



وكالات التصنيف الائتماني: عرض وتقييم

إعداد
د. أحمد الكواز

العدد
(51)

دراسات
مالية

سلسلة دراسات تنموية
المعهد العربي للتخطيط بالكويت

سلسلة تنموية تهدف إلى المساهمة في نشر الوعي بأهم قضايا التنمية عموماً، وتلك المتعلقة بالدول العربية خصوصاً، وذلك بتوفيرها لنصوص المحاضرات، وملخص المناقشات، التي تقدم في لقاءات علمية دورية وغير دورية يقوم بتنظيمها المعهد. ونظراً لحرص المعهد على توسيع قاعدة المستفيدين يقوم بتوزيع إصدارات السلسلة على أكبر عدد ممكن من المؤسسات والأفراد والمهتمين بقضايا التنمية الاقتصادية والاجتماعية، آمليين أن تساهم هذه الإصدارات في دعم الوعي بالقضايا الاقتصادية والاجتماعية ونشر الآراء المختلفة للتعامل مع تلك القضايا في الدول العربية.

وكالات التصنيف الائتماني: عرض وتقييم

إعداد
د. أحمد الكواز

المحتويات

5	..... تقديم
7	..... أولاً: مقدمة
7	..... ثانياً: تمهيد
10	..... ثالثاً: مقاييس تقييم الجدارة الائتمانية
17	..... رابعاً: وكالات التصنيف والأزمة المالية
22	..... خامساً: تطورات أسعار النفط وتصنيف بلدان مجلس التعاون لدول الخليج العربية ...
24	..... سادساً: درجة الثقة بالتصنيفات الائتمانية
25	..... سابعاً: وكالات التصنيف الائتماني وبعض مؤسسات التمويل الدولية
27	..... ثامناً: استنتاجات وتوصيات
31	..... المراجع

تقديم

في ظل تنامي الحاجة لمزيد من التمويل الخارجي لتغطية عجوزات العديد من البلدان، خاصة بعد انهيار أسعار النفط منذ الربع الأخير من عام 2014 برزت قضية التمويل الخارجي، كأحد البدائل لتمويل عجز الموازنات العامة للدول المعنية. ونظراً لأهمية ضمان استمرار الاحتياطيات المتراكمة عند مستوى معين يضمن الاستقرار الاقتصادي، فقد بدأت العديد من البلدان، ذات العلاقة، في البحث عن تمويل خارجي من خلال إصدار أذونات خزانة، وسندات. ومن هنا تزايد الاهتمام بآليات عمل وكالات التصنيف الائتماني، وذلك لأهمية التصنيف الممنوح من قبل هذه الهيئات للدول، والشركات، والبنوك، والبلديات، والمستخدم لتقييم درجة قدرة المدين على تسديد قيم السندات المصدرة.

في هذا السياق، تأتي هذه السلسلة من ”دراسات تنموية“ لتسليط الأضواء وللتعريف بأهم آليات عمل هذه الوكالات، وذلك عبر دراسة أهم تطورات تصنيف الوكالات الخاصة بالوضع في بلدان مجلس التعاون الخليجي، خاصة في ظل انهيار أسعار النفط بعد الربع الأخير من عام 2014. وتولي الدراسة حيزاً لدراسة درجة الثقة الممنوحة لهذه التصنيفات الائتمانية خاصة وأنها تتهم بأنها تعمل في إطار سوق يتصف باحتكار القلة، بالإضافة إلى الاتهامات الخاصة بوجود ظاهرة تضارب المصالح. وتوضح الدراسة دور هذه المؤسسات الضعيف في مجال التوقع الدقيق لأفاق الاقتصاد تحت التصنيف، واعتمادها على آليات السوق السائدة، بدلاً من دورها المأمول في تشكيل الآراء التي تحكم قرارات السوق. وأخيراً، تعرض الدراسة العديد من الاستنتاجات والتوصيات سواء المرتبطة بعمل الوكالات بشكل عام أو تلك المرتبطة بخصوصيات بلدان مجلس التعاون الخليجي.

في الختام، نأمل بأن نكون قد وضعنا بين أيديكم مادة علمية بناءة، مؤكداً حرص المعهد على العمل الدؤوب لنشر الوعي الاقتصادي والمالي.

المعهد العربي للتخطيط

أولاً: مقدمة

في ظل الاهتمام المتزايد بوكالات التصنيف الائتماني، في العالم، بشكل عام، وفي منطقة بلدان مجلس التعاون الخليجي بشكل خاص، بعد انخفاض أسعار النفط، وانعكاسات ذلك على الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان، تحاول هذه الدراسة أن تعرض آلية عمل أهم الوكالات العاملة في هذا المجال: «موديز» و «ستاندرد وبورز» و «فيتش». سواء من حيث درجات التقييم المعتمدة، أو من حيث أهم المؤشرات المستخدمة للحكم على الملاءة الاقتصادية والمالية للدول. كما تتطرق إلى أهم الانتقادات التي تم توجيهها إلى هذه الوكالات بفعل موقفها الخاص بضعف، وربما الفشل، في التنبؤ بالأزمة المالية العالمية لعام 2008. مع التوسع في بيان مواطن الضعف وراء مثل هذا الفشل. بعد ذلك تهتم الورقة بأهم تطورات تصنيف الوكالات الخاصة بالوضع في بلدان مجلس التعاون الخليجي، خاصة في ظل انهيار أسعار النفط بعد الربع الأخير من عام 2014. ثم تتطرق الورقة إلى الموضوع الخاص بدرجة الثقة بهذه التصنيفات الائتمانية خاصة وأنها تتهم بأنها تعمل في إطار سوق يتصف باحتكار القلة، بالإضافة إلى الاتهامات الخاصة بوجود ظاهرة تضارب المصالح، كما أنها غير مسؤولة عن الأضرار الناتجة عن أخطاء سوء التقييم، ودورها الضعيف في مجال التوقع الدقيق لآفاق الاقتصاد تحت التصنيف، واعتمادها على آليات السوق السائدة، بدلاً من دورها المأمول في تشكيل الآراء التي تحكم قرارات السوق. مع إشارة الورقة إلى أدوار مؤسسات التمويل الدولية، بنك التسويات الدولية، صندوق النقد الدولي بشكل خاص، فيما يخص وجهات النظر المقدمة من قبلهم في مجال عمل الوكالات. سواء النسب المقترحة الجديدة لضمان كفاية رأس المال، أو فيما يخص منع تضارب المصالح وتعزيز الدور الرقابي على الوكالات. وأخيراً، تعرض الورقة العديد من الاستنتاجات والتوصيات سواء المرتبطة بعمل الوكالات بشكل عام أو تلك المرتبطة بخصوصيات بلدان مجلس التعاون الخليجي.

ثانياً: تمهيد

تهتم وكالات التصنيف الائتماني أساساً في تزويد المستثمرين بتقييم مستقل، على شكل درجات، للأوراق المالية (سندات أساساً) الصادرة من حكومات، أو شركات، أو بلديات، أو منتجات مهيكلة (Structured Products) (التزامات مدينة مضمونة بأصول Collateralized Debt Obligations)، بهدف الحصول على تمويل.

وتعود فكرة وكالات التصنيف الائتماني إلى عام 1909 عندما قام المحلل المالي جون مودي J. Moody بإصدار مطبوع حول تقييم سندات السكك الحديدية (يطلق عليه مصدر السند Issuer). وبذلك تم اعتباره أول من قام بتقييم الجدارة الائتمانية لهذه السندات لصالح المستثمرين (Investor)، لقاء أتعاب معينة. ثم أعقب ذلك ظهور وكالات أخرى مثل وكالة بورز Poor's عام 1916، وشركة ستاندرد للإحصاءات عام 1922، وشركة فيتش عام 1924.

وقامت مفوضية الأوراق المالية وعمليات البورصة " (Securities and Exchange Commission SEC) الأمريكية عام 1975 بإنشاء مؤسسة تصنيف ائتماني وطنية "National Recognized Statistical Organization" يعهد إليها بتوفير التصنيف الائتماني لكافة الجهات التي ستعامل معها الحكومة الأمريكية.

وقد شهد عقد الثمانينات، والتسعينات، من القرن الماضي، توسعاً كبيراً في أسواق رأس المال الدولية. الأمر الذي وفر طلباً إضافياً على خدمات وكالات التصنيف الائتماني، خاصة الخدمات المرتبطة بتصنيف "المنتجات المهيكلة"، المشار إليها أعلاه. وطالما أن هذه المنتجات تعتبر معقدة، إلى حد بعيد، فقد زاد اعتماد "المستثمرين" على وكالات التصنيف للحكم على ملاءة هذه الأدوات. خاصة بعد السماح لصناديق التقاعد عام 1989، في الولايات المتحدة، بالاستثمار في "الأوراق المالية المدعومة أو المضمونة بالأصول" (وهي عبارة عن سندات مدعومة بأصول مالية، يطلق عليها اختصاراً بـABS). أنظر الإطار (1) حول المفاهيم الخاصة بتطورات الأوراق المالية الحديثة. وعلى عكس الشائع بأن فشل وكالات التصنيف الائتماني يعود لعجزها عن التنبؤ بالأزمة المالية عام 2008، يرى آخرون (مثل D. Sicilia, 2011، مشار إليه في Moosa, 2015(b)) بأن هذا الفشل يعود لعجزها عن التنبؤ باتجاه مدينة نيويورك نحو الإفلاس منتصف السبعينات من القرن الماضي. ففي الوقت الذي شهدت به معظم المدن الأمريكية ضغوطاً مالية متزايدة (بعد أن توسعت صناديق التقاعد والرفاه الاجتماعي بشكل كبير)، وبعد أن شهدت العمالة الصناعية انكماشاً واضحاً، وبعد أن اتجه الساكنين من ذوي الدخل المرتفعة نحو ضواحي المدن، قامت وكالتي "موديز" و"ستاندرد وبورز" برفع التصنيف الائتماني لمدينة نيويورك. ولم تقم وكالة "موديز" إلا عام 1974 بتخفيض التصنيف من (A) إلى (B) ثم إلى (Caa). الأمر الذي دفع صحيفة "نيويورك تايمز" إلى القول بأن أحد أهم ضحايا الأزمة المالية لمدينة نيويورك هي وكالات التصنيف الائتماني. ورغم تلك التطورات السلبية، استمر الطلب على خدمات هذه الوكالات، واستمرت رواتب العاملين في وكالة "موديز" في الارتفاع.

