

**قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية
في مصر للمدة (1970-2015).**

**Measuring factors affecting the sovereign credit worthiness in Egypt
for the period (1970-2015).**

أ.م.د. إخلص باقر النجار

كلية الإدارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية

في مصر للمدة (1970-2015)

أ.م.د. إخلص باقر النجار

المستخلص

تبقى مشكلات التمويل والمديونية من أهم المشكلات الكبيرة التي تقتضي الوقوف أمامها بشدة لمحاولة ردمها أولاً وللحيلولة دون تفاقمها ثانياً ، وما وكالات التصنيف إلا تجسيداً لحاجة المستثمرين والمقترضين الملحة لمعرفة محددات وعوامل الجدارة الائتمانية لسد فجوة المعلومات الموجودة بينهم ، وتم اعتماد دولة مصر للمدة (1970-2015) ، باعتبارها نموذج التعديل الجزئي Nerlove ، والرغبة في توفير المعلومات عن مستوى المخاطر قبل إقراض الحكومات والمؤسسات ولتقويم الملاءة المالية والرغبة في الوفاء بالديون على مقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية في الوقت المحدد ، ولا تُعدُّ درجة التصنيف حقيقة مطلقة وإنما توقع لوضع المؤسسة المالي الآني فقد تخطيء أوقد تصيب ، كما حدث في عام 2007 عندما أعطت الوكالات تصنيفاً ائتمانياً عالياً لأوراق الرهن العقاري الأمريكية فحدثت الأزمة المالية ، وعلى الرغم من ذلك تبقى مؤشرات الجدارة الائتمانية أهم المعايير لتقييم احتمالات خطر عدم سداد المقترض لقيمة القرض المستحق عليه ، لما لهذا التصنيف من أثر كبير في الأسواق المالية والاقتصاد الكلي ، لإمكاناتها الكبيرة المادية والبشرية وخبرتها الكبيرة على إجراء جميع أنواع التصنيفات الائتمانية ، وقد توصلنا إلى النتيجة التالية ، أن خدمة الدين هو المتغير الأساسي لتدهور الجدارة في الأجل القصير ، وأن الجدارة الائتمانية بالنسبة لمستوى خدمة الدين قليلة المرونة في الأجل القصير والأجل الطويل ، وأن المرونة العالية لمؤشر السيولة يعطي صورة واضحة للاقتصاد المصري في سداد التزاماته الخارجية في الأجل القصير .

الكلمات المفتاحية : الجدارة الائتمانية ، عوامل ومحددات الجدارة الائتمانية ، التصنيف الائتماني ، وكالات التصنيف الائتماني .

Measuring factors affecting the sovereign credit worthiness in Egypt for the period (1970-2015).

Dr. Ikhlas Baqir Hashim Al-Najjar

ABSTRACT

The remaining funding problems and the debt of the most significant problems that require standing in front of her strongly to try to bridge the first and to prevent aggravation Second, and rating agencies, but the embodiment of the investors' need urgent and borrowers to know the determinants and factors creditworthiness to bridge the existing information, including a gap, was the adoption of the State of Egypt for the period) 1970-2015) , the adoption of the partial amendment Niralov model, and the desire to provide information about the level of risk by lending to governments and institutions, and to evaluate the solvency and the desire to fulfill the debt to meet current and future financial undertakings on time, nor is the degree classification absolute truth but expected to put an immediate financial institution was infallible Kindle infect, as happened in 2007 when he gave the agency has assigned a credit aloft leaves the US mortgage and there was the financial crisis, and although it remains creditworthiness indicators the most important criteria for assessing the likelihood of the risk of non-payment by the borrower to the value of the loan owed him, because for this category of significant impact on the markets financial and macroeconomic, large potential physical and human large and expertise to carry out all types of credit ratings, have we reached the following conclusion, that the debt service is the variable base interpreter of the deterioration of merit in the short term, and that the creditworthiness for the level of a few flexibility of debt service in the short-term and long-term and that the high flexibility of the liquidity index gives a clear picture of the Egyptian economy in the repayment of external obligations in the short term.

key words

Creditworthiness, factors and determinants of creditworthiness, credit rating, credit rating agencies.

المقدمة

تُعرّف الجدارة الائتمانية بأنها حجم التمويل الخارجي الذي تتمكن الدولة من الحصول عليه ، وسداده من الفوائض المالية التي نجمت عن توجيه هذه القروض إلى المجالات الاستثمارية التي رفعت مستوى الصادرات على الواردات ، كما إن الجدارة الائتمانية تعتمد على درجة التصنيف الائتماني الصادر من وكالات التصنيف الدولية في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الوفاء بالديون على مقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية في الوقت المحدد ، ويعول كثيراً على درجة التصنيف الائتماني ، خاصة للحكومات والمؤسسات المالية المصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم السداد بناء على معايير كمية ونوعية ، ولا تُعدُّ درجة التصنيف حقيقة مطلقة بل هي مجرد توقع لوضع المؤسسة المالي ، إذ يمكن أن تتغير درجة تصنيف المؤسسة إرتفاعاً وإنخفاضاً بحسب أداء المؤسسة والظروف المحيطة بها ، وقد تتسبب في حدوث الأزمات المالية الكبيرة ، التي تتسبب في انهيار في القطاعات الاقتصادية كافة ، وأثار مسيئة بالاقتصاد الحقيقي كتضييق الائتمان بالتالي انخفاض الاستثمار ، وبهذا فالأزمة تشير إلى مجموعة الاختلالات الأساسية في الأسواق المالية التي تتميز بالانخفاض الحاد في أسعار الموجودات للعديد من المنشآت المالية وغير المالية ، كما انها زيادة مخاطر عدم السداد لتعدد إصدار وتداول الأصول المالية المتعددة دون ارتباط بينها وبين الاقتصاد الحقيقي أو العيني ، وأن أبرز محددات الجدارة الائتمانية تتمثل في معدل النمو والسيولة وهيكال الدين والوضع السياسي ونسبة التغطية ، واستنادا إلى ما تقدم استندت الدراسة إلى الأساسيات التالية : -

1 : - أهمية الدراسة Importance of study

أن أهمية تقييم الجدارة الائتمانية مصمم للمقارنة النسبية للمخاطر الائتمانية داخل كل دولة، ويسهم التصنيف في تعميق وتوسيع الأسواق المالية وتعزيز الأمان فيها وزيادة ترابطها، وهو يفيد المقرض والمقترض والمستثمر في أن واحد، وهناك العديد من وكالات التصنيف الدولية، وأهمها كل من ستاندرد اند بورز وموديز، الى جانب فيتش وسلمون برانرز وجي بي مورغان وكابيتال انتلجنس، إلا ان الأبرز تبقى ستاندرد اند بورز وموديز اللتان تعتمدان تصنيفاتهما في قياس أداء الحكومات في (50) دولة ، للحصول على مستوى عالٍ للجدارة الائتمانية للحيلولة دون حدوث الأزمات التي تزيد من ديون الدول المقترضة ، ومن ثم عدم مقدرتها على الدفع، مما دعا المصارف الدولية بالأخذ بمبدأ الحيطة والحذر قبل الإقبال على منح القروض للدول بإتباعها سياسة انكماشية تُعدُّ كنظام معلومات متطور أشبه بجهاز الإنذار المبكر لتقييم الجدارة الائتمانية للدول المدينة وقد حدثت أزمة الديون المصرفية،وعليه أصبح لزاماً الأخذ بالمستوى الأعلى للجدارة الائتمانية لضمان تحقيق النمو الاقتصادي في هذه الدول ، ومن هنا جاءت أهمية الدراسة.

