



الجدارة الائتمانية السيادية: المبادئ الأساسية- الفوائد والوظائف- المؤسسات- المؤشرات- المجالات

مؤشرات تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية

تعريف:

- مؤشرات تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية هي مقاييس تحاول تقييم احتمالات (خطر) عدم سداد مقترض لقيمة القرض المستحق عليه. وهي بذلك كغيرها من مؤشرات الجدارة الائتمانية تركز على محاولة تقييم المخاطر التي قد تؤدي إلى عدم الوفاء بالتزامات السداد.



- عموماً، تهتم الحكومات بالحصول على مؤشرات جدارة ائتمانية سيادية عالية حتى يسهل عليها عملية الحصول على قروض من الأسواق المالية العالمية خصوصاً من الأسواق ذات الهياكل المؤسسية المستقرة والاستثمارات الواسعة المجالات.



• في الماضي كانت الحكومات تميل إلى إصدار سندات حكومية بالعملة الأجنبية ولكن مع اتساع ترابط الأسواق المالية العالمية واتجاه المستثمرين إلى شراء السندات مقومة بعملات غير العملات التقليدية العالمية، أضحت العديد من الحكومات تميل إلى إصدار سندات حكومية بالعملة المحلية مع شرط الحصول على تقييم جدارة ائتمانية سيادية عالية. لذلك تسعى الحكومات إلى الحصول على معدل عالي للجدارة الائتمانية بالنسبة للعملة المحلية والأجنبية معا.



● حالياً، نجد أن مؤشرات الجدارة الائتمانية السيادية على السندات بالعملة الأجنبية لا يمكن أن تتخطى المعدل الذي وصلته بالنسبة للسندات بالعملة المحلية، وأنها على أحسن تقدير تتساوى معها . والمنطق في ذلك أن الحكومات لديها من الأدوات المحلية التي تمكنها من الوفاء بالتزاماتها بالعملة المحلية مثل زيادة الضرائب أو حتى صك نقود إضافية وهذا ما قد لا يتوفر في حالة السندات بالعملة الأجنبية .



● مؤشرات الجدارة الائتمانية السيادية تعتبر مهمة جداً في عصرنا الحالي، حيث أنها بطريقة غير مباشرة تؤثر على الجدارة الائتمانية لمجموعة عريضة من المقرضين المحليين الذين يحملون نفس الجنسية. ولقد انتهجت وكالات التصنيف العالمي للجدارة الائتمانية السيادية عدم إعطاء تصنيف أعلى لمقرض محلي عن التصنيف السيادي للدولة بغض النظر إذا كان هذا المقرض ينتمي إلى القطاع العام أو الخاص وبغض النظر عن مقدار جودة وضعه المالي. وهذا الموضوع أحد مناطق النقاش والجدل من بين بعض المؤسسات المالية ووكالات التصنيف العالمي.



- لا شك في أن تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية يؤثر بصورة مباشرة على الجدارة الائتمانية للحكومات المحلية والبلدية والشركات العامة والخاصة داخل الدولة.



كيف تطورت مؤشرات الجدارة الائتمانية؟

خلفية تاريخية:

- أول من أصدر مؤشرات جدارة ائتمانية كان شركة Moody's في عام 1909 قام بها جون مودي. وبحلول عام 1929 كانت Moody's تقوم بتصنيف حوالي خمسين حكومة مركزية تصدر سندات اقترض دوليا .



● خلال فترة الكساد العظيم وبعد انتهاء الحرب العالمية الثانية توقف سوق السندات العالمية بالكامل حتى فترة السبعينات حيث عاد السوق ولكن ببطء شديد حتى نهاية الثمانينات حيث كان هناك 15 دولة فقط تقوم بالاقتراض من سوق رأس المال الأمريكية وحصلت على تصنيف من Moody's مثل بريطانيا - فرنسا - اليابان وألمانيا وغيرها من الدول الأوروبية ذات الجدارة الائتمانية العالية. في حين حصلت الدول الأقل جدارة على القروض من السوق الأوروبية وبعض البنوك بدون الحصول على تصنيف جدارة ائتماني.



