



مفاهيم أساسية حول طريقة وكالة Moody's لتصنيف السندات للشركات والمؤسسات الصناعية والتجارية

د. أحمد طلفاح



مفاهيم أساسية حول طريقة وكالة Moody's لتصنيف السندات للشركات والمؤسسات الصناعية والتجارية

- لقد كانت اسهامات وكالة Moody's في مجال تصنيف الجدارة الائتمانية كبيرة وذات أثر بالغ في رؤية عملاء السوق والمستثمرين على الخصوص لمستقبل العديد من الشركات والمنشآت المختلفة. وتعتبر وكالة Moody's أكبر وكالة عالمية لتصنيف الجدارة الائتمانية للسندات الصادرة عن الشركات والمنشآت الصناعية والتجارية المختلفة فهي تقوم سنويا بتصنيف ما يزيد عن 5000 سند صادر عما يزيد عن حوالي 15000 مؤسسة وشركة صناعية وتجارية عالمية.



- نحاول في هذه المحاضرة فهم أسلوب وكالة Moody's في تصنيف السندات الصادرة عن تلك المؤسسات والشركات.

- أولاً، يجب ملاحظة أن عملية التصنيف هي عملية معقدة وتتعلق ليس فقط بدرجة الجودة الائتمانية للسند، ولكن للشركة أو المنشأة المصدرة للسند. وهي في مضمونها تحاول تحديد درجة المخاطرة التي سوف تحملها المستثمر من جراء شراء السند، وتقييم مقدار مخاطرة عدم سداد قيمة السند من قبل الشركة أو المنشأة المصدرة له.



- ثانياً، يجب أيضاً ملاحظة أن عملية تصنيف الجدارة الائتمانية هي عملية ديناميكية تتطلب تفاعل دائم بين وكالة Moody's وعملاء السوق سواء المصدرين للسندات من ناحية والمستثمرين أو الوسطاء في السوق من ناحية أخرى، وذلك من خلال حوار دائم للوصول إلى أحسن الأساليب للتقييم يكون ذا دلالة ومصداقية للجميع ويعكس الوضع الحالي وتصورات المستقبل.

- ثالثاً، تعتمد وكالة Moody's على آراء عملاء السوق من خلال تصميم استبيان وتوجيهه إلى متخذي القرار في السوق. ولقد أظهرت نتائج الاستبيان أن عملاء السوق يحتاجون إلى ما يلي:



* استقرار في تصنيف الجدارة الائتمانية بحيث يعكس التصنيف بالدرجة الأولى القدرة المالية والوضع الائتماني الأساسي للشركة أو المنشأة المصدرة للسند .

* اهتمام عملاء السوق بالمدخلات الكمية المستخدمة في إجراء التصنيف ودرجة الشفافية والمصداقية في هذه البيانات الكمية حيث أن غياب مثل هذا الأمر سوف يؤدي إلى تقلبات واسعة في السوق وفي قيمة السندات .



* يريد العملاء التعرف بطريقة أكثر تفصيلاً عن الكيفية التي تصل بها وكالة Moody's إلى التصنيف، وما هي المؤشرات التي تأخذ في الاعتبار عند تغير التصنيف.

* يؤكد العملاء على أن من حق وكالة التصنيف أن تحصل على كافة المعلومات سواء المنشورة أو غير المنشورة عن المؤسسة أو المنشأة المصدرة للسند، وذلك لإيجاد وتوفير المزيد من الشفافية. وإن هذا الأمر يجب أن يكون موضوع اهتمام ليس فقط للعملاء بل للمؤسسة المصدرة للسند أيضاً.



كيف تجري وكالة Moody's تصنيف الجدارة الائتمانية للسندات الصادرة عن الشركات والمنشآت الصناعية والتجارية

تعتمد وكالة Moody's في ذلك على أربعة مؤشرات رئيسية في التحليل المالي
للجدارة الائتمانية:

1. الربحية والإيرادات (Earnings).
2. تقييم درجة الأصول.
3. درجة التمويل والسيولة: تقييم الموارد المالية للمنشأة أو الشركة.
4. كفاية رأس المال.



ومن خلال هذا التحليل المالي المستفيض تحاول Moody's التعرف على نسب الاسترجاع (Recovery Rates) وأيضا على حدة الخسارة المتوقعة (Loss Severity) وهي بذلك تعكس بصورة أوضح وأعمق نمط السلوك المالي للمنشآت أو الشركات المصدرة للسندات، خصوصا فيما يتعلق بدرجة الرفع المالي (Financial Leverage) والتغطية المالية والسيولة وأخيرا الربحية.

وبالإضافة إلى ذلك فإن وكالة Moody's لديها ستة اعتبارات تعمل بموجبها وهي:



1. أثر العلاقات التجارية: إن التصنيف الذي تمنحه وكالة Moody's لا يتأثر بدرجة العلاقة التجارية بين مصدر السند والوكالة، ولا بطبيعة تلك العلاقة التجارية.