2 : - مشكلة الدراسة Problem of study :

إن للتقييم الائتماني أثر كبير في الأسواق المالية والاقتصاد الكلي والرفاهية الاقتصادية والاجتماعية ، فهي ببساطة ليست آراء فارغة المحتوى وإنما تبنى على أسس علمية وموضوعية موثوقة وقائمة على بيانات وتقارير معلنة ومتوافرة ولكنها ليست كتاباً منزلاً قد تصيب أحياناً وقد تخيب أحياناً أخرى ، فقبل اندلاع الأزمة المالية في عام 2007 ، كانت الوكالات الثلاث قد أعطت تصنيفاً ائتمانياً عالياً لأوراق الرهن العقاري الأمريكية ، وهي أوراق دين بضمان العقار والتي اتضح بعد اندلاع الأزمة عجز أصحابها عن سداد الديون المترتبة عليهم ، وقد تبين أن هذه الأوراق المالية لا تساوي شيئاً ، مما تسبب بظهور الأزمة المالية ، وقد تبين أيضاً أنها قد لا تؤثر بدرجة كبيرة في الأسواق المالية وأنها ليست مقياساً مطلقاً للمخاطر على الرغم من أهميتها القصوى ، فعلى الرغم من خفض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة في عام 2011 ، لم ترتفع تكلفة اقتراض الحكومة الأمريكية بل انخفضت ، وبدأ السؤال يطرح نفسه عن مدى مصداقية هذه التصنيفات مع الواقع الفعلي وليس الافتراضي ؟

3 : - فرضية الدراسة Hypothesis of study :

وتستند الدراسة إلى فرضية مفادها إن وكالات التصنيف على الرغم من المآخذ التي قد تلحق بها أحياناً بسبب عدم تطابق توقعاتها مع الواقع الفعلي ، تتميز بخبرتها الطويلة في صناعة التصنيف الائتماني ، وإمكاناتها الكبيرة المادية والبشرية ، وشهرتها المتزايدة من كونها الوحيدة تقريباً القادرة على إجراء جميع أنواع التصنيفات الائتمانية بما فيها التصنيفات السيادية ، وتصنيف مختلف أنواع الديون ، والمنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة ، فضلاً عن انتشارها الواسع في عدد كبير من دول العالم ، فهي قادرة على رسم المسار الصحيح للمؤسسات طالبة التمويل فيما لو فعلت مبدأ الرقابة الصارمة على عملها، وأن للجدارة الائتمانية جملة من العوامل تسببت في تغيير تصنيف الجدارة في مصر خلال مدة الدراسة .

4 : منهجية الدراسة Mythology of study

تم إتباع منهج التحليل الاستقرائي الاستنباطي باستخدام التحليل الوصفي فضلاً عن التحليل الكمي باستخدام أسلوب الاقتصاد القياسي واعتماد نموذج التعديل الجزئي (Nerlove) Partial adjustment model ، وبالإعتماد على بيانات البنك الدولي ومنظمة الدول الإسلامي .

5 : - أهداف الدراسة Aims of study

- تحاول الدراسة الوصول إلى مجموعة من الأهداف الأساسية وهي :
- أ - التعرف على أدبيات الجدارة الائتمانية .
 - ب - توضيح مفاهيم التصنيف ووكالات التصنيف الائتماني .
 - ج - دراسة المؤشرات الكمية عن مستوى الجدارة الائتمانية في مصر .
 - د - قياس الجدارة الائتمانية في مصر للمدة 2015-1970 .

6- الدراسات السابقة *Previous studies*

(Cantor R. Packer F (1996) هدفت دراستهما إلى قياس الأهمية النسبية (الأوزان الترجيحية) لمجموعة المتغيرات المحددة لمؤشرات الجدارة الائتمانية السيادية لعينة من (49) دولة ولمؤشرات الجدارة الائتمانية من وكالتي Moody's و S & P بينت إن ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي عن (24000) دولار سنويا يُعدّ محددًا قويا جدا في منح الدولة تقدير جدارة سيادية مرتقعا ، وقدرت الدراسة أن معامل الارتباط المتعدد بين هذا المتغير والحصول على جدارة ائتمانية مرتقعة (Aaa/AAA) هي حوالي (5.23%) ثم يأتي بعد ذلك متغير المديونية الخارجية إذ بلغ معامل الارتباط حوالي (5.17%) ثم التضخم حوالي (15.%) وجدت J David (2004) للبنك الدولي للإنشاء والتعمير تحديد الجدارة الائتمانية من خلال التحليل اللوغاريتمي للبيانات المدمجة مع فارق تباطؤ مدة واحدة على وفق الدائنين من القطاع الخاص ، واخذ المتغيرات المفسرة هي (نسبة من إجمالي خدمة الديون المستحقة التي يتم دفعها، والعجز في الميزانية الحكومية، ومدى التدخل العسكري في الحكومة في بلد ما ، والتي رصيد حساب الدول حاليا G7 ، وينظر البنك الدولي إلى التسلسل الهرمي نتيجة التخلف عن الدفع ، إذ حدث تخلف عن الدفع لأول مرة لنادي باريس والبنك التجاري الدائنين، لحقت أثارها بالبنك الدولي بنسبة عالية البنك الدولي للإنشاء للديون قصيرة الأجل في المحفظة والعوامل المذكورة آنفاً ، وان التخلف عن الدفع لهذه المجموعات الدائنة يمكن أن يفسر أكثر من المتغيرات التقليدية لتحليل المخاطر الدولية ، على الرغم من أن التحليل يسلط الضوء على أهمية العوامل السياسية والخارجية في شرح التخلف عن الدفع لجميع الدائنين ، نجد تخلف عن الدفع السيادي إذ يتغير سلوك سداد دولة ما بمجرد دخولها إلى التخلف عن السداد .

وتقوم دراسة (A. Afonso, and et. al 2011) محددات التصنيف الائتماني للديون السيادية ، واستخدام رموز التصنيف من وكالات التصنيف العالمية الثلاث الرئيسة، للمدة (1995-2005) باستخدام أساليب خطية ونماذج استجابة واستخدام توصيف جديد تسمح ليميز بين الآثار قصيرة وطويلة الأجل على تصنيف الدولة ، والمتغيرات التفسيرية المعتمدة هي متغيرات الاقتصاد الكلي والمالية، وتشير النتائج إلى قوة النماذج المقدره ، عبر الوكالات والزمين، وكذلك قوة التنبؤ جيدة وشاملة، (التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، نمو الناتج المحلي الإجمالي، الدين الحكومي، والتوازن الحكومي) ، أن يكون لها تأثير في المدى القصير على التصنيف الائتماني للدولة ، في حين (فاعلية الحكومة، والديون الخارجية، الاحتياطات الأجنبية وتعريف تاريخ مهم) كمحددات للمدى الطويل .

وعدّ (S. Avdjiev و Caruana J. (2012) الجدارة الائتمانية السيادية والاستقرار المالي منظوراً دولياً للاستقرار المالي ، ويعتمد بشكل حاسم على اتجاهين هما التفاعل بين المصارف والحكومات، وتمثل الجدارة الائتمانية السيادية المصدر النهائي من التأمين للنظام المالي وتوفر أساساً متيناً لتسعير الأصول، من خلال تقديم ورقة مالية خالية من المخاطر، ويضمن القطاع المصرفي السليم في فلوريدا سلسله من الائتمان للاقتصاد وكذلك

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....
الإيرادات وتمويل الحكومة ، وان الضعف في أي قطاع يمكن أن يؤدي إلى حلقة مفرغة من عدم اليقين والضييق مع عواقب وخيمة بالنسبة للاقتصاد العالمي المترابط ، يعني أن المشكلات قد نشرت عبر الحدود ، وان توصية السياسة بسيطة يجب بناء مخازن مناسبة في الأوقات الجيدة لتخفيف تأثير الأوقات العصيبة،مخازن مالية خالية من مخاطر الديون السيادية، لأن رأس المال والسيولة مخازن تدعم سلامة النظام المالي .

7 : هيكل الدراسة Structure of study

يقوم هيكل الدراسة على أساس تقسيمها إلى ثلاثة مباحث وبحسب التالي : -

المبحث الأول : أدبيات الجدارة الائتمانية

أولاً : مفهوم الجدارة الائتمانية

ثانياً : أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة

ثالثاً : محددات الجدارة الائتمانية

المبحث الثاني : الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني

أولاً : مفهوم التصنيف الائتماني

ثانياً : أسباب نشأة وكالات التصنيف الائتماني

ثالثاً : وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية

رابعاً : أنواع التصنيف الائتماني

المبحث الثالث : قياس الجدارة الائتمانية للاقتصاد المصري للمدة (1970-2015)

أولاً : واقع تصنيف الجدارة الائتمانية في الاقتصاد المصري

ثانياً : النموذج القياسي

ثالثاً : توصيف المتغيرات الاقتصادية المحددة للجدارة الائتمانية

رابعاً : تقدير وتحليل النتائج .