● خلال فترة التسعينات ازدهر نشاط تصنيف الدول للجدارة الائتمانية كما يظهر جدول (1) وأصبح على الأقل هناك تسع شركات تقوم بعملية التصنيف وأهمها: Standard & Poor's و Moody's و Fitch وكل منها يقوم بتصنيف ما يزيد عن 80 دولة مستقلة ثم انضم لهم مؤخرا شركات أخرى مثل: Duff & Phelps و IBCA و Bloomberg و Thomson Bank Watch و Salomon Brother و J.P. Morgan و Economist Intelligence Unit (E.I.U.)



جدول رقم (1) تطور أعداد الحكومات المصنفة من قبل S&P و Moody's

التاريخ الأول للتصنيف من قبل (S&P/Moody's)	أعداد الحكومات الجديدة المصنفة (S&P/Moody's)	الوسيط للتصنيف (S&P/Moody's)
قبل عام 1975	3	AAA/Aaa
1979-75	9	AAA/Aaa
1984-80	3	AAA/Aaa
1989-85	19	A/A2
1994-90	15	BBB-/Baa3
2003-1995	32/35	A3/A-



● لقد أظهر مسح أعدته شركة Standard & Poor's أن من أصل 72 حكومة ذات مديونية محلية ودولية حوالي 30 لم تستطع الوفاء بالتزاماتها على الأقل مرة واحدة.

● جدول (2) يظهر أن حوالي 33 دولة لم تستطع الوفاء بالتزاماتها بالعملة الأجنبية بينما 9 دول فقط لم تستطع الوفاء بالتزاماتها بالعملة المحلية وقد كان السبب في الغالب سياسي في حالة عدم الوفاء بالعملة المحلية أو تغير في الهيكل الاقتصادي كما في حالة الاتحاد السوفيتي وفيتنام والأرجنتين وبالبرازيل.

● 29 من أصل 33 حالة عدم الوفاء بالعملة الأجنبية كانت من خلال إعادة جدولة.



جدول رقم (2) حالات عدم الوفاء للدين (بالعملة المحلية والأجنبية) لبعض الدول منذ عام 1970

المصدر	سنة عدم الوفاء	سنة عدم الوفاء	
		قروض بالعملة المحلية	قروض بنوك بعملات أجنبية
الأرجنتين	1990/89/82		1982
بوليفيا			1980
البرازيل	1991/89/86		1983
بلغاريا			1990
كوستاريكا		1989	1983
ساحل العاج			1985
جمهورية الدومينيكان			1982
الأكوادور			1983
هندوراس			1981
إيران			1992/78
العراق			1990
جامايكا			1978
المكسيك			1982
المغرب			1983
بورما	1984		
نيكاراجوا			1983



تابع جدول رقم (2) حالات عدم الوفاء للدين (بالعملة المحلية والأجنبية) لبعض الدول منذ عام 1970

المصدر	سنة عدم الوفاء		
	قروض بالعملة المحلية	سندات بالعملة الأجنبية	قروض بنوك بعملات أجنبية
نيجيريا			1983
بنما		1987	1983
بيرو			1978
الفلبين			1983
بولندا			1981
رومانيا			1981
جنوب افريقيا			1985
تركيا			1978
الاوروجواي			1983
الاتحاد السوفيتي/ روسيا	1993		1991
فنزويلا			1982
فيتنام	1975		1985
يوغسلافيا		1992	1983
زمبابوي		1980	



رموز التصنيف للجدارة الائتمانية السيادية

- يعطي جدول (3) رموز التصنيف للجدارة الائتمانية السيادية لوكالتي S&P و Moody's.

- وكالة Fitch تستخدم نفس الرموز لوكالة S&P.

- يعطي جدول (4) التصنيف في عام 2004 لبعض الدول العربية من قبل S&P و Moody's مقارنة ببعض الدول الأخرى.

- نلاحظ أن هناك اختلاف في التصنيف بين الوكالتين. وكالة S&P تصنف الكويت والسعودية أعلى من Moody's في حين أن Moody's تصنف المغرب ولبنان أعلى من S&P وهذا الاختلاف يلاحظ في مجموعة الدول الأخرى المقارنة.