الإطار (1): تطورات الأوراق المالية الحديثة

زادت أهمية "التوريق أو التسنيد Securitization" منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي كآلية لزيادة رأس المال من خلال إصدار سندات بدلاً من الاقتراض من القطاع المصرفي. ثم بدأ هذا المفهوم، أي التوريق أو التسنيد، يستخدم بالترابط مع الأزمة المالية العالمية لعام 2008، مشيراً إلى عملية تجميع أصول مالية مختلفة مثل الرهونات العقارية والقروض وسندات الشركات، وفي حزمة واحدة، وتحويل هذه الأصول إلى أشكال جديدة من الأوراق المالية مثل: الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية (Mortgage-Backed Securities (MBSs)، والالتزامات المدينة المضمونة (Collateralized Debt Obligations (CDOs). وينظر لهذه الأوراق المالية على أنها أدوات دين تسمح لحاملها بالمطالبة بدفعات ثابتة ممولة من التدفقات النقدية الناشئة عن المدفوعات المستمدة من إعداد القروض الكثيرة.

ويمكن أن تتضمن، على سبيل المثال، "الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية" آلاف الرهونات العقارية. كما يمكن أن تتضمن "الالتزامات المدينة المضمونة" أكثر من (100) ورقة مالية مدعومة بالرهونات العقارية. وتصبح هذه الأوراق المالية، مع الوقت، أكثر تعقيداً. فعلى سبيل المثال، يتم تركيب بعض "الالتزامات المدينة المضمونة" من الالتزامات الحالية، وبذلك تخلق أوراق يطلق عليها "الالتزامات المدينة المضمونة المربعة CDOs Squares". فعندما يتعرض الصناعيون للتحويل لنفاد منتجاتهم الحقيقية من الأوراق المالية (أي الأوراق المالية على شكل التزامات مدينة مضمونة، الأصلية)، يلجؤون إلى إصدار تركيبية رخيصة لا تتضمن أوراق مالية تعكس رهناً عقارياً حقيقياً، بل على رهونات أقل مصداقية. عموماً فإن هذا الإطار من التعامل مع الأوراق المالية يعتره المرض والاحتيايل.

المصدر: Moosa, 2015(a)

وهنا يُثار السؤال المنطقي: ما هو مصدر قوة وكالات التصنيف، التي رغم تعثر تقييمها، في حالات ليست بالقليلة، لازالت مصدر قوة. إن أحد مصادر قوتها ممنوح من قبل الحكومة الأمريكية التي سمحت لها بالعمل في إطار "احتكار القلة Oligopoly"، من خلال ثلاث وكالات رئيسية، وبعد أن شاركت الحكومة، والقطاع الخاص، على حد سواء، بكتابة قواعد عمل هذه الوكالات. كما أن هناك سبب آخر، مرتبط بالصفة الاحتكارية أو ناتج عنها، وهو أن كثرة الإشارة إلى وكالات التصنيف الائتماني، مع محدودية المنافسة في سوق وكالات التصنيف، قد ساهم بخلق "السوق المضمون Guaranteed Market"، مع حوافز متواضعة وقليلة للتنافس على تحسين (نوعية) التصنيف (The Economist, 2011).

والعكس، بل أن درجة التصنيف هو رأي وتوقع لوضع الدولة أو الشركة المالي وانعكاساته المستقبلية. وأن هذا الوضع قد يتغير حسب الظروف المحيطة. وعادة ما تعتمد مؤسسات التصنيف الائتماني على العديد من المعايير منها الاقتصادي، والتشريعي، والمؤسسي، والسياسي، وما يرتبط بالوضع الإقليمي، والإداري، وما يرتبط بالقدرات التنافسية مثل الربحية، ووضع المركز المالي.

وعادةً ما تستخدم وكالات التصنيف الائتماني مقاييس مختلفة. ويوضح الجدول (1) أدناه هذه المقاييس والتي تتبع الحروف الأبجدية باللغة الإنجليزية، وتشير الحروف الأولى للتصنيف الأفضل، ثم الأقل لغاية حالة التخلف عن السداد Default.

الجدول (1): درجة التصنيف وفقاً لأهم ثلاث وكالة للتصنيف الائتماني السيادي:
 "ستاندرد وبورز"، و "موديز"، و "فيتش"

معنى درجة التصنيف	درجة التصنيف وفقاً لوكالة		
	فيتش	موديز	ستاندرد وبورز
أعلى قدرة ائتمانية على دفع الفائدة وأصل القرض.	AAA	Aaa	AAA
قدرة ائتمانية مرتفعة جداً على دفع الفائدة وأصل القرض.	AA	Aa	AA
قدرة مرتفعة على دفع الفائدة وأصل القرض، مع احتمال تخفيض التصنيف مستقبلاً.	A	A	A
قدرة ائتمانية مقبولة على دفع الفائدة وأصل القرض. مع إمكانية أن تؤدي الشروط الاقتصادية السلبية إلى خفض الملاءة المالية.	BBB	Baa	BBB
حساسية قصيرة الأجل منخفضة للملاءة المالية، وهناك مخاطرة جارية يمكن تجنبها.	BB	Ba	BB
احتمال نسبي مرتفع للتعثر. مع إمكانية حالية للقدرة على دفع الفوائد وأصل القرض.	B	B	B
إمكانية حالية للتعثر، مع الحاجة لمناخ أعمال ومناخ اقتصادي ملائم للقدرة على دفع الفوائد وأصل القرض.	CCC	Caa	CCC
مخاطر ائتمانية عالية على عدم القدرة لتسديد الفائدة وأصل القرض، مع إمكانية حدوث حالة تعثر.	CC	Ca	CC
تشير إلى تعثر قادم، مع عدم إمكانية تحسن التصنيف.	C	C	C
تحقق حالة التعثر، أو أن المعنى قد تم تصنيفه كمتعثر فعلاً.	DDD		D
	DD		
	D		
تشير إضافة هذه العلامات إلى إمكانية تصنيف كل من التصنيفات أعلاه (داخلياً) إلى مستويات مرتفعة ومنخفضة.	+ / -		+ / -
إضافات للفئات (Aa) إلى (B). تسمح تمييز هذه الفئات داخلياً: يشير (1) للأفضل، و(3) للأسوأ.		3 و 2 و 1	

مستمدة من: Santos, 2015; Tichy, 2011; Katz, 2008

وينبع مصدر اهتمام الحكومات الرئيسي للحصول على التصنيف الائتماني المرتفع إلى أهمية هذا التصنيف للحصول على قروض من الأسواق المالية الدولية، من خلال إصدار سندات حكومية يتم تمويلها من قبل هذه الأسواق. إلا أن الأمر تطور، بعد ترابط الأسواق المالية الدولية، لتزداد حصة السندات المصدرة بالعملة المحلية، كمصدر للاقتراض، بالإضافة لتلك المصدرة بالعملة الأجنبية. إلا أن أحد شروط الحصول على قروض من خلال إصدار سندات هو التصنيف الائتماني المرتفع. ولذلك تسعى الحكومات للحصول على هذا التقييم بالنسبة للسندات المصدرة بالعملة المحلية والأجنبية. مع أهمية الإشارة هنا بأن مؤشرات التصنيف الائتماني السيادي على السندات بالعملة الأجنبية لا يمكن أن تفوق نظيرتها بالعملة المحلية، ويمكن أن تتعادل معها على أفضل تقدير. ويرجع السبب في ذلك أن الحكومات لديها العديد من الأدوات (المحلية) التي تستطيع من خلالها الوفاء بالتزاماتها، على سبيل المثال، لا الحصر، قدرتها في فرض الضرائب، وأحياناً إصدار نقود إضافية. وهو الأمر الذي لا يتوفر في حالة السندات المصدرة بالعملة الأجنبية.

ويقاس التصنيف الائتماني الجدارة الائتمانية Credit Worthiness لشركة أو لحكومة محلية، أو بلدية، أو بلد. وهو عبارة عن تقييم تقوم به مؤسسة متخصصة لتقييم مخاطر شراء ورقة مالية (سندات) اعتماداً على عدد من العوامل. ويعتمد التصنيف على حسابات معتمدة على الأصول والخصوم المالية الحالية والتاريخية. ويقوم التصنيف، بشكل عام، بتوفير معلومة للمقترض Lender، أو المستثمر، حول قدرة الجهة محلّ التصنيف على دفع التزاماتها المالية المتضمنة قيمة القرض وفوائده.