2. ابتغاء العدالة المطلقة في إجراء التصنيف: نظراً للأهمية الكبيرة والمتزايدة للتصنيف الممنوح من الوكالة للسندات المختلفة خصوصاً للجهة المصدرة للسند والمستثمر على حد سواء، فإن وكالة Moody's تأخذ في الاعتبار كافة المعلومات التي تحصل عليها، وتتخذ كافة التدابير التي تضمن سلامة ومصداقية هذه المعلومات بصورة عادلة ودون أدنى تحيز، حتى لو تطلب ذلك المزيد من الوقت والتأخير في إصدار التصنيف، وذلك حتى تتمكن من دراسة كافة المعلومات المتوفرة لديها.



3. أثر التصنيف على الجهة المصدرة للسند: وكالة Moody's تقوم بإصدار تصنيف الجدارة الائتمانية للسند الصادر عن المؤسسة أو المنشأة التجارية أو الصناعية بغض النظر عن الأثر المحتمل لهذا التصنيف على الجهة المصدرة للسند، خصوصا فيما يتعلق بدرجة النفاذ إلى السوق المالي أو غيرها من شروط الوصول إلى مصادر التمويل وبالتالي الجدارة الائتمانية للشركة مجد ذاتها .



4. تداعيات التصنيف: نلاحظ أن تصنيف Moody's يمكن أن يحد بصورة كبيرة من مقدرة الشركة أو المنشأة المصدرة للسند على الحصول على التمويل، وقد يخلق حالة من الترقب والتقلبات في قيمة السندات والجدارة الائتمانية لها. وتعامل Moody's مع هذه الحالات من خلال ثلاثة عناصر أساسية:



- أ. الإدراك الشامل لتداعيات تصنيفها والتعرف على آثار التصنيف وأخذها في الاعتبار بشكل عادل.
- ب. تحليل متأن وشامل لكافة المعلومات المتوفرة وبشكل متسق عبر الزمن وعبر المؤسسات والشركات المختلفة.
- ج. النقاش والتحاور بشفافية: حيث تسعى Moody's إلى إخطار الشركة المصدرة للسند أولاً عن نتيجة التصنيف ومن ثم المصرف أو المؤسسة المالية المسؤولة عن إدارة الإصدار وأخيراً عملاء السوق. وذلك دون الإفصاح عن المعلومات غير المصرح بها التي حصلت عليها Moody's من الجهة المصدرة للسندات.



5. تصنيف الجدارة الائتمانية كنبؤ عن حالة الالايقين: تصنيف Moody's هو رأي تنبؤ لمستقبل الشركة المصدرة للسند ودرجة الجدارة الائتمانية لها. وكغيرها من حالات التنبؤ يكون هناك مجال للخطأ وعدم اليقين عن المستقبل، خصوصا في حالات دمج الشركات أو المؤسسات المالية وحدوث تغير كبير في بيئة السوق أو الأوضاع العالمية غير المتوقعة. ولكن على وكالة Moody's أن تقوم بتقديم الأدلة الكافية التي اعتمدت عليها في الوصول إلى التصنيف الممنوح. وفي بعض الحالات إضافة درجة احتمال حدوث تغير في التصنيف في المستقبل.



6. المعلومات السرية غير المصرح بها: تستخدم Moody's كافة المعلومات التي تتوفر لديها بما في ذلك المعلومات التي تقوم بتوفيرها الجهات المصدرة للسندات، وذلك من أجل الوصول إلى تصنيف دقيق للجدارة الائتمانية ولا تسمح Moody's بإعطاء هذه المعلومات إلى أي طرف ثالث دون أخذ موافقة خطية من جهات الإصدار.



ما هي فوائد تصنيف الجدارة الائتمانية للسندات؟

1. تصنيف الجدارة الائتمانية هو تصنيف لدرجة المخاطر الائتمانية للمؤسسة أو الشركة المصدرة للسند يتصف بالموضوعية والاتساق والبساطة وعدم التحيز.
2. يحسن التصنيف من درجة انسياب المعلومات بين المؤسسات المقرضة والجهات المقرضة. باعتبار أن المقرض يكون لديه معلومات أكثر من المقرض. وتحاول وكالة Moody's كأحد أهدافها تقليل عدم التماثل في المعلومات (Information Asymmetry) بين المقرض والمقرض.



3. تصنيف الجدارة يقلل من تكاليف المستثمر (المقرض) في جمع المعلومات وتحليلها ومتابعة المركز المالي للشركة أو المؤسسة المصدرة للسند .

4. تصنيف الجدارة الائتمانية يؤدي إلى تقليل التكاليف المتعلقة بمراقبة ومتابعة المخاطر الائتمانية للمقرض أو المؤسسات المالية الوسيطة .

5. يساعد تصنيف الجدارة الائتمانية على الحكم أو تكوين الرأي عن مستوى الإدارة وجودتها وأدائها العام في الشركات المصدرة للسندات .