جدول رقم (3) رموز التصنيف للديون طويلة الأجل

Standard and Poor's	Moody's	معنى التصنيف
AAA	Aaa	تصنيف ذو درجة استثمارية أعلى مستويات الجودة
AA+	Aa1	مستويات جودة عالية
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A+	A1	مقدرة عالية على الدفع
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	مقدرة كافية للدفع
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	



تابع جدول رقم (3) رموز التصنيف للديون طويلة الأجل

Standard and Poor's	Moody's	معنى التصنيف
BB+	Ba1	تصنيف ذو درجة مضاربة احتمالية الوفاء بالالتزامات مع بقاء عنصر عدم التأكد
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	التزامات ذات مخاطر عالية بعدم السداد
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	احتمالية عالية لعدم الوفاء
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	



جدول رقم (4) تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية لمجموعة من الدول العربية وبعض الدول الأخرى لعام 2003

الدولة	Moody's	Standard and Poor's
الكويت	A2	A+
البحرين	Baa1	A-
السعودية	Baa2	A
تونس	Baa2	BBB
مصر	Ba1	BB+
المغرب	Ba1	BB
الأردن	Ba2	BB
لبنان	B2	B-
نيوزيلاندا	Aaa	AA+
هونغ كونج	A1	A+
سنغافورة	Aaa	AAA
ماليزيا	Baa1	A-
كوريا	A3	A-

• إن الجدارة الائتمانية السيادية هي بالدرجة الأولى رأي الوكالة الناشرة للتصنيف في مقدرة الدولة المقترضة بالوفاء بالديون وهي بذلك تعتبر توقع حدوث خطر معين بناء على تقدير وتقييم لاحتمالات حدوث الخطر أو الأخطار.

• إن تصنيف الجدارة الائتمانية من الناحية المنهجية ليس مصمم للمقارنة بين الدول بالدرجة الأولى، بل للمقارنة النسبية للمخاطر الائتمانية داخل دولة بعينها، وأثار ذلك على إصدارها السندات المختلفة بالعملة المحلية أو الأجنبية، مع الاحتفاظ بسقف ائتماني سيادي لا تتخطاه المؤسسات أو المنشآت المالية والاستثمارية في تلك الدولة.



● ما هي المعايير التي تأخذ في الحسبان (طريقة Moody's):

- * جودة الإدارة.
- * الوضع في السوق المالي.
- * درجة التنوع الاقتصادي والمالي.
- * درجة المرونة المالية.
- * الإطار المؤسسي والقانوني والتنظيمي.
- * درجة الافصاح والشفافية.



- * الاستقرار السياسي واتجاهات السياسات الاقتصادية وتداعياتها على نظام سعر الصرف.
- * القدرة على السداد والوفاء بالالتزامات.
- * تقييم مخاطر المقرض.
- * الشركاء التجاريين الرئيسيين.
- * العلاقات الحكومية الخاصة والعلاقات الدولية.



رموز تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية بطريقة (Moody's) – طريقة طويلة الأجل:

Aaa أفضل وأعلى جودة لتصنيف الجدارة الائتمانية السيادية ويعني احتمال صغير (2%) لحالة عدم السداد، وتقابلها **AAA** عند **S&P** و **Fitch**.

Aa تصنيف قوي لجودة الجدارة الائتمانية السيادية ويعني احتمال لا يتعدى (4%) لحالة عدم السداد، وتقابلها **AA** عند **S&P** و **Fitch**.

A تصنيف فوق المتوسط لجودة الجدارة الائتمانية السيادية ويعني أن احتمال عدم السداد لا يتعدى (10%)، وتقابلها **AA** عند **S&P** و **Fitch**.



Baa تصنيف في مستوى متوسط لجودة الجدارة الائتمانية السيادية، ويقابله BBB عند S&P و Fitch.

Ba تصنيف دون المتوسط لجودة الجدارة الائتمانية ويتضمن مخاطر مضاربة ويقابله BB عند S&P و Fitch.

B تصنيف ضعيف للجدارة الائتمانية ويتضمن مستوى مضاربة عالية ويقابله B عند S&P و Fitch.

