



# محددات وآثار طرق تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية

د. أحمد ظلفاح



# محددات وآثار طرق تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية

- نحاول هنا تحديد العوامل التي تأخذها وكالات التصنيف الدولي للجدارة الائتمانية السيادية بعين الاعتبار عند إجرائها للتصنيف واستخراج مؤشر الجدارة.
- لا بد من الإشارة هنا إلى أن هناك بعض العوامل التي يصعب وصفها في شكل كمي أو تحديد وزن ترجحي لها مما يؤدي في معظم الحالات إلى اختلافات بين الوكالات في التصنيف.



• وهناك مجموعة من العوامل (الكمية) التي تتفق عليها كل وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية، وهي كما يلي:

1. نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي: ويعكس هذا المتغير مقدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها وسداد قيمة القرض مع خدمة الدين. وهذا المتغير يعكس بالدرجة الأولى قدرة النظام الضريبي في الدولة على خلق الإيرادات اللازمة للإنفاق على البنود المختلفة بما في ذلك بالطبع القروض وخدمة الدين. كما يعكس هذا المتغير مدى الاستقرار السياسي للدولة المعنية.



2. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي: معدل نمو مستقر وموجب ومرتفع يدل على مقدرة أكبر للحكومة على السداد.

3. معدل التضخم: ارتفاع معدل التضخم يدل على اختلالات هيكلية في الاقتصاد وعدم قدرة الحكومة على تمويل القروض.

4. وضع الموازنة العامة: إن عجز الموازنة دليل قاطع على عدم قدرة الحكومة على سداد القرض وعدم قدرة النظام الضريبي على جمع ما يلزم لتغطية النفقات.



5. وضع الميزان الخارجي: إن ظهور العجز في الميزان الخارجي يدل على اعتماد كل من القطاع العام والخاص على الموارد المالية من الخارج، وإذا استمر العجز في الميزان الخارجي وأصبح عجزاً مزمناً فإن هذا دليل على اختلال جوهري في الهيكل الاقتصادي مما يتطلب برامج إصلاح اقتصادي واسعة.

6. وضع المديونية الخارجية: ارتفاع معدل المديونية الخارجية يعني زيادة مخاطر عدم الوفاء، وبالتالي يعني تصنيف جدارة سيادية منخفض.



7. وضع التنمية الاقتصادية: رغم أن هذا يمكن قياسه أيضاً من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، إلا أن صندوق النقد الدولي يقوم بنشر تصنيف للدول النامية حسب درجة التصنيع (Industrialized) في الاقتصاد.

8. المراجعة التاريخية لعدم السداد: إذا كانت الدولة لها تاريخ في عدم السداد في الماضي، خصوصاً في الماضي القريب، فإن هذا يعتبر دليلاً آخرًا على زيادة مخاطر عدم السداد، وتعني تصنيف جدارة ائتمانية سيادية منخفض، ناهيك عن سمعة دولية سيئة (أنظر جدول 6).



## جدول رقم (6) المؤشرات الاقتصادية محتسبة بالوسيط لمجموعة من الدول مصنفة حسب الجدارة الائتمانية

B/B	Ba/BB	Baa/BBB	A/A	Aa/AA	Aaa/AAA	الوكالة	
							الوسيط
3.37	3.30	2.47	8.22	10.06	23.56	Moody's	نصيب الفرد من GDP
2.61	3.01	1.62	5.77	18.40	23.56	S&P	
4.30	2.28	4.07	5.87	2.47	1.27	Moody's	النمو في GDP
2.84	2.31	5.07	6.49	2.33	1.52	S&P	
13.23	32.44	13.73	4.56	2.20	2.86	Moody's	التضخم
2.13	13.23	14.3	4.18	2.64	2.74	S&P	
-1.75	-2.50	-3.50	-1.03	-2.28	-2.67	Moody's	العجز المالي
-4.03	-3.50	0.15	1.37	-3.17	-2.29	S&P	
-3.35	-2.74	-2.10	-2.48	2.10	0.90	Moody's	العجز الخارجي
-1.05	-3.35	-2.10	-3.68	0.73	3.10	S&P	



