors in the credit rating of sovereign debt.

The research finds out a set of conclusions. The most important of them indicated that the financial strength factor is the most influencing factors in the credit rating of sovereign debt for Moody's agency.

The research was presented a set of recommendations. The most important of them indicated to the concern of states with a factor of financial strength and development of

* الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والاقتصاد .

** باحث .

مقبول للنشر بتاريخ 2012/6/24

Moody's agency to the criteria used in the issuance of credit rating for sovereign debt , and increasing categories of factors affecting the rating for the disposal of ranges set by the agency in the third step before the rating committee to determine the rating to reduce the personal judgment.

المقدمة :

شهد العالم في السنوات الأخيرة تطوراً كبيراً في الأسواق المالية وانفتاحها مع كثرة المتعاملين بها وازدياد سرعتها وارتفاع حجم الصفقات التجارية وعددها الأمر الذي أدى إلى ظهور الحاجة لتوفير مزيد من الائتمان والذي يتطلب بدوره توفير معلومات دقيقة و سريعة لتحديد قدرة المقترضين على سداد ديونهم و من هنا جاءت وكالات التصنيف الائتماني لتزود المستثمرين والمقرضين بالمعلومات عن الجدارة الائتمانية للمقرضين لسد فجوة المعلومات الموجودة بينهم. و لأهمية التصنيف الائتماني الكبيرة تزايد نشاط وكالات التصنيف الائتماني (CRAs) Credit Rating Agencies ومن ضمنها وكالة Moody's التي تشكل عنصراً أساسياً في أسواق رأس المال العالمية من خلال توفير تصنيفات ائتمانية وبحوث وادوات تحليل لتقويم مخاطر الائتمان وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في العالم ، وامتد نشاط وكالات التصنيف ليشمل معظم دول العالم خاصة في مجال التصنيف الائتماني للديون السيادية وذلك كون التصنيف الائتماني السيادي أصبح أحد العوامل المؤثرة في تحديد كلفة وحجم التمويل للدول.

من هنا جاء اختيار موضوع البحث الحالي (العوامل المؤثرة في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية وكالة Moody's أنموذجاً / بحث تحليلي) لتسليط الضوء على التصنيف الائتماني للديون السيادية ومنهجية التصنيف والعوامل المؤثرة عليه و التعرف على أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف. ولإلزام بجوانب هذا البحث فقد تضمن أربعة مباحث ، خصص المبحث الأول للإطار النظري والذي يكشف عن طبيعة المادة النظرية والمعرفية للتصنيف الائتماني للديون السيادية ، وتضمن أربعة أقسام ، خصص القسم الأول لمفهوم الديون السيادية وأنواعها و القسم الثاني لمنهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالة Moody's ، فيما شمل المبحث الثاني ، منهجية البحث من حيث مشكلته ، وأهدافه ، وأهميته. وخصص المبحث الثالث للجانب العملي الذي تضمن قسمين خصص القسم الأول لتحليل التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث والقسم الثاني لتحليل العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث و المبحث الرابع فقد شمل الاستنتاجات والتوصيات التي خرج بها البحث الحالي.

المبحث الأول

منهجية البحث

أولاً : مشكلة البحث :

تزايد نشاط وكالات التصنيف الائتماني (CRAs) في السنوات الأخيرة وامتد ليشمل معظم دول العالم خاصة في مجال التصنيف الائتماني للديون السيادية وفي ظل هذا الاهتمام المتزايد بالتصنيف الائتماني للديون السيادية من قبل الدول والمستثمرين بسبب تغير تصنيف العديد من الدول في الآونة الأخيرة تزايد الاهتمام بمنهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية والعوامل المؤثرة في التصنيف ومن هنا تظهر مشكلة البحث المتمثلة في الإطار التحليلي لمنهجية التصنيف الائتماني والعوامل التي تأخذها الوكالات بنظر الاعتبار في عملية التصنيف السيادي وأي العوامل هي الأكثر تأثيراً في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية.

ثانياً : أهمية البحث :

تبرز أهمية البحث كونه أحد البحوث التي تناولت موضوعاً مهماً تفتقر إليه المكتبة المحلية والمكتبة العربية إلى حد ما لا سيما مع تزايد اهتمام الدول والمستثمرين في السنوات الأخيرة بالتصنيف الائتماني للديون السيادية التي تصدرها وكالات التصنيف العالمية فضلاً عن أن هذا البحث يعد من البحوث من البحوث القليلة الذي وضح بشكل مفصل منهجية وكالة Moody's والعوامل التي تأخذها في عملية التصنيف الائتماني للديون السيادية وقد أعطى هذا البحث مفهوماً متكاملاً للتصنيف الائتماني للديون السيادية للجهات المستفيدة من التصنيف وكذلك بينت أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية.

ثالثاً : أهداف البحث :

- 1- تحليل منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية.
- 2- تحديد أبرز العوامل المؤثرة في عملية التصنيف الائتماني للديون السيادية.

رابعاً : فرضية البحث :

تتمثل الفرضية الرئيسية للبحث بالاستناد إلى مشكلة البحث " يعد عامل القوة المالية للحكومة أكثر العوامل تأثيراً في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية " .

خامساً : نموذج البحث :

سادساً : عينة البحث :

شمل مجتمع البحث كل الدول التي تمتلك تصنيفاً سيادياً لديونها من قبل وكالة (Moody's) في قارة أمريكا الجنوبية وآسيا وعددها (50) دولة و تم اختيار الدول التي حدثت فيها تغيير في التصنيف خلال مدة البحث (ثلاثة عشر شهراً بداية من (2010/1/1) وإلى (2011/1/31) إذ تم اختيار المدة بسبب توفر البيانات خلال هذه المدة من وكالة Moody's فضلاً عن زيادة عدد الدول التي لديها تصنيفات ائتمانية سيادية (لتمثل عينة البحث وهي (تشيلي ، بناما ، كوستاريكا ، غواتيمالا ، الأوروغواي ، الدومينيكا ، الباراغواي ، بوليفيا ، جامايكا ، نيكاراغوا ، هونغ كونج ، الصين ، اندونيسيا ، فيتنام) .

و تم اختيار عينة البحث بالاستناد إلى المعايير الآتية لتمثل مجال البحث الحالي :

1. توفر البيانات.
2. الدول التي لديها تصنيف ائتماني للديون السيادية خلال مدة البحث من وكالة موديز في قارة أمريكا الجنوبية وآسيا.
3. الدول التي حدث فيها تغير في التصنيف الائتماني للديون السيادية خلال مدة البحث.

المبحث الثاني الجانب النظري

أولاً : الديون السيادية

أ. مفهوم الديون السيادية

يعد مفهوم الديون السيادية من المفاهيم الحديثة نسبياً والتي نالت اهتمام الباحثين والكتاب مؤخراً خصوصاً مع تنامي مخاطر هذه الديون وتعرض بعض الحكومات إلى مخاطر الإفلاس. لقد تناول باحثو وكتاب الإدارة المالية والمصارف وغيرهم هذا المفهوم من زوايا مختلفة ولذلك نادراً ما نجد تعريفاً جامعاً ومانعاً للديون السيادية في كتاباتهم وسنحاول هنا استعراض وجهات النظر المختلفة بشأن تعريفات مفهوم الديون السيادية حيث عرفت على أنها "جميع الالتزامات المالية الأساسية الخاضعة لسيطرة الحكومة " (IFM:2001,6) فيما أضاف البعض شرط الضمان للمفهوم حيث عرفت على أنها " الاقتراض الذي تقوم به حكومة وطنية ويكون مضموناً من قبلها" (Fabozzi,et,al ,315:2010) كما تم تناول مفهوم الدين السيادي من خلال التركيز على الطرف الدائن للحكومة ونوع العملة وهنا عرف الدين السيادي بأنه " الدين الذي تصدره الحكومة ويكون خاص بالدولة المصدرة بأسعار في عملتها المحلية أو عملة أجنبية والذي يمكن أن يباع للمستثمرين في بلدان أخرى لجمع الأموال

اللازمة" (<http://www.americancentury.com>). وعلى الرغم من الاختلافات في التعاريف السابقة الذكر ، إلا أنها تتكامل مع بعضها البعض بحيث تؤدي إلى تقديم مفهوم متكامل وموحد للدين السيادي والذي يمكن تعريفه بأنه " أنواع القروض التي تحصل عليها الحكومة ، من المصادر الداخلية (المحلية) أو الخارجية بالعملة المحلية أو الأجنبية من الجهات الرسمية أو من القطاع الخاص والتي تلتزم بضمان سدادها وفق جدول زمني محدد في الأمد القصير أو الطويل".

ب. أنواع الديون السيادية

يمكن تقسيم الديون السيادية إلى نوعين أساسيين هما الديون السيادية الداخلية (المحلية) والديون السيادية الخارجية وكل نوع من هذين النوعين يشمل عدة أنواع من الديون السيادية التي يمكن تصنيفها حسب مجموعة من المعايير أهمها (عملة الإصدار ، أجل الاستحقاق ، الجهة الدائنة ، القابلية للتداول ، أخرى) كما يوضحها الشكل رقم (2) : (IFM, 2001:28) (Shapiro & Pham, 2006: 9 ,10) (Cruces & sandleris , 2008:6)

- و يمكن ان نوجز خصائص الدين السيادي في النقاط الآتية :
1. ديون صادرة عن الحكومة او احدى مؤسساتها الرسمية.
 2. ديون مضمونه من قبل الحكومة وهذه الخاصية تقلل من مخاطر العجز عن السداد وتوفر هامش امان اكبر للجهة المقرضة .
 3. ديون ذات معدلات فائدة منخفضة نسبيا و تسعر على اساس اسعار الفائدة العائمة او اسعار الفائدة الثابتة وتتمتع بالاعفاء الضريبي لبعض انواعها.
 4. اما ان تكون محلية (تحصل عليها الحكومة من داخل البلد) والتي غالبا ما تكون بالعملة المحلية او خارجية (تحصل عليها الحكومة من خارج البلد).
 5. قد تكون قابلة للتداول في الاسواق المالية (تحصل عليها الحكومة عن طريق اصدار الاوراق المالية) او غير قابلة للتداول تحصل عليها الحكومة من الجهات الرسمية (الثنائية ومتعددة الاطراف) وغير الرسمية (المصارف التجارية).