وبناءً على ذلك، تهتم هذه الورقة بموضوع وكالات التصنيف الائتماني، من حيث آليات عملها، وأهم الانتقادات الموجهة لها، مع ملاحظات ختامية تعكس أهم المحاور المرتبطة بالتعامل مع هذه الوكالات.

ثالثاً: مقاييس تقييم الجدارة الائتمانية

تهتم وكالات التصنيف الائتماني بتقييم الجدارة الائتمانية للدول والشركات المصدرة للسندات، بمعنى قدرة هذه الجهات على سداد الديون. وينعكس التصنيف الذي تقوم به هذه المؤسسات، إيجاباً أو سلباً، على ثقة المستثمرين في الجهات المصدرة للسندات. وغني عن القول بأنه كلما كان التصنيف إيجابياً كلما انعكس ذلك على قدرة الدولة أو الشركة في الاقتراض بأسعار فائدة أقل، والعكس صحيح. ومن المهم التأكيد بأن درجة التصنيف لا تعتبر دعوة لشراء أسهم وسندات ذات التصنيف المرتفع،

ويشير تصنيف الدرجة الاستثمارية Investment Grade، ضمن وكالات التصنيف، إلى السندات القادرة على تسديد التزاماتها. في حين يشير تصنيف الدرجة غير الاستثمارية Non-Investment Grade، ضمن وكالات التصنيف، إلى السندات غير المرغوب بها.

أما فيما يخص "توقعات التصنيف Outlook Rating" فيشير إلى الاتجاه المحتمل للتصنيف في الأجل المتوسط (بين 6 أشهر إلى سنتين) وعند تحديد هذه التوقعات يتم الاعتماد على العديد من الاعتبارات، مثل مناخ الاستثمار والأعمال، والأوضاع الاقتصادية المحتملة. ويشير "التوقع الإيجابي Positive Outlook"، والذي يعني إمكانية تحسّن التصنيف مستقبلاً، و"توقع مستقر Stable Outlook"، ويعني إمكانية استمرار التصنيف الحالي.

ووفقاً لقانون إصلاح وكالة التصنيف الائتماني، لعام 2006، فإن الجهات المشمولة بالتصنيف الائتماني هي (Public Law 109-291):

- أ. المؤسسات المالية، والوسطاء الماليون.
- ب. شركات التأمين.
- ت. الشركات المصدّرة للسندات.
- ث. المصدرون للأوراق المالية المدعومة بالأصول.
- ج. مصدّرو السندات الحكومية، والأوراق المالية البلدية، أو الأوراق المالية المصدّرة من حكومات أجنبية.

علماً بأن وكالات التصنيف تستخدم العديد من المؤشرات للحكم على الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية. وتشمل هذه المؤشرات، كما يوضح الجدول (3)، المؤشرات الخاصة بالأداء الاقتصادي الكلي، والمالية العامة، والديون، والقطاع المصرفي، والتمويل الخارجي، وسعر الصرف، والاعتبارات السياسية، والإطار المؤسسي، ومؤشرات أخرى.

ويوضح الإطار (2) عدداً من القوانين المنظمة لعمل وكالات الائتمان في الدول المتقدمة: الولايات المتحدة، والمجموعة الأوروبية، واليابان، وأستراليا، وكندا.

وبالإضافة إلى الحروف، تستخدم وكالة «ستاندرد وبورز»، ووكالة «فيتش» علامة (+) و (-) لتوضيح الوضع النسبي داخل تقييم كل درجة تصنيف. في حين تستخدم وكالة «موديز» أرقام 1 - 3 لتوضيح أن رقم (1) يشير إلى أعلى تقييم لكل درجة تصنيف، و(2) تقييم متوسط لكل درجة تصنيف، و(3) تقييم منخفض لكل درجة تصنيف. في حين يوضح الجدول (2) التصنيف المفصّل لوكالات التصنيف.

الجدول (2): التصنيف الائتماني المفصّل للوكالات

التوصيف الائتماني	فيتش		ستاندرد وبورز		موديز		
	قصير الأجل	طويل الأجل	قصير الأجل	طويل الأجل	قصير الأجل	طويل الأجل	
نوعية استثمارية	ممتاز Prime	AAA	+A-1	AAA	ممتاز 1- P-1	Aaa	
		AA+		AA+		Aa1	
		AA		AA		Aa2	
		AA		AA-		Aa3	
	نوعية مرتفعة	F1+	A+	A-1	A+	ممتاز 2- P-2	A1
			A	A	A2		
		F1	A-	A-2	A-		A3
			BBB+	BBB+	BBB+		Baa1
	نوعية متوسطة مرتفعة	F2	A-	A-2	A-	ممتاز 3- P-3	Baa2
			BBB+	BBB+	BBB+		Baa3
		F3		A-3	BBB		Ba1
					BBB-		Ba2
نوعية استثمارية	غير استثمارية وتتسم بالمضاربة	B	B	BB+	غير ممتاز Non-Prime (NP)	Ba1	
				BB		Ba2	
				BB-		Ba3	
				B+		B1	
				B		B2	
				B-		Caa1	
	غير استثمارية	C	CCC	C	CCC+	Caa2	
					CCC	Caa3	
					CC	Ca	
	نوعية غير استثمارية	C	CCC	C	C	C	
					DDD	/	D
					DD	/	/
	/		/			/	

- * ممتاز 1- (Prime-1): قدرة فائقة Superior على تسديد القرض.
- * ممتاز 2- (Prime-2): قدرة قوية Strong على تسديد القرض.
- * ممتاز 3- (Prime-3): قدرة مقبولة Acceptable على تسديد القرض.
- * غير ممتاز (NP): لا يمكن تصنيفه ضمن الفئات الممتازة الثلاث أعلاه.

الجدول (3) : مؤشرات مستخدمة من وكالات التصنيف الائتماني لتقييم الأداء الاقتصادي

فيتش	موديز	ستاندرد وويرز
<ul style="list-style-type: none"> - حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. - مدى اتساق السياسة النقدية والمالية ضمن إطار واضح. - استدامة النمو طويل الأجل. - تنافسية الاقتصاد. - مدى عمق الطلب على العملة المحلية. - القدرة على تطبيق السياسة «غير الدورية Countercyclical». - مكونات الحساب الجاري. 	<ul style="list-style-type: none"> - حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. - تلبية الناتج الإسمي طويلة الأجل. - حجم الاقتصاد. - تكامل الاقتصاد مع مناطق التجارة الحرة. 	<ul style="list-style-type: none"> - معدل ونمط النمو الاقتصادي. - مدى وكفاءة أداء السياسة المالية. - حجم ومكونات المدخرات والاستثمارات. - التوسع النقدي والائتماني. - سلوك الأسعار والدورة الاقتصادية.
<ul style="list-style-type: none"> - الأصول المالية العامة. 	<ul style="list-style-type: none"> - قدرة الحكومة على زيادة الضرائب، وتخفيض الإنفاق، وبيع الأصول، أو - الحصول على عملة أجنبية من الاحتياطي الرسمي. 	<ul style="list-style-type: none"> - الإيرادات/ النفقات الحكومية، والعجز. - مدى اتساق الوضع المالي مع العوامل النقدية والحارجية. - القدرة على زيادة وكفاءة ومرونة الإيرادات. - كفاءة الضغوط على الإنفاق. - حجم وسلامة التغطيات غير المالية العامة.
<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات المخاطر الكلية التحوطية. - نوعية النظام المصرفي والرقابة المصرفية. - التزامات العوارض للتطاع المصرفي. - الملكية الأجنبية في التطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> - قوة التطاع المصرفي. - التزامات العوارض في التطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> - مستوى الدين. - مدفوعات الفائدة والإيرادات. - هيكل الدين الحكومي. - ديناميكيات الدين. - مشروطيات الدين. - العنق المالي.
<ul style="list-style-type: none"> - درجة مرونة أسواق العمل. 	<ul style="list-style-type: none"> - مرونة التطاع المصرفي. - فعالية التطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> - الدين الحكومية الإجمالية والصافية والدين الخارجي الإجمالي والصافي. - حصة الفوائد من إجمالي المدفوعات. - الاستحقاق ومكونات العملات. - مدى انتعاش للتعرض الميسرة. - الاقتران من الأسواق الرأسمالية المحلية.