## تابع جدول رقم (6) المؤشرات الاقتصادية محسبة بالوسيط لمجموعة من الدول مصنفة حسب الجدارة الائتمانية

B/B	Ba/BB	Baa/BBB	A/A	Aa/AA	Aaa/AAA	الوكالة	
291.6	220.2	157.2	70.4	102.5	76.5	Moody's	الدين الخارجي
231.6	189.7	157.2	61.7	97.2	76.5	S&P	
4.45	3.40	1.58	0.61	0.34	0.32	Moody's	هامش أسعار الفائدة
3.68	2.58	1.14	0.59	0.40	0.29	S&P	
							التكرارات عدد التصنيفات
3	6	9	9	13	9	Moody's	
4	9	5	6	14	11	S&P	
0	0	1	3	10	9	Moody's	مؤشرات التطور الاقتصادي
0	0	1	1	11	10	S&P	
2	5	2	0	0	0	Moody's	المؤشرات التاريخية لعدم السداد
3	6	0	0	0	0	S&P	

المصدر: Moody's: Standard and Poor's: World Bank: International Monetary Fund: Bloomberg I.P.: I.P. Morgan: Federal Reserve Bank of New York estimates.



# رموز تصنيف الجدارة الائتمانية للمؤسسات والشركات والمصارف (طريقة Moody's):

- تظهر الجدارة الائتمانية للمؤسسات والشركات والمصارف درجة احتمال احتياج المصرف أو المؤسسة أو الشركة المالية للمساعدة في المستقبل من طرف ثالث (المساهمين - مستثمرين خارجيين - منظمات دولية).
- تأخذ تصنيفات الجدارة هذه في الحسبان الأخطار السيادية سالفه الذكر والتوجهات الحكومية التي قد تؤثر على بيئة الأعمال والعمل المصرفي والاستثمار.



- كما تأخذ في الحسبان المؤشرات المالية الجوهرية في تقييم أداء أي مؤسسة أو شركة أو مصرف (تنوع المحافظ الاستثمارية- كفاية رأس المال- الموجودات...).
- تشمل أيضاً درجة جودة الإدارة ونجاحها في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة أو الشركة أو المصرف.
- تتضمن مؤشرات درجة التنظيم في السوق المالي ومدى فاعلية وكفاءة مؤسسات القطاع المالي.



وفيما يلي الرموز المستخدمة ومدلولاتها:

**A** أفضل وأعلى تصنيف ائتماني، وأعلى درجة من درجات الاستقرار المالي المتوقع في المستقبل.

**B** تصنيف قوي للجودة الائتمانية، ودرجة استقرار مالي جيدة.

**C** تصنيف مقبول لجودة الائتمان ودرجة الاستقرار المالي المتوقع.



D تصنيف متواضع لجودة الائتمان ودرجة الاستقرار المالي المتوقع.

E تصنيف ضعيف لجودة الائتمان ودرجة الاستقرار المالي المتوقع.

الرموز المعدلة (+) ، (-) للدلالة على توقع النزول أو الصعود من مستوى التقييم الحالي.



# رموز تصنيف الجدارة الائتمانية للديون (السندات) والأسهم المفضلة :Preferred Stocks

**Aaa** تعني أفضل وأعلى تقييم لجودة الجدارة الائتمانية للسندات أو الأسهم المفضلة. ويحمل أقل احتمال مخاطرة.

**Aa** أعلى تقييم لجودة الجدارة الائتمانية، ويحمل احتمالاً أكبر نسبياً للمخاطرة عن تصنيف **Aaa**.

**A** تقييم فوق المتوسط لجودة الجدارة الائتمانية ويحمل احتمالاً مقبولاً للمخاطر.



Baa تقييم متوسط لجودة الجدارة الائتمانية للسندات والأسهم المفضلة ويحمل أيضا مستوى احتمال مقبول من المخاطر حاليا ولكن يجب توخي الحذر في المستقبل.