ثانيا : منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالة Moody's

تعد Moody's من اهم وكالات التصنيف الائتماني * Credit Rating Agencies (CRAs) مقرها في الولايات المتحدة و تشكل عنصرا اساسيا في اسواق راس المال العالمية من خلال توفير تصنيفات ائتمانية وبحوث وادوات تحليل لتقويم مخاطر الائتمان وتستفيد منها اكثر من 2400 مؤسسة في العالم. (www.moody.com) ويعود تاريخها الى عام 1909 عندما اسس جون مودي Jones Moody الشركة ونشرت Moody's اولى تصنيفاتها عندما صنفت قروض شركة السكك الحديدية الامريكية. (Moody's, 2011:6) (Asgharian, 2005:30). ووكالة Moody's هي جزء من مؤسسة Moody's NYSE:MCO التي تقدم برامجيات متقدمة وخدمات استشارية وبحثية لتحليل الائتمان والبحوث الاقتصادية وادارة المخاطر المالية. وسجلت المؤسسة ايرادات بلغت 2 مليار دولار في عام 2010 ويعمل فيها نحو 4700 موظف في العالم منهم اكثر من 1000 محلل ائتماني وتحافظ على وجودها في 27 بلد. وتقوم وكالة موديز باجراء التصنيفات الائتمانية التالية: (www.moody.com)

• 113 تصنيفاً سيادياً (للدول) Sovereign Rating

• 12000 تصنيف للشركات Corporates Rating

• 25000 تصنيف للسندات المالية العامة Public Finance Bond Rating

• 106000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية الخطر Structured Finance

ان التصنيف الائتماني هو "تقييم قدرة ورغبة المصدر للدين issuer (المقترض) سواء كان حكومة او ولاية او مدينة او شركة على الوفاء بالتزاماته المالية بالكامل وفي الوقت المحدد". اما بالنسبة للتصنيف الائتماني للديون السيادية فهو يخص تصنيف الديون التي تصدرها الحكومات التي تم التطرق لها في المبحث الاول. ويقاس التصنيف الائتماني للديون السيادية احتمال تخلف حكومة عن سداد ديونها سواء بالعملة المحلية ام بالعملة الاجنبية. (Bhatia , 2002 : 4)

وتقوم CRAs بعملية التصنيف الائتماني للديون السيادية من خلال منهجية التصنيف الخاصة بها و التي تتضمن شبكة معقدة من العوامل الكمية والنوعية لتحديد مخاطر الائتمان السيادي واصدار درجة التصنيف الائتماني للديون السيادية. وتاخذ عملية التصنيف الائتماني مدة زمنية تتراوح عادة بين عدة اسابيع الى عدة شهور وذلك حسب درجة تعقيد الاصدار وحجمه (Asgharian , 2005: 30). وتؤكد CRAs انه لا يوجد نموذج كمي يمكن ان يصف بشكل دقيق الشبكة المعقدة من العوامل الكمية (التي يمكن قياسها كمي) و العوامل النوعية (التي يصعب قياسها كمي بشكل دقيق) (Moody's, 2008:1).

ويمكن توضيح منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالة Moody's كالآتي:
تمر عملية التصنيف الائتماني بثلاث خطوات تقوم بها لجنة معينة في الوكالة تسمى لجنة التصنيف (Rating Committee) :

أ. الخطوة الأولى : المرونة الاقتصادية للدولة Country economic resiliency

تتضمن هذه الخطوة عاملين أساسيين وهما :

1. القوة الاقتصادية (Economic Strength)

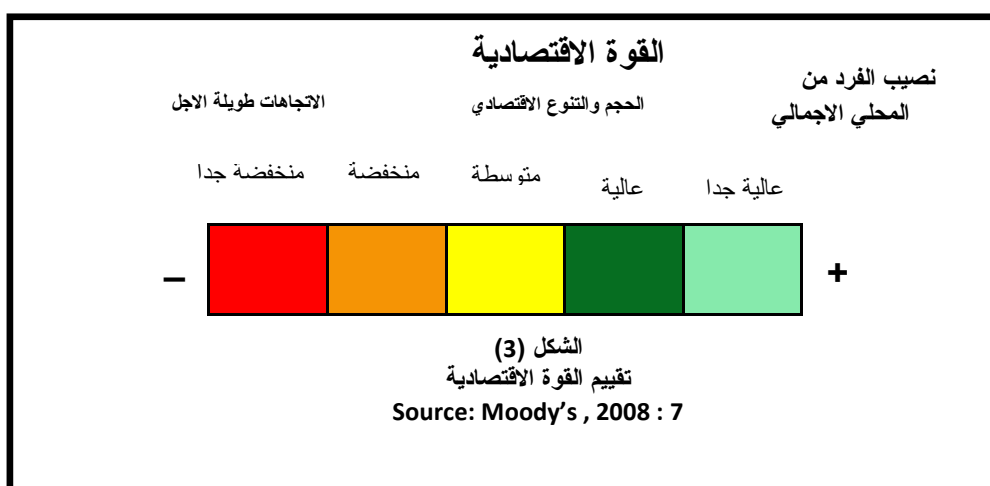
* تعد وكالات التصنيف الائتماني " شركات تعمل وفق ميثاق خاص وتقوم باصدار تصنيف (مقياس حرفي للجدارة الائتمانية) يعبر عن رايها بالجدارة المالية للحكومات والشركات واصدارتها من الاوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق". (بورسلي ، 2008: 1)

2. قوة المؤسسات (Institutional Strength)

و يعود سبب الجمع بين هذين العاملين الى البحوث الاقتصادية التي تشير الى الحقيقة القائلة ان تباينات الدخل ما بين الدول هي بسبب اختلاف جودة مؤسساتها. ومع ذلك فان الجمع بين هذين العاملين يعطي تصور عن مدى التزام الدولة بالتزاماتها المالية حيث ان هناك دول ثرية ذات مؤسسات ضعيفة لا تولي اهتماما عاليا بعقودها بالمقابل توجد دول فقيرة نوعا ما ذات مؤسسات قوية تولي اهتماما عاليا بالعقود. (Moody's, 2008 : 9)

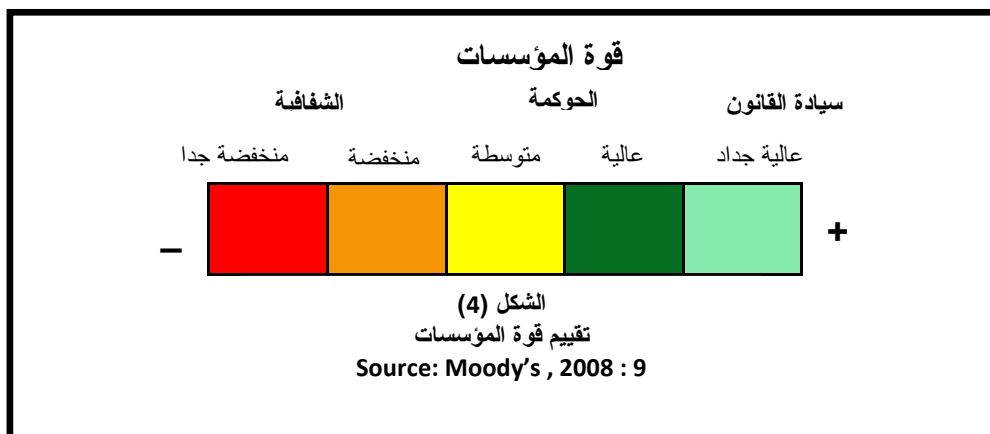
1. القوة الاقتصادية (Economic Strength)

تقوم وكالة Moody's بتقييم القوة الاقتصادية للدول من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي كعامل اساسي بواسطة مقياس مكون من خمسة فئات تبدأ بالفئة (عالية جدا) وتنتهي بالفئة (منخفضة جدا) و يتم تعديل فئة القوة الاقتصادية من خلال عوامل ثانوية وهي الحجم والتنوع الاقتصادي وعوامل هيكلية طويلة الاجل مثل الابداع (المقاس من قبل المنتدى الاقتصادي الدولي في تقريره المنافسة العالمية World Economic Forum in its Global Competitiveness Report) ومستوى الاستثمار في الرأس المال البشري والبنية التحتية الاجتماعية (Afonso, et,al , 2007 : 11). وكما موضح بالشكل (3) :



2. قوة المؤسسات (Institutional Strength)

تقوم وكالة Moody's بتقييم قوة المؤسسات من خلال ثلاثة عوامل فرعية وهي سيادة القانون ، الحوكمة و الشفافية (تعتمد الوكالة على مؤشرات الحوكمة للبنك الدولي في تقييم هذا العامل) ونتيجة تفاعل هذه العوامل التي تتضمن كل واحدة منها خمسة فئات تبدأ بالفئة (عالية جدا) وتنتهي بالفئة (منخفضة جدا) يتم تحديد فئة قوة المؤسسات كما موضح في الشكل (4)



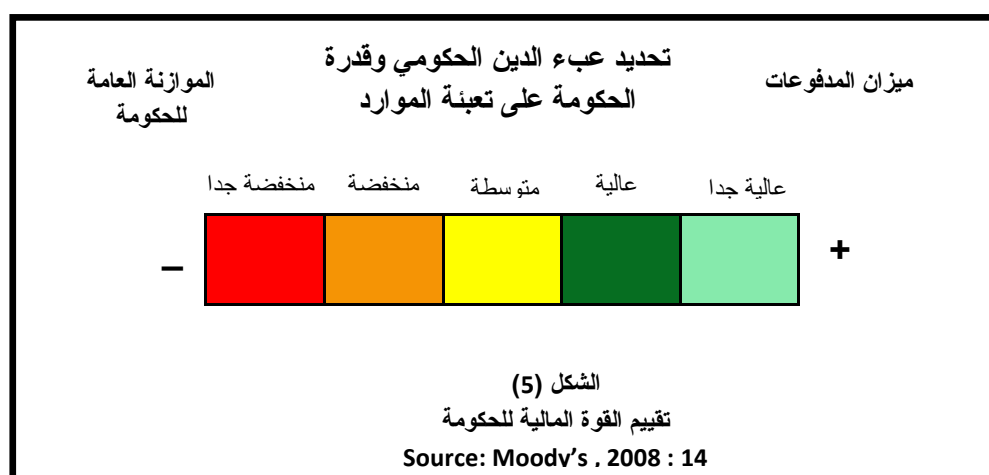
وبعد تقييم القوة الاقتصادية وقوة المؤسسات يتم الجمع بين هذين العاملين لتحديد فئة الخطوة الاولى (المرونة الاقتصادية للدولة) التي يتم الحصول عليها من خلال الجدول (1) :

الجدول (1) Moody'sتقييم الخطوة الاولى للتصنيف الائتماني السيادي لوكالة									
عامل 2 : قوة المؤسسات					تقييم المرونة الاقتصادية				
منخفضة جدا	منخفضة	متوسطة	عالية	عالية جدا	عامل 1 : القوة الاقتصادية الاقتصادية				
درجة المرونة الاقتصادية									
منخفضة جدا		منخفضة		متوسطة		عالية		عالية جدا	

(Source: Moody's "Sovereign Bond Ratings" , 2008 : 9)

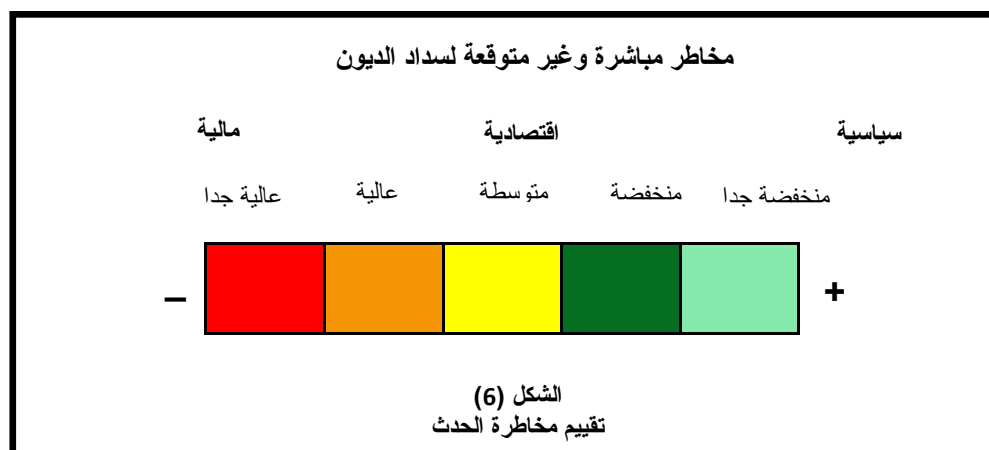
تعد هذه الخطوة اساس التصنيف الائتماني للديون السيادية ويتم ايجادها من خلال تفاعل عاملين أساسيين وهما :

1. القوة المالية للحكومة (Government Financial Strength)
 2. التعرض لمخاطرة الحدث (Susceptibility to Event Risk)
- يعود سبب الجمع بين هذين العاملين الى كونهما يحددان درجة المتانة المالية للحكومة وقدرتها على تعبئة الموارد داخليا وخارجيا لاعادة دفع الدين. (Moody's , 2008 : 17)
1. القوة المالية للحكومة (Government Financial Strength)
- يتم تقييم القوة المالية للحكومة من خلال تحليل ميزان المدفوعات والموازنة العامة للحكومة والتي تعكس قدرة الحكومة على تعبئة الموارد لسداد ما عليها من التزامات بالعملة الأجنبية والمحلية (عبء الدين). (Eun & Resnick, 2009:300) ويتم تقييم القوة المالية من خلال ما يجب دفعه من التزامات او ديون من الاموال المتاحة لديها. ويتم تحديد القوة المالية للحكومة من خلال الشكل (5) الذي يشمل خمسة فئات تبدأ بالفئة عالية جدا وتنتهي بالفئة منخفضة جدا :



2. الحساسية لمخاطرة الحدث (Susceptibility to Event Risk)
- تشير مخاطرة الحدث المتوقعة (مخاطر تهديد مباشرة وغير متوقعة لسداد الديون) الى قدرة الدولة على الصمود امام المخاطر التي قد تفرضها الاحداث الخارجية السياسية مثل الحروب والاحداث

الطبيعية مثل الزلازل والاعاصير والاحداث المالية مثل ازمات المضاربة على تمويل القطاع العام والخاص على حد سواء وبالتالي فانها تبين الضغط او التوتر الذي تتعرض له الحكومة على اعادة دفع دينها. (Moody's , 2008 : 16) ويتم تقييم مخاطرة الحدث من خلال الشكل (6) الذي يشمل خمس فئات تبدأ بالمنخفضة جدا (افضل درجة) وتنتهي بالعالية جدا (اسوأ درجة).



و يتم ايجاد درجة المتانة المالية الحكومية من خلال جمع عامل القوة المالية و عامل التعرض لمخاطرة الحدث . وتعطي وكالة Moody's خمس فئات كما اشرنا لكل من العاملين ضمن هذه الخطوة من مرتفعة جدا الى منخفضة جدا وخمس فئات لعامل مخاطرة الحدث من منخفضة جدا الى عالية جدا وتحصل على درجة المتانة المالية الحكومية من خلال الجدول (2) :

الجدول (2)							
Moody'sتقييم الخطوة الثانية للتصنيف الائتماني السيادي لوكالة							
عامل 2 : الحساسية لمخاطر الحدث					تقييم المتانة المالية		
منخفضة جدا	منخفضة	متوسط	عالية	عالية جدا			
					عالية جدا	عامل 1 : القوة المالية الحكومية	
					عالية		
					متوسطة		
					منخفضة		
					منخفضة جدا		
درجة المتانة المالية							
منخفضة جدا		منخفضة		متوسطة		عالية	عالية جدا

(Source: Moody's "Sovereign Bond Ratings" , 2008 : 17)

ج. لخطوة الثالثة : تحديد التصنيف
يتم تحديد التصنيف الائتماني للديون السيادية بالنسبة لوكالة Moody's في كل من العملة الاجنبية والمحلية من خلال الجمع بين الخطوة الاولى والثانية وكما موضح في الجدول (3) :

(Source: Moody's "Sovereign Bond Ratings", 2008 : 18)

ويوضح الجدول كيفية جمع العوامل الاربعة الاساسية لوكالة Moody's لتحديد التصنيف الائتماني للديون السيادية سواء بالعملة المحلية او بالعملة الاجنبية. ويمكن ملاحظة ان الاشرطة المتعلقة بالخطوة الثانية التي تقابل درجات الخطوة الاولى في الجدول تشمل ثلاثة درجات وهذا المدى بسبب ان وكالة موديز تعطي درجات التصنيف بعد مقارنتها مع دول اخرى ذات عوامل متشابهة وبعد اجتماع لجنة التصنيف التي تتكون من رئيس مجلس الادارة للوكالة و محلل ائتماني مختص بالدولة المراد تصنيفها ومحلل مختص بتصنيف دولة اخرى ومحللين ائتمانيين اثنين في مجالات تصنيف الشركات والمصارف وبعد مناقشة تصنيف الدولة مع المحلل المختص بالدولة المراد تصنيفها يتم التصويت على التصنيف النهائي من خلال اللجنة الذي قد يكون اعلى او اقل بدرجة او درجتين لذلك فتوضح الخارطة مديات للتصنيف. كما ان الفئات التي تحدد درجات العوامل التي تحدد التصنيف الائتماني المتكونة من خمسة فئات من (عالية جدا الى منخفضة جدا) قليلة وقد لا تعكس بدقة درجة كل عامل وبالتالي لا تعكس درجة التصنيف بصورة دقيقة لذلك تضع وكالة Moody's مديات للتصنيف. (Moody's,2011:18) و تقوم وكالة Moody's بإصدار درجات التصنيف الائتماني التي تم الحصول عليها في نهاية منهجية التصنيف والتي يتم التعبير عنها من خلال الحروف الانجليزية ABC للدلالة على جودة الائتمان ، والتي تندرج ضمن ثلاثة انواع من مستوى المخاطر الائتمانية وهي : (Jaramillo & Michelle, 2011 ,4) (Madura,2010:50)

1. درجة الاستثمار Investment Grade : وهي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية ، وتأخذ الرموز (Baa , A , Aa , Aaa).
 2. درجة المضاربة Speculative Grade : وهي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية ، وتأخذ الرموز (Ca,Caa,B,Ba).
 3. درجة العجز عن السداد Default Grade: تشير إلى حدوث حالة عدم السداد للالتزامات المالية وتأخذ الرمز (C).
- كما تصنيف وكالة Moody's ارقاما لرموز التصنيف الائتماني من Aa الى Caa هي 1 او 2 او 3

ويشير الرقم 1 الى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف ، والرقم 2 الى منتصف درجة التصنيف والرقم 3 الى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. (Hunter , 2007 : 1)

المبحث الثالث الجانب العملي

أولاً : تحليل التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث
يوضح الجدول (3) تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث اذ بلغت عدد حالات التغير في التصنيف في الدول عينة البحث 14 تغير منها 13 حالة ارتفاع و حالة انخفاض واحدة. وكانت اعلى درجة في التصنيف الائتماني للديون السيادية في الدول عينة البحث (Aa1) لدولة هونج كونج في (2010/11/10) وادنى درجة كانت (Caa1) في كل من جامايكا و نيكاراغوا في (2010/3/1) و (2010/5/26) على التوالي.

كما توضح التغيرات في التصنيف خلال فترة البحث للدول عينة البحث ان اعلى تغير في التصنيف كانت بمقدار درجتين ، اذ ارتفع تصنيف الارغواي من (Ba3) الى (Ba1) والبارغواي من (B3) الى (B1) درجتين اثنتين صعوداً بتاريخ (2010/12/8) و (2010/12/2) على التوالي.

و يبين الجدول ان من بين الدول عينة البحث في قارة امريكا الجنوبية البالغ عددها عشر دول الخمسة الاولى منها كانت ضمن درجة الاستثمار وذلك يعني انخفاض كلفة التمويل بالنسبة لهذه الدول وجذب المستثمرين الاكثر تجنباً للمخاطرة للبلاد وبالتالي قدرة البلاد للحصول على تمويلها بصورة اسهل ، اما بالنسبة الى الدول الخمسة الاخرى كانت ضمن درجة المضاربة مما يعني ان الجدارة الائتمانية للبلد منخفضة و الدولة تحصل على تمويلها ان وجد بكلفة عالية مع انخفاض اقبال المستثمرين على الديون السيادية لهذه الدول وخاصة المستثمرين الاكثر تجنباً للمخاطرة وتغير التصنيف لدول امريكا الجنوبية لم ينقل أي من الدول من درجة الاستثمار الى المضاربة او بالعكس. اما بالنسبة الى الدول الاسيوية البالغ عددها اربعة دول فكانت جميعها ضمن درجة الاستثمار وبعد تغير التصنيف انتقلت واحدة من الدول الاربعة وهي الفيتنام من درجة الاستثمار الى درجة المضاربة مما يعني ذلك انخفاض الجدارة الائتمانية للبلد وزيادة كلفة التمويل و انخفاض اقبال المستثمرين على الديون السيادية للارغواي وخاصة المستثمرين الاكثر تجنباً للمخاطرة.

الجدول (4) تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث				
ت	الدولة	قبل تغير التصنيف	بعد تغير التصنيف	تاريخ التغير
أمريكا الجنوبية				
1	تشيلي	A1	Aa3	2010/6/16
2	بناما	Ba1	Baa3	2010/6/9
3	كوستاريكا	Ba1	Baa3	2010/9/9
4	غواتيمالا	Ba2	Ba1	2010/6/1
5	الأوروغواي	Ba3	Ba1	2010/12/8
6	الدومينيك	B2	B1	2010/10/22
7	الباراغواي	B3	B1	2010/12/2
8	بوليفيا	B2	B1	2010/12/2
9	جامايكا	Caa1	B3	2010/3/2
10	نيكاراغوا	Caa1	B3	2010/5/26
آسيا				
11	هونغ كونج	Aa2	Aa1	2010/11/10
12	الصين	A1	Aa3	2010/11/11
13	اندونيسيا	Ba2	Ba1	2011/1/17
14	فيتنام	Ba3	B1	2010/12/15

ثانيا : تحليل العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث

يوضح الجدول (4) العوامل الرئيسية المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادية إذ يلاحظ انه على الرغم من تغير التصنيف في 14 حالة الا ان في 5 حالات فقط تغير التصنيف تبعاً لتغير العوامل المؤثرة فيه و في 9 حالات تغير التصنيف م دون تغير أي من العوامل المؤثرة فيه وذلك يبين الخلل الكبير في منهجية التصنيف لوكالة Moody's فيما يتعلق بقلة فئات العوامل التي تحدد التصنيف الائتماني المتكونة من خمسة فئات من عالية جداً الى منخفضة جداً الامر الذي يؤدي الى ان لا تعكس الفئة بدقة درجة كل عامل وبالتالي فان درجة التصنيف لا تكون دقيقة و المديات التي وضعتها وكالة موديز في الخطوة الثالثة لمنهجية التصنيف التي تحدد من خلالها درجات التصنيف الائتماني للديون السيادية تسمح بتغير التصنيف من دون تغير أي من العوامل المؤثرة عليه وبالتالي تترك المجال امام لجنة التصنيف و الحكم الشخصي في تحديد درجة التصنيف . كما يبين الجدول ان في الحالات الخمسة التي تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية تبعاً لتغير العوامل المؤثرة فيه في الحالة الاولى في غواتيمالا اذ ارتفع التصنيف درجة واحدة كان سبب التغير في التصنيف هو ارتفاع فئة عامل قوة المؤسسات و القوة المالية من منخفضة ومنخفضة الى متوسطة و متوسطة على التوالي و في الحالة الثانية في الاوروغواي اذ ارتفع التصنيف درجتين كان سبب التغير هو ارتفاع وانخفاض فئة عامل القوة المالية و مخاطرة الحدث من منخفضة و عالية الى متوسطة و متوسطة على التوالي و في الحالة الثالثة في الباراغواي اذ ارتفع التصنيف درجتين كان سبب التغير هو ارتفاع فئة عامل القوة المالية من منخفضة الى متوسطة و في الحالة الرابعة في جامايكا اذ ارتفع التصنيف درجة واحدة كان سبب التغير هو ارتفاع فئة عامل قوة المؤسسات من منخفضة الى متوسطة و كان سبب التغير في الحالة

الخامسة في فيتنام إذ انخفض التصنيف درجة واحدة هو تغير فئة عامل مخاطرة الحدث من منخفضة الى متوسطة.

ويلاحظ من خلال ما تقدم ان العامل المالي ادى في ثلاثة حالات من الحالات الخمسة الى تغير التصنيف الائتماني في حين ادى عاملي قوة المؤسسات و مخاطرة الحدث في حالتين من الحالات الخمسة الى تغير التصنيف الائتماني كما ان تغير عامل القوة المالية في حالتين ادى الى تغير التصنيف بمقدار درجتين وفي الحالة الثالثة ادى الى تغير التصنيف بمقدار درجة واحدة في حين ادى تغير عامل مخاطرة الحدث مرة الى تغير التصنيف بمقدار درجتين وفي الحالة الثانية بمقدار درجة واحدة في حين ادى تغير عامل قوة المؤسسات الى تغير التصنيف الائتماني بمقدار درجة واحدة خلال الحالتين التي تغير فيها. وهذا يثبت الفرضية الرئيسية للبحث بان عامل القوة المالية للحكومة أكثر العوامل تأثيرا في تغير التصنيف الائتماني للديون السيادية في عدد مرات تغير التصنيف وفي عدد الدرجاته.

الجدول (4) التصنيف الائتماني للديون السيادية للدول عينة البحث خلال فترة البحث									
ت	الدولة	عوامل التصنيف قبل التغير						عوامل التصنيف بعد التغير	
		القوة الاقتصادية	قوة المؤسسات	القوة المالية	مخاطرة الحدث	القوة الاقتصادية	قوة المؤسسات	القوة المالية	مخاطرة الحدث
أمريكا الجنوبية									
1	تشيلي	متوسطة	عالية جدا	عالية	منخفضة	متوسطة	عالية جدا	عالية	منخفضة
2	بناما	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة
3	كوستاريكا	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة
4	غواتيمالا	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	متوسطة	منخفضة
5	الاوروغواي	منخفضة	عالية	منخفضة	عالية	منخفضة	عالية	متوسطة	متوسطة
6	الدومينيك	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية
7	باراغواي	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة	متوسطة	عالية
8	بوليفيا	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية
9	جامايكا	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة	منخفضة جدا	عالية
10	نيكاراغوا	منخفضة جدا	منخفضة	منخفضة	عالية	منخفضة	منخفضة	منخفضة	عالية
آسيا									
11	هونج كونج	عالية جدا	عالية جدا	عالية جدا	منخفضة	عالية جدا	عالية جدا	عالية جدا	منخفضة
12	الصين	عالية	متوسطة	عالية	منخفضة	عالية جدا	متوسطة	عالية	منخفضة
13	اندونيسيا	متوسطة	منخفضة	منخفضة	متوسطة	منخفضة	منخفضة	متوسطة	متوسطة
14	فيتنام	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	منخفضة	متوسطة

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

1. عامل القوة المالية هو أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للديون السيادي لوكالة Moody's والذي يؤدي الى تغير درجة التصنيف كما اظهرت نتائج التحليل ، واهمية هذا العامل يعود الى انه يعبر عن المتانة المالية للحكومة و يحدد درجة تعرض الدولة للمخاطر المالية العامة والهدف منه تحديد قوة الحكومة على تعبئة الموارد لاعادة دفع دينها التي تعكس اساس التصنيف الائتماني السيادي و هو قدرة الحكومة على اعادة دفع ديونها المستحقة عليها.
2. قلة فئات العوامل التي تحدد التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالة Moody's المتكونة من خمسة فئات من عالية جدا الى منخفضة جدا الامر الذي يؤدي الى ان لا تعكس الفئة بدقة درجة كل عامل وبالتالي فان درجة التصنيف لا تكون دقيقة ويترك المجال امام الحكم الشخصي في تحديد التصنيف.
3. تلعب وكالة Moody's دورا مهما في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار عن طريق تزويدهم بدرجة التصنيف الائتماني.

ثانياً : التوصيات

1. ضرورة اهتمام الدول التي لديها تصنيف ائتماني للديون السيادية من وكالة Moody's بعامل القوة المالية لتحسين وضعها المالي ولتحسين جدارتها الائتمانية و التقليل من مخاطر المالية العامة.
2. تطوير المعايير التي تستخدمها وكالة Moody's في إصدار التصنيف للديون السيادية وزيادة فئات العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني للتخلص من المديات التي تضعها الوكالة في الخطوة الثالثة امام لجنة التصنيف لتحديد التصنيف للحد من الحكم الشخصي.
3. ترك المجال أمام باحثين آخرين لدراسة منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية لوكالات أخرى او لدول أخرى ولنفس الوكالة واستعمال أساليب أخرى في تحديد أكثر العوامل المؤثرة في التصنيف الائتماني والتعمق أكثر في دراسة منهجية التصنيف الائتماني للديون السيادية.

المصادر

المصادر العربية

البحوث والدوريات :

1. بورسلي ، امني ، " التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2 " ، كابيتال ستاندرز ، الكويت ، 2008 .
المصادر الأجنبية

Books :

2. Eun, Cheol S. and Resnick , Bruce G." International Financial Management" 6th ed – McGraw -Hill- Irwin – 2009 .
3. Fabozzi , Frank J. and Modigliani , Franco and Jones , Frank J. " Foundations of Financial Market and Institutions" 6th ed – Pearson Prentice Hall – U.S.A – 2010.
4. Klob , Robert .W "Sovereign Debt: From Safety to Default "Klob Series in Finance , Essential Perspectives , 2011.
5. Madura , Jeff , "Financial Institutions and Markets" 9th.ed., South – Western College Publishing , U.S.A., 2010 .
6. Moody's Investors Service, "A Guide to Moody's Sovereign Ratings Summary", Moody's Investors Service, NY, 2006.
7. Moody's Investors Service, "A Sovereign Bond Ratings", Moody's Investors Service, NY, 2008.
8. Moody's Investors Service, "Moody's Rating Symbols & Definitions", Moody's Investors Service, New York, 2011.
9. Moody's Investors Service, "Asia-Pacific Sovereign Outlook 2011 " , Moody's Investors Service, New York, 2010.

10. Moody's Investors Service, "Asia-Pacific Sovereign Outlook 2011 ", Moody's Investors Service, New York, 2011.
 11. Moody's Investors Service, " Latin America and Caribbean Sovereign Outlook", Moody's Investors Service, New York, 2010.
 12. Moody's Investors Service, " Latin America and Caribbean Sovereign Outlook", Moody's Investors Service, New York, 2011.
- Researches :**
13. Afonso , António and Gomes , Pedro and Rother Philipp , "WHAT "HIDES" BEHIND SOVEREIGN DEBT RATINGS?" the European Central Bank, Research Working Paper Series, 2007.
 14. Asgharian, Hossein , "Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need?", Master Thesis, Lund University, Lund, Sweden, 2005.
 15. Bhatia , Ashok Vir, "Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation", IMF, WP/02/170, Washington, D. C., 2002.
 16. Cruces , Juan . J and Sandleris , Guido , "Sovereign Debt in the Americas: An update" , IADB , 2008.
 17. Elkhoury , Marwan "Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries", UNCTAD, Geneva, 2009.
 18. Hunter Richard and others, "Inside the Ratings: What Credit Ratings Mean", Fitch Ratings, New York, 2007.
 19. Jaramillo , Laura and Michelle , Catalina , "Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?" , WP/11/44, Washington, D. C., 2011.
 20. Shapiro , Robert J. and Pham , Nam D. "The Impact of Argentina's Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investors" , the American Task Force for Argentina , 2006.

شبكة المعلومات الدولية

21. www.americancentury.com
22. www.moodys.com

.....