أخرى	الإطار المؤسسي	الاعتبارات السياسية	سعر الصرف	التمويل الخارجي	فيتش	موديز	ستاندرد وويرز
<ul style="list-style-type: none"> - معدلات الادخار. - درجة الانفتاح الاقتصادي. - التغطية السلبية. 	<ul style="list-style-type: none"> - درجة فعالية الحكومة. - الانفتاح على تدفقات رأس المال الدولي والتجارة الدولية. - بيئة الأعمال والحكم الرشيد. - محاربة الفساد. 	<ul style="list-style-type: none"> - مخاطر الحروب. - مدى شرعية النظم السياسية. - العلاقة مع المجتمع الدولي. 	<ul style="list-style-type: none"> - أنظمة سعر الصرف. - الدولار. 	<ul style="list-style-type: none"> - تدفقات رأس المال. - مدى رغبة غير التقييمين في المساهمة في التمويل وشراء الأصول المالية. - حصة الناتج المحلي المخصص للدين الخارجي. - كفاية الاحتياطي. 	<ul style="list-style-type: none"> - ديناميكيات ميزان المدفوعات. - الاحتياطيات من النقد الأجنبي. - درجة النفاذ للعملة الأجنبية. - مؤشرات التعرض للمخاطر الأجنبية. - أنظمة سعر الصرف. - الدولار. 	<ul style="list-style-type: none"> - ديناميكيات ميزان المدفوعات. - الاحتياطيات من النقد الأجنبي. - درجة النفاذ للعملة الأجنبية. - مؤشرات التعرض للمخاطر الأجنبية. - أنظمة سعر الصرف. - الدولار. 	<ul style="list-style-type: none"> - آثار السياسات النقدية والمالية على الحسابات الخارجية. - هيكل الحساب الجاري. - مكونات حساب رأس المال. - كفاية الاحتياطي. - مدى اتساق أنظمة سعر الصرف مع أهداف السياسة النقدية. - الدولار.
<ul style="list-style-type: none"> - الهزات الأرضية. - الأعاصير. - أزمات المضاربة. 	<ul style="list-style-type: none"> - الشفافية. - درجة الابتكار. - الاستثمار ورأس المال البشري. - احترام حقوق الملكية. 	<ul style="list-style-type: none"> - الحروب. - درجة الإجماع على النظام السياسي. - كفاءة ودرجة التنبؤ بالقرارات الحكومية. - درجة الشفافية. 	<ul style="list-style-type: none"> - درجة استقرار وشفافية المؤسسات السياسية. - المشاركة الشعبية بالقرارات السياسية. - الترتيب في القيادة السياسية. - الشفافية في القرارات الاقتصادية والأهداف. - الأمن العام. - المخاطر الجغرافية. 	<ul style="list-style-type: none"> - مخاطر الحروب. - مدى شرعية النظم السياسية. - العلاقة مع المجتمع الدولي. 	<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات المخاطر الكلية التحوطية. - نوعية النظام المصرفي والرقابة المصرفية. - التزامات العوارض للتطاع المصرفي. - الملكية الأجنبية في التطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> - مؤشرات المخاطر الكلية التحوطية. - نوعية النظام المصرفي والرقابة المصرفية. - التزامات العوارض للتطاع المصرفي. - الملكية الأجنبية في التطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> - ازدهار وتنوع، وتوجهات الأسواق. - التفاوت في الدخل. - العمالية وتأثير العوامل غير المرتبطة بالسوق. - درجة مرونة أسواق العمل.

رابعاً: وكالات التصنيف والأزمة المالية

لعل أهم صفات الأزمة المالية لعام 2008، هي، أنها بدأت في البلدان المتقدمة، الولايات المتحدة أساساً، مع عدم مسؤولية أغلب البلدان الأخرى. وبقدر تعلق الأمر بالتصنيف الائتماني، فقد بدأ بالانخفاض، وبشكل واضح، بدءاً من ربيع عام 2008، مع خفض في التصنيف، وبشكل أكثر وضوحاً، بدءاً من سبتمبر من نفس العام. إلا أن هذا الخفض لم يتسم بالمساواة بين مختلف أقاليم العالم الاقتصادية. ففي الوقت الذي استمر به إقليمي أمريكا اللاتينية، والشرق الأوسط بالتمتع بتصنيفات إيجابية (قبل وبعد انهيار أو إفلاس بنك ليمان برذرز (Leman Brothers)، شهدت أغلب الأسواق الناشئة مرونة مرتفعة للتكيف مع الأزمة. في حين شهد الإقليم الأوروبي أداءً سيئاً بسبب الأزمة. وقد انعكس ذلك، بشكل واضح على حالة اليونان حيث تم تخفيضها بأربع مراتب من قبل وكالة "موديز" في يونيو 2010، مع وضع البلد تحت المراجعة بهدف إجراء المزيد من الخفض. وهو الأمر الذي يعكس ضعف التقييم الخاص بأفاق Outlook الاقتصاد (أنظر القسم الثاني).

أما فيما يخص العوامل الأساسية وراء تحديد مرتبة التصنيف المتبعة من قبل وكالات التصنيف الرئيسية الثلاث، فإنها تختلف من إقليم لآخر (أنظر الجدول (2) حول تعاريف العوامل الأساسية التي يعتمد عليها تحديد مرتبة التصنيف). ووفقاً لـ (Tichy, 2011) فإن عوامل المالية العامة (مثل العجز)، والدين (استدامة الدين) قد ساهمت بأهم الأسباب في خفض مرتبة التصنيف، يليها معدل النمو. في حين ساهمت عوامل مثل الشروط المالية الخارجية، والعوامل السياسية في تحديد آفاق التصنيف باتجاه الارتفاع. وذلك خلال فترة الأزمة المالية 2007 - 2010.

إن تواضع، إن لم يكن، فشل وكالات التصنيف الائتماني في التنبؤ، من خلال تصنيفات الآفاق Outlook، بالأوضاع الاقتصادية والملاءة المالية لمصدري الأوراق المالية، يُثير السؤال حول سبب الفشل أو القصور. ووفقاً إلى (Larrain et. al, 1997) فإن هذه الوكالات تعتمد على تحقق الحدث Event بدلاً من توقع حدوثه. كما أنها تعتمد على منح السياسات الاقتصادية الدورية Procyclical (أي السياسات الهادفة إلى خفض الإنفاق وقت الكساد، والعكس وقت الراج). ومن المهم الإشارة هنا إلى المساهمة التحليلية لـ (Tichy, 2011)، والتي توضح سلوك واتجاه تقييم التصنيف الائتماني لعدد من الدول الأوروبية قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية لعام 2008، ومحاولة استنتاج عدد من القواعد والمبادئ وراء مثل هذا التقييم. حيث يتم التمييز هنا بين ثلاث مراحل لتقييم التصنيف الائتماني لأربعة بلدان هي: إيرلندا، واليونان، والبرتغال، وإسبانيا. أنظر الشكل (1):

الإطار (2): أهم القوانين المنظمة لعمل وكالات التصنيف الائتماني في الدول المتقدمة

الولايات المتحدة:

- يخول قانون إصلاح وكالات التصنيف الائتماني لعام 2006، هيئة الأوراق المالية وتبادل العملات تخوله لتنظيم عمل الوكالات، ويفرض على الوكالات ما يلي:
- وجود مجلس إدارة يتكون نصفه على الأقل من مستقلين، مع وجود واحد، على الأقل، من ضمنهم ممن يستخدمون خدمات الوكالة.
- إمكانية تقييم الوكالة من قبل خبراء.
- ممارسة الهيئة لدورها في منع تضارب المصالح.
- فرض وجود نظام داخلي قائم على الشفافية والتدقيق والمساءلة.
- فرض غرامات في حالة عدم الالتزام بالقواعد المقررة.

أوروبا:

- قامت المفوضية الأوروبية عام 2008 بتشكيل لجنة لتقييم أعمال وكالات الائتمان، وأصدرت إجراءات المنظمة عام 2013، ومن ضمن هذه الإجراءات:
- منع الوكالات من تقديم خدمات استشارية.
- لا يمكن للوكالة تقديم تصنيف بدون معلومات كافية.
- يجب الإفصاح عن المنهجية والنماذج المستخدمة في التصنيف.
- أهمية التمييز بين الأنواع المختلفة من التصنيفات من خلال رموز معينة.
- أهمية وجود عدد اثنين، على الأقل، من المدراء (المستقلين) في مجلس الإدارة، على أن لا يكون مصدر روايتهم مستمد من ممارسة أعمال التصنيف.

اليابان:

- وفقاً لقانون الأدوات المالية المعدل عام 2009، فإنه لا بد أن تتسم وكالة التصنيف الائتماني بـ:
- الاستقلالية عن الجهة المستفيدة من التصنيف.
- ضمان عدالة والتنوع المرتفعة لمعايير وآليات التصنيف.
- ضمان الشفافية.

إستراليا:

- أصبح لزاماً، منذ يناير 2010، على وكالات التصنيف الائتماني الحصول على رخصة الخدمات المالية الأسترالية. ومن ضمن شروط هذه الرخصة، ضمن أخرى، منع تضارب المصالح بين الوكالات والمستفيدين من التصنيف، ووجود أنظمة إدارة المخاطر، وإصدار تقارير سنوية تشير إلى الالتزام بالمعايير المقررة، والإفصاح عن الإجراءات والمنهجية المتبعة في التصنيف. مع التعرض للمساءلة القانونية في حالة عدم الالتزام بالمعايير المقررة.

كندا:

- قامت هيئة مدراء الأوراق المالية الكندية، عام 2012، بتحديث المقترحات الهادفة إلى ضبط ومراقبة عمل وكالات التصنيف الائتماني. ومن هذه المقترحات أن يكون للوكالات «قواعد سلوك» معينة مستمدة من «المنظمة الدولية لمفوضيات الأوراق المالية IOSCO»، وأن تصدر إجراءات تمنع تضارب المصالح، وتمنع سوء استخدام المعلومات، في تعيين «ضباط امتثال Compliance Officers»، وإصدار تقارير سنوية.

المصادر: Polk, 2010 ; EC, 2013; Financial Service Agency website; ASIC, 2009; CSA, 2012.

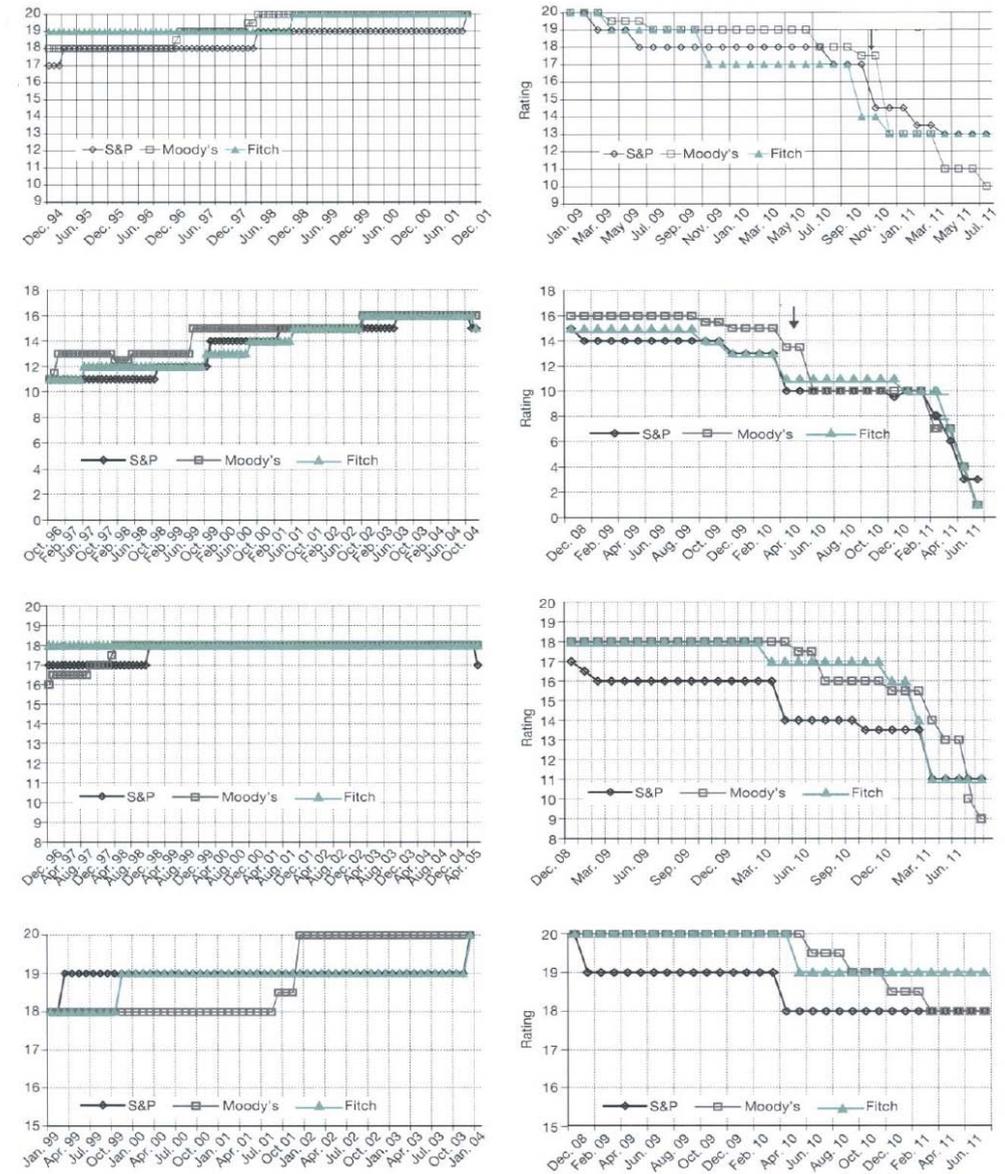
2012.

- مرحلة ارتفاع التقييم خلال تسعينات القرن الماضي.

- مرحلة استقرار التقييم حتى عام 2009.

- مرحلة انخفاض التقييم بشكل معتدل ثم متسارع منذ منتصف عام 2010.

الشكل (1): مراحل التصنيف الائتماني لعدد من الدول الأوروبية قبل وبعد الأزمة المالية لعام 2008



واعتماداً على المرحلة الأولى فإن كافة وكالات التقييم الثلاث قامت بتقييم الأربعة بلدان الأوروبية بأعلى التصانيف حيث وصلت إيرلندا، والبرتغال، واسبانيا إلى تصنيف (AAA) للأعوام 1998، و 2003 و 2004، تبعاً. في حين وصلت اليونان إلى تصنيف A+/A1 عام 2003. وكان هذا التصنيف المرتفع نتيجة لدخول هذه البلدان لمنطقة اليورو Eurozone: إيرلندا: 1999، والبرتغال، واسبانيا، واليونان: 2001. الأمر الذي ساهم برفع مخاطر تقلبات سعر الصرف (رغم استمرار مخاوف الفشل في سداد الديون، حيث أن اتفاقية الاتحاد الأوروبي استبعدت بند الإنقاذ Bail-out Clause) ويمكن القول بأن التقييم المرتفع لتصنيف اليونان، والبرتغال، على أسس متساهلة مع هذين البلدين حيث لم تطبق عليهم الشروط الخاصة بمؤشرات عضوية الاتحاد النقدي. فعلى سبيل المثال طلبت منظمة التعاون الأوروبي مرونة أكبر في الأجر الحقيقي، وضغط الأجور الحكومية في حالة اليونان، كما انتقدت زيادة القروض الخاصة في البرتغال (الناتجة عن انخفاض أسعار الفائدة). كما لاحظت المنظمة ارتفاع عجز الموازنة، وعجز الحساب الجاري لكلا البلدين (أنظر الجدول (4) الخاص بهذه المؤشرات لليونان، والبرتغال، مقارنة مع منطقة اليورو، وتقييمات وكالات التصنيف الائتماني الثلاث لهذه الدول والمنطقة في ظل هذه المؤشرات). علماً بأنه رغم ارتفاع معدل نمو اليونان، إلا أنها لم تتمكن من عجز الموازنة، والديون الحكومية، وعجز الحساب الجاري. علماً بأن البرتغال كان لديها مشاكل أقل، مقارنة باليونان، إلا أن عجزها في الحساب الجاري كان واضحاً، مع ضعف في المدخرات العائلية (كما هو الحال مع اليونان). وفي ظل قيم هذه المؤشرات غير المشجعة (والتي تشاركها بها اسبانيا وإيرلندا أيضاً) لليونان والبرتغال عند بدء عضويتها في منطقة اليورو، فإن التقييم المرتفع للوكالات الثلاث للوضع الائتماني لهذه البلدان لا يعكس أدائها الاقتصادي، بقدر ما يعكس تساهلاً. ويمكن تلمس نفس معايير التقييم المتساهلة، وغير المبررة بقيم المؤشرات الواردة بالجدول (4)، والشكل (1)، حتى نوفمبر 2008 في حالة اليونان، وحتى مارس 2010 في حالة البرتغال (وحتى مارس 2009 في حالة إيرلندا). وحتى في حالة عدم تقييم آثار انهيار مصرف "ليمان برذرز" في سبتمبر 2008، تقييماً سليماً، إلا أن الأداء التنافسي لليونان والبرتغال (وكذلك اسبانيا وإيرلندا) بدأ بالتدهور منذ 2006. حيث يلاحظ، بالإضافة للمؤشرات المشار إليها أعلاه، بأن تكلفة الوحدة Unit Cost (والتي تشير إلى إجمالي النفقات لإنتاج وحدة واحدة من المنتج. وتشمل هذه النفقات: كافة التكاليف الثابتة، والمتغيرة) قد ارتفعت أكبر من تلك السائدة في منطقة اليورو، مع ارتفاع عجز الحساب الجاري بأكثر من الضعف.

الجدول (4): بعض المؤشرات الأكثر ملاءمة لأغراض التصنيف الائتماني

المؤشرات 2002	اليونان			البرتغال			منطقة اليورو		
	2008	2010	2002	2008	2010	2002	2008	2010	2008
عجز الموازنة/ الناتج المحلي الإجمالي	-4.8	-7.7	13.6	-2.9	-2.8	-9.4	-0.5	-4.1	-11.2
الدين الحكومي/ الناتج المحلي الإجمالي	102	99	144	54	66	94	52	40	63
عجز الحساب الجاري/ الناتج المحلي الإجمالي	-6.5	-14.6	-11.2	-7.7	-11.6	-10	-3.3	-9.7	-5.5
المخزونات العائلية/ الناتج المحلي الإجمالي	-	0 (2007)	-	-	0.7 (2007)	-	-	3.6 (2007)	-
التفويض العائلية/ الناتج المحلي الإجمالي	-80	-	-125	-	-	-	-	-	-
تكلفة الوحدة	-	1.3	5.3	-	0.2	2.3	-	1.1	2.6
فروقات أسعار الفائدة	-0.2	-0.5	-6.7	-0.1	-0.2	-1.9	0	-0.1	-0.9
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	-	6.4 (2007-2002)	0.5 (2010-2008)	-	4 (2007-2002)	-0.5 (2010-2008)	-	7.2 (2007-2002)	-0.5 (2010-2008)
تصنيف وكالات	A2	A2	Ba1	Aa2	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa1
موديز									
ستاندرد وپورز	+A	+A	+BB	AA	AA	-A	AAA	AAA	AA
فيتش	A	A	-BBB	AA	AA	+A	+AA	AAA	+AA

المصدر: Tichy, 2011

وفي ظل هذه التطورات السلبية للمؤشرات الاقتصادية لهذين البلدين، وكذلك اسبانيا وإيرلندا بدرجة أقل، قياساً بدول منطقة اليورو، فإن تقييم وكالات التصنيف الائتماني، بالقيم الواردة بالجدول (4)، يعتبر محل استغراب. وهو الأمر الذي يعكس ضعف التنبؤ بـ (أفاق Outlook) الاقتصادات محل التقييم. علماً بأن تصنيف الوكالات لهذين البلدين بدأ باتجاه التخفيض المعتدل بدءاً من نوفمبر 2008 (بالنسبة لليونان)، وبتأخر من مارس 2008 (بالنسبة للبرتغال). وأن أسباب هذا التخفيض المعتدل قد اعتمدت على سلوك الأسواق، ولم تعمل هذه التقييمات كقائفة للسوق. علماً بأن فروقات أسعار الفائدة على السندات الحكومية Spreads قد وصلت إلى أقل مستوى بين عامي 2005 و2007، ثم ارتفعت منذ عام 2009 ولتصل أعلاها عام 2010. وبدأت وكالة "ستاندرد وپورز" بتخفيض تصنيف اليونان، باعتدال، في يناير 2009، تبتعتها وكالة "فيتش" في أكتوبر 2009، ثم وكالة "موديز" في ديسمبر 2009. وهو ما يعتبر تخفيضاً متأخراً، خاصة وأن هذا التخفيض تركّز في إبريل 2010، وخريف 2011. علماً بأن تخفيض إبريل 2010 قد جاء استجابة لإعلان البنك المركزي الأوروبي عن "قواعد ضمانات Collateral Rules" جديدة، وبعد أن شهدت أسعار الفائدة فروقاً كبيرة، مقارنة مع منطقة اليورو. وتؤكد هذه التطورات بأن وكالات التصنيف تتبع اتجاهات مؤشرات الأسواق، ولا تساهم في قيادة هذه التوجهات (أحد المهام الرئيسية لوكالات التصنيف هي أنها تقدم تقييم للجدارة الائتمانية لصالح "المستثمرين" بناءً على تقييم أوضاع "المصدرين" للأوراق المالية، السندات، أساساً).

خامساً: تطورات أسعار النفط وتصنيف بلدان مجلس التعاون لدول الخليج العربية

شهدت بلدان مجلس التعاون، شأنها شأن البلدان المصدرة للنفط، ومنذ الربع الأخير من عام 2014، تطورات غير مشجعة في مجال انخفاض سعر برميل النفط. حيث وصل قاع سعر البرميل إلى حوالي 28 دولار/برميل، بعد أن وصل خلال عام 2013 إلى سعر جاوز المئة دولار. وبطبيعة الحال انعكست هذه التطورات في أسعار النفط على الأداء الاقتصادي خاصة الحساب الجاري، ومن ثم الموازنة العامة للدولة، والتأثيرات الأخرى على الأداء الاقتصادي. وبقدر تعلق الأمر بتقييم التصنيف الائتماني يوضح الجدول (5)، أدناه، آخر تقييمات وكالة «موديز»، الأكثر انتشاراً في المنطقة، الخاصة بدول مجلس التعاون الست.

الجدول (5): آخر التقييمات الخاصة بتصنيف الائتماني والتوقعات لدول مجلس التعاون: وكالة «موديز»

الدولة	التقييم	
	التوقعات	التصنيف الائتماني
دولة الإمارات العربية المتحدة	سلبي (Negative)	Aa2
المملكة العربية السعودية	مستقر (Stable)	تخفيض من Aa3 إلى A1
دولة قطر	سلبي (Negative)	Aa2 (بدون تغيير)
سلطنة عُمان	مستقر (Stable)	تخفيض من (Aa) إلى (Baa1)
مملكة البحرين	سلبي (Negative)	تخفيض من Ba1 إلى Ba2
دولة الكويت	سلبي (Negative)	Aa2 (بدون تغيير)

المصدر: Moody's Investors Service, 2016

وفي إطار تعامل بلدان مجلس التعاون مع وكالات التصنيف الائتماني، لاسيما «موديز» الأكثر انتشاراً، بالمنطقة، فمن المهم الإشارة إلى عدد من الملاحظات في هذا المجال:

(أ) لا ينكر أن هناك فوائد متبادلة بين دول المجلس، ووكالات التصنيف، خاصة في فترات انخفاض أسعار النفط، والحاجة المتزايدة للتعامل مع الاقتراض الخارجي كأحد البدائل لتمويل عجز الموازنة. وبالتالي فإن هناك فائدة من تقييمات الوكالات الإيجابية في مجال الحصول على تمويل من أسواق المال العالمية. وذلك لاعتماد هذه الأسواق على تقارير الوكالات كأحد المصادر الرئيسية للجدارة الائتمانية للدول المتقدمة للحصول على قروض. وما يترتب على التصنيف الائتماني الإيجابي من خفض في تكلفة الحصول على التمويل، وخفض لمخاطر السداد. وعادة ما يتم هدف انخفاض تكلفة التمويل أو الاقتراض من خلال دقة علاوة المخاطر (تخفيض هذه العلاوة مع انخفاض إمكانية تعثر التسديد، والعكس صحيح). علماً بأن وكالات التصنيف، وكجزء من مهامها، هي التي تقوم بمهمة تقصي الحقائق اللازمة لتحديد المخاطر وإمكانيات التعثر من عدمها.

(ب) إن من شأن وجود وكالات للتصنيف الائتماني أن يساعد في استمرار وجود الحافز على أهمية تطبيق مؤشرات حوكمة الشركات وإصدار التشريعات والأنظمة الملائمة التي تساعد في تحسين الملاءة المالية للشركات، ولعمل الموازنة والمالية العامة.

(ج) ومن المهم الإشارة، هنا، بأنه في ظل توجه دول المجلس نحو القطاع الخاص لقيادة جهود التنمية، التذكّر بأن علاقة شركات القطاع الخاص في أغلب، إن لم يكن جميع، دول المجلس، لم تكن علاقة مباشرة وقوية في مجال تصنيف الوضع الائتماني لهذا القطاع. وتعود هذه الحقيقة أساساً لتعامل هذه الشركات مع القطاع المصرفي المحلي أساساً، كمصدر رئيسي للتمويل، وعدم اللجوء للتمويل الخارجي إلا في أضيق الحدود. وارتبطت علاقة القطاع الخاص بوكالات الائتمان، فقط، من خلال تصنيف المصارف ومؤسسات التمويل المحلية، عند حاجتها للتعامل مع أطراف تمويل دولية. إلا أن انخفاض أسعار النفط، وما قد يمثله من ضغوط على السيولة المحلية المتوفرة لدى القطاع المصرفي المحلي، مستقبلاً، قد تعزز الحاجة لتعامل شركات القطاع الخاص مع وكالات الائتمان، في حالة لجوئها للتمويل الدولي.

(د) إلا أن هذه الحاجة المستقبلية، وربما الحالية، لخدمات وكالات الائتمان لا تعفي من أهمية الدعوة لإصلاح آليات عمل هذه الوكالات، لاسيما الصفة شبه الاحتكارية التي تعمل في ظلها، وبالشكل الذي ترتب على توصيف سوق عملها على أنه «احتكار قلة». وهنا من المهم، أيضاً الاستفادة مما ورد في تقييم المفوضية الأوروبية لأعمال هذه الوكالات (أنظر 2010، ABS). وذلك سواء من حيث وجود أعضاء مستقلين في مجال إدارات الوكالات، والالتزام بقواعد السلوك الصادرة من "مفوضية المنظمات الدولية للأوراق المالية IOSCO" والتي صدرت بشأن الوكالات بعد فشلها في تقييم أوضاع شركتي "Anron، وورلد كوم World Com" عام 2004. خاصة فيما يتعلق بضمان عدم وجود ظاهرة تضارب المصالح، والتدقيق الداخلي، وشفافية النماذج المستخدمة في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية، وأهمية ادخال قواعد السلوك الخاصة بمفوضية المنظمات الدولية للأوراق المالية، المشار إليها أعلاه، ضمن قواعد سلوك وكالات التصنيف الائتماني.

سادساً: درجة الثقة بالتصنيفات الائتمانية

بناءً على خبرة وكالات التصنيف الائتماني مع عدد من الدول الأوروبية، والمشار إليها في القسم (الثالث)، وغيرها من التحفظات، عادةً ما تُثار قضية درجة الثقة بالتصنيفات الصادرة من وكالات التصنيف، خاصة أثناء وبعد الأزمات، مثل أزمة نهاية التسعينات من القرن الماضي في بلدان شرق آسيا، والأزمة المالية العالمية عام 2008 وتوابعها. علماً بأن درجة المصادقية والثقة تعتبر أحد العوامل الرئيسية للحكم على الاستقرار الاقتصادي ودرجة ثقة المستثمرين في التعامل مع ديون بلد معين (البلد المصدر للسندات). وفي هذا المجال، يمكن الإشارة إلى عدد من الانتقادات المرتبطة بمدى الثقة بهذه التصنيفات، منها:

(أ) اعتمدت وكالات التصنيف، عند بداية أعمالها، على تحميل المستثمرين بتكاليف إجراء التقييم الخاص بالمخاطر. إلا أنها تحولت في منتصف القرن العشرين إلى تحميل مصدري الأوراق المالية (السندات) تكاليف تقييم نوعية ومصادقية هذه الأوراق. وهو الأمر الذي أدخلها في ساحة تضارب المصالح.

(ب) في محاولة وكالات التصنيف التخلص من الوكالات الصغيرة، قررت الوكالات الكبيرة الاندماج بهدف تحقيق أكبر معدل للأرباح، والسيطرة على الأسواق المالية. الأمر الذي

ساهم في خلق ظاهرة احتكار القلة Oligopoly (كما أشاروا (Baresa et. al, 2012). لم توضح مفوضية الأوراق المالية والعمولات الأمريكية (SEC)، أسباب رفض تسجيل الوكالات الأخرى بالمفوضية، وتسهيل مهام الوكالات الكبرى. علماً بأن هناك عشر وكالات مسجلة ضمن المفوضية، فقط).

(ج) تتعامل وكالات التصنيف، أيضاً، بتقييم وتقديم اقتراحات خاصة بهيكل رأس المال الخاص بنفس الشركات التي تتعامل معها في مجال التصنيف الائتماني. وهو ما يشكل مظهر واضح لتضارب المصالح. ولحل هذه الإشكالية، عادةً ما تلجأ وكالات التصنيف لتكليف فريق لإجراء مهمة تقييم هيكل رأس المال، في حين تكلف فريق آخر لإجراء التصنيف الائتماني.

(د) تشير وكالات التصنيف الائتماني، ضمن آليات عملها، بأنها غير مسؤولة عن الأضرار الناتجة من أخطاء في تقييم التصنيف.

(هـ) والأهم من ذلك أن الهدف الرئيسي لوكالات التصنيف هو تحقيق الربح، في حين أن ما يجب أن يكون هدفاً رئيسياً هو: عمل الوكالة كمنظم للسوق Market Regulator. ورغم الإسهامات للوكالات، بعد أزمة عام 2008، بأنها فشلت في إدارة الأعمال، إلا أن ذلك لا يمكن أن يُقال في مجال تحقيق الأرباح. فقد حققت، بعد الأزمة، مكاسب من جراء تقييم السندات المدعومة بالرهن العقاري Mortgage Backed Securities، وتقييم ضمانات الديون Collateral Debt Obligations، تقدر بثلاث أضعاف ما حققت من جراء تقييم إصدار السندات الحكومية (غير المرتبطة بالأزمة). وفي حالة عدم تقييم هذه الوكالات لضمانات الديون لتصنيف (AAA)، فما كان لها أن تحصد هذه الأرباح (المصدر السابق).

سابعاً: وكالات التصنيف الائتماني وبعض مؤسسات التمويل الدولية

لعل من أهم مؤسسات التمويل الدولية ذات العلاقة بعمل وكالات التصنيف الائتماني هي بنك التسويات الدولية، والذي يصدر الضوابط والتعليمات الخاصة بسلامة القطاع المصرفي، مثل بازل (II) و بازل (III). وكذلك صندوق النقد الدولي الذي يهتم بالملاءة المالية للدول المقترضة، ودور الوكالات في بيان هذه الملاءة.

وعند الإشارة لموقف مؤسسة مالية أخرى عريقة، أي صندوق النقد الدولي، فإنه يرى (IMF, 2010) أن العديد من أنشطة القطاع الخاص في مجال صناديق التقاعد، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، تلجأ إلى وكالات التصنيف الائتماني عندما تتخذ قرارات الاستثمار الخاصة بشراء، أو عدم شراء، الأوراق المالية من (المصدرين). كما أن البنوك المركزية تستخدم خدمات هذه الوكالات عندما تطبق سياسات الضمان، وإمكانات تأثر الاستقرار المالي من خلال اللجوء إلى المبيعات الاضطرارية أو ما يطلق عليه "آثار المنحدر Cliff Effects" في مجال تسعير الأوراق المالية (بسبب التغير الحاصل في توزيع الأصول اعتماداً على إرشادات الوكالات الائتمانية، لتصبح دون المرتبة الاستثمارية، أنظر الجدول (2) حول مفهوم التصنيفات الاستثمارية وغير الاستثمارية. ويعتقد صندوق النقد الدولي بأهمية تصنيف الوكالات في تسعير الائتمان السيادي. كما يعتقد بأن "آثار المنحدر" تبلغ ذروتها عندما ينخفض التصنيف ليصل إلى دون المرتبة الاستثمارية. ويستشهد الصندوق، بقدر تعلق الأمر بالجانب الجيد للتصنيفات، بأن (المصدرين) الخاضعين للتصنيف من قِبل الوكالات المعنية، والذين لم يسدوا التزاماتهم تجاه الأوراق المالية المصدرّة من قبلهم، منذ عام 1975، قد تمّ تصنيفهم دون المرتبة الاستثمارية في السنة السابقة على عدم السداد (الأمر الذي يعكس كفاءة التصنيف). إلا أن الصندوق، يقترح، من جانب آخر، عدد من السياسات للتخفيف من الآثار السلبية التي يمكن أن تتسبب بها تصنيفات وكالات الائتمان، من حيث التأثير السلبي على الاستقرار المالي: (أ) قيام البنوك المركزية بإنشاء وحدات خاصة لتحليل الائتمان عندما تتسلم أصول مضمونة Collateral تتضمن مخاطر ائتمانية ضمنية Embedded Credit Risks. (ب) إنشاء وحدات للإشراف على عمل وكالات التصنيف، بنفس الصرامة التي تعمل بها وحدات الإشراف والرقابة المصرفية. (ج) أهمية توفير المزيد من المعلومات لـ (المستثمرين). كما يقترح الصندوق أهمية محاربة تضارب المصالح الناتجة عن آلية نموذج "الدفع مسؤولية جهة الإصدار Issuer Pay". وذلك من خلال الإفصاح عن أي تصنيفات دولية يتم الحصول عليها، والآلية المفضّلة لتسديد المقابل لقاء إصدار التصنيف الائتماني.

ثامناً؛ استنتاجات وتوصيات

لا يوجد شك بأن ضمان الجدارة والمصدقية الائتمانية لأي بلد هو أمر ضروري، رغم أنه غير كافٍ، للحصول على التمويل اللازم خاصة في فترات الكساد، أو العجز المالي. وأن ضمان هذه المصدقية يجب أن لا يكون مرهون بشكل مطلق، بتقييم وكالات التصنيف الائتماني، ضمن آلية عملها

ويتناول بنك التسويات الدولية دور الوكالات من خلال الإشارة إلى دور التصنيف الائتماني في تحقيق شروط كفاية رأس المال في القطاع المصرفي، حسب المنهج الوارد في اتفاقيات بازل (والتي تهتم أساساً بتوفير عدد من الإصلاحات على شكل نسب مالية مطلوب الالتزام بها لضمان إدارة سليمة للمخاطر ومراقبة مصرفية جيدة). وتتضمن هذه النسب وضع حدود دنيا، ووفق إطار زمني يمتد من 2013 إلى 2019. ويوضح الجدول (6) النسب المستهدفة الخاصة بالأداء المصرفي خلال الفترة المذكورة. آخذين بعين الاعتبار بأن معايير بازل (III) جاءت كرد فعل للأزمة المالية عام 2008، بعد إفلاس العديد من المصارف، رغم أن بعضها قد كان محل تقييم إيجابي من قبل بعض وكالات التصنيف.

الجدول (6): متطلبات الحد الأدنى لبعض النسب، حسب مقترحات بازل (III)

(%)	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
الحد الأدنى لنسبة رأس المال / حقوق المساهمين	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4	3.5
رأس مال التحوط	2.5	1.88	1.25	0.63			
الحد الأدنى لحقوق المساهمين + رأس مال التحوط	7	6.38	5.75	5.13	4.5	4	3.5
الحد الأدنى لرأس المال الفئة (1)	6	6	6	6	6	5.5	4.5
الحد الأدنى من إجمالي رأس المال	8	8	8	8	8	8	8
الحد الأدنى من إجمالي رأس المال + رأس مال التحوط	10.5	9.88	9.25	8.63	8	8	8

المصدر: Stewart, 2011.

وقد أوضحت معايير بازل (III) بأن عدد من المصارف لم يكن لديه رأس مال كافٍ يبرر المخاطر التي اتخذتها المصارف في العديد من القرارات المصرفية. وذلك بهدف تحسين مقترحات بازل (II) بهدف تقوية الملاءة المالية للمصارف. فعلى سبيل المثال رفعت معايير بازل (III) متطلبات رأس المال (% من الأصول المرجحة بالمخاطر) في حالة الأسهم العادية من (2%) وفقاً لبازل (II) إلى (4.5%) وفقاً لبازل (III)، كما رفعت رأس المال الأساسي (T1) من (4%) إلى (6%)، ورأس المال الاحتياطي من (8%) إلى (10.5%). إن من شأن هذه التعديلات في النسب والمتطلبات المالية، والمطلوب الانتهاء منها عام 2019 أن تكون محلاً لتقييم وكالات التصنيف كأحد المعايير الأساسية الواردة لتقييم القطاع المصرفي (باعتبار أن هذا التقييم جزء من المؤشرات المستخدمة من وكالات التقييم، أنظر الجدول (3).

الحالي. وذلك بفعل عاملين مهمين، ضمن عوامل أخرى، وهما: الصفة الاحتكارية، أو احتكار القلة، التي تعمل ضمنها أهم ثلاث وكالات، وشبه تضارب المصالح بين مصدرى الأوراق المالية (السندات أساساً)، والوكالات. بالإضافة إلى عوامل أخرى مرتبطة بمدى شفافية المعلومات، والنماذج المستخدمة، والتدقيق الداخلي، واستقلالية أعضاء مجالس الإدارة، وغيرها. لذا فإنه في ظل ما ورد في الورقة، وما هو متداول من تحفظات على عمل هذه الوكالات، يمكن الإشارة إلى عدد من الملاحظات التقويمية يمكن إجمالها بالتالي:

(أ) أن انتعاش نشاط وكالات التصنيف الائتماني، الذي بدأ، كما أشارت الورقة، منذ عام 1909، بعد صدور تمرير قانون «كلاس-ستيغال Glass-Steagall» عام 1933. وما ترتب على هذا القانون، ضمن أمور أخرى، من عدم السماح للمصارف في الاستثمار بشراء سندات تصنف على أنها «تضاربية Speculative»، إلا بعد أن يتم تصنيف ملائم (وعلى أن تحصل هذه السندات على صفة التصنيف «الاستثماري»، أنظر الجدول 2). وفي عام 1936 تم تعميم ضمان التصنيف الملائم للأوراق المالية على الأنشطة الأخرى، بالإضافة للمصارف. وبعدها تم انتشار عمل وكالات التصنيف الائتماني، بالقانون. إلا أن عام 1975 قد شهد قيام مفوضية الأوراق المالية وعمليات البورصة (SEC) الأمريكية بإعطاء الصفة شبه الاحتكارية، احتكار القلة، للثلاث وكالات في مجال التصنيف الائتماني («موديز»، و«ستاندرد وبورز»، و«فيتش») بالإضافة إلى المنظمة المسؤولة عن التصنيف الخاص بالمشروعات الحكومية (NRSRO). وهو الأمر الذي خلق ظاهرة الاحتكار، وحد من ظاهرة المنافسة.

(ب) ولغرض التخلص من ظاهرة الاحتكار لابد من كسره. وذلك من خلال البحث عن آلية لا يترتب عليها فرض التعامل مع وكالات تتصف بالاحتكار وتوسيع فرص التعامل مع جهات أخرى تضمن التحقق من الملاءة المالية. ومن ضمن الآليات المقترحة (من خلال جهات متخصصة)، مثل الاتفاق على آلية لتسجيل الأوراق المالية، والاتفاق على معايير تحكم رؤوس الأموال والصناديق العاملة بالسوق، وذلك من خلال مؤسسات التمويل المحلية المعترف بها دولياً. مع أهمية الأخذ بنظر الاعتبار بأن دخول عدد كبير من مؤسسات التصنيف، في ظل المنافسة، قد يقلل من المصداقية في التصنيف، وأن الاحتكار قد يترتب عليه ارتفاع تكلفة التصنيف، وعدم الشفافية. لذا وجب الوصول إلى وضع أمثل يسمح لعدد أمثل من الوكالات بالعمل، وبالشكل الذي يمنع الاحتكار، ويسمح بالمساءلة والشفافية، وتقليل التكاليف (Malik, 2014).

(ج) لا يوجد اتفاق عام وقوي على المتغيرات التي تحدد وضع التصنيف لبلد معين فوفقاً ل (UNCTAD, 2008)، وبعد مسح تجارب عدد من الدول، والدراسات ذات العلاقة، أشار مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية إلى أن: حصة الفرد من الدخل، ونمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ونسبة الاحتياطيات الأجنبية، ما عدا الذهب، من الواردات، ورصيد الحساب الجاري للناتج المحلي الإجمالي، ومستوى التنمية الاقتصادية، تفسر أكثر من (90%) من وضع التصنيف الائتماني. وأن وضع العجز/ الفائض بالموازنة، خلال الثلاث سنوات السابقة لسنة تقييم الوضع الائتماني، لا تمثل أهمية. وهو الأمر الذي يثير الكثير من الأسئلة حول ماهية العوامل الرئيسية المسؤولة عن الوضع الائتماني، عدا تلك العوامل التي يتم الاعتماد عليها في الوكالات الثلاث الرئيسية.

(د) وبقدر تعلق الأمر بما يُثار حول نقص الشفافية المرتبطة بأعمال الوكالات، فإنه يقترح العودة إلى قواعد السلوك المشار إليها من قبل «المنظمة الدولية لمفوضات الأوراق المالية IOSCO». والتي تنص على: (i) على كل وكالة أن تفصح كيفية التعامل مع كل بند من بنود قواعد السلوك. (ii) على الوكالة أن تفسر كيف تتسق أو تختلف كل قاعدة من قواعد السلوك مع ما ورد في قواعد السلوك الخاصة بالمنظمة. وهو الأمر الذي سوف يساعد «مصدرى» الأوراق المالية، وكذلك «المستثمرين» في التعرف على مدى التزام الوكالة المعنية بقواعد السلوك الخاصة بالشفافية (أنظر: IOSCO, 2004).

(هـ) ينشأ تضارب المصالح من خلال عرض الوكالة المعنية لخدمات استشارية لمصدر الورقة المالية، وعدم إمكانية المصدر رفض شراء هذه الخدمات خوفاً من التأثير سلباً على تقييم الوكالة. أو قد ينشأ تضارب المصالح من خلال قيام وكالة تصنيف معينة باتباع أسلوب «القرص أو الخبز Notching» القائم على خفض تصنيف إصدار معين، يخص جهة مصدره معينة، لم تتم الوكالة بالتعاقد بتقييمه، أو ما يطلق عليه «التصنيف بدون دعوة مسبقة Unsolicited Rating». وهو الأمر الذي يجبر المصدر على التماس تصنيف أوراق مالية من الوكالة المعنية، لم يكن في النية دعوتها للقيام بالتصنيف. وهنا يشير تقرير آخر صادر من المنظمة الدولية لمفوضي الأوراق المالية (IOSCO, 2003)، إلى أن الوكالة المتعاملة مع المصدر يجب أن لا تتأثر بوجود مصالح الأعمال الحالية أو المحتملة بين الطرفين. ونفس الشيء يسري على المصدر، ووجود عدم تأثره. علماً بأن وكالتي «موديز»، و«ستاندرد وبورز» قد أدمجت هذه القواعد ضمن قواعد السلوك الخاصة بها.

المراجع الانجليزية

- Moody's Investors Service, 2016, Lower Oil Prices Have Dented Most Credit Profit, Adjustment Challenges Ahead, Sector Comment, 27 MAY.
- Asian Development Bank Institute (ADB), 2010, The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective, ADBI Working Paper Series No. 188, January.
- Australian Securities and Investments Commission (ASIC), 2009, Consent to Quote Credit Rating in Disclosure Documents and PDSs, September.
- Bank for International Settlements (BIS), 2011, Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking System, Revised Version, Basel.
- Baresa, S., S. Bogdan, and S. Ivanovic, 2012, Role, Interests Critics of Credit Rating Agencies, UTMS Journal of Economics, Vol. 3, No. 1.
- European Commission, 2013, Regulation No. 462/2013 of the European Parliament and the Council of 21 May 2013 Amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on Credit Rating Agencies.
- Financial Service Agency, Introduction to Regulation for CRAs<www.fsa.go.jp>.
- International Monetary Fund (IMF), 2010, Global Financial Stability Report, Washington, D.C.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2004, Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies, December, Madrid.
- Katz, L., 2008, Rating Agencies and Their Methodologies, Standard & Poor's, Seminar, Senior Bank Supervisors from Emerging Economies, World Bank/IMF/ Federal Resource System, Washington, D.C., October 21.
- Larrian, G., H. Reisen, and J. Maltzan, 1997, Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings, OECD Development Center, WP No. 124, April.
- Malik, K., 2014, Is The Competition the Right Answer? A Case for Credit Rating Agencies, London School of Economics, Public Sphere.

(و) من المهم الالتزام بما ورد في "لجنة بازل حول الإشراف والرقابة المصرفية" بشأن وكالات التصنيف الائتماني. حيث أكدت على أهمية دمج قواعد السلوك الخاصة بمفوضية المنظمة الدولية للأوراق المالية (IOSCO). وكذلك أشارت اللجنة لأهمية تقييم البنوك للأوراق المالية الحديثة والمستمدة من "التوريق أو التسنييد"، أنظر حول تفاصيل مقترحات اللجنة: Bank for International Settlements. 2011. بالإضافة إلى أهمية الإشارة إلى وجهات نظر صندوق النقد الدولي المشار إليها أعلاه فيما يخص أداء وكالات التصنيف الائتماني. ورغم الدور الإيجابي الذي يراه الصندوق لهذه الوكالات. إلا أنه يرى أهمية إعادة النظر في الجانب الرