

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية

Sovereign credit rating determinant's

طالبة أميرة¹

جامعة عبد الحميد مهري - قسنطينة 2

amira.tolba@univ-constantine2.dz

تاريخ الإرسال: 2018/01/21 تاريخ القبول: 2018/12/09 تاريخ النشر: 2019/06/03

Abstract:

This paper has been aimed to show the different determinants which adopted by most important credit rating agencies (CRA) to give them sovereign ratings case of Greece, In order to achieve this we have: passed by the historical roots of credit rating and the most important agencies and symbols adopt by it, put the conceptual of sovereign credit rating, and focus on the most important indicators adopted by these agencies, and finally we analysed the sovereign credit rating of Greece, The study concluded that CRA use several quantitative and qualitative determinants to give sovereign credit ratings Such as the Greek debt situation.

Key words: sovereign credit rating, quantitative and qualitative determinants, sovereign credit rating of Greece.

JEL Classification: F34

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهم المحددات التي تتبناها وكالات الجدارة الائتمانية العالمية لمنحها تصنيفات للديون السيادية، ولبلوغ ذلك تم اعتماد مقارنة تاريخية مفاهيمية للتصنيف الائتماني ولأهم وكالاته العالمية ومختلف الرموز المعتمدة من طرفها، مع محاولة الإحاطة بمفهوم التصنيف الديون السيادية أهميته بالنسبة للجهة المصدرة والتركيز على أبرز المحددات الكمية والكيفية التي تعتمدها هذه الوكالات لبناء تصنيفاتها، ليطم في الأخير القيام بتحليل الجدارة الائتمانية لليونان وفقا لبعض المؤشرات الاقتصادية والسياسية، حيث خلصت الدراسة إلى أن وكالات الجدارة الائتمانية تعتمد على محددات كمية وكيفية لإصدار تصنيفاتها للديون السيادية وهو ما تم ملاحظته على مستوى الجدارة الائتمانية للديون السيادية اليونانية.

الكلمات المفتاحية:

الجدارة الائتمانية السيادية، المحددات الكمية والكيفية، الجدارة الائتمانية لليونان.

تصنيف JEL: F34

إن تمويل التنمية أو العجز في الأساس لبلد ما يعني بالضرورة البحث عن مصادر تمويل سواء المحلية أو الخارجية، وهنا تتخذ الدول من الديون الخارجية مصدرا مهما للتمويل أين تطرح هذه الحكومات سندات بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو، وفي هذه الحالة يطلق على الدين دينا سياديا، والذي يلقي إقبالا كبيرا من قبل المستثمرين في العالم نظرا لانخفاض مستويات المخاطر نسبيا المصاحبة للإقراض بشكل عام وهذا مقارنة بديون مؤسسات الأعمال الخاصة.

تعتبر السندات السيادية والتي تمثل أكثر من 40%¹ من سوق السندات التي يتم إصدارها في جميع أنحاء العالم أحد فئات الأصول المهمة بالنسبة للمستثمرين، وهو ما طرح أهمية توفير مقاييس معترف بها وتكون متسقة عالميا لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري، وفي هذا السياق تلعب وكالات الجدارة أداء جوهري في تزويد هؤلاء المستثمرين بتصنيفات لهذه الديون.

تقدم وكالات الجدارة الائتمانية معلومات عن الائتمان في العالم، وتقدم تقاريرها المفصلة عن المخاطر المرتبطة بالديون السيادية ومعلومات عن طريقة منحها هذه التصنيفات معبر عنها في شكل رموز، والتي تعد دليلا للمستثمرين حول مدى جودة الدين السيادي لدولة ما للاستثمار فيه، معتمدة في ذلك على بعض المحددات (كمية وكيفية) وآراء الخبراء والمتخصصين الماليين.

وتتمثل أبرز هذه المحددات في معدل التضخم وإجمالي الناتج المحلي ومختلف النسب المعتمدة عليه، ميزان المدفوعات، وحجم الدين العام ومكوناته، مستوى الاستقرار السياسي ومختلف المتغيرات الاجتماعية..، إلا أنه لا يوجد نموذج موحد يمكن أن يحدد جميع العوامل التي تؤثر على الملاءة والرغبة في السداد، كما تجدر الإشارة أن مستوى التصنيف الائتماني للديون السيادية تأثيرا كبيرا على قرار الإقراض واستمرارته، على الرغم من أنه يعبر عن رأيها فقط.

إشكالية الدراسة:

أمام ضرورة حصول الدول على مصادر تمويل خارجية واستمراريتها من جهة، وضرورة الحصول على درجة تصنيف مريح لديونها السيادية تنامي دور وكالات الجدارة الائتمانية العالمية التي أخذت على عاتقها تصنيف هذه الديون، وتأتي هذه الورقة للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: ماهي طبيعة محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية "حالة اليونان نموذجا"؟

وللإجابة على التساؤل الرئيسي قمنا بالتدرج في الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو مضمون التصنيف الائتماني وماهي أهم وكالته؟
- ماذا نقصد بالتصنيف الائتماني للديون السيادية وماهي أهميته؟
- ماهي أهم المؤشرات التي تعتمد عليها وكالات الجدارة لتصنيف الديون السيادية؟

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية- حالة اليونان -

● ماهي أهم محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية لدولة اليونان؟

أهمية الدراسة:

تمثل وكالات الجدارة الائتمانية مصدرا مهما للمعلومة التي تستخدم في بناء القرار الإستثماري كما تسهم التصنيفات الممنوحة في تضييق فجوة المعلومات بين متخذي القرارات وتعزيز الثقة في الأسواق المالية، حيث تعبر التصنيفات الممنوحة عن قدرة ورغبة الدولة في الوفاء بديونها والتزاماتها من خلال مختلف المؤشرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، لهذا تسعى الدول للحصول على تصنيف مريح حتى تضمن الحصول على دين بحجم وفائدة وتاريخ استحقاق وشروط ضمنية أخرى مناسبة.

منهجية الدراسة:

بغية الإجابة على تساؤل الدراسة وبلوغ الأهداف المرجوة تم إتباع المنهج الوصفي والتحليلي

الدراسات السابقة:

هناك عديد الدراسات التي تناولت موضوع الجدارة الائتمانية للديون السيادية نورد أهمها

في ما يلي:

- دراسة (Cantor R Pacher F: 1996) حيث هدفت الدراسة إلى قياس الأوزان الترجيحية

لمجموع المتغيرات المحددة لمؤشرات الجدارة الائتمانية السيادية لـ 49 دولة ومؤشرات كل من وكالتي Moody's وS&P والتي خلصت إلى أن ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يعد محمدا أساسيا للحصول على درجة AAA/Aaa وذلك بمعامل ارتباط يقدر بـ 5.23% إلى جانب متغير المديونية الخارجية الذي بلغ معامل إرتباطه 5.17%.

- دراسات كل من (Afonso: 2003) و(Bissoondoyal-Bheenick:2005)

و(Gomes and Rother:2011) والتي هدفت هي الأخرى إلى تبيان محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية باستخدام أساليب خطية ونماذج وخلصت هذه الدراسات إلى أن تصنيف مستوى الجدارة السيادي يفسر بشكل أساسي بمستوى الناتج المحلي الإجمالي للفرد ونمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والدين الخارجي ومستوى الدين العام وتوازن ميزانية الحكومة.

هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى أربعة مباحث حيث عاجلنا ضمن المبحث الأول الإطار المفاهيمي للتصنيف الائتماني ووكالاته، وفي المبحث الثاني مفهوم وأهمية التصنيف الائتماني للديون السيادية، أما المبحث الثالث فقد تعرضنا فيه لأهم المحددات المعتمدة لتصنيف الديون السيادية، وتضمن المبحث الرابع تحليل الجدارة الائتمانية لليونان من خلال استخدام أهم المؤشرات المتعارف عليها.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتصنيف الائتماني ووكالاته

ساهمت الحاجة للمعلومة بصفتها الركيزة الأساسية لعملية اتخاذ القرار الاستثماري في ظهور وكالات ومؤسسات أخرى هدفها الرئيسي الإسهام في توفيرها بشكل واضح وبمقروئية عالية وتعتبر وكالات الجدارة الائتمانية أحد أهم هذه المصادر من خلال تقديمها معلومات عن القدرة والرغبة في الوفاء بالالتزامات للجهة المصدرة، والتي عرفت هي الأخرى تطورا ملحوظا وذلك منذ تاريخ ظهورها إلى يومنا هذا، لذلك خصص هذا المبحث لتناول التطور التاريخي لنشاط وكالات الجدارة الائتمانية ومفهوم التصنيف الائتماني وأهم وكالاته العالمية مع الإشارة إلى إجراءات وأنواع التصنيف الائتماني.

1. التطور التاريخي لنشاط وكالات الجدارة الائتمانية:

بدأ نشاط وكالات الجدارة الائتمانية مع بداية القرن العشرين بعدد محدود من الوكالات ليصل إلى قرابة 150 وكالة مع بداية سنة 2000. ارتبط نشاط التصنيف الائتماني بشركات التحليل الائتماني بعد أزمة 1837² التي أظهرت وجود الحاجة إلى مزيد من المعلومات لتحسين القرار الاستثماري، وولادة ما سمي ببيع المعلومة المالية (الأتجار بالمعلومة المالية)، وكانت أول شركة بعثت في هذا النشاط هي Mercantile Agency والتي تأسست في نيويورك عام 1841 بعد أن كانت شركة للنسيج والغزل ثم أفلست، لتقرر توجيه نشاطها نحو بيع المعلومات المالية. وفي عام 1859 أعيد بعث هذه الشركة من جديد من طرف Graham Robert تحت اسم R.G and GO، نجح هذه المحاولة الأولى شجع العديد من المنافسين في الاستثمار في هذا المجال، وفي عام 1849 قام Street JM Brad بإنشاء شركة The Bradstreet Improred Commercial Agency لينشر أول دليل للتصنيف الائتماني بعنوان The Brad street Rating book: وذلك في سنة 1857 ليكون الكتاب (الدليل) رائدا في توفير المعلومات الواقعية لاتخاذ قرارات أكثر فعالية، وفي عام 1909 ظهرت أول المحاولات لتحليل الجدارة الائتمانية بفضل العمل المقدم من طرف John Moody والمتمثل في Analysis of Haiboards Investments والمتعلق بتحليل الاستثمارات المرتبطة بخطوط السكك الحديدية.

بعد صدور دليل (كتاب) John Moody أصبحت المنافسة بين شركات التقييم أكثر شراسة وإيجابية لتطوير إجراءات تقييم المخاطر المتعلقة بالسندات والأسهم، وفي سنة 1916 طورت شركة Poor Publishing Company تقنيات التصنيف الائتماني، وفي سنة 1922 قامت شركة Standard Statistic Company بإنشاء قسم متخصص في نشاط وعمليات

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

التصنيف وموازاتنا مع ذلك وفي سنة 1924 أرسلت شركة Fitch Publishing Company المتخصصة في نشر المعلومات أول تصنيفاتها إلى السوق الأمريكية.

2. مفهوم التصنيف الائتماني وموضوعه:

هناك العديد من التعاريف المعطاة للتصنيف ومستوى الجدارة الائتماني نذكر أهمها:

- **عملية التصنيف:** هي عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملاءة الجهة المصدرة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، ولا يعتبر التصنيف الائتماني ضمانا بقدرة الجهة محل التصنيف على الوفاء بالتزاماتها³.

- **Rating:** هي كلمة ذات أصل أمريكي وفي الترجمة الأدبية تعني التقييم وتعني بالمرّة تحليل المخاطر والنتيجة النهائية في شكل (نقطة)، ولهذا يكون التصنيف هو " عملية تقييم المخاطر المتعلقة بأدوات الديون، معبر عنها بنقطة تمنح لنا تصنيف على أساس العروض والضمانات التي تقدمها الجهة المصدرة.⁴

وفقا لأحكام المنظمة العالمية لمنظمي البورصة (OICV) فإن موضوع وكالات الجدارة الائتمانية هو إصدار نشرات عن القروض بهدف تقييم خطر ائتمان المصدرين أو أدوات مديونيتهم مهما كانت طبيعتهم القانونية، حيث تعتمد في عملها على المعلومات المفصّل عنها خاصة أو عامة يقدمها المصدر أو تتاح من جهة أخرى ويعكس التصنيف جودة المعلومات المحصّلة⁵، وبالتالي فوظيفة التصنيف لا تضم مطلقا أعمال المراجعة والتحقق في صحة المعلومات المنشورة أو المحصّلة كما لا تقدم الوكالات أية نصائح فيما يخص شراء أو بيع أو الاحتفاظ بسندات مديونية معينة، كما لا تعطي رأيها حول تطورات أسعار أسهم المصدرين الذين تم تصنيفهم، إن النقاط المعلنة أو التصنيف الممنوح يمكن من الإحاطة بالمخاطر وتخفيض تباين المعلومات في السوق الذي يذهب ضحيته جمهور المستثمرين.

3. أهم وكالات الجدارة الائتمانية العالمية:

تمثل وكالات الجدارة العالمية تلك الوكالات التي تقدم خدماتها في السوق العالمية، وتقوم بتصنيف الديون السيادية المقومة بالعملة المحلية والأجنبية ومختلف أنواع الديون بمختلف آجالها القصيرة والطويلة، وقد حدد اتفاق بازل 2 بعض الشروط أو المعايير التي يجب توفرها في مؤسسات التصنيف الائتماني الخارجية (ECAI) حتى يمكن اعتمادها لقبول تصنيفاتها الائتمانية⁶، ومن أهم هذه الوكالات نذكر: موديز لخدمة المستثمرين Moody's service Investors، وكالة standardandpoor's، ووكالة fitch rating .

1.3 وكالة موديز Moody's:

نشر جون موديز في سنة 1900 مع شركائه للمرة الأولى نشرة موديز حيث شملت هذه النشرة إحصاءات أساسية ومعلومات حول أسهم وسندات لمؤسسات مالية، وكالات حكومية صناعية تحويلية وعندما انهارت أسواق الأسهم في سنة 1907 لم يكن لشركة موديز رأس المال الكاف للمواجهة، مما اضطر موديز لبيع كل عمله،⁷عاد جون موديز إلى السوق المالي في عام 1909 مع فكرة جديدة وهي تقييم وتحليل المخاطر المتعلقة بهذه القيم معبرا عن ذلك برموز تصنيف وهو ما أعطاها شهرة كبيرة.

في سنة 1909 لاقى تقدم موديز لتصنيفات وكالات موديز قبولا جيدا بسبب عملية التحليل والتقييم الجيد للسكك الحديدية، وبهذا أصبحت شركة موديز ناشطا فعالا في سوق رأس المال سنة 1914، أين تأسست وكالة موديز للخدمات الاستثمارية، وخلال نفس السنة وسعت موديز مجالات السندات المصنفة ليشمل السندات التي تصدرها البلديات والمدن الأمريكية وقبل حلول سنة 1924 تمكنت موديز من تغطية سوق السندات الأمريكية.

في سنة 1970 توسع عمل شركة موديز من جديد ليشمل سوق الأوراق التجارية والودائع المصرفية، وحققت انتشارا جغرافيا بحيث تمتلك حاليا فروعا في أكثر من 16 دولة.

2.3 وكالة فيتش Fitch:

هي أصغر الوكالات الثلاث المكونة لمنظمة التقييم المالي أو الإحصائي المعتمدة من طرف (NRSRO)⁸ وتأسست الوكالة من قبل John knowles Fitch في 24 ديسمبر 1913 بنيويورك تحت اسم FitchPublishingCompan، اندمجت مع مؤسسة IBCA limited بلندن في ديسمبر 1997 تحت رقابة الشركة القابضة الفرنسية Fimalac (97%) المتزعمة لعمليات تنقيط مؤسسات القرض، في سنة 2000 اشترت IBCA Fitch حصص الوكالة الرابعة عالميا Duff & Phelp's Crédit Rating Company بشيكاغو.

3.3 ستاندرد أند بورز S&P:

يعود تاريخ إنشاء هذه الشركة إلى عام 1860 وذلك مع إصدار هنري فارمز بور كتاب عن تاريخ السكك الحديدية والقنوات في الولايات المتحدة، وذلك بغرض جمع معلومات كاملة عن الوضع المالي والتشغيلي لشركات السكك الحديدية، وبعد ذلك قام هنري مع ابنه وليام بتأسيس شركة H.V and H.W Poor Co، وفي الاتجاه المقابل قام لوثر لي بليك بتأسيس مكتب الإحصاء القياسي بهدف توفير المعلومات المالية عن شركات أخرى غير العاملة في قطاع السكك الحديدية، وفي عام 1941 تم الاندماج بين كلا من شركتي بور وستاندرد ستاتيستك ليصبح

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

الاندماج تحت ما يسمى ستاندرد آند بورز، وفي عام 1966 قامت مجموعة شركات مكغروهيل بالاستحواذ عليها.

وتسيطر كل من ستاندرد آند بورز وموديز على تصنيف أكثر من 80% من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو للدول فيما تعد فيتش أقل سمعة نسبيا، مقارنة بالشركتين الأخيرتين. وإجمالا فإن الشركات الثلاث تسيطر على ما يراوح بين 90 و95% من سوق إصدارات الديون في العالم وتعود سيطرة هذه الشركات الثلاث إلى قرار أصدرته هيئة الأوراق المالية الأمريكية في عام 1975 باعتبار هذه الشركات كشرركات معتمدة من قبلها والجدول التالي يبرز أهم المعلومات المتعلقة بحجم العوائد المحققة من طرف هذه الوكالات وكذلك رقم الاعمال وعدد موظفي هذه الوكالات.

جدول 1: أهم المعلومات عن وكالات الجدارة الائتمانية المعروفة عالميا

Moody's	Fitch	Standard&poors		
4500	2997	8500	عدد الموظفين	
380	98	400	2000	دولار النتيجة التشغيلية معبر عنها بليون
560	110	600	2002	
953	180	1000	2005	
1100	175	1350	2007	
800	165	1100	2008	
507.8	125.9	762.4	2010	
%25	%21	%45	نسبة العائد على رقم الاعمال لسنة 2010	

المصدر: من اعداد الباحثة بالإعتماد: على Jean-Guy Degos op.cit , P:50-

-www. Standardandpoors.com/www.moody's.com / www.fitchrating.com

يظهر الجدول أعلاه كيف تتفاوت الوكالات الثلاث من حيث النتيجة التشغيلية وحجم العائد وعدد الموظفين، حيث تصدر وكالة Standard&poors القائمة من حيث النتيجة التشغيلية ونسبة العائد على رقم الأعمال وكذلك عدد الموظفين، لتليها موديز ثم فيتش.

4. إجراءات وأنواع التصنيف الائتماني:

تتقدم الجهة المصدرة بطلب إلى وكالات الجدارة الائتمانية للحصول على تصنيف ائتماني لها أو لإصداراتها، حيث أن هذا التصنيف سيزيد من مصداقيتها وسهولة دخولها إلى الأسواق المالية العالمية، وتستغرق هذه العملية (عملية التصنيف) من 8 إلى 12 أسبوع:⁹

- المرحلة الأولى: إعداد المستندات وتقديمها للوكالة: تقدم الجهة الراغبة في الحصول على تصنيف مجموعة من السجلات التجارية والقانونية كالتقارير المالية السنوية للسنوات

طلبة أميرة

الخمس الأخيرة، أحدث الميزانيات، جدول النتائج وبيانات الدخل وكذلك الملاحق كراي مدقق الحسابات، كذلك الالتزامات القانونية الحالية والمحتملة، أما بالنسبة للحكومات فيعتمد على بيانات الحالة الاقتصادية (الاستقرار، السياسة، النقدية...).

- **المرحلة الثانية: تحليل وكالة التصنيف للمستندات:** تستغرق هذه العملية حوالي أسبوعين إلى ثلاثة أسابيع، وقد تمتد إلى طلب وثائق إضافية أخرى وذلك حتى يتم التوصل إلى نتائج واقعية وأكثر دقة.

- **المرحلة الثالثة: زيارة محلي الوكالة للجهة الخاضعة للتصنيف:** ينتقل محللو الوكالة إلى مقر الجهة التي قدمت طلبها لإجراء مقابلات مع المسؤولين في الجهة محل التصنيف، وهنا قد تضطر الجهات محل التصنيف إلى عقد اجتماعات مع مدراءها بهدف توحيد الإجابات على الاستفسارات المطلوبة من الوكالة.

- **المرحلة الرابعة: تحضير التقرير النهائي وتقديم التصنيف:** يقوم المحللون بإعداد التقارير التي تقدم إلى لجنة خاصة بتقديم التصنيف، حيث تضم هذه اللجنة (لجنة الائتمان) أربع محللين على الأقل يقومون بمناقشة التقرير وإعطاء درجة التصنيف متضمنة اتجاه التصنيف ومشاهدة التصنيف ثم يتم إخطار المصدر بدرجة التصنيف قبل نشرها للجمهور، وكمالاحظت تقوم الجهات المصنفة (المصدرة) بزيارات لوكالات الجدارة على الأقل مرتين سنويا لتحديث المعلومات المتعلقة بها.

أما فما يخص أنواع التصنيف فإن وكالات الجدارة الائتمانية تقوم بإصدار أنواع متعددة من التصنيفات يكمن تبويبها فيما يلي:

1.4 التصنيف حسب الفترة الزمنية

قد يكون التصنيف الائتماني لفترة طويلة، فيعبر رأي الوكالات هنا عن مخاطر الاستحقاق لسنة أو أكثر، حيث يحدد احتمالية عدم الوفاء استنادا إلى الالتزامات المالية طويلة المدى¹⁰، أو تصنيفات للفترة قصيرة أين تبدي الوكالات رأيها حول المخاطر الائتمانية المتعلقة بفترة الاستحقاق التي لا تزيد عن 13 شهر¹¹.

2.4 التصنيف الائتماني حسب الطلب¹²:

يمكن أن يكون التصنيف الائتماني مطلوباً، بحيث تطلب الجهات المصدرة من وكالات الجدارة إعطاءها درجات تصنيف ائتماني لإصداراتها المالية وقد يكون تصنيف ائتماني غير مطلوب، حيث يمكن لوكالات الجدارة الائتمانية تصنيف أي بلد أو شركة أو إصداراتها.

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

3.4 التصنيف حسب الجهة المصنفة:

وفق هذا التصنيف هناك تصنيف ائتماني سيادي وتصنيف ائتماني للبنوك وتصنيف ائتماني للشركات، ويركز على مدى قدرة الجهة المصدرة على الوفاء بالدين. وتستعمل وكالات الجدارة الائتمانية رموزا لوصف الجدارة الائتمانية طويلة الأجل تبدأ من AAA كأعلى تصنيف ائتماني نزولا للتصنيفات الأقل جدارة عبر الحروف AA، A، BBB والجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول 2: سلم التصنيف للمدى الطويل المعتمد من طرف الوكالات الثلاث

الملاحظات	ستاندر بورز	فيتش	موديز
جودة الائتمان الاعلى وخطر عدم السداد شبه معدومة، قدرة متميزة على الوفاء بالالتزامات المالية	AAA	AAA	Aaa
جودة الائتمان مرتفعة جدا و خطر عدم السداد منخفضة جدا وقدرة عالية جدا على الوفاء بالالتزامات المالية	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
جودة ائتمانية عالية و مخاطر عدم السداد منخفضة وقدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة ائتمانية جيدة و مخاطر عدم السداد مقبولة ولكن من الممكن للظروف الاقتصادية ان تؤثر على عدم السداد	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
جودة ائتمانية دون المتوسط ومخاطر ائتمانية عالية وتتضمن مخاطر مضاربة في هذه النقطة يتحول الأمر إلى مضاربة ويصبح خطر عدم السداد أكثر أهمية على المدى الطويل	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
جودة ائتمانية ضعيفة ومخاطر ائتمانية عالية جدا و يتضمن مخاطر مضاربة عالية جدا أما احتمال الدفع غير أكيد و الخطر مرتفع جدا	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
احتمال خطر الدفع مرتفع جدا على المدى الطويل، جودة ائتمانية ضعيفة جدا ومخاطر ائتمانية عالية جدا وهناك احتمال حدوث عدم السداد	CCC+	CCC	Caa
	CCC		Ca
	CCC-		
المصدر يقترب من الإفلاس ويتسم ائتمانه بمضاربة عالية ومخاطر ائتمانية عالية جدا، حالة عدم السداد محدودة لواحد أو أكثر من الالتزامات المالية	RD	SD	
حالة عدم السداد و الالتزامات للفترة الطويلة و تعبر عن دخول المصدر Default في حالة الإفلاس	D	D	C

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

-www.fitchrating.com ,www.standardandpoors.com ,www.moody's.com

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ كيف تقسم التصنيفات الممنوحة بصورة متماثلة لدى كل الوكالات إلى فئتين: فئة الاستثمار وفئة مضاربة، حيث فئة الاستثمار تنطلق من المرتبة AAA إلى BBB- على سلم وكالة Standard & Poor's و Fitch ومن Aaa إلى Baa3 على سلم وكالة Moody's، أما فئة المضاربة: تخص هذه الفئة الديون الأكثر مخاطرة أي ينطلق تنقيطها من BB+ إلى D على سلم Standard & Poor's و Fitch ومن Ba1 إلى C على سلم Moody's.

المبحث الثاني: مفهوم وأهمية التصنيف الائتماني للديون السيادية

بعد عرضنا للجانب المفاهيمي للتصنيف الائتماني من هذه الدراسة، سنتعمق أكثر في الإجابة على إشكالية هذه الدراسة من خلال عرض أهمية التصنيف الائتماني للديون السيادية والذي يعبر عن مدى قدرة الجهة المصدرة للدين على الوفاء بالتزاماتها المالية وكذلك الرغبة في الوفاء، إذ تسعى الدول المصدرة للدين للحصول على تصنيف مريح لكي تستطيع من خلاله النفاذ إلى الأسواق المالية بكل أريحية وسهولة وضمن التمويل بشروط مريحة، وهو ما حولنا الوصول إليه ضمن هذا المبحث من خلال التطرق مفهوم تصنيف الدين السيادي وأهمية ارتفاعه.

1. مفهوم تصنيف الدين السيادي:

تعرف الديون السيادية على أنها ديون مرتبطة بالحكومات ذات السيادة، فالحكومة عند إصدارها لسندات فإنها تكون أمام خيارين الأول أن تقوم بإصدار هذه السندات بعملتها المحلية وهنا يسمى دين حكومي، أو أن تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية وهنا يسمى دين سيادي.¹³

أما بالنسبة لمفهوم تصنيف الدين السيادي فهو يعرف على أنه تقدير الحالة المستقبلية لقدرة ورغبة الدول بالوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد وبالشكل الكامل¹⁴، حيث أن الأخطار المتعلقة بالدين السيادي لا ترتبط فقط بالقدرة على الوفاء بل تتعدى وتستند أساسا إلى رغبة الجهة المقرضة في احترام التزاماتها المالية.¹⁵

إن المؤشرات المعتمدة لتصنيف الدين السيادي تتركز على نفس المبادئ العامة التي تستخدم في تصنيف الشركات الصناعية والتجارية، بحيث تستند أساسا إلى المبلغ المقرض وقدرة المقرض على مواجهة الدين وخدمته، إلا أنها تختلف في الأدوات المعتمدة حيث يتم اعتماد محاسبة الشركات في الأولى أما بالنسبة للدين السيادي فيتم اعتماد المحاسبة الوطنية¹⁶، إلى جانب ذلك هناك فروق أساسية ضمنية لعملية تصنيف الدين السيادي، حيث أن الوكالة لا تعتمد عند تحليلها على القدرة فحسب بل تعتمد إلى جانب ذلك على الرغبة في الوفاء بالدين وفوائده،

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

كما أن عملية دراسة وتحليل الأخطار المفترضة للديون الخارجية يجب أن تكون واضحة وبمعزل عن الديون الداخلية لأن هذه الأخيرة يمكن تسديدها أو الوفاء بها من خلال الإصدار النقدي، إلا في الدول التي تتمتع بنوكها المركزية باستقلالية حقيقية، كما أن الوفاء بالدين الخارجي يستوجب من ناحية أخرى التوفر على احتياطي كاف من العملة الصعبة.

2. أهمية ارتفاع التصنيف الائتماني للدين السيادي:

تسعى الدول محل التصنيف من طرف هذه الوكالات إلى الحصول على تصنيف مريح إن لم نقل جيد، لضمان الحصول على دين بحجم وفائدة وتاريخ استحقاق وشروط ضمنية أخرى، إذ يعتبر التصنيف الائتماني للديون السيادية أحد أهم محددات معدل الفائدة على الإقراض سواء بالإيجاب أو السلب، بحيث إذا استطاعت أن تحصل دولة ما على تصنيف مطمئن من طرف وكالات الجدارة فإن معدل المخاطرة سيتناقص، وبالتالي سينخفض معه معدل الفائدة على الإقراض، إلى جانب ذلك في ظل تصنيف مطمئن يمكن الحصول على الدين بحجم أكبر مقارنة في حال العكس، كما يتعلق الأمر بفترات الاستحقاق التي تتناسب ودرجة التصنيف الممنوحة.

تعتبر درجة التصنيف المريح تأشيرية واسعة الصلاحية للدخول للأسواق المالية العالمية وبالتالي اتساع الخيارات وبشروط مناسبة مع رؤية ووضع الدولة المقترضة محل التصنيف، كما أن المؤسسات والشركات سواء الاقتصادية أو المالية أو التي تنتمي إلى الدول محل التصنيف سوف تتأثر هي الأخرى بهذه الدرجة الممنوحة وسوف يكون لها تبعاتها سواء بالإيجاب أو بالسلب¹⁷.

من جانب آخر فإنه من المتوقع أن تستمر معظم الدول النامية في الاقتراض وذلك إذا أرادت استمرار عملية النمو الاقتصادية بها عند معدلات مقبولة، وذلك في ضوء محدودية التوسع في الاقتراض من المصادر الرسمية، لذلك نجد أن النمو الاقتصادي للعديد من هذه الدول سوف يعتمد في جزء منه على قدرتهم على جذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات أو قروض، والذي يرتبط بمستوى الجدارة الائتمانية¹⁸، ولذلك فإن الجدارة الائتمانية عنصر هام لتسهيل وتحقيق استمرارية عملية النمو الاقتصادي لتلك الدول، وأنه من المتوقع أن صانعي السياسة سوف يضعون في اعتبارهم الآثار الناتجة عن مختلف السياسات وأهداف النمو على درجة الجدارة الائتمانية الممنوحة.

المبحث الثالث: أهم المحددات المعتمدة لتصنيف الديون السيادية

بعد تطرقنا لمفهوم التصنيف الائتماني السيادي وأهمية ارتفاعه، سنحاول ضمن هذا المبحث التطرق إلى مجموعة من المناهج الكمية والكيفية التي تتبناها وكالات الجدارة الائتمانية العالمية لإصدار تصنيفاتها للديون السيادية.

1. المحددات الكيفية:

هناك العديد من المحددات الكيفية المعتمدة من طرف وكالات الجدارة الائتمانية لمنح تصنيفاتها للديون السيادية، نذكر أهمها:

1.1 البيئة السياسية:

تعتبر العوامل السياسية أحد أهم المتغيرات لوضع تصنيف للدول المقترضة وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم عدم الاستقرار السياسي يشمل عدت متغيرات وأحداث كالمظاهرات والإضرابات والاعتقالات السياسية والانقلابات، الحروب الأهلية إلى جانب ذلك تنظيمات الدولة ومؤسساتها درجة الديمقراطية والاحتكام إلى الحوكمة، مركزية السلطة كذلك السياسة الداخلية لهذه الدولة من خلال تنظيمها للانتخابات ومستوى الفساد، أيضا الاستقرار في المناصب الحساسة وعدم الانقلابات، كما تلعب العلاقات الخارجية أهمية كبيرة في تحديد مستوى الاستقرار السياسي لدولة ما كعضويتها ضمن منظمات دولية سواء سياسية أو اقتصادية والعلاقة مع الدولة المجاورة إقليميا، ومدى وجود تهديدات إقليمية مجاورة لهذه الدولة والتي من شأنها أن تهدد الاستقرار السياسي وعموما يؤخذ تحليل عدم الاستقرار السياسي لدولة ما أشكال متعددة تتمثل في¹⁹:

- الشكل الأول: وهو يعتمد على التقدير الشخصي حول سياسة الدولة اتجاه دائيتها وكذلك توجه أحزاب المعارضة وقدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية.

- الشكل الثاني: يتم قياس حالة عدم الاستقرار السياسي لدولة ما من خلال تحديد أولا الاحداث غير العادية التي من شأنها أن تؤثر على الاستقرار السياسي بدرجات متفاوتة تم إعطائها أوزان تتراوح من (1 إلى 6) ، بحيث تمثل درجة الحدث غير العادي أكثر الاحداث خطورة ويمكن تلخيصها في الجدول التالي:

جدول 3: الأوزان الممنوحة وفقا لأحداث سياسية معينة

الأحداث غير العادية	الوزن
- الانتخابات العامة طرق التصويت وطرد أو استقالة الموظفين الحكوميين	1 -
- الإضرابات والمظاهرات	2 -
- أعمال الشغب والاعتقالات	3 -
- الاعتقالات والسجون	4 -
- الثورات والانقلاب	5 -
- حرب العصابات	6 -

المصدر: محمد خالد أبو الفحهم، مرجع سبق ذكره، ص: 550.

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

يظهر الجدول أعلاه كيف تتفاوت الأوزان الممنوحة من 1 إلى 6 من أقل خطورة إلى خطورة أعلى، حيث تم منح وزن 1 أقل خطورة للأحداث غير العادية المرتبطة الانتخابات العامة طرق التصويت وطرد أو استقالة الموظفين الحكوميين، في حين تم منح وزن 6 وهو أعلى درجات الخطورة لحدث حرب العصابات.

2.1 البيئة الاجتماعية:

يمكن للبيئة الاجتماعية أن تحفز أو تكبح السياسة الاقتصادية، إذ أنه من المهم فهم بعض المقاييس أو المؤشرات التي من خلالها يمكن الحكم أو شرح الوضعية الاقتصادية لبلد ما، ومن بين أهم هذه المؤشرات نذكر المستوى الثقافي والتقسيم الديموغرافي والمستوى التعليمي والرعاية الصحية ومستوى توزيع الثروة إضافة إلى خصائص سوق العمل²⁰.

3.1 ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات على أنه بيان أو سجل محاسبي يسجل جميع تدفقات الأصول الحقيقية والمالية والنقدية بين المقيمين في بلد ما وغير المقيمين خلال فترة زمنية معينة، وهو التعريف الذي يأخذ به صندوق النقد الدولي²¹، ويتضمن التعريف ثلاثة عناصر رئيسية²²، أولا المعاملات الاقتصادية للبلد مع الأجانب، وتشمل تجارة السلع والخدمات وحركة رأس المال والتحويلات من جانب واحد، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع مادية، أما العنصر الثاني فيتألف من الإقامة ويشمل ذلك الأشخاص والشركات والوكالات الحكومية والخاصة، فيما يتضمن العنصر الثالث أن قياس المعاملات الاقتصادية المذكورة تكون خلال فترة زمنية وهي سنة.

ويعتبر التوازن في جانبي ميزان المدفوعات أمر ضروري لتحتضن الدولة بتصنيف مريح، كذلك إن التنوع في الاقتصاد الناتج عن تنوع السلع والخدمات المصدرة يضمن تنوع في العوائد وبالتالي يجعلها نسبيا بمنأى عن الازمات والدورات الاقتصادية وبالتالي يزيد من مستوى جدارتها الائتمانية وملاحظة أساسية فإن المتتبع لمستويات التصنيف تبعا لوضعية ميزان المدفوعات قد يظهر فيه بعض الانتقادات ويرجع ذلك لمزجها لمؤشرات أخرى لمنح تصنيفها وعدم اعتمادها كليا على مؤشر واحد لمنح تصنيفاته، فعلى سبيل المثال في حال وجود عجز في ميزان المدفوعات لكن بالمقابل تتمتع الدول بمعدل تضخم منخفض فإن هذا يغطي نسبيا عن إشكالية العجز في ميزان المدفوعات فتصنف هذه الدولة بدرجة مريحة، والجدول التالي يظهر كيف تتناسب نسبيا درجات التصنيف لوكالة **Fitch** مع وضعية ميزان المدفوعات للدول منسوبة للناتج المحلي الإجمالي.

جدول 4: درجات التصنيف لوكالة Fitch استنادا إلى (وضعية ميزان المدفوعات/ الناتج

المحلي الإجمالي) الوحد نسبة مئوية

-2.7	-2.2	-2.0	-1.1	0.0	3.1	وضعية ميزان المدفوعات / لناتج المحلي الإجمالي	Fitch
B/C/D	BB	BBB	A	AA	AAA	التصنيف المقابل	

المصدر: Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin, op.cit ,p:184

يظهر الجدول أعلاه كيف تتباين مستويات الجدارة الائتمانية الممنوحة من طرف وكالة Fitch ومستوى نسبة وضعية ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تم منح درجة Aaa كأعلى درجة عندما بلغت النسبة السابقة 3.1% في حين تم منح درجة B/C/D (وهي فئة المضاربة) عند تراجع هذه النسبة إلى -2.7%، ومن خلال الجدول يظهر أنه كلما كان تلك النسبة مرتفعة كلما تحسنت درجة التصنيف الممنوحة.

4.1 هيكل الدين الخارجي:

نقصد به هيكل الدين الخارجي سواء طويل الأجل أو قصير الأجل وما يتضمن عقده من شروط ضمنية سواء ميسرة أم لا فهو من المحددات الأساسية المؤثرة على الجدارة الائتمانية للدول المقترضة لأن الديون الخارجية التي تكون فترة استحقاقها طويلة نسبيا تعطي ايجابية نسبية للدولة المقترضة للتعامل معها والتكيف مع الصعوبات المرتبطة بها.²³ وكمالاحظه أساسية يتم مقارنة الدين الخارجي طويل الأجل مع مثيله الداخلي، وأيضا الالتزامات الضمنية طويلة الأجل الخارجية مع الالتزامات قصيرة الأجل الداخلية، وكلما ارتفع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل كلما شكل ذلك عبئا كبيرا قد يضطرها في الأخير إلى إعادة الاستدانة والتي تنتهي في آخر المطاف بإعادة هيكله الديون الخارجية وما ينجر عنه من توابع وخيمة.

5.1 النظام المالي:

إن التاريخ الاقتصادي الحديث تضمن عدة أزمات منها الأزمة الآسيوية 1997 والتي إرتبطت بصعوبة وفاء هذه الدول بآلتزاماتها المالية، حيث كان السبب في ذلك وجود هشاشة أو مشكلة في النظام المالي والتي إنتهت في الأخير بأزمة تسمى أزمة النظام. حيث أن صلاية القطاع المصرفي والنظام المالي ككل وسلامة القوانين والتشريعات المنظمة له وحجم الكتلة النقدية وسياسات الصرف المتبعة تعتبر أمرا إيجابيا للحصول على تصنيف مريح والذي يعتبر أمرا محفزا للاستثمار المحلي أو الأجنبي.²⁴

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

2. أهم المؤشرات الكمية (المعدلات المعتمدة)

هناك مجموعة من المعدلات أو المؤشرات التي تحتكم إليها وكالات الجدارة الائتمانية في تصنيفها للديون السيادية لكنها تتفق إلى حد بعيد حول المعدلات التالية: معدل التضخم ومعدل النمو والنسب المتعلقة بالدين الخارجي.

1.2 مؤشر الناتج المحلي الإجمالي:

هناك ارتباط قوي بين حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ودرجة التصنيف الائتماني السيادي وذلك أنه كلما ارتفعت حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تحصل الدولة على درجة تصنيف أكثر أيجابية كما يظهر في الجدول الموالي وذلك بالنسبة لووكالة S&P²⁵ وذلك سنة 2011.

جدول رقم (05) حصة الفرد من PIB ودرجة التصنيف الممنوحة من طرف وكالة S&P

(الوحدة بالدولار الأمريكي)

حصة الفرد من PIB	أكثر من 35000	بين 35000 و 25000	بين 25000 و 15000	بين 15000 و 5000	بين 5000 و 1000	أقل من 1000
درجة التصنيف	1	2	3	4	5	6

المصدر: Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions: Report of Standard and Poor's, June 30,2011,p:16.

يظهر الجدول أعلاه كيف تتغير درجات التصنيفات الممنوحة وفقا لحصة الفرد من PIB، حيث تم منح الدرجة 1 في حال كان نصيب الفرد من PIB مرتفع أي أكثر من 35000 دولار، والدرجة 6 في حال كان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي منخفضاً أي أقل من 1000 دولار وبالنسبة S & P يعتبر مؤشر حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من المعايير المهمة لعملية التصنيف الائتماني السيادي.

2.2 معدل التضخم:

يعرف التضخم²⁶ على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات عبر الزمن وبالتالي فإن التضخم يرتبط بعنصرين أساسيين هما ارتفاع المستوى العام للأسعار وارتفاع مستمر للأسعار"، ويعطى معدل التضخم بالعلاقة التالية²⁷:

$$\text{معدل التضخم} = \frac{\text{مستوى العام للأسعار سنة م} - \text{المستوى العام للأسعار في السنة السابقة}}{\text{مستوى العام للأسعار في السنة السابقة}} \times 100$$

طلبة أميرة

يعتبر معدل التضخم من المؤشرات الاقتصادية المهمة ويعد ارتفاعه أو انخفاضه الكبير (التضخم السلبي) دليل على اختلالات هيكلية في الاقتصاد وعدم قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها وتحظى الدول التي تتمتع بمعدل تضخم منخفض بتصنيف مريح من وكالات الجدارة الائتمانية المتخصصة²⁸، والجدول التالي يوضح ذلك

جدول 06: درجة التصنيف الائتماني السيادي لوكالة Fitch مقابل معدل التضخم

7	4.3	2.8	2.3	1.7	معدل التضخم	Fitch
BB	BBB	A	AA	AAA	التصنيف	

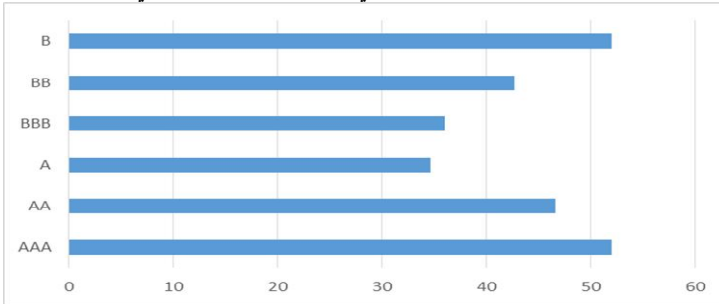
المصدر: Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin, op.cit ,p:176

يظهر الجدول السابق مدى تأثير درجة تصنيف الدين السيادي الممنوحة من طرف Fitch استنادا إلى معدل التضخم، حيث يزداد خطر عدم التسديد في ظل ارتفاع هذا المعدل، إذ أن ارتفاع معدل التضخم سيكون له تأثير واضح على السياسة النقدية وإشكالية تدخل البنك المركزي...، وهو أمر ينتهي في الأخير بتعديلات سيئة في درجات التصنيف الممنوحة لهذه الدول.

3.2 نسبة إجمالي الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي:

يؤدي ارتفاع عبء الدين الحكومي إلى إضعاف الملاءة المالية السيادية، وحسب وكالة Fitch فإن الدول المثقلة بالديون ستحصل حتما على تصنيف متدني في ظل ثبات المؤشرات الأخرى المعتمدة في عملية التصنيف²⁹، لكن وحسب دراسة قامت بها نفس الوكالة السابقة الذكر (Fitch) خلال الفترة الممتدة بين 1996 و2008 لمجموعة من الدول ومقارنة درجات تصنيفها السيادي ونسبة إجمالي الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي فقد تبين أن درجة تأثير عبء هذا الدين تختلف ما بين الدول وما بين فترات الدراسة، ولذلك لا توجد علاقة خطية بين درجة التصنيف الائتماني السيادي من جهة والدين الحكومي من جهة أخرى سواء تم ربطها بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أو الإيرادات الحكومية³⁰، والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم: 01 العلاقة بين متوسط التصنيف الائتماني للديون السيادية وإجمالي الديون الحكومية/PIB



Source : Fitch Ratings, Sovereign Rating Methodology, op.cit ,p:11.

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

يظهر الشكل أعلاه أنه لا توجد علاقة خطية ومباشرة تربط بين متوسط التصنيف الائتماني للديون السيادية وإجمالي الديون الحكومية / PIB حيث نلاحظ على الرغم من ارتفاع هذه النسبة وتجاوزها عتبة 50% إلا أنه تم منح درجة AAA لبعض الدول وفي نفس الوقت درجة B لدول أخرى، ويرجع هذا أساسا لطبيعة وبنية اقتصاد هذه الدول ودرجة متانتها وقدرة الدولة على الوفاء بالالتزامات، فالولايات المتحدة الأمريكية على الرغم من ارتفاع حجم ديونها الحكومية إلا أنها لا تزال تحتفظ بتصنيف AAA ويرجع ذلك أساسا لطبيعة اقتصادها القوي.

4.3 نسبة الدين الخارجي إلى عوائد الصادرات السنوية:

تمثل الصادرات من السلع والخدمات أهم مصدر للحصول على العملة الصعبة، هذا إلى جانب مصادر أخرى كالقروض والمساعدات الدولية، حيث أن الزيادة في الصادرات الناتجة عن زيادة في الناتج المحلي الإجمالي يعني توفر مصدرا للتمويل يضمن أريحية في الاستيراد من الخارج، لكن يجب الإشارة إلى حالة استحواد الديون الخارجية على جزء كبير من عائدات الصادرات على شكل خدمات الدين (أقساط الديون وفوائده) وهو ما يطرح عجز في تمويل المشتريات من الخارج وهو ما يؤدي إلى إصابة الاقتصاد الوطني بشلل أو خلل عاجل.

إن القدرة على تحمل عبء خدمة الديون الخارجية تختلف من دولة إلى أخرى، ومن وقت إلى آخر بالنسبة للدولة الواحدة، فعلى سبيل المثال³¹ قد توقفت الأرجنتين عن السداد وأعدت هيكله ديونها عام 1933 عند معدل 36%، وفي عام 1891 عند معدل 66% وفي عام 1976 عند معدل 20%، بينما حافظت استراليا على إدارة دينها الخارجي ولم تتوقف عن السداد بالرغم من أن معدل خدمة الدين فيها كان يتراوح بين 44.35% خلال الفترة 1930-1934، وتشمل هذه النسبة خدمات الدين قسط الدين والفوائد المترتبة عليه حيث يتم الوفاء به بالعملة الصعبة، وهو ما يستوجب توفرها بصورة مستمرة وكافية ويطلق على هذه العلاقة بمصطلح (معدل خدمة الدين إلى الصادرات) ويعطى بالعلاقة التالية³²:

$$\text{معدل خدمة الدين} = \frac{\text{مجموع الفوائد المستحقة} + \text{مجموع الأقساط المستحقة} \times 100}{\text{الصادرات السنوية}}$$

وكنسبة مئوية متعارف عليها يجب أن تتجاوز هذه النسبة أي خدمة الدين 25%، والجدول الموالي يلخص كيف تمنح وكالة fitch تصنيفاتها انطلاقا من نسبة الدين الخارجي إلى عوائد الصادرات السنوية، وكيف تتفاوت التصنيفات الممنوحة استنادا للنسب المستخرجة.

جدول 7: تصنيفات **fitch** انطلاقاً من نسبة الدين الخارجي إلى عوائد الصادرات السنوية

B/C/D	BB	BBB	AAA	درجات التصنيف
122.33	42.4	39.0	32.1	الدين الخارجي / عوائد الصادرات السنوية

المصدر: Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin, op.cit. p:184.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن التصنيف الممنوح من طرف وكالة Fitch تتباين ومستوى نسبة الدين الخارجي إلى عوائد الصادرات السنوية، حيث كلما كانت النسبة منخفضة كل كان مستوى التصنيف أكثر أريحية، فعند بلوغ النسبة السابقة 32.1 تم مقابلتها بأعلى درجة التصنيف AAA وعند ارتفاعها إلى 122.33 تدنت درجات التصنيف إلى درجة B/C/D وهي أدنى درجات التصنيف (فئة المضاربة).

المبحث الرابع: تحليل الجدارة الائتمانية لليونان

لقد حظيت اليونان بتصنيفات عديدة من طرف وكالات الجدارة الائتمانية وربما كان هذا لسوء حظها نظراً لتفاقم الاختلالات الهيكلية التي عرفها اقتصادها، حيث أعلنت اليونان إفلاسها أربع مرات³³ في سنوات: 1827-1843-1893-1932 بسبب عجزها عن سداد ديونها وخدماتهم، وقد كانت على وشك إعلان إفلاسها للمرة الخامسة وذلك خلال الأزمة الأخيرة التي عرفتها، ويمكن أن نلخص أهم الركائز التي يعتمد عليها الاقتصاد اليوناني في ما يلي:³⁴

- قطاع الخدمات ويساهم بحوالي 75.5% من الناتج المحلي الإجمالي، ويستوعب حوالي 68% من اليد العاملة.
- قطاع الصناعة ويساهم بحوالي 20.6% من الناتج المحلي الإجمالي، ويستوعب حوالي 20% من القوة العاملة.
- القطاع الزراعي ويساهم بحوالي 3.7% من الناتج المحلي الإجمالي، ويستوعب 12% من القوة العاملة.
- بلغت نسبة البطالة في اليونان في بداية الأزمة مع نهاية 2010 وبداية 2001 حوالي 16% إلى أن وصلت في عام 2017 نسبة 25% وهي نسبة جد مرتفعة مقارنة بدول الإتحاد الأوروبي الأخرى.

تم إصدار أول تصنيف ائتماني لليونان في جويلية 1990 من طرف S&P أين منحتها تصنيف-BBB مع رؤية سلبية، وفي نفس الشهر أصدرت Moody's تصنيفها بـ Baa1 مع نظرة ثابتة، في حين لم تصنف Fitch اليونان حتى تاريخ 13 نوفمبر 1995، أين منحت درجة BBB- مع نظرة سالبة³⁵.

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

انطلاقاً مما سبق سنحاول التطرق إلى التصنيفات الائتمانية التي منحت من طرف أهم الوكالات العالمية وربطها بمختلف بأهم المؤشرات الاقتصادية، وذلك خلال الفترة 2007 إلى 2016 وهي الفترة التي تغطي آخر أزمة للديون السيادية لليونان.

عرفت التصنيفات الممنوحة من طرف الوكالات العالمية الثالث ثبات نسبي وذلك خلال السنوات 2007-2008-2009 (أنظر الجدولين 8 و9) فمثلاً بالنسبة ل Moody's حافظت نسبياً على مستوى التصنيف الممنوح نفسه *** A1n p/A1 p/A1، ثم بدأت التصنيفات بالتراجع إلى أن وصلت سنة 2012 أدنى مستوى لها بدرجة SD وذلك بتخفيض أكثر من عشر درجات وتمثل هذه الفترة نفسها التي أعلنت اليونان عدم قدرتها بصفة نهائية عن الوفاء بالتزاماتها المالية، وبعدها بدأت تتحسن مستويات التصنيف مقارنة بدرجة SD إلا أنها بقيت ضعيفة، فقد كانت أقصاها سنة 2014 بدرجة Caa1s ثم عاودت النزول إلى ما دون ذلك.

إن المتصفح لمختلف التصنيفات الممنوحة للديون السيادية اليونانية كانت مرآة عاكسة لأهم المؤشرات الاقتصادية لهذه الدولة والجدولين رقم 08 ورقم 09 يلخصان ذلك.

الجدول 8: تصنيف الديون السيادية لليونان والمؤشرات المبنية على PIB والميزان التجاري

السنوات	PIB بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي عام 2010 (مليار دولار)	نمو PIB	معدل النمو في نصيب الفرد الواحد من PIB	الدين العام /الناتج المحلي الإجمالي	الميزان التجاري بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي	Moody's	S&P	Fitch
2007	332.06	27.3	3.01	107,4	-39760755954	A1p	A-S	AP
2008	330.95	0.34-	-0.59	109,4	-44685375714	A1 P	A- S	AP
2009	316.71	3.-4	-4.55	126,7	322722686052-	A1n	A- S	A- N
2010	36.299	48.-5	-5.6	146,2	-25819001039	Ba1 n	BB+ N	BBB- N
2011	272.02	13.-9	-9	172,1	-19494814877	Ca n	CCC-N	CCCN
2012	252.16	3.-7	-6.8	159,6	-10931800781	Cn	SDN	RD N
2013	243.99	24.-3	-2,54	177,4	-6745604412	Caa3 s	CCC s	B- S
2014	245.79	740,	1.41	179,7	-5696703 200	Caa1s	B S	BS
2015	245.08	0.29-	0.37	177,4	101009 920+	Caa3 n	CCC+S	CCCN
2016	244.48	0.24-	0.17	179	-1392005 975	Caa2 p	B- S	B-P

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع التالية:(تاريخ الاطلاع على المواقع:

25أوت 2018).

-<https://fr.tradingeconomics.com/greece>.

-<http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMListeStatSpecifique?codetheme=1>³⁶

-<https://data.albankaldawli.org>

-<https://www.google.com/publicdata>

****نقصد : stable/ s: أما n/negative أما p/positive

يظهر الجدول أعلاه مختلف التصنيفات الائتمانية السيادية لليونان التي منحتها الوكالات العالمية الثلاث ومختلف المؤشرات الاقتصادية المبنية على PIB والميزان التجاري، وذلك خلال الفترة 2007 إلى 2016:

- **مؤشر إجمالي الناتج المحلي PIB:** من خلال الجدول أعلاه يظهر أنه عندما بلغ مقدار إجمالي الناتج المحلي قيمة 332.06 مليار دولار أمريكي حافظت اليونان على تصنيف A1p مع نظرة إيجابية بالنسبة ل Moody's و A p بالنسبة ل Fitch، في حين لما تراجع إلى مستوى 252.16 مليار دولار أمريكي سنة 2012 فقد حصلت على تصنيف SDn بالنسبة ل S&P و C n بالنسبة ل Moody's و RDn بالنسبة ل Fitch ولقد استمر تراجع وتذبذب إجمالي الناتج المحلي الإجمالي حيث وصل 243.99 مليار دولار سنة 2013، ثم عاود التحسن سنة 2014 عند تخطيه 245.9 مليار دولار والذي قابله تحسن في مستوى التصنيف من طرف الوكالات الثلاث بحيث كان التصنيف الممنوح من طرف Moody's، Caa3s، ثم تحسن إلى Caa1s.

- **مؤشر معدل النمو في إجمالي PIB:** عندما بلغ معدل النمو في الناتج المحلي إجمالي أعلى مستوى له بمعدل 3.27 سنة 2007 حظيت اليونان بتصنيف متقارب نسبيا من طرف الوكالات الثلاث، وعندما تراجع مستواه إلى معدل -7.3 لسنة 2012 تجاوزت التصنيفات من طرف الوكالات السابقة لنفس السنة إلى تصنيف SDn بالنسبة ل S&P و C n بالنسبة ل Moody's و RDn بالنسبة ل Fitch، ثم تعافت مستويات التصنيف نسبيا على الرغم من معاودة هذا المعدل الانخفاض.

- **معدل النمو في نصيب الفرد الواحد من PIB:** يعتبر مؤشر معدل النمو في نصيب الفرد الواحد من PIB من أهم المؤشرات التي تعكس الوضعية الاقتصادية لأي بلد، ومن خلال الجدول رقم (08) نلاحظ أن اليونان تحصلت على تصنيف مريح نسبيا A/A-S/A1p ممنوح من طرف الوكالات الثلاث- المشار إليه في الجدول رقم 08 وذلك عندما بلغ معدل النمو في نصيب الفرد الواحد من PIB 3.01%، في حين تراجعت مستويات التصنيف للوكالات الثلاث إلى N RD /SD N /C n عندما تراجع معدل النمو في نصيب الفرد الواحد من PIB بمعدل 6.8- % سنة 2012 وذلك بعد أن عرف أكبر تراجع له في سنة 2011 بأكثر من 9- %.

- **مؤشر مستوى الدين العام/الناتج المحلي الإجمالي:** عرفت نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي ارتفاع كبير وهو ما ينبأ عن عجز مالي كبير تعرفه اليونان في حجم الدين العام المستحق مقارنة بإجمالي الناتج المحلي، حيث وصل سنة 2011 إلى 172.1% وهو

- محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -
- ما قابله تصنيف متدني لكل من الوكالات الثلاث Moody's، Ca n، وبالنسبة S&P ب -
- CCC، بالنسبة لFitch بCCC، أما في سنة 2012 على الرغم من تحسن طفيف في نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي 159,6 واصلت الوكالات منح تصنيف متدنية نسبيا.
- الجدول رقم (09) تصنيف الديون السيادية لليونان وبعض المؤشرات الاقتصادية والسياسية.

السنوات	معدل البطالة %	معدل التضخم %	درجة عدم الاستقرار	Moody's	S&P	Fitch
2007	8,4	2,9	-	A1p	A-S	AP
2008	7,8	4,15	-	A1 P	A- S	AP
2009	9,6	1,21	1.5	A1n	A- S	A- N
2010	12,7	4,71	1.75	Ba1 n	BB+ N	BBB- N
2011	17,9	3,33	1.5	Ca n	CCC-N	CCCN
2012	24,4	1,5	1.75	Cn	SDN	RD N
2013	27,5	-0,92	-	Caa3 s	CCC s	B- S
2014	26,5	-1,31	-	Caa1 s	B S	BS
2015	24,9	-1,74	-	Caa3 n	CCC+S	CCCN
2016	23,5	-0,83	-	Caa2 p	B- S	B- P

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المواقع التالية:(تاريخ الاطلاع على المواقع: 15 جانفي 2018).

-<https://fr.tradingeconomics.com/greece>

-<http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMListeStatSpecifique?codetheme=1>.

-<https://data.albankaldawli.org/>

يلخص الجدول أعلاه بعض المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومختلف درجات الجدارة الائتمانية السيادية لليونان خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2016.

- **مؤشر معدل التضخم:** عرف معدل التضخم في دولة اليونان إنخفاض مستمر إلى أن وصل مستويات سالبة أو ما يعرف بالتضخم السالب والذي يعني وجود انكماش في اقتصاد اليونان والذي ينبئ بأزمة ركود نتيجة إنخفاض المستوى العام للأسعار نتيجة عدم الإقبال على السلع، والذي يرجع نسبيا إلى ارتفاع مستوى البطالة، أنخفض معدل التضخم لليونان ليصل إلى درجة -0.92% سنة 2013 والذي قابله من جهة أخرى تصنيفات ائتمانية غير مريحة حيث منحت مثلا Moody's درجة Ca 3 s بالنسبة S&P درجة CCCs.

- **مؤشر مستوى البطالة:** عرفت اليونان ارتفاع كبير في مستويات معدل البطالة، أين وصلت أعلى مستوى لها سنة 2013 بنسبة 27.5% بعد أن سجل مستوى 24.40% سنة

2012 وذلك نتيجة الأزمة التي عرفتھا اليونان سنة 2011، وقد صنفت الوكالات الثلاث الديون السيادية لدولة اليونان بدرجات ائتمانية جد متدنية خلال سنة 2012 ب SDn بالنسبة S&P و C n بالنسبة ل Moody's و RDn بالنسبة لFitch، أما بالنسبة لسنة 2013 فقد صنفت ب CCCS بالنسبة S&P و Caa3 S بالنسبة ل Moody's و B-S بالنسبة لFitch.

- مؤشر مستوى عدم الإستقرار السياسي: من خلال معطيات البنك الدولي فقد تم تبويب مستوى الإستقرار السياسي من الدرجة 1 الى الدرجة 5، حيث تؤخذ درجة 5 في حال مستوى عال لعدم الاستقرار السياسي ودرجة 1 أكثر استقرار، ويظهر الجدول السابق أن مستوى الاستقرار السياسي في اليونان لم يتخطى درجة 2 حيث بلغ أقصى درجة ب 1.75 سنة 2012 على الرغم من تأجج الازمة الاقتصادية اليونانية (أزمة المديونية) وهنا يظهر أن هذا المتغير لم يكن ذو تأثير كبير مقارنة بالمؤشرات الاقتصادية الأخرى.

من خلال الاطلاع على المؤشرات الاقتصادية لدولة اليونان ومستويات الإستقرار السياسي لها والتي تعتبر كذلك من أهم المعطيات المعتمدة في عمليات التصنيف، لاحظنا توافق مستوياتها المتدنية مع درجات التصنيف السيادي الممنوحة من طرف الوكالات الثلاث على الرغم من تباين هذه التصنيفات بدرجة طفيفة وذلك تبعاً لمستويات التصنيف الممنوحة.

خاتمة

من خلال الورقة المقدمة فقد خلصنا إلى ما يلي:

تمثل وكالات الجدارة الائتمانية مصدر مهم للمعلومات المساعدة في بناء القرار الاستثماري خاصة وأنها تتمتع باحترافية التقييم وتوظف لغة متسقة ومشتركة من خلال اعتمادها على محللين وخبراء، وتبنيها لمناهج كمية وكيفية تمكن من إعطاء صورة واضحة عن الوضعية الحقيقي للجهة محل التصنيف وهو ما يسمح لجمهور المستثمرين ببلورة قرار مناسب باعتماد معلومات معمقة وذات مقروئية عالية وذات مصداقية عالية إلى حد ما.

حتى تتمكن وكالات الجدارة الائتمانية من إصدار تصنيف للديون سيادية فإنها تحتكم المجموعة من المحددات الكيفية والمتمثلة العوامل السياسية، البيئة الاجتماعية، ميزان المدفوعات هيكل الدين العام، النظام المالي، ومحددات أخرى كمية وتتمثل في مجموعة من المعدلات لكنها تتفق إلى حد بعيد حول المعدلات التالية: معدل التضخم ومعدل النمو والنسب المتعلقة بالدين الخارجي.

يلعب التصنيف الائتماني للديون السيادي بالنسبة للجهة المصدرة، دورا مهما وحاسما في تحسين أو تضيق فرص وظروف استئذانتهم، فالتصنيف الممنوح والمعبر عنه في شكل رموز كلما

محددات الجدارة الائتمانية للديون السيادية-حالة اليونان -

انخفضت تجمد الجهة المصدرة تجمد صعوبة في إقناع جمهور المستثمرين للتعامل معها في ظل تصنيف يتأرجح في فئة المضاربة.

من خلال قراءة مؤشرات الاقتصاد اليوناني وتدهورها يمكن أن نلاحظ أن الوكالات الثلاث أعطت تصنيفات متقاربة فيما بينها إلى حد بعيد للديون السيادية اليونانية، كما أن الدرجات الممنوحة من طرفها (الوكالات الثلاث) والتي عبرت عنها في شكل رموز ذات دلالة إقتصادية عكست حقيقة الوضعية الاقتصادية الجديدة الحرجة التي عرفتها اليونان.

المراجع:

¹https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/article//view/type/PDF/sourceAssetId/1245384245427.p:2.

²Jean-Guy Degos ,Les agences de notation financièresNaissance et évolution d'un oligopole Controversé,Revue française de gestion2012/8 (N° 227).Pages:46-48.

³بلعزوز بن علي، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة العالمية والبحث عن مخرج لها، مداخلة مقدمة في مؤتمر دولي بالكويت، الأزمة الاقتصادية من منظور اسلامي، 15-16 ديسمبر 2010

⁴Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin ; la notation financière ,dunod paris 2007, P:7-8

⁵ Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notation, 2004, page 15.

⁶Marwenelkhoury ,credit rating agencies and their pontencial impact on devalopingcontries « UNCTAD », Geneva, 2009 ,p 165.

⁷www.moody's.com

⁸Nationally Rrecognized Statistical Rating Organization(NRSRO)

هيئة تتألف من الوكالات الثلاث وتتعترف بما لجنة تنظيم الأسواق المالية الأمريكية (SEC) وقد انضمت إليها الوكالة الرابعة الكنديةDominion BondRating Service Limited.

⁹Gerard Gour guechon , les agences de notation.http:/ alternatives economiques.fr /blogs/gardrey/files/agences de notation, PDF , P:8.

¹⁰Moody's investors service « Moody's rating symboles and definitions mood's investors ,service ,new york, 2008, P: 8

¹¹Ibid, P: 24.

¹²Ibid, P: 25.

¹³سحنون محمود، شعب يونس، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في التقليل من أزمات الدين السيادية،مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني حول الأسواق المالية والعملة المالية والاقتصادية 9-10 أبريل 2013، المركز الجامعي امين العقال الحاج موسى أقأحموك تماراست

¹⁴Ashok virbhatia ,sovereing credit rating methodology an evaluation. IMF/WP/02/170. Washington. DC 2002,p:4.

¹⁵Nobert gaillard, les agences de notation.collection repères, paris ,2010 ,P:41

¹⁶Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin ,op.cit , p:6

¹⁷Eliasson,Ann-Charlotte, sovereing credit ratings ,research notes in economics and statistics,deutsche bank research N:02-1 , 2002p: 2-3.0

¹⁸محمد خالد أبو الفحهم، محددات الجدارة الائتمانية للسلطة الوطنية الفلسطينية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول **الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005. فلسطين ص: 545.

¹⁹محمد خالد أبو الفحهم، مرجع سبق ذكره، ص: 550.

²⁰Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin ,op.cit. ,p: 167-168.

²¹رانيا محمود عماره، العلاقات الاقتصادية الدولية، مركز الدراسات العربية، القاهرة، 2016، الطبعة الأولى، ص: 23.

²²رضا صاحب أبو حمد، الخطوط الكبرى في الاقتصاد الإسلامي، دار مجد لاوي، عمان، 2006، ص: 311.

²³محمد خالد أبو الفحهم، مرجع سبق ذكره، ص: 548-549.

²⁴Eric Paget-Blanc, Nicolas Painvin ,op.cit ,p:176-177.

²⁵Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions ,Report of Standard and Poor's, June 30,2011, p:16.

²⁶محمد طلفاح، المعهد العربي للتخطيط، مؤشرات تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية، أبريل 2005، على الرابط: www.arab-api.org/training/programs.

²⁷مجيد خليل حسين، مبادئ علم الاقتصاد، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص: 271.

²⁸رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 163.

²⁹Fitch Ratings, Sovereign Rating Methodology, Fitch Ratings, NY, August 2010, p: 11.

³⁰Ibid.

³¹محمد خالد أبو الفحهم، مرجع سبق ذكره، ص: 547.

³²ميثم صاحب عجم وعلي محمد سعود، فح المديونية الخارجية للدول النامية، دار مكتبة الكندي، عمان 2014، ص: 118.

³³مداحي منال، أزمة الديون السيادية وأثرها على منطقة اليورو واقتصاديات الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 07، أبريل 2017، ص: 59.

³⁴علاء إبراهيم عبد المعطي، أذون وسندات الخزانة العامة -دراسة مقارنة-، دار الفكر والقانون، المنصورة 2016، ص: 305.

³⁵<https://fr.tradingeconomics.com>. (تم الاطلاع على الموقع 17 جانفي 2018).