المبحث الأول : أدبيات الجدارة الائتمانية

أولاً : مفهوم الجدارة الائتمانية

لغويًا تعني كلمة الجدارة أي صار خليقاً به فهو جدير ، والجدير المكان الذي يبنى حوله جدار وقاءً له (الرازي، 1983، 95) ، وشهادة الجدارة تؤيد تفوق صاحبها في مجال ما ، أما نظام الجدارة فهو مجموعة القواعد التي تضعها مؤسسة ما لإدارة شؤون موظفيها والتي تؤكد أن بقاء الموظف أو ترقيته تعتمد على مستوى جدارته في عمله ، وأسلوب الجدارة مصطلح حديث نسبياً ظهر في عام 1971 ، لإدارة الموارد البشرية ، ارتبط ظهوره بمشكلة في وزارة الخارجية الأمريكية تتعلق باختبارات القبول لشغل إحدى الوظائف فيها ، وقد لجأت الوزارة للخبير الإداري (ماك ماكلياند) للمساعدة في حل هذه المشكلة ، وقد طلب الخبير قائمتين بأسماء شاغلي هذه الوظائف على أن تقتصر القائمة الأولى على أسماء موظفين المشهود لهم بالتفوق الفعلي والثانية أسماء ذوي الأداء المتدني فقط ، ثم قام بعقد دراسة ميدانية بهدف التعرف على الخصائص المشتركة التي يتمتع بها المتفوقون في العمل ولا يتمتع بها الآخرون ، وبذلك استنبط ماكلياند قائمة الخصائص (الجدارات) التي تميز المتفوقين عن الباقين والتي أطلق عليها لاحقاً بنموذج الجدارة لتلك الوظيفة (Vazirani,2010,121-123)، واصطلاحاً يمكن تعريف الجدارة الائتمانية بأنها عبارة عن حجم القروض الخارجية الذي تتمكن الدولة من الحصول عليها ، ومن ثم سدادها بذات المدة المتفق عليها ، ومن خلال الفوائض المالية المتأتية من توجيه هذه القروض الى المجالات الاستثمارية الإنتاجية المؤدية الى خلق هيكل إنتاجي جديد ومتنوع ومن ثم زيادة الصادرات على الواردات ومن ثم الحصول الفوائض المالية التي تمكن الدولة المدينة من سداد القرض وما مترتب عليه من فوائد (احمد، 2013، 54) .

ثانياً : أهمية ارتفاع مستوى الجدارة الائتمانية للدول المقترضة

من الأهمية بمكان الحصول على مستوى عالي للجدارة الائتمانية للحيلولة دون حدوث الأزمات التي تزيد من ديون الدول المقترضة ، لاسيما وقد شهدت حقبة الثمانينات من القرن العشرين حدوث أزمة ارتفاع حجم الديون الخارجية لدول أمريكا اللاتينية ومن ثم عدم مقدرتها على الدفع، مما دعا المصارف الدولية بالأخذ بمبدأ الحيطة والحذر قبل الإقبال على منح القروض للدول بإتباعها سياسة انكماشية تُعدُّ كنظام معلومات متطور أشبه بجهاز الإنذار المبكر لتقييم الجدارة الائتمانية للدول المدينة وقد حدثت أزمة الديون المصرفية، وعليه أصبح لزاماً الأخذ بالمستوى الأعلى للجدارة الائتمانية لضمان تحقيق النمو الاقتصادي في هذه الدول (زكي، 1، 1994-2) .

وتتمثل الأزمة المالية في اختلال حاد ومفاجئ في أسعار الأصول سواء كانت مالية أو حقيقية ، وقد تأخذ شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما ، او في سوق العقارات ، ثم يتبعها انهيار في القطاعات الاقتصادية كافة ، وإن تفاقمها يؤدي إلى أثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي كتضييق الائتمان بالتالي انخفاض

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

الاستثمار ، وبهذا فالأزمة تشير إلى مجموعة الاختلالات الأساسية في الأسواق المالية التي تتميز بالانخفاض الحاد في أسعار الموجودات للعديد من المنشآت المالية وغير المالية (كاظم ، 2010،30)، كما انها زيادة مخاطر عدم السداد لتعدد إصدار وتداول الأصول المالية المتعددة دون ارتباط بينها وبين الاقتصاد الحقيقي أو العيني، وهذا المفهوم للأزمة يؤكد أنها تحدث عندما يحدث انفصال وعدم توازن بين الاقتصاد العيني والاقتصاد الحقيقي ، وان الأزمة عبارة عن توتر مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق إلى مشكلات سيولة ، مما يستدعي تدخل السلطات لاحتواء تلك الأوضاع ، فالأزمة المالية أذن هي الانخفاض المفاجئ في أسعار الأصول في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية وأما أصول مالية ، فهي حقوق ملكية لرأس المال المادي او المخزون السلعي ، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً ، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية ، وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية للنفط أو للعملات الأجنبية مثلاً (محفوظ ، 2009،4) ، وتشمل الأزمة المالية على ثلاثة أنواع (كورتل، 2009، ورزيق، 281) رئيسة يمكن حصرها بالتالي : -

1 - الأزمات المصرفية : الحالة التي يجابه فيها المصرف زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع أو أنها الحالة التي تكون فيها الإلتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها لدرجة ان يكون دخل النظام المصرفي غير كافٍ لتغطية نفقاته .

2 - أزمات سعر الصرف : الحالة التي تتغير فيها أسعار الصرف بسرعة بالغة بحيث تؤثر في قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للمبادلة أو مخزن للقيمة وتحدث تلك الأزمات عندما تتخذ السلطات النقدية في بلد ما قرار تخفيض سعر العملة نتيجة لعمليات المضاربة.

3 - أزمة أسواق المال : تحدث هذه الأزمة نتيجة صب أموال أكثر مما تبرره عوائدها ، كما يحدث في عملية المضاربة ، أي عندما يتم بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي المتوقع وليس بناء العائد المنتظم او غير المنتظم لتلك الأصول ، تستمر بالتضخم في حجمها مع تزايد أرباح أصل معين نتيجة سعره وليس على قدرته في توليد الدخل وفي هذه الحالة يصبح انهيار سعر الأصل (انفجار الفقاعة) .

4- أزمة الديون : تعد من الأزمات الكبيرة التي تؤدي إلى التأثير في القطاع المصرفي بخاصة والقطاعات الاقتصادية بعمامة ، وترتبط أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن سداد إلتزاماته مما يؤدي إلى هبوط حاد في تدفق رأس المال إلى الداخل (الخرزجي ، 2009، 304).

ثالثاً : محددات الجدارة الائتمانية

أي المتغيرات التفسيرية التي تؤثر في طاقة الدول المقترضة في سداد الديون (أبوالفحم، 9، 2005-11) :

1 - معدل النمو : مقياس كلي للأداء الاقتصادي ويُعدُّ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي للدولة، كما يستخدم من قبل الدائنين كمؤشر مهم لقياس مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، وإذا كانت الدولة المدينة لديها القدرة على استخدام القروض الأجنبية الاستخدام الأمثل بحيث تتحقق الشروط النظرية للاقتراض وهي أن يكون الناتج الحدي لرأس المال المقترض أكبر من التكلفة الحدية لسعر الفائدة على القروض الأجنبية .

2- السيولة : تمثل أحد المحددات المهمة في تحديد مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة في الأجل القصير، ويُعدُّ عدم توافر السيولة من أهم العوامل المسببة لصعوبات خدمة الديون الخارجية والتي قد تنشأ من التقلبات الدورية أو الفجائية في إيرادات الصادرات، وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة ، والواردات والتزامات المدفوعات المستحقة الدفع ، كما تنشأ أزمات السيولة نتيجة لضعف الهيكل الاقتصادي للدولة.

3 - هيكل الدين : تتكيف الدول المقترضة في الأجل الطويلة أكثر منها في الأجل القصيرة ، ويُعدُّ استخدام نسبة إجمالي الدين الخارجي إلى الناتج القومي الإجمالي كمؤشر رئيس عن تطور حجم المديونية الخارجية بوصف إنتاجية القروض يجب ان تنعكس على معدل النمو الاقتصادي ، كما تستخدم نسبة الدين إلى الصادرات السلعية والخدمية كمؤشر عن الوقت اللازم لسداد مصروفات خدمة الدين بوصفها انه يمكن سدادها من حصيلة الصادرات.

4 - الوضع السياسي ونسبة التغطية : تؤثر رؤوس الأموال الأجنبية بالوضع الاقتصادي والسياسي للدولة القادم إليها ، كما وأن انخفاض مدفوعات خدمة الديون إلى إجمالي التدفقات المالية الداخلة للدولة المقترضة يسهم في تحسن مستوى الجدارة الائتمانية للدولة .

المبحث الثاني : الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني

أولاً : مفهوم التصنيف الائتماني

إن التصنيف الائتماني هو رأي أو توقع وكالة التصنيف في تقويم **الملاءة المالية** والرغبة في الوفاء بالديون لمُصدّر الورقة المالية على مقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد ، ويعول كثيراً على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف ، وخاصة للحكومات والمؤسسات المالية المصرفية في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع بناء على **معايير كمية ونوعية** ، إذ أصبحت أسواق رأس مال حساسة لدرجات التصنيف الائتماني التي تصدرها وكالات التصنيف الائتماني، ذلك أنها تؤثر في قدرة الشركات والدول على الدخول إلى أسواق رأس المال الدولية والحصول على التمويل المطلوب، فإن غياب المعلومات الكافية لاتخاذ قرار الاستثمار في شراء الأدوات المالية المصدرة، يدفع المستثمر إلى اللجوء للتصنيف الائتماني لقياس **مستوى المخاطر المالية وقدرة المدين على الوفاء بالالتزامات المالية** ، كما أن تغيير تصنيف السندات المصدرة يؤثر في أسعارها في أسواق الأوراق المالية.(التميمي: www.mosgcc.com/ma) .