6. يساعد تصنيف الجدارة الائتمانية مصممي السياسات ومنظمي الأسواق المالية على فهم مخاطر السوق والتعرف، عن كثب، على أوضاع السوق والشركات والمنشآت المصدرة للسندات، واتخاذ التدابير التي تساهم في حماية عملاء السوق والقطاع المالي من أي أزمات مستقبلية.

7. تحسين درجة الشفافية والإفصاح والوضوح لكيفية إجراء التصنيف وفهم تداعياته مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وأكثر عقلًا.

8. أثبتت التجارب العملية أن تصنيف الجدارة الائتمانية استطاعت بشكل واضح وقوي التميز بين الأخطار طويلة الأجل.



نحو فهم أعمق لنظام الجدارة الائتمانية

- إن فوائد واستخدامات تصنيف الجدارة الائتمانية يمكن تعظيمها بشكل كبير وفعال إذا ما استطاع مستخدموها فهم الإشارات غير التصنيفية والتي أضحت جزءاً اعتيادياً من نظام الجدارة الائتمانية مثل توجهات التصنيف (Rating Outlook) ولائحة المراقبة (Watch List) والتي تعكس بشكل كبير المستقبل المتوقع للشركة أو المؤسسة المصدرة للسند .



- توجهات التصنيف (Rating Outlook) تعكس توجهها موجباً أو مستقراً أو سالباً يعكس رأي وكالة Moody's للتوجهات المستقبلية الأكثر احتمالاً في المستقبل للتصنيف خلال 18 شهراً قادمة.

- لائحة المراقبة (Watch List) تظهر الشركات والمؤسسات التي تحت المراقبة لاحتمال إجراء تغيير في تصنيفها في المستقبل سواء إلى الأعلى أو الأسفل أو لتوجه غير أكيد خلال 90 يوماً من ضم الشركة أو المؤسسة المعنية للائحة. وقد دلت النتائج العملية على أن حوالي 77% من الشركات التي وضعت في هذه اللائحة تم تغيير تصنيفها في نفس الاتجاه المتوقع لها.



بعض النتائج التجريبية

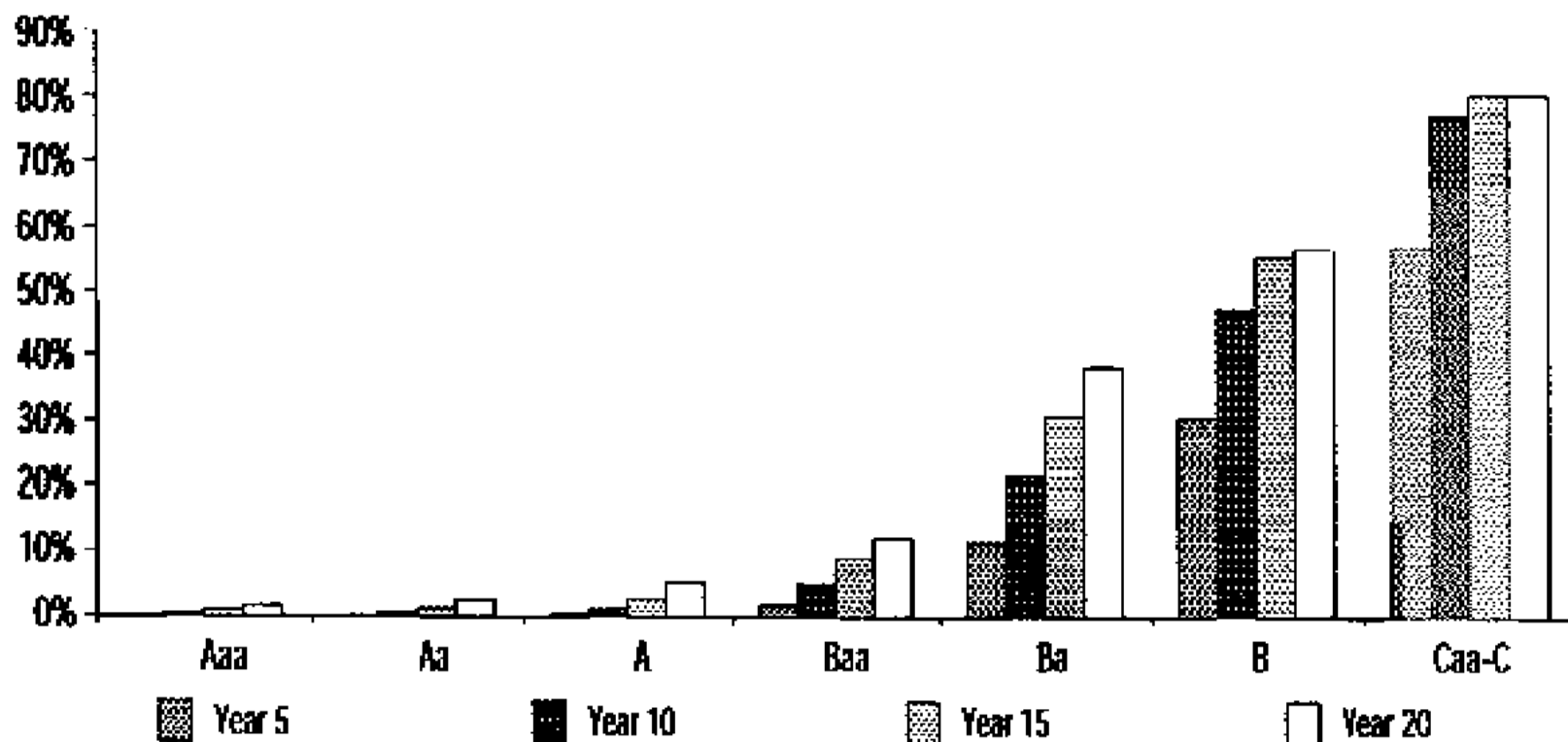
1. نسبة عدم الوفاء حسب مجموعات التصنيف (الشكلين 4 ، 5) .
2. التصنيف قبل حدوث حالة عدم الوفاء (شكل رقم 6) .
3. توزيع التصنيف سنة واحدة قبل حدوث حالات عدم الوفاء (شكل رقم 7) .
4. نسبة عدم الوفاء خلال خمس سنوات حسب مجموعات التصنيف (شكل رقم 8 وجدول رقم 7) .
5. مصفوفة التغير في التصنيف خلال عام واحد (الجدولين 8 ، 9) .