Ba تقييم دون المتوسط لجودة الجدارة الائتمانية مع عنصر مضاربة، وبالتالي فإن مستقبل هذه السندات والأسهم لا يمكن ضمانه.

B تقييم يخلو من العناصر الأساسية العامة للاستثمار المرغوب مع تزايد في عنصر المضاربة.

Caa تقييم ضعيف لجودة الجدارة الائتمانية مع وجود عنصر المخاطرة بالنسبة للأصل وسعر الفائدة.



Ca تقييم ضعيف لجودة الجدارة الائتمانية مع درجة عالية من المضاربة والمخاطرة واحتمال كبير على عدم القدرة على السداد للأصل وسعر الفائدة.

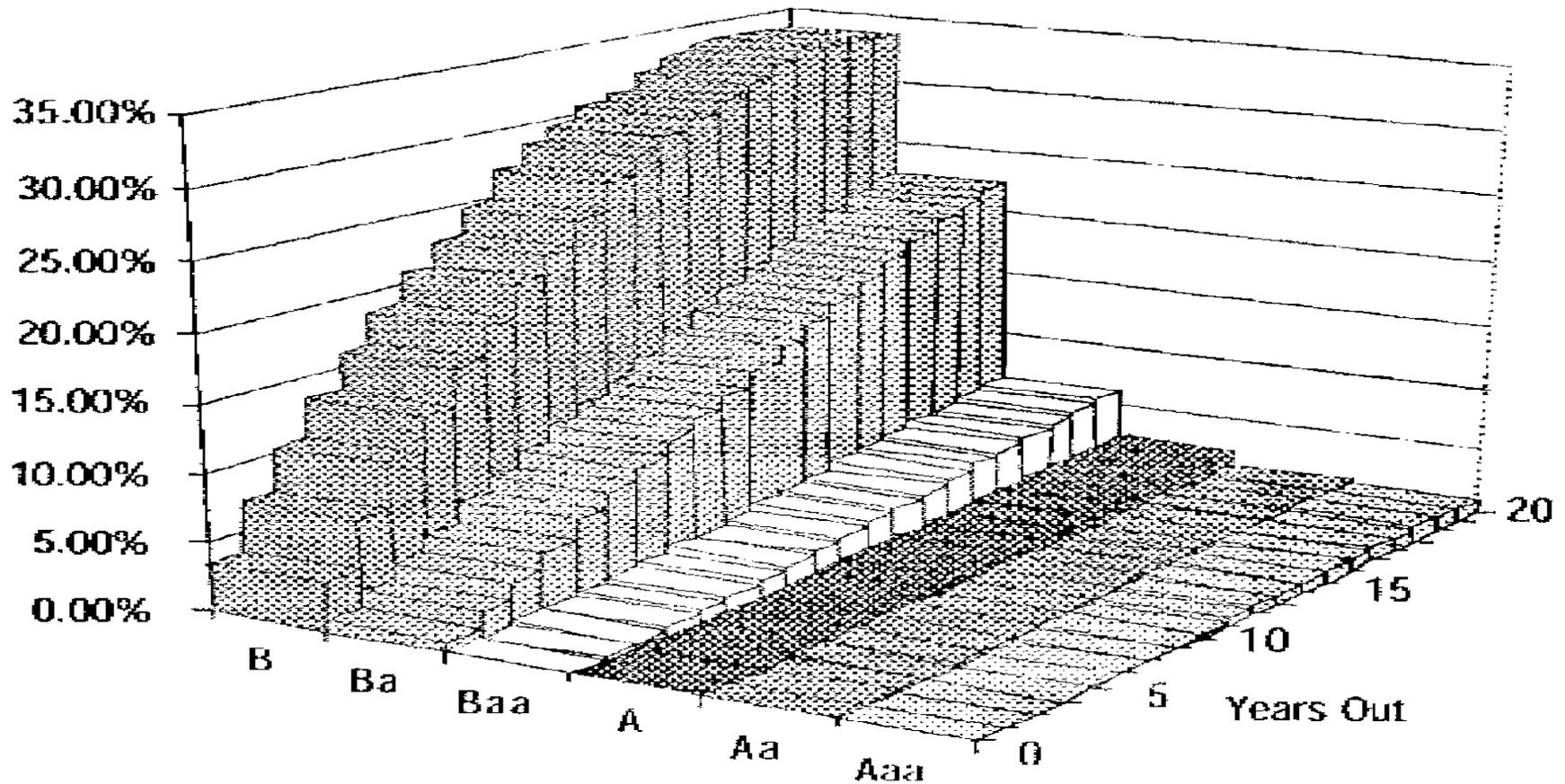
C أقل تقييم جدارة ائتمانية يمكن أن تحصل عليه سندات أو أسهم مفضلة، ويصعب تحديدها مستقبلها الاستثماري لأنه ضعيف جدا.