ثانياً : أسباب نشأة وكالات التصنيف الائتماني

أدت حاجة المستثمرين والمقترضين لسد فجوة المعلومات الموجودة بينهم، والرغبة في توفير معلومات سهلة الفهم وموجزة وموثوقة عن مستوى المخاطر في إقراض الحكومات والمؤسسات والأفراد، إلى إنشاء **شركات خدمات المعلومات الائتمانية** في منتصف القرن التاسع عشر ، واستخدمت هذه المعلومات في بداية القرن العشرين لإنشاء وكالات التصنيف الائتماني ، وتطوير صناعة تصنيف الائتمان والجدارة الائتمانية ، ويعد جون مودي John Moody أول من أصدر مؤشرات الجدارة الائتمانية عندما صنّف سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأميركية في عام 1909 ، وبعد ذلك انتشر تصنيف الحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع ، وبحلول عام 1929 كانت وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service والتي أسسها جون مودي تقوم بتصنيف 50 حكومة تصدر سندات إقراض دولياً، في حين بدأ تصنيف الأفراد ائتمانياً في الخمسينيات من القرن الماضي ، وخلال التسعينيات من القرن العشرين وحتى الآن ، ازداد نشاط التصنيف الائتماني ، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم بعملية التصنيف الائتماني وإصدار درجات الجدارة الائتمانية ، إذ بلغ عددها في عام 1999 ما يقارب 150 وكالة تصنيف ائتماني منتشرة حول العالم، وهناك توقعات بزيادة هذا العدد في المستقبل خاصة في أسواق الدول النامية .

ثالثاً : وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية (احمد، 2010، 56)

هي مؤسسات أمريكية خاصة مستقلة ، تقوم بتقويم الجدارة الائتمانية لمُصدري السندات من دول أو مؤسسات، أي مدى قدرة الشركة أو الدولة على سداد الديون أو قابلية الاستثمار فيها، وينعكس التصنيف الذي تصدره بالإيجاب أو السلب ، على ثقة المستثمرين في الدولة أو المؤسسة المعنيتين ، وتعتمد مؤسسات التصنيف الائتماني على عدة معايير مبنية على الاقتصاد والتشريعات والتأثيرات الجيوسياسية وحوكمة وإدارة المؤسسات والقدرة التنافسية في تصنيفها الائتماني للمؤسسات أو الدول، كالربحية ، الأصول والتدفقات المالية التي توضح في النهاية الوضع المالي الحالي ، مما يترتب عليه توقع النظرة المستقبلية للمؤسسة أو الدولة ، وتعود سيطرة تلك الوكالات الثلاث، إلى قرار أصدرته هيئة الأوراق المالية الأميركية في عام 1975 بوصفها مؤسسات معتمدة من قبلها، حيث أن كثيراً من المؤسسات المالية وشركات التأمين لا تستثمر إلا في سندات ذات تصنيف عال ، وتتميز هذه الوكالات الثلاثة بخبرتها الطويلة في صناعة التصنيف الائتماني، وإمكاناتها الكبيرة المادية منها والبشرية، واستمدت شهرتها المتزايدة من كونها الوحيدة تقريباً القادرة على إجراء جميع أنواع التصنيفات الائتمانية بما فيها التصنيفات السيادية، وتصنيف مختلف أنواع الديون، والمنتجات المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة، فضلاً عن انتشارها الواسع في عدد كبير من دول العالم ، وان أشهر المؤسسات الأميركية الثلاث المهيمنة على سوق التصنيف العالمي هم فيتش (Fitch) وموديز (Moody's) وستاندر أند بورز (Poor's & Standards) وبحسب التالي : -

1 - درجات تصنيف مؤسسة ستاندر أند بورز وموديز (Poor's & Standards)

- درجات التصنيف الائتمانية للسندات والديون طويلة الأجل

AAA : أفضل أنواع المقترضين (مصدري السندات)، من يأخذ هذا التصنيف هم هيآت موثوقة ومستقرة وكثير منها الحكومات .

D : من يأخذ هذه الدرجة في التصنيف قد يتخلف عن الالتزامات ويرى مؤشر (P&S) ان الهيئة ستتخلف في أغلب الأحيان وربما عن تسديد جميع الالتزامات.

- درجات التصنيف الائتمانية قصيرة الأجل :

A-1 : قدرة قوية للمقترض على الوفاء بالتزاماته المالية.

D : إحتمال كبير بتأخر المقترض عن الدفع ، فالتقييم بعدم قدرة المؤسسة أو الحكومة على الدفع غير مقرون بتاريخ السداد ، وأيضا يستخدم هذا التقييم في حالة الإفلاس.

2 - درجات تصنيف مؤسسة موديز (Moody's)

- درجات التصنيف الائتمانية طويلة الأجل

Aaa : درجة تصنيف تدل على إن السندات أو القروض ذات نوعية ممتازة وتحمل أقل درجة مخاطر .

C : تعد هذه الدرجة هي الأدنى في التقييم وعادة ما تكون قيمة استرداد الإلتزامات قليلة.

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

- درجات التصنيف الائتمانية قصيرة الأجل

Prime : المصدر أو المؤسسة المساندة لها قدرة عالية لسداد قروض قصيرة المدى.

Not Prime : قدرة المصدر أو المؤسسة المساندة على السداد لا تقع ضمن التقسيمات السابقة.

رابعا : أنواع التصنيف الائتماني

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع متعددة من درجات التصنيف الائتماني ، فقد ازدادت أنواعها بشكل كبير لتتماشى مع تطور السوق المالية العالمية ، ولتلبى الطلب المتزايد عليها من قبل مختلف الأطراف المعنية في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية ، وتحديد احتمالات التأخر عن السداد ، والخسارة الناجمة عنها ، ويمكن حصر أنواع التصنيفات الائتمانية من خلال تقسيمها إلى عدة معايير (www.aliqtisadi.com) :-

1 : التصنيف الائتماني بحسب المدة الزمنية :

أ - **التصنيف الائتماني للمدة الطويلة Long-Term Credit Ratings** : يعبر عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات مدة الاستحقاق ، ويحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية طويلة المدى .
ب - **التصنيف الائتماني للمدة القصيرة Short-Term Credit Ratings** : يعبر هذا عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات مدة الاستحقاق والتي لا تزيد عن 13 شهراً ، ويحدد احتمال عدم الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة المدى .

2 : التصنيف الائتماني بحسب معيار الأداة المصنفة : تقسم التصنيفات الائتمانية على وفق هذا المعيار إلى التصنيف الائتماني السيادي ، والتصنيف الائتماني للمصارف ، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين ، ودرجات التصنيف الائتماني الوطنية، وتصنيفات الاسترداد، وتصنيف السندات، وتصنيف الدعم للمصارف، وتصنيف الأدوات المالية المركبة، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين الوطنية .

3 : التصنيف الائتماني بحسب معيار الجهة المصنفة :

أ - **التصنيف الائتماني الداخلي Internal Credit Ratings** : تقوم المؤسسات المالية وبخاصة المصارف بعملية التصنيف الائتماني الداخلي وتقوم المخاطر لعملائها من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتاحة والمتوافرة، وقد شجعت لجنة بازل للإشراف المصرفي، المصارف على القيام بالتصنيف الائتماني الداخلي لأنها تملك بعض المعلومات الداخلية والتي يتعذر على وكالات التصنيف الائتماني الوصول إليها .

ب - **التصنيف الائتماني الخارجي External Credit Ratings** : عمليات التصنيف التي تقوم بها وكالات التصنيف الائتماني في إصدار درجات التصنيف، والتي تعبر عن رأي وكالة التصنيف في تقييم المقدرة المالية على الوفاء بالديون، ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد .

4 : تصنيف الهيئات الرسمية : تقوم بعض الهيئات الرسمية بنشر توقعاتها حول احتمال تعثر الشركات في دولة معينة خلال السنتين أو السنوات الثلاث التالية، ومنها مصرف فرنسا، الذي يقوم منذ عام 1995 بحساب مؤشر

التعثر BDFI score² ونشره لـ 90000 شركة صناعية فرنسية والذي يعكس احتمال توقفها عن السداد خلال السنوات الثلاث التالية.

5 : التصنيف الائتماني بحسب معيار الطلب :

أ - **التصنيف الائتماني المطلوب Solicited Rating** : يمكن للجهات المختلفة أن تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطاءها درجات التصنيف الائتماني لها أو لإصداراتها المالية ، وبالتالي تقوم بتوفير المعلومات الضرورية لوكالة التصنيف، وذلك من أجل إظهار ملاءمتها الائتمانية الجيدة، والذي يؤدي إلى زيادة فرص نجاح إصداراتها المالية وتسويقها بالشكل الأفضل، والوصول إلى مصادر التمويل ذات التكلفة الأقل.

ب - **التصنيف الائتماني غير المطلوب Unsolicited Rating** : يمكن لوكالات التصنيف الائتماني أن تقوم بعملية التصنيف الائتماني لأي دولة أو شركة أو إصدار دون طلب من الجهات المعنية أو رغبتها بذلك ، وهذا الحق مكفول لوكالة التصنيف الائتماني في الدستور الأميركي تحت بند حرية التعبير، وهي بذلك تقوم بإعلام المستثمرين والجهات المعنية بالحالة الائتمانية للدولة أو الشركة أو الأداة المالية المصنفة.

وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية حروفاً أبجدية للدلالة على جودة الائتمان، والتي تتدرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية ، وهي: **(التوني، 2005)**

1 - **درجة الاستثمار Investment Grade** : وهي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Aaa , Aa , AaA) وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (AAA, AA, A) بالنسبة لوكالاتي ستاندرد آند بورز و فيتش للتصنيف.

2 - **درجة المضاربة Speculative Grade** : وهي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Baa, A, Aa) بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (BB, B, CCC, CC, C) بالنسبة لوكالاتي ستاندرد آند بورز و فيتش للتصنيف .

تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية داخل كل درجة تصنيف، إذ تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa هي 1 أو 2 أو 3 ، ويشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم 2 على منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف ، في حين تضيف وكالاتي ستاندرد آند بورز و فيتش للتصنيف + أو - إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير عن مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

المبحث الثالث : قياس الجدارة الائتمانية للاقتصاد المصري للمدة (1970-2015)

أولاً : واقع تصنيف الجدارة الائتمانية في مصر

خفضت مؤسسة Moodys للتصنيف الائتماني تصنيفها الائتماني لمصر للمرة الثانية إلى B1 من مستوى Ba3 مع نظره مستقبلية سلبية وقالت أن أهم أسباب ذلك يتمثل في ضعف النمو الإقتصادي والتدهور الكبير في القطاعات المالية والتراجع الإحتياطي النقدي وعدم الإستقرار السياسي وإرتفاع قيمة عجز الموازنة ،وكانت وكالة (Poor's & Standards) قد خفضت تصنيفها الائتماني لمصر بسبب ما وصفته بتنامي المخاطر التي تهدد استقرار الإقتصاد الكلي في ظل المرحلة الإنتقالية الحالية وحذرت من خفض آخر محتمل إذا تأخرت عملية التحول السياسي إذ خفضت الوكالة تصنيفها طويل الأجل لديون مصر الخارجية بالنقد الأجنبي إلى سالب - BB من BB كما خفضت تصنيفها لديون مصر المحلية طويلة الأجل درجتين إلى - BB من + BB والجدير بالذكر أن الوكالة وضعت نظرة مستقبلية سلبية على كل تصنيفاتها لمصر ، نتيجة وصفته بإرتفاع مستوى المخاطر السياسية في أعقاب ثورة 25 يناير وشمول ذلك بنظرة مستقبلية سلبية .

وفى البداية تؤكد أن هذا التخفيض له آثار سلبية وسيكلف الإقتصاد المصري كثيراً ، لذا نضع هذه الأسباب في النقاط التالية : (الحداد ، 2011، <http://alwafd.org>) .

أولاً : تصاعد أحداث العنف وإستمرار الإنفلات الأمني وعدم الإستقرار السياسي جعل التقييم سلبياً لهذه السنوات.

ثانياً : التصريحات الحكومية المتضاربة وغير المسؤولة أكدوا أن البلاد على وشك الإفلاس كاشفا عن ضياع

(436)مليار جنية من الموازنة العامة وكذلك الإعلان عن دخول البلاد مرحلة النقشف مع تراجع موارد النقد

الأجنبي من السياحة والإستثمار المباشر وفقد ثلث الإحتياطي من النقد الأجنبي ووجود أزمة سيولة بالجهاز

المصرفي .

ثالثاً : إستمرار تدهور أرقام المتغيرات الإقتصادية الرئيسية وفى مقدمتها الموازنة العامة والتي تجاوز العجز فيها

الحد الآمن ليصل إلى ما يزيد عن (10 %) من الناتج القومي وكذلك ميزان المدفوعات الذي تقام العجز فيه

ليصل إلى (9.7) مليارات دولار وهو رقم لم تشهده مصر من قبل وإستمرار تدهور السياحة والإستثمارات المباشرة

وغير المباشرة وبخاصة الأجنبية منها وإرتفاع حجم البطالة والتضخم وفقد ثلث الإحتياطي من النقد الأجنبي ، هذه

هي الأسباب التي دفعت الوكالات الدولية إلى تخفيض درجة الجدارة الائتمانية لمصر وهي أسباب واقعية

وتجاوزت حد الأمان وتندر بعواقب وخيمة وخطيرة تؤثر في الحياة اليومية للمواطن المصري ، أمام مخاطر الدين

العام ووضع خطة عاجلة للتخفيف من أعبائه وكذا وضع الحلول والبدائل المناسبة لعدم التوسع فى الإقتراض

المحلى ونؤيد الإتجاه للإقتراض من الخارج حيث أن إجمالي الديون الخارجية المستحقة يبلغ (34.9) مليار دولار

نهاية يونيو الماضي وهذه القيمة تمثل (15 %) من الناتج المحلي ومعظم هذا الدين ديون طويلة الأجل تصل

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

آجال سداده لعام 2050 بخاصة في ضوء أن المؤسسات الدولية مستعدة لإقراض مصر دون شروط مجحفة وبأسعار فائدة مدعمة .

وأخيرا إن الإقتصاد المصري إقتصاد كبير ومتنوع الأمر الذي يجعله قادرا على إسترداد مقوماته وإنطلاقه وتعافيه خلال مده زمنية وجيزة شريطة توافر الإرادة السياسية والعزيمة المجتمعية القادرة على تحقيق ذلك ، من سلسلة إصلاحات مالية تسهم في دعم النمو الإقتصادي ، ومنها تقليص الدعم عن الوقود والكهرباء وإجراءات ضريبية أخرى ، لكن (Poor's & Standards) حذرت مصر من مخاطر وقيود تهدد تصنيفها الائتماني، وفي مقدمتها المستويات المرتفعة للعجز المالي ، والدين الحكومي العام واحتياجات الاقتراض الكبيرة، واستمرار معدل نمو إجمالي الناتج المحلي عند مستوى منخفض بين (5.59% - 4.2% *) للسنوات 1970 و2015 على التوالي كما مبين في جدول (1) ،

وكانت مؤسسة Moodys قد رفعت لعام 2013 التصنيف الائتماني لمصر من سالب إلى مستقر، مرجعة الأمر إلى تحسن الوضع السياسي والأمني، وظهور علامات على تعافي الإقتصاد.

جدول (1) تصنيف الجدارة الائتمانية لمصر لبعض السنوات الاخيرة بحسب وكالات التصنيف

S and P توقعات	S and P تصنيف	FITCH توقعات	Fitch تصنيف	MOODY'S توقعات	MOODY's تصنيف	2010	ISO Country code رمز البلد
سلبي	BB	سلبي/مستقر	BB	سلبي	Ba2	2010	EG
		سلبي	BB	سلبي	B1	2011	EG
سلبي	B+	سلبي	BB	سلبي	B1	2012	EG
سلبي	B	سلبي	B3	سلبي	B-	2013	EG

المصدر: استنادا الى بيانات وكالات التصنيف الدولية الموقع

ويمكن بيان التصنيف الائتماني للدول العربية لسنة 2010 ، والذي يظهر اختلاف درجات التصنيف الائتماني السيادي فيها بينها وكما مبين في جدول (2).

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

جدول (2)

التصنيف الائتماني السيادي للدول العربية وفقاً لأهم وكالات التصنيف الائتماني العالمية

وكالة كابيتال انتليجنس Capital Intelligence	وكالة فيتش للتصنيف Fitch Rating	وكالة موديز Moody's	وكالة ستاندرد آند بورز Standard & Poor's	الدولة
BB	-	Ba2	BB	الأردن
مستقر	-	-	مستقر	
AA-	-	Aa2	-	الإمارات
مستقر	-	-	-	
A	A	A2	A	البحرين
مستقر	مستقر	-	مستقر	
BBB	BBB	Baa2	BBB	تونس
مستقر	مستقر	-	مستقر	
AA-	AA-	Aa3	AA-	السعودية
مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	
A	-	A2	A	عمان
مستقر	-	-	مستقر	
AA-	-	Aa2	AA-	قطر
مستقر	-	مستقر	مستقر	
AA-	AA	Aa2	AA-	الكويت
مستقر	مستقر	سالب	مستقر	
B	B	B1	B	لبنان
مستقر	مستقر	-	إيجابي	
-	BBB+	-	A-	ليبيا
-	مستقر	-	مستقر	
BBB-	BB+	Ba1	BB+	مصر
مستقر	مستقر	مستقر	مستقر	
BBB-	BBB-	Ba1	BBB-	المغرب
مستقر	مستقر	-	مستقر	
B	-	-	-	اليمن
مستقر	-	-	-	

المصدر: المواقع الالكترونية لوكالات التصنيف الائتماني، تموز، 2010.

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

ويمكن تقسيم الدول على وفق درجة الاستثمار ودرجة المضاربة وكما مبين في جدول (3)

جدول (3)

التصنيف الائتماني السيادي للدول العربية وفقاً لأهم وكالات التصنيف الائتماني العالمية

الدولة	وكالة ستاندرد آند بورز Standard & Poor's	وكالة موديز Moody's	وكالة فيتش للتصنيف Fitch Rating	وكالة كابيتال انتليجنس Capital Intelligence
الأردن	BB	Ba2	-	BB
	مستقر	-	-	مستقر
الإمارات	-	Aa2	-	AA-
	-	-	-	مستقر
البحرين	A	A2	A	A
	مستقر	-	مستقر	مستقر
تونس	BBB	Baa2	BBB	BBB
	مستقر	-	مستقر	مستقر
السعودية	AA-	Aa3	AA-	AA-
	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر
عمان	A	A2	-	A
	مستقر	-	-	مستقر
قطر	AA-	Aa2	-	AA-
	مستقر	مستقر	-	مستقر
الكويت	AA-	Aa2	AA	AA-
	مستقر	سالب	مستقر	مستقر
لبنان	B	B1	B	B
	إيجابي	-	مستقر	مستقر
ليبيا	A-	-	BBB+	-
	مستقر	-	مستقر	-
مصر	BB+	Ba1	BB+	BBB-
	مستقر	مستقر	مستقر	مستقر
المغرب	BBB-	Ba1	BBB-	BBB-
	مستقر	-	مستقر	مستقر
اليمن	-	-	-	B
	-	-	-	مستقر

المصدر : المواقع الالكترونية لوكالات التصنيف الائتماني، تموز، 2010.

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

التصنيف الائتماني السيادي للدول العربية ضمن درجة الاستثمار ودرجة المضاربة

درجة المضاربة Speculative Grade	درجة الاستثمار Investment Grade
الأردن	الإمارات
لبنان	البحرين
مصر	تونس
اليمن	السعودية
	عمان
	قطر
	الكويت
	ليبيا
	المغرب

المصدر: رامي زعتري: التصنيف الائتماني وافاقه تطبيقه في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حلب، 2011، ص 115 .

ويتبين ان تراجع درجة التصنيف الائتماني لمصر والمصنفة ضمن درجة المضاربة يعود إلى ضعف كفاءة أسواق العمل وانخفاض جودة البنية التحتية العامة وضعف كفاءة الإدارة المالية العامة وانخفاض الشفافية كما (أنظر جدول رقم 4).

ثانيا: توصيف النموذج:

كخطوة أولى، وصف هذه المتغيرات وتحديد التدابير التي نستخدمها لتمثيلهم في تحليلنا الكمي لشرح العلاقة بين كل متغير وقدرة البلاد والاستعداد لخدمة ديونها أي تعتمد على الجدارة الائتمانية لمصر من خلال عدد من المؤشرات التي أشارت إليها دراسة (1996)، Cantor R. Packer F، في دراستهما لأهم المتغيرات التوضيحية (Independent variable).

PCI : نصيب الفرد من الدخل وزيادته يعني قدرة الحكومة لسداد الديون هذا المتغير كمؤشر لمستوى الاستقرار السياسي وغيرها من العوامل المهمة.

rGDP : ويدل وجود معدل نمو مستقر وموجب ومرتفع على مقدرة اكبر للحكومة على السداد.

INF : معدل التضخم أي ارتفاع في معدل التضخم يدل على اختلالات هيكلية في الاقتصاد وعدم قدرة الحكومة على تمويل الميزانية أو دفع الديون كما يشير إلى عدم الاستقرار الاقتصادي.

Li : مؤشر السيولة النقدية محسوبة بنسبة الاحتياطات النقدية /الواردات.

BG : وضع الموازنة العامة ان عجز الموازنة يمتص المدخرات المحلية ودليل على عدم قدرة الحكومة على سداد القرض وعدم قدرة النظام الضريبي على توليد ما يلزم لتغطية النفقات الجارية أو لخدمة ديونها.

Bp : وضع ميزان التجارة الخارجية كلما قل العجز التجاري كلما زادت قدرة الدولة على السداد.

CA : وضع الميزان الخارجي يعني ان ظهور العجز في الحساب الجاري يدل على اعتماد كل من القطاعين العام والخاص على الموارد المالية من الخارج وإذا تحول العجز إلى عجز مزمن، واستمرار في نمو المديونية الخارجية مما يعطي اختلالاً جوهرياً في الهيكل الاقتصادي فيتطلب برامج إصلاح اقتصادي واسعة.

ED : وضع المديونية الخارجية هو يمثل بارتفاع معدل المديونية الخارجية يعني زيادة مخاطر عدم الوفاء وزن عبء يزيد مع ارتفاع الدين بالعملة الأجنبية إلى البلاد النسبي لعائدات العملة الأجنبية (الصادرات) وبالتالي يعني تصنيف جدارة سيادية منخفضة.

ppp : وضع التنمية الاقتصادية يمكن قياسه من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلا أن صندوق النقد الدولي يقوم بنشر تصنيف للدول النامية بحسب درجة التصنيع Industrialized في الاقتصاد .

Dh : المراجعة التاريخية لتحقيق خطر عدم السداد إذا كانت الدولة لها تاريخ في عدم السداد خصوصاً في الماضي القريب فإن هذا يعتبر دليلاً على زيادة مخاطر عدم السداد ، عموماً، تستخدم هذه المتغيرات في حساب مؤشرات الجدارة السيادية (الائتمانية) ولكن بأوزان مختلفة لكل منها وذلك لتعكس الأهمية النسبية لكل متغير. وتؤكد وكالات الجدارة الائتمانية ان تلك الأوزان تعتمد على الخبرات التي كونتها عبر سنوات في محاولة لتحسين جودة مؤشرات الجدارة حيث ان هذه الأوزان تختلف من مدة زمنية إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى ولذلك لا تقوم هذه الوكالات بنشر تلك الأوزان الترجيحية المستخدمة. بل ان أحد الأسباب الأساسية لحدوث الاختلافات في التصنيف بين وكالات الجدارة الائتمانية السيادية هو الاختلافات في الأوزان الترجيحية.

DS : هو مقدرة الدولة على الاستمرار في خدمة ديونها الخارجية والوفاء بالالتزامات المترتبة على هذه الديون في مواعيدها وبدون الحاجة إلى طلب إعادة الجدولة أو الفشل في السداد كالمحدد الذي وضعت وكالة Moody's ، وتحدد الجدارة الائتمانية للاقتصاد المدين بمدى قدرته على أداء مدفوعات خدمة الدين الخارجي ، تم اخذ تصنيف الجدارة الائتمانية (Lower) حسب الترتيب لمؤشر خدمة الدين الذي يعد المؤشر الأساسي في إعطاء التصنيف لدى وكالات التصنيف والتي يمثل المتغير التابع (Dependent variable) لان التصنيف قائم على احتمال السداد أو الامتناع من قبل المدين.

ثانيا : تقدير وتحليل النتائج

تم اعتماد بيانات الاقتصاد المصري كونه بلدا عربيا اعتمد اقتصاده على القروض الخارجية طوال المدة (1970-2015) ، بدراسة قياسية للعوامل المذكورة آنفاً في قدرة الاقتصاد المصري في تحقيق جدارة ائتمانية التي مكنته بالاستمرار في هذا الاتجاه أي الاعتماد على الخارج على وفق نموذج نيرلوف Nerlove أي ان المتغير التابع ، وان الظواهر الاقتصادية تعتمد إعطاء توقعات للاستثمار على قدرة الدولة في سداد ديونها لذلك المتغير التابع يتبع توزيع إرتباط متسلسل Autoregression لذا نقدر نموذج التعديل الجزئي Partial adjustment model بالصيغة التالية (د.جوجارات ، 2015، 875) : -

$$Ds_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \beta_3 Ds_{t-1} + v_t$$

حيث ان X_t : تشمل جميع المتغيرات التوضيحية المؤثر في تصنيف الجدارة .