شكل رقم (4) نسبة عدم الوفاء حسب مجموعات التصنيف

Exhibit 1

Cumulative Default Rates by Rating Categories 1970-2001



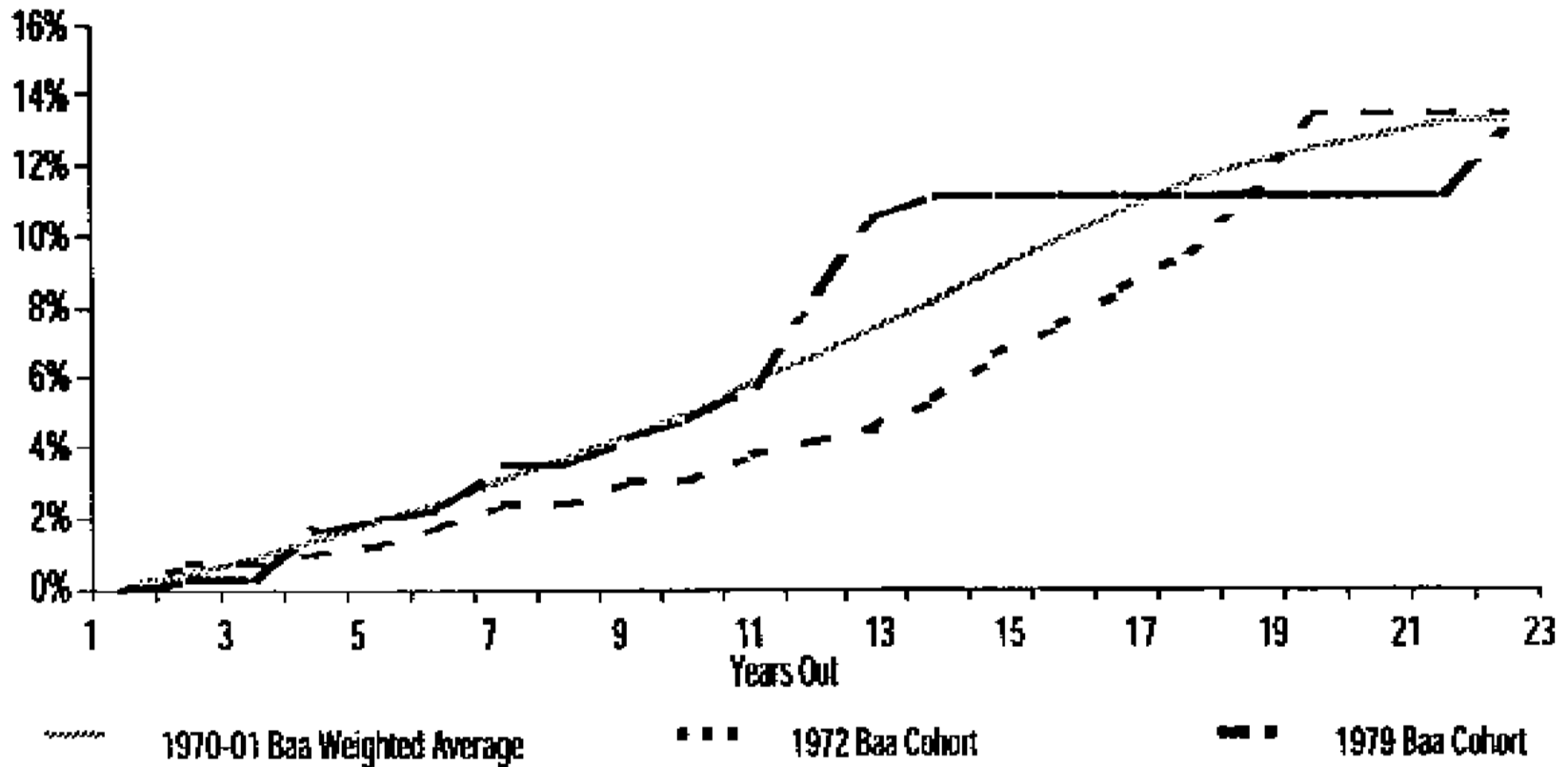
- الشكل رقم (4) يظهر بوضوح تزايد حالات عدم الوفاء كلما انخفض التصنيف بالنسبة للسند . فالسندات التي تحمل تصنيف Baa وأكثر لم تتجاوز حالات عدم الوفاء فيها 10% . في حين تصل حالات عدم الوفاء المتراكم بالنسبة للسندات المصنفة أقل Ba (Junk) إلى 40% ، وتزيد إلى نحو 80% في حالة السندات المصنفة ضمن المجموعة C .



شكل رقم (5) حالات عدم السداد في السندات المصنفة Baa

Exhibit 2

Multi-Year Default Rates for Baa-Rated Issuers





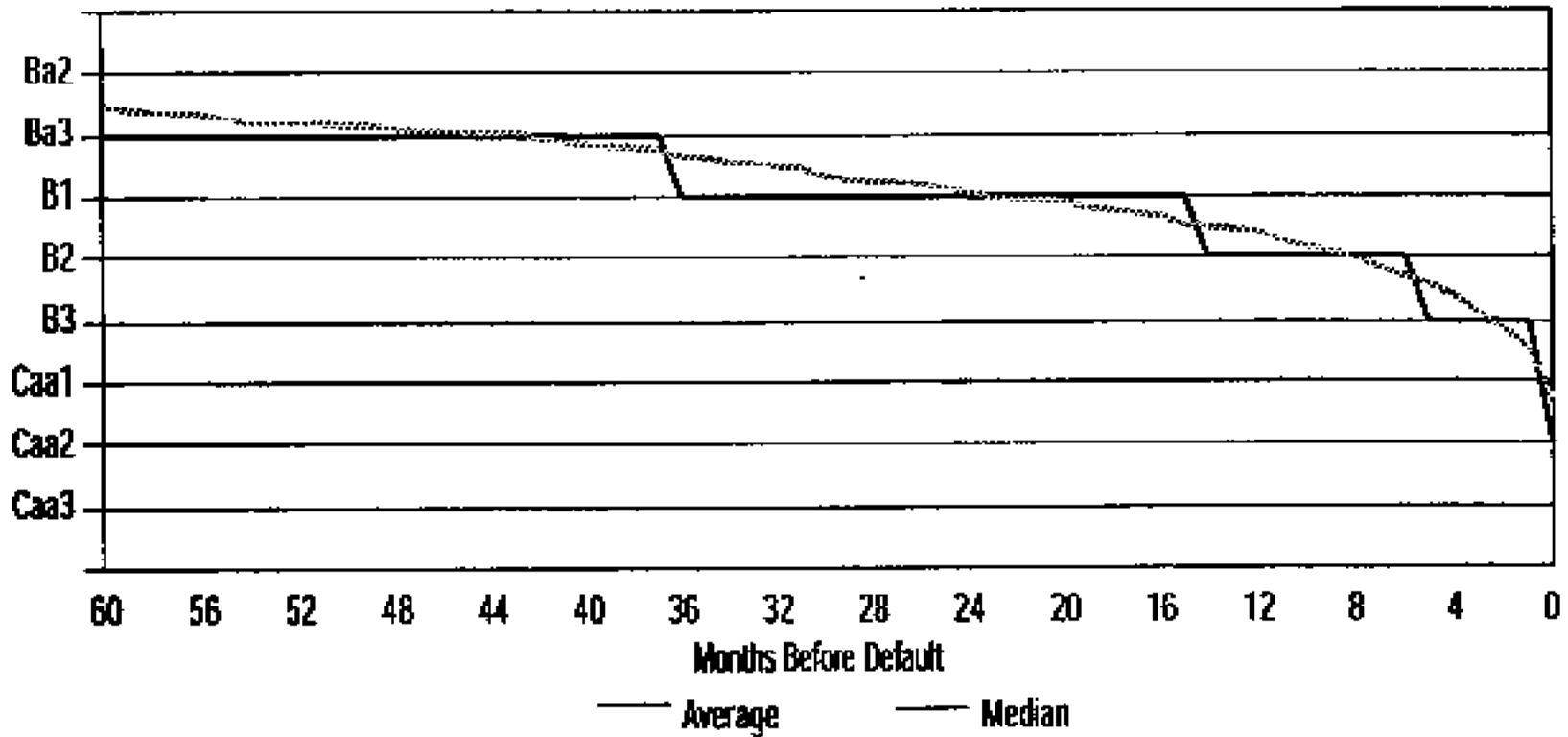
- إن التصنيف Baa هو الحد الفاصل بين السندات ذات التصنيف الاستثماري (Investment-Grade) والسندات ذات التصنيف الخاضع للمضاربة (Speculative Grade).
- في الشكل رقم (5) نرى أن حالات عدم السداد في المجموعات التي صنف Baa في عام 1979 قد تجاوزت المتوسط المرجح لحالات عدم السداد (1970-2001) بعد مضي نحو 13 سنة في حين أن المجموعة المصنفة Baa في عام 1972 قد بقيت أقل من المتوسط المرجح ولم تتجاوزه بمجموعها إلا بعد مضي 18 سنة.