رموز معدلة 1، 2، 3 تستخدم من Aa وحتى Caa للدلالة على المستوى ضمن كل تصنيف: النهاية العليا للتصنيف-1، منتصف التصنيف-2، النهاية الدنيا للتصنيف-3.

• الأشكال (1)، (2)، و (3) تبين مدى نجاح وكالات الجدارة الائتمانية في التصنيف.



# شكل رقم (1) معدل الخسائر المتراكمة على السندات والأسهم المفضلة (المتأززة)

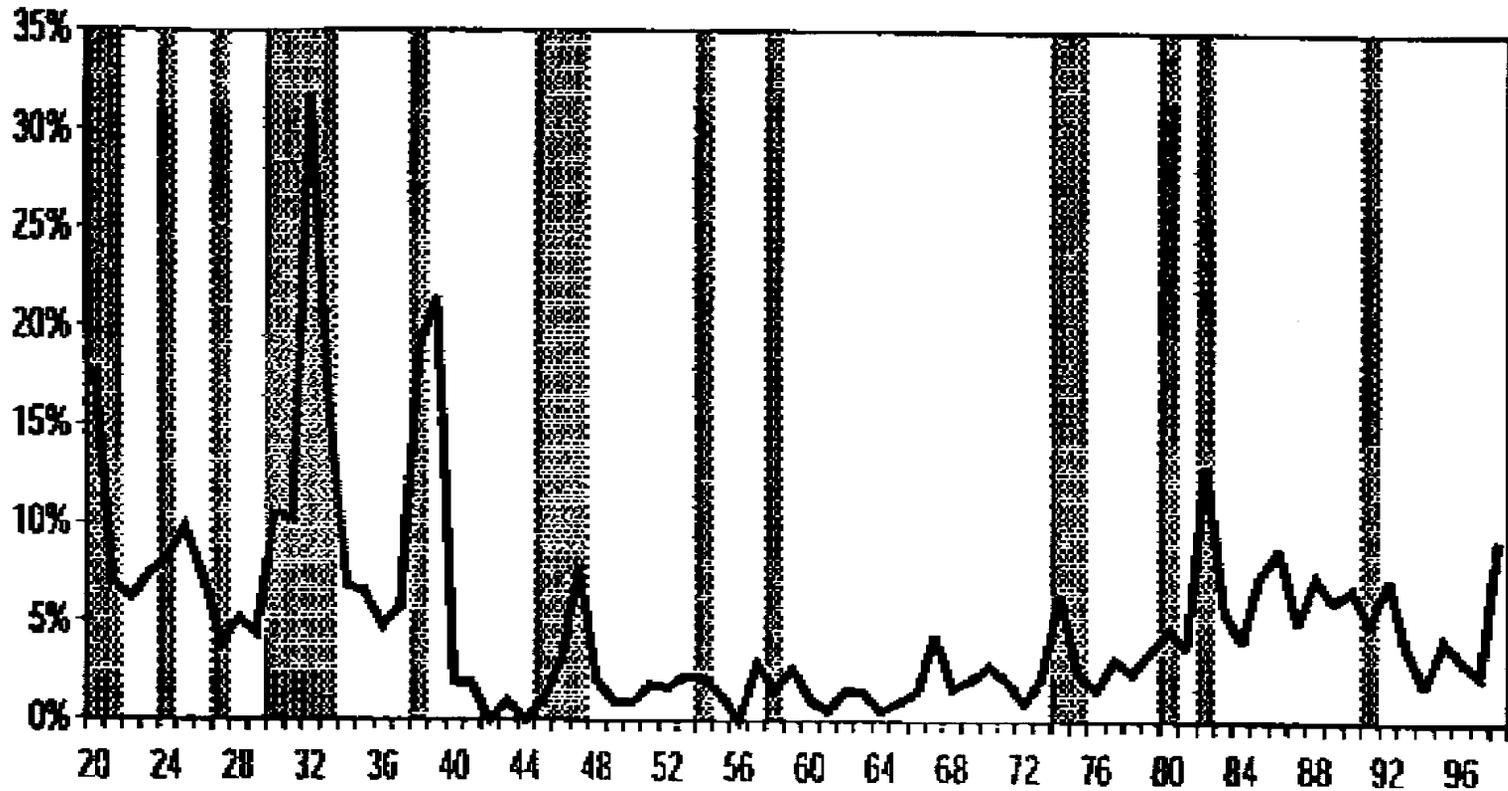




الشكل رقم (1) يظهر الخسائر المتراكمة للمستثمرين في السندات والأسهم المفضلة (الممتازة) خلال 18 عاماً، وهو يشير إلى أن هذه الخسائر تتزايد مع انخفاض التصنيف لهذه الأدوات المالية. فبينما نجد أن السندات والأسهم المفضلة ذات التصنيف A وأعلى لم يتجاوز معدل الخسائر المتراكمة للمستثمرين فيها 2.5% نجد أن خسائر المستثمرين في الأدوات المالية ذات تصنيف B قد تجاوزت 35% وهذا يدل على دقة التصنيف الائتماني لهذه الأدوات.