نعمد طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية التي تعطي مقدرات متنسقة ومتحيزة ، لوجود متغير متباطئ سوف تظهر مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات التوضيحية بسبب هذه المشكلة تظهر بعض المعلمات غير معنوية منها (التضخم وحصص الفرد من الدخل وحصص الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نسبة السيولة وصافي التجارة الخارجية والحساب الجاري ، الدين الخارجي) من خلال نتائج تقدير الدالة يلاحظ بأن العلاقة التوضيحية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع تقاس من خلال معامل الارتباط R^2 قد بلغت حوالي (91.5 %) وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة والداخلية في الدالة تفسر حوالي (91 %) من التغيرات الحاصلة في مؤشر الجدارة ، في حين توجد (9%) من تغيرات الجدارة تؤثر فيها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج المقدر .

اختبار F من خلال مقارنة القيمة المحتسبة (32.48695) مع القيمة الجدولية وبدرجة حرية (11, 33) والبالغة (2.30) عند مستوى (10%) وهذا يعني ان تقديرات النموذج معنوية بدرجة عالية جدا وهذه تمثل معادلة قصيرة الأجل لجدارة الائتمانية فنحصل على معامل المتغير المتباطئ للجدارة والذي يمثل مرونة الجدارة فالمعلمة جاءت معنوية كما مبين في جدول (4) .

OLS, using observations 1970–2015 (T = 46)

Dependent variable : Lower

جدول رقم (4)

نموذج الجدارة الائتمانية بالأجل القصير بريقة المربعات الصغرى الاعتيادية

t-ratio	Coefficient	
-0.8183	-2.306	Const
*1.7688	0.304	LWOR_1
0.4766	1.68E-05	BG
-0.4748	-0.00019797	BP
0.5289	3.32E-10	CA
*2.6916	0.00000044	DS
0.8311	1.32E-07	ED
0.8516	0.116431	INF
0.8424	35.8389	LI
0.7709	0.005452	PCI
-0.6731	-0.00532175	PPP
-0.0852	-0.0207034	RGDP

11.88229	S.D. dependent var	21.64444	Mean dependent var
3.989293	S.E. of regression	525.1771	Sum squared resid
0.887282	Adjusted R-squared	0.915462	R-squared
1.55e-14	P-value(F)	32.48695	F(11, 33)
262.2728	Akaike criterion	-119.1364	Log-likelihood
270.3548	Hannan-Quinn	283.9527	Schwarz criterion
1.956187	Durbin-Watson	0.017805	Rho
	p-value = 0.0948266		

* : تعني ان المتغيرات معنوية .

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

وبعد تقدير معاملات المعادلة قصيرة الأجل للتعديل الجزئي للجدارة الائتمانية السيادية سنحصل على تقدير لقيمة المعلمة، وهي قيمة المرونة الذاتية للجدارة $(1-\lambda)$ في النموذج أعلاه ، ومنها نستطيع الحصول على المعلمات السلوكية طويلة الأجل للجدارة الائتمانية السيادية، ومن خلال قيم المرونات قصيرة الأجل للجدارة بالنسب للمتغيرات التفسيرية المقدره من خلال النموذج المذكور آنفاً أعلاه ، يمكن تقدير المرونات طويلة الأجل بحسب الصيغة التالية:

$$a_i = a_i / (1 - \lambda)$$

ثالثاً : التفسير الاقتصادي

يتبين من نتائج تقدير النموذج ، إن مستوى خدمة الدين هو المتغير الأساسي الذي يسبب تدهور الجدارة الائتمانية السيادية في الأجل القصير ، ومن خلال القيمة المقدره للمرونة قصيرة الأجل للجدارة بالنسبة لمستوى خدمة الدين وهي (0.00000044) والتي تعني ان كل تغير في مستوى خدمة الدين بنسبة (10 %) يترتب عليه تغير في الجدارة الائتمانية السيادية (0.00000044 %) ، وهذا يعني ان الجدارة الائتمانية ضعيفة المرونة بالنسبة لمستوى خدمة الدين في الأجل القصير ، ويعني أيضا ان الجدارة أقل قدرة على التكيف مع التغيرات التي تحصل في مستوى خدمة الدين ، أما بالنسبة لباقي المتغيرات التفسيرية فجميعها غير معنوية أي ليس لها أهمية إحصائية على وفق اختبار T ، وهذا يرجع لوجود مشكلة عدم تجانس كما مبين في إحصاءة LM = 17.99 التي تتوزع توزيع كاي تربيع $(\text{Chi-square}(8) = 18.6613)$ وهي اكبر من القيمة الجدولية البالغة 13.36 عند مستوى (10%) ، وتم تصحيح عدم التجانس باستخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة كما مبين في جدول (5) على وفق النموذج المقدر التالي :

جدول (5) نموذج المصحح من مشكلة عدم التجانس على وفق طريقة المربعات الصغرى الموزونة

t-ratio	Coefficient	
-0.9914	-1.39123	Const
***2.774	0.351924	LWOR_1
0.9377	2.16E-05	BG
**2.5756	3.93E-06	DS
0.6063	8.19E-08	ED
1.6367	0.150872	INF
*1.9515	39.5921	LI
0.7794	0.001707	PPP
-0.4488	-0.08027	RGDP
0.956861	R-squared	AIC
102.5860	F(8, 37)	183.0997
2.025990	Durbin-Watson	

يتبين من نتائج تقدير النموذج ، ان مستوى خدمة الدين هو المتغير الأساسي الذي يسبب تدهور الجدارة الائتمانية السيادية في الأجل القصير ، ومن خلال القيمة المقدرة للمرونة قصيرة الأجل للجدارة بالنسبة لمستوى خدمة الدين وهي (0.00000393) والتي تعني ان كل تغير في مستوى خدمة الدين بنسبة (5 %) يترتب عليه تغير في الجدارة الائتمانية السيادية

(0.0000786 %) ، وهذا يعني ان الجدارة الائتمانية ضعيفة المرونة بالنسبة لمستوى خدمة الدين في الأجل القصير ، ويعني أيضا ان الجدارة أقل قدرة على التكيف مع التغيرات التي تحصل في مستوى خدمة الدين .

جدول رقم (6) نموذج الجدارة الائتمانية المقدر بالأجل الطويل

RGDP	PPP	LI	INF	ED	DS	BG	LWOR_1	const	
-0.124	0.0026	61.092	0.23	0.0000001	0.00000606	0.000034	0.543	-1.39	Coefficient

يبين تقدير المرونات طويلة الأجل في جدول (6)، ان مرونة الجدارة بالنسبة لمستوى خدمة الدين في الأجل الطويل أكبر المرونة نفسها في الأجل القصير ، فالجدارة الائتمانية منخفضة المرونة في الأجل القصير والأجل الطويل ، ويتبين ان الجدارة في الأجل الطويل يتغير في اتجاه مستوى خدمة الدين نفسه ، فإذا تغير مستوى الدين الخارجي بنسبة (5 %) فان الجدارة تتغير بالاتجاه نفسه وبنسبة (0.0000606 %) ، وهذا يوضح ان استمرار انخفاض مرونة مستوى خدمة الدين يزيد من الأثر السلبي لتدهور الثقة في الأسواق المالية المصرية والاستثمارات ، لارتفاع مستوى خدمة الدين على الجدارة ، كما أعطى بعض المتغيرات أهمية إحصائية منها السيولة التي تتناسب طرديا مع الجدارة كلما ازدادت السيولة ، ازيد مستوى الجدارة كما ان المرونة عالية بالنسبة للسيولة في الأجل القصير والطويل أي ان الجدارة تتكيف بسرعة للتغيرات الحاصلة في السيولة ، أما بالنسبة لقيمة (λ) أي المرونة الذاتية للجدارة تسهم في معرفة مدى استقرار الجدارة الائتمانية حركيا في ظل نموذج التعديل الجزئي لأن المرونة الذاتية الحركية للجدارة الائتمانية تعتمد بشكل أساسي على المرونة الذاتية لجدارة الائتمانية وذلك عندما نفترض ثبات العوامل المؤثرة فيه ، أي نفترض في نموذجنا الحالي ثبات كل المتغيرات التفسيرية، ونلاحظ قيمة $|\lambda| > 1$ فان هذا يعني ان الجدارة الائتمانية مرنة ذاتيا ، لذا فان المرونة الحركية الذاتية تكون متزايدة مع الزمن. أما إذا كانت الحالة معاكسة فان هذا يعني ان الجدارة الائتمانية تكون غير مرنة ذاتيا ، ومن ثم فان المرونة الحركية الذاتية تكون متناقصة مع الزمن ، وتؤول الجدارة الائتمانية في النهاية إلى المستوى التوازني ، وفي نموذجنا الحالي ومن خلال القيمة المقدره للمرونة الذاتية لجدارة الائتمانية وهي قيمة موجبة و اقل من الواحد الصحيح فان النموذج يستوفي شرط استقرار التوازن ، بافتراض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة في الجدارة الائتمانية .

الاستنتاجات

1 - ان وكالات التصنيف تقوم بتقييم الجدارة الائتمانية للدول طالبة التمويل ، أي تضع توقعاً عن مدى قدرة الدولة على سداد الديون ، وينعكس هذا التصنيف بالإيجاب أو السلب على ثقة المستثمرين في الدولة أو المؤسسة ، لأن التصنيف المرتفع يسهل على الحكومات الحصول على القروض سواء من السوق المحلية أم الخارجية لتنفيذ مشروعاتها الإقتصادية .

2 - لا تُعدُّ درجة التصنيف حقيقة مطلقة بل توقع مرتبط بوضع وأداء المؤسسة المالي الحالي ، فقد تتغير درجة التصنيف إرتفاعاً وانخفاضاً بحسب أداء المؤسسة والظروف المحيطة بها ، معتمدة في تصنيفها على عدة معايير مبنية على الإقتصاد وإدارة الشركات والقدرة التنافسية والربحية، الاصول والتدفقات المالية التي توضح في النهاية الوضع المالي الحالي مما يترتب عليه توقع النظرة المستقبلية لهذه المؤسسة.

3 - يعتمد المستثمرون على درجات التصنيف الائتماني بصفته مؤشراً لمدى قدرتهم على استرجاع الأموال المستحقة لهم والتي قاموا باستثمارها ، وتغطي وكالات التصنيف الائتماني طيفاً واسعاً من الحكومات والشركات والمصارف وشركات التأمين والأوراق المالية من خلال إعطائها درجات التصنيف الائتماني.

4 - يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من درجات التصنيف الائتماني وهما درجات التصنيف الائتماني العامة والتي تستخدم المقياس العالمي للتصنيف ، ودرجات التصنيف الائتماني الخاصة مثل درجات التصنيف الائتماني للمصارف ، وشركات التأمين ، ودرجات التصنيف الائتماني الوطنية ، كما تقوم وكالة التصنيف الائتماني بتعيين حالة مشاهدة التصنيف واتجاه التصنيف وتشيران إلى قيام وكالة التصنيف بمراقبة درجة التصنيف الائتماني وبالتالي هناك احتمال لتغييرها ، فضلاً عن أن وكالة التصنيف تقوم بإجراءات للتصنيف والتي تتعلق بإصدار درجات التصنيف.

5 - إن المنطق الاقتصادي لنموذج التعديل الجزئي يستند إلى مبدأ اقتصادي يتمثل في تدنية التكاليف التي يتحملها المجتمع نتيجة انحراف الجدارة الفعلي عن مستواها المرغوب وهي تكاليف تعديل اختلال التوازن وتكاليف التعديل الفعلي .

6- ان خدمة الدين هو المتغير الأساسي المفسر لتدهور الجدارة في الأجل القصير ، وان الجدارة الائتمانية بالنسبة لمستوى خدمة الدين قليل المرونة في الأجل القصير والأجل الطويل.

7- ان المرونة العالية لمؤشر السيولة يعطي صورة واضحة للاقتصاد المصري في سداد التزاماته الخارجية في الاجل القصير .

التوصيات

- 1- أن يكون للدولة أو المؤسسة تأثير في عملها وأن تبني جسرا من الثقة مع المقربين منها سواء كانوا رسميين أم غير رسميين وهو ما يؤدي إلى ثقتهم في قدراتها الاستثمارية والإنتاجية وهو أمر يتحقق بالتزامها بواجباتها بتوجيه الأموال إلى مشروعات إنتاجية ناجحة الهدف منها زيادة الصادرات على الواردات وزيادة الفوائض المالية التي يمكن من خلالها التسديد دونما تأخير.
- 2- أن تكون الدولة أو المؤسسة واثقة بنفسها وبمقدرتها الإنتاجية وبقرارها بالارتقاء بعملها ، وهذه الثقة تأتي من رغبتها في تعديل نشاطها الإنتاجي لئلا تقع في أزمة السيولة أو عدم السداد واضحة نصب عينها الأخذ بمبدأ الجدارة الائتمانية العالية تلك السمعة التي تؤهلها بعدم الوقوع في مشكلة مخاطر السيولة .
- 3- أن تكون الدولة أو المؤسسة طالبة التمويل متحكمة في اداء عملها عند مواجهتها الأزمات المالية أو مشكلات العمل ليكون ادائها ، متكاملًا ونظاميًا ويتمشى مع أهداف وتصنيفات الوكالات الدولية للجدارة الائتمانية ومبدأ التعاون الذي يعدّ أحد مؤشرات الإدارة الناجحة للعمل الوظيفي .
- 4 - ضرورة حرص الموظف على الولاء لوظيفته، وهو ما يؤكد أهمية هذا الواجب لأن الولاء للشيء دليل على محبته والإخلاص له ، وواجب الولاء للوظيفة وإن كان مطلوبًا للوظائف العامة والخاصة إلا أن أهميته تتركز أكثر في الوظيفة العامة (الحكومية) بوصفها أن هذه الوظيفة تهدف إلى تقديم خدمة عامة تهم الوطن أو المواطن والمواطنة وينبغي أن تكون هذه الخدمة في أرقى المستويات.
- 5- يساعد تصنيف الجدارة الائتمانية على اتخاذ قرارات التطوير الوظيفي والإنتاجي للمؤسسة استنادًا على البيانات والتقارير ودرجات التصنيف المعلنة ، في احتمالات النجاح في مجالات خططها الإنتاجية ، كما توضح الجدارة الائتمانية الفارق في خريطة المهارات والتصنيفات بين ما تتمتع بها المؤسسة فعلاً من مهارات وكفاءات وبين ما تحتاج إليها فعلاً بحسب واقعها ومخرجاتها الإنتاجية ومن ثم يمكن توجيه الجهود التدريبية لسد هذه الفجوة.

المصادر :

أ : المصادر العربية

1. احمد(2013)،أ.مداني: دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها ، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية .أ/ قسم العلوم الإقتصادية و القانونية. العدد 10 .
2. أبو الفحم (2005)،أ.محمد خالد ، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الفلسطينية ، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول الموسوم (الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة)، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية للمدة من 8-9 / 5 .
3. البنك الدولي: مؤشرات الاقتصاد الكلي ، للمدة 1970 - 2015 www.albankaldawli.org
4. التميمي، احمد ، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية ، مجلة المستثمرون على الرابط الالكتروني : www.mosgcc.com/ma
5. الحداد أمين علي : ماذا بعد تخفيض التصنيف الائتماني لمصر ، <http://alwafd.org>
6. الخزرجي (2009) ، ثريا : الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، المجلد 20 ، العدد 1 .
7. الرازي (1983) ، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر ، مختار الصحاح ، الطبعة الأولى،(الكويت ، دار الرسالة).
8. رامي زعتري :التصنيف الائتماني وافاقه تطبيقه في الاقتصاد السوري ،رسالة ماجستير ،قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حلب،2011.
9. زكي (1994)،رمزي: الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية دراسة عن الاقتصاد المصري الطبعة الأولى،(مصر ،دار المستقبل العربي للنشر).
- 10.كاظم (2010)،د. سلطان جاسم سلطان ، تأثير الأزمة المالية العالمية في الاسواق المالية العربية رسالة ماجستير(غير منشورة) ، قسم الاقتصاد ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الكوفة.
- 11.كورتل (2009)،ود.كمال رزيق : الأزمة المالية - مفهومها،أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية،مجلد 20،العدد 1 .
12. محفوظ (2009) ، علاء الدين مرجان :الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري،(وزارة التجارة والصناعة،مصر)_ <http://www.mfti.gov.eg/SME/pdf/researchs/3.pdf>

قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية السيادية في مصر للمدة (1970-2015).....

13.مقالة مفهوم التصنيف الائتماني وأنواعه ودرجاته بالعدد 134 من مجلة الاقتصادي في 2012/3/15

بالموقع: www.aliqtisadi.com

14.منظمة التعاون الإسلامي : قاعدة المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الرئيسية البيزند للمدة 1970-

www.sesrtic.org/baseind-ar.php ، 2014

ب : المصادر الانكليزية

1. Afonso , A and et. al (2011) : Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings International Journal of Finance & Economics, Vol. 16 , Issue 1.
2. Cantor R. and Frank P.(1996) *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW, Vol.2, N.2.
3. Caruana J.&S. Avdjiev(2012):Sovereign creditworthiness and financial stability; an international perspective ,Public debt monetary policy and financial stability, Banque de France • Financial Stability Review • No. 16 .
4. David J. McKenzie(2004): An Econometric analysis of IBRD creditworthiness ,International Economic Journal ,vol. 18,Issue 4.
5. Vazirani (2010) N.: Competencies and Competency Model-A Brief overview of its Development and Application, SIES Journal of Management, Vol.7,No.1.