Caa تصنيف ضعيف جداً ويتضمن مخاطر مضاربة حادة ويقابله CCC عند S&P و Fitch وهذا أضعف تصنيف ممكن أن تحصل عليه دولة.



- يتضمن تصنيف Moody's التقييم 1, 2, 3 ضمن كل مجموعة من الأحرف أقل من Aaa ، فيما يتضمن تصنيف S&P و Fitch الترميز سالب وموجب وبدون إشارة للتصنيفات التي تقل عن AAA . وبشكل عام يبلغ عدد التصنيفات من Aaa إلى Caa3 أو من AAA إلى CCC- تسعة عشر تصنيفاً .



● الرموز المعدلة (Modifier) – قصيرة الأجل:

ST-1 أعلى وأقوى قدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأمد .

ST-2 قدرة فوق المتوسطة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأمد .

ST-3 قدرة متوسطة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأمد .

ST-4 قدرة دون المتوسطة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأمد .



فهم تصنيف الجدارة الائتمانية

ما هي فوائد التصنيف على الأسواق المالية؟

- * تحفيز النمو في السوق (خلق العمق المالي).
- * تحفيز الاستقرار والأمان الوقائي.
- * تزيد من كفاءة الأسواق المالية عالمياً ومحلياً.
- * تزيد من ترابط الأسواق المحلية والعالمية (الاندماج في السوق العالمي).
- * تسهيل الحصول على القروض ومعلومات عن الفرص الاستثمارية.
- * إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بإطار فعال للفرص الاستثمارية.



ما هي الشروط التي يجب توفرها في تصنيف الجدارة الائتمانية؟

- * اليقين (الوضوح والشفافية) .
- * المصدقية .
- * الدقة خصوصاً عند تقييم المخاطر .
- * مدى واسع للمخاطر المأخوذة في الحسبان .
- * تغطية كبيرة للأسواق المالية والأدوات التمويلية .
- * تعددية الاهتمام على المستوى المحلي والقومي والعالمي .
- * إمداد متخذي القرارات بإطار فعال للمرجعية الاستثمارية (أدوات التحليل المالي) .



من يستفيد من تصنيف الجدارة الائتمانية؟

- * المقرض.
- * المقرض.
- * الوسطاء والسماسرة (مصارف- مؤسسات مالية واستثمارية).
- * الحكومات والمنظمين للأسواق المالية.
- * رجال الأعمال والاقتصاديين والمحللين الماليين.
- * المنظمات الدولية المعنية بالأسواق المالية والتنمية الاقتصادية.



ولكن ما هي المعايير التي نستطيع بها اختيار تصنيف الجدارة الائتمانية من أي وكالة نشر؟

- * درجة الاستخدام العملي والفعلي للتصنيف في السوق من يوم ليوم.
- * النجاحات السابقة في تاريخ الوكالة الناشرة.
- * مصداقية الوكالة الناشرة.
- * اتساع نطاق التغطية سواء للأسواق أو المخاطر أو الأدوات.
- * درجة عمق التحليل ودرجة المهنية التي تعرض بها النتائج.
- * درجة الاتساق والتناسب في النتائج عبر الدول والمنشآت وعبر الزمن.



الاختلافات في تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية

- يجب أن نفهم أن تصنيف الجدارة الائتمانية هو رأي الناشر بناء على تقييمه للمخاطر وأن الاختلاف في التصنيف يعكس بالدرجة الأولى الاختلاف في وجهة نظر الجهات الناشرة وطريقة تقييمهم للمخاطر رغم أنه قد ينتهي الأمر إلى نفس التصنيف.
- عادةً ما تختلف شركتي S&P و Moody's و Fitch في تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية.
- قبل حدوث الأزمة المكسيكية عام 1994 صنف S&P المكسيك + BB مع مؤشر موجب تجاه المستقبل بينما صنف Moody's المكسيك Ba فقط. منذ ذلك الحين قامت S&P بتعديل تصنيفها لإلغاء هذه الفروق.

- وما زال هناك العديد من الاختلافات في التصنيف بين الوكالات كما في حالة نيوزيلندا والصين وبولندا والسعودية والبحرين والكويت والأرجنتين ولبنان وفنزويلا والمغرب وغيرها من الدول.

- يظهر جدول (5) الاختلافات ومدى تكرار هذه الاختلافات كما أظهرها المسح لتصنيف الدول لكل من S&P و Moody's لعام 2003.



جدول رقم (5) مقارنة التصنيف الائتماني للدول لعام 2003

مجموعات التصنيف	Moody's	S&P	التشابه في التصنيف بين S&P و Moody's
AA/Aa أو أكثر	25	23	18
باقي التصنيف الائتماني الاستثماري	30	29	8
التصنيف الائتماني أقل من الدرجة الاستثمارية	29	29	8

- الجدول رقم (5) يظهر أن عدد الحالات التي تشابه فيها التصنيف كان أكبر عند تصنيف الجدارة الائتمانية المرتفع، في حين أن عدد الحالات التي تتفق فيها الشركات في التصنيف يقل عند مستويات التصنيف المنخفضة.



ولكن لماذا تظهر الاختلافات في التصنيف بين وكالات التصنيف العالمية؟

- نظراً لحداثة ظاهرة تصنيف الجدارة والنقص الشديد في الخبرات في هذا المجال من ناحية وعدم عمق الخبرة من جانب الوكالة القائمة بالتصنيف من ناحية أخرى فإن هذا مجتمع يؤدي إلى ظهور الاختلافات.
- أظهرت التجربة العملية أن قياس مخاطر الجدارة الائتمانية السيادية خصوصاً مدى الاستقرار السياسي ودرجة التألف الاجتماعي هو هدف صعب المنال. وهو أصعب من قياس مخاطر الائتمان للمؤسسات والشركات في الولايات المتحدة مثلاً.



• عند القيام بقياس مخاطر الجدارة الائتمانية السيادية فإنه يجب تحديد أوزان ترجيحية لمدى الاستقرار السياسي ودرجة التألف أو التجانس الاجتماعي ودرجة الانخراط في النظام الاقتصادي الدولي وهي جميعها موضوعات شائكة يصعب اتفاق الوكالات على تحديد نفس الوزن الترجيحي لكل منها .

• أظهرت التجربة العملية أنه عموماً تختلف ولا تتوافق الوكالات التصنيفية للجدارة في حالة الجدارة الائتمانية على المستوى المنخفض بشكل كبير عنها في حالة الجدارة الائتمانية للشركات الأمريكية مثلاً . وأن هناك تشاؤم عام أكبر في حالة الجدارة الائتمانية السيادية للدول النامية عن حالة الجدارة الائتمانية للشركات الأمريكية .



المبادئ الأساسية التي تلتزم بها وكالة Moody's عند إجراء تصنيف الجدارة الائتمانية:

- شمولية التحليل وعدم تحيزه ودقته.
- التركيز على الأجل الطويل أو البعد الطويل الأمد وليس التغيرات المؤقتة أو الآنية. أي التركيز على العوامل الأساسية التي تحدد مقدرة المقترض على الوفاء بالتزاماته.
- الحفاظ على درجة عالية من الاستقرار في التصنيف ليعكس فقط النظرة طويلة الأمد.
- الاتساق والتناغم عالمياً لتصنيف الجدارة حتى يسهل المقارنة عبر الدول وعبر القارات.



- التركيز على مقدرة المقترض على توليد تدفقات مالية في المستقبل تمكنه من الوفاء بالالتزامات في المستقبل القريب والبعيد .

- العمل على استخدام معايير ومبادئ محاسبية وإحدة بحيث يمكن مقارنة نتائج التحليل المالي دوليا على الرغم من أن هناك عددا كبيرا من النظم المحاسبية المستخدمة .

- التركيز على محاولة فهم حقيقة الوضع الاقتصادي في الدولة وما هي المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المباشر على حركة التبادل الاقتصادي والمالي في السوق المحلي وتداعياته على الأسواق العالمية .

- التركيز على قطاع أو قطاعات اقتصادية يجد ذاتها تمثل جوهر عمل الاقتصاد ونتائج عملياته .