شكل رقم (6) التغير في تطور التصنيف (مقاساً بالوسيط والمتوسط الحسابي) قبيل حالات عدم الوفاء

Exhibit 3

Mean and Median Rating Prior to Default, 1983 - 2001



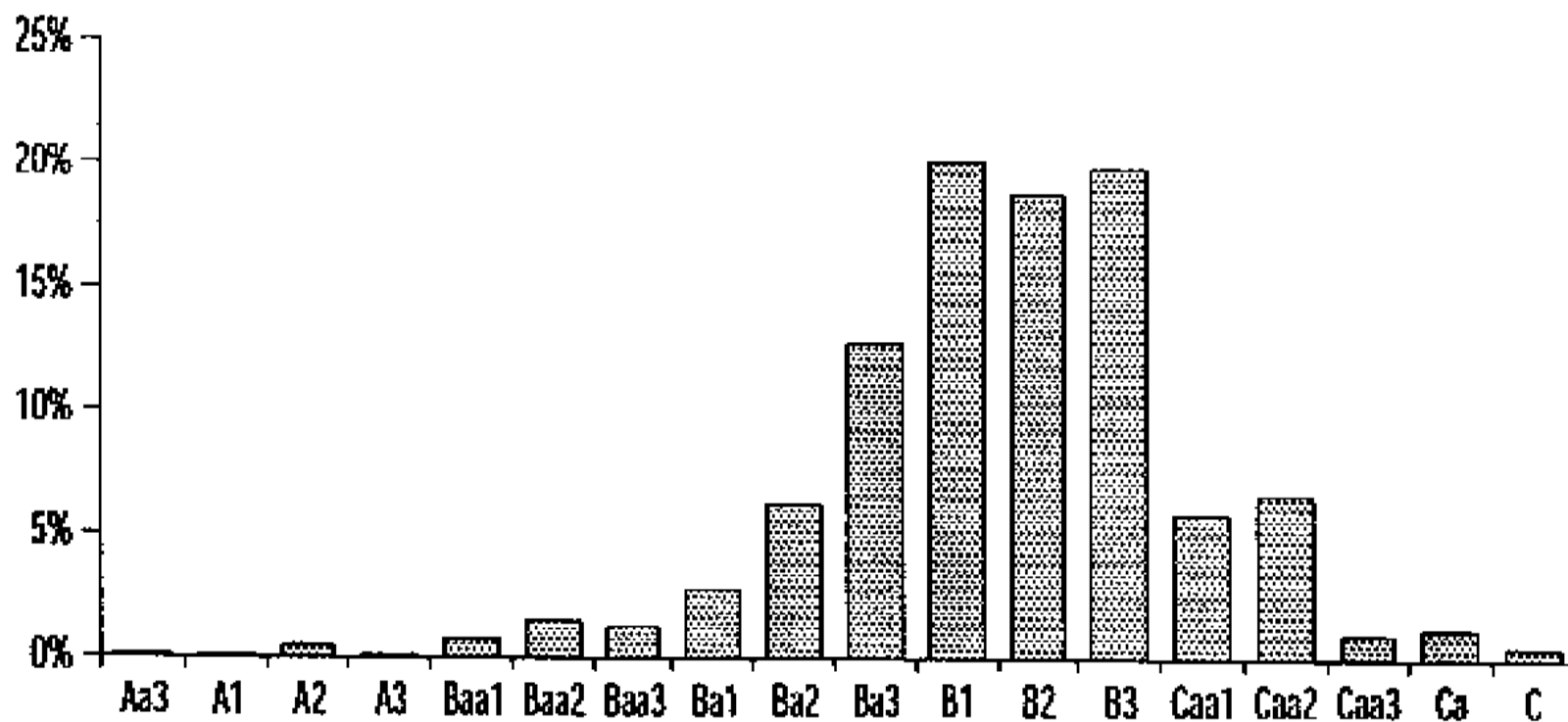
Note: "Average" is calculated by associating an integer with the rating; eg: Aaa = 1; Aa1 = 2, etc. and averaging the integers.



شكل رقم (7) توزيع التصنيف سنة واحدة قبل حدوث عدم السداد

Exhibit 4

Distribution of Ratings One Year Prior to Default, 1983 - 2001





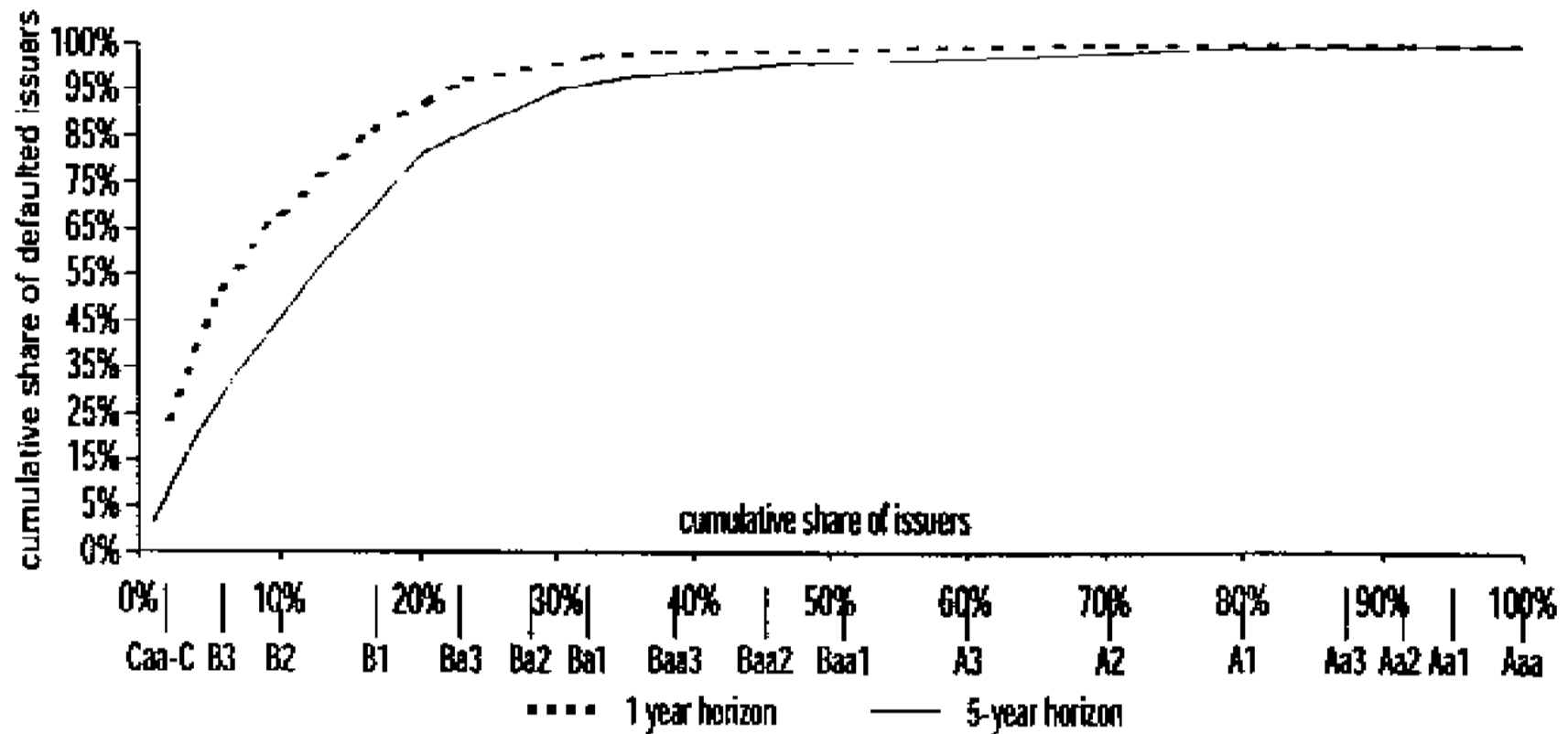
- الشكل رقم (6) يظهر كيف قامت وكالات التصنيف بتخفيض تصنيف السندات التي واجهت حالات من الإعسار المالي. حيث تم تخفيض تصنيف هذه السندات من نحو Ba3 إلى Caa2 في غضون 60 يوما قبيل حالات الإعسار.
- الشكل رقم (7) يظهر أن غالبية السندات (نحو 58%) قد صنف ضمن المجموعة B وأن ما نسبته 18% قد صنف أقل من B ، في حين أن نحو 24% قد صنف أعلى من B وذلك قبل عام واحد من حالات عدم السداد .



شكل رقم (8) نسبة عدم السداد خلال خمس سنوات حسب مجموعات التصنيف

Exhibit 5

1-Year & 5-Year Default Cumulative Accuracy Profile





- الشكل رقم (8) يظهر أن حالات عدم السداد تتزايد مع انخفاض التصنيف. فحالات عدم الوفاء المتراكمة تتزايد بنسبة طفيفة ولا تكاد تلاحظ في السندات التي يزيد تصنيفها عن Ba. كما أن حالات عدم السداد انعدمت تماما عندما ارتفع التصنيف إلى A. وهذا يعطي دلالة على دقة التصنيف في التنبؤ بحالات عدم الوفاء.



جدول رقم (7) بعض المؤشرات الاحصائية لحالات عدم الوفاء حسب التصنيف الائتماني

القيمة العظمى	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري	الوسط	
%2.5	%0.0	%0.6	%0.1	Aaa
%1.9	%0.0	%0.5	%0.3	Aa
%2.6	%0.0	%0.7	%0.5	A
%5.4	%0.0	%1.4	%1.9	Baa
%24.0	%2.5	%7.4	%11.5	Ba
%44.6	%3.6	%12.2	%30.8	B
%100.0	%0.0	%25.1	%56.6	Caa-C



- الجدول رقم (7) يظهر تزايد المتوسط والانحراف المعياري والقيم العظمى لحالات عدم الوفاء مع انخفاض التصنيف. ففي حالات التصنيف الاستثماري (Baa-Aaa) نرى أن معدل عدم السداد لم يتجاوز 1%. كما أن القيم العظمى لنسبة عدم الوفاء لم تتجاوز 5.5%. في حين أن متوسط عدم الوفاء بالنسبة للسندات المصنفة أقل من Ba (تصنيف مضاربة) قد تراوح بين 11.5% ونحو 57% مع حالات إفلاس بالكامل شملت رأس المال وسعر الفائدة. بشكل عام يشير الجدول إلى دقة التصنيف من ناحية التنبؤ بحالات عدم السداد، حيث يظهر ارتفاع حالات عدم الوفاء بانخفاض التصنيف.



جدول رقم (8) مصفوفة التحول في التصنيف خلال عام واحد

انتقل التصنيف إلى										انتقل التصنيف من
WR	عدم وفاء	Caa-C	B	Ba	Baa	A	Aa	Aaa		
%2.94	%0.00	%0.00	%0.00	%0.02	%0.00	%0.79	%7.15	%89.09	Aaa	
%3.01	%0.02	%0.00	%0.01	%0.08	%0.27	%7.44	%88.00	%1.17	Aa	
%3.21	%0.01	%0.01	%0.12	%0.49	%4.68	%90.01	%2.41	%0.05	A	
%4.51	%0.15	%0.09	%0.69	%4.51	%84.55	%5.20	%0.25	%0.05	Baa	
%7.11	%1.19	%0.42	%6.23	%79.35	%5.17	%0.47	%0.04	%0.02	Ba	
%6.67	%6.34	%2.40	%77.82	%6.24	%0.38	%0.13	%0.02	%0.01	B	
%7.56	%23.69	%62.90	%3.81	%1.47	%0.57	%0.00	%0.00	%0.00	Caa-C	

- الجدول رقم (8) يظهر حالات تغير التصنيف بين المجموعات المختلفة بما فيها حالات الإفلاس والحالات التي خرجت من التصنيف WR . القطر الرئيسي للمصفوفة (Diagonal) يبين نسبة الحالات التي احتفظت بذات التصنيف، في حين أن خلايا المصفوفة التي تقع إلى يسار القطر الرئيسي تمثل الحالات التي تراجع تصنيفها، أما الخلايا التي تقع إلى يمين القطر الرئيسي للمصفوفة فهي الحالات التي تحسن تصنيفها . لاحظ أن مجموع كل صف يساوي 100% . لاحظ أيضا أن حالات الإفلاس تتزايد مع انخفاض التصنيف حيث وصلت إلى نحو 23.7% في السندات المصنفة ضمن مجموعات C .



جدول رقم (9) التغير في التصنيف الائتماني مشروطاً بالتغير في التصنيف في عام سابق

التغير في التصنيف مشروطاً بالتغير في التصنيف في العام السابق				التصنيف الأولي مشروطاً بالتغير في السنة السابقة			
التغير خلال سنة			التصنيف الأولي	التغير خلال سنة سابقة			التصنيف الأولي
ارتفاع	عدم تغير	انخفاض		ارتفاع	عدم تغير	انخفاض	
ارتفاع	%16.17	%8.83	%7.46	Ba1	%0.00	%0.87	%1.09
عدم تغير	%76.23	%76.73	%66.43	Ba2	%0.35	%0.60	%1.79
انخفاض	%6.86	%13.34	%20.33	Ba3	%2.31	%2.59	%3.53
عدم وفاء	%0.74	%1.10	%5.78	B1	%1.06	%3.97	%3.06
	%100.00	%100.00	%100.00	B2	%0.85	%5.25	%10.47
				B3	%11.70	%8.41	%23.00
				Caa-C	%11.86	%9.92	%32.38

- الجدول رقم (9) يظهر نسب السندات التي تم تغير تصنيفها بالارتفاع أو الانخفاض أو عدم الوفاء مشروطاً بالتغير في التصنيف في العام السابق ويلاحظ من الجدول أن نحو 5.7% من السندات التي تم تخفيض تصنيف الجدارة الائتمانية لها في العام السابق قد أفلست.
- الجزء الآخر من الجدول يبين التصنيف الأولي للسندات في العام السابق مصنفة حسب مجموعات الجدارة الائتمانية المختلفة.