## شكل رقم (2) النسبة السنوية للسندات والأسهم المفضلة التي تم تخفيض التصنيف الائتماني لمصدرها من A إلى Baa



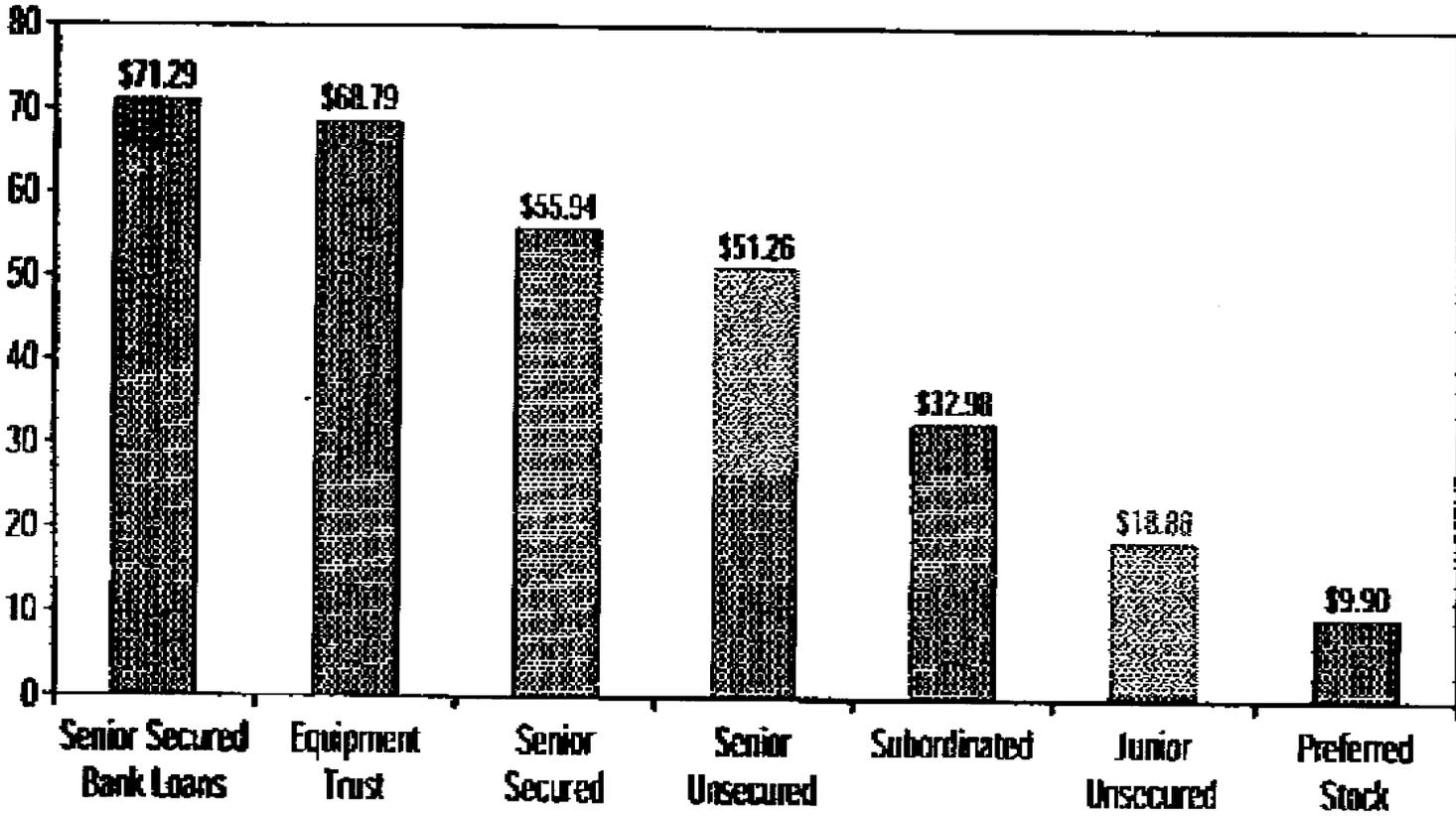
ملاحظة: فترات الركود الاقتصادي مظلمة.



الشكل رقم (2) يظهر ارتفاع نسبة المخاطرة لمصدري السندات والأسهم المفضلة خلال فترة الركود الاقتصادي معبرا عنها بنسبة المصدرين الذين تم تخفيض التصنيف الائتماني لهم من A إلى Baa ويلاحظ ارتفاع هذه النسبة خلال فترات الكساد الاقتصادي خصوصا خلال فترة الكساد العظيم 1929-1933.



# شكل رقم (3) معدل الاسترجاع لأدوات الدين مصنفة حسب درجة الأولوية في الدفع ودرجة ضمان الدين





يوضح الشكل رقم (3) أن قروض البنوك الممتازة والمضمونة (Senior Secured Bank Loans) هي أكثر أدوات الدين التي تم الوفاء بها يليها في ذلك عقود التأجير المنتهية بالتمليك (Equipment Trust) ومن ثم السندات (الدين) الممتاز والمضمون (Senior Secured) وبعدها السندات العادية (Subordinated) بعد ذلك الدين قليل الأولوية وغير المضمون (Junior Unsecured). أما الأدوات الأقل وفاءً في حالة الإفلاس فهي الأسهم المفضلة (الممتازة) (Preferred Stock) باعتبارها أدوات ملكية بشروط قريبة من أدوات الدين.



• الشكل رقم (3) يوضح بشكل عام أن الوفاء بالدين في حالات الإفلاس يعتمد على درجة أولوية الدين في الدفع (Seniority) ودرجة ضمان الدين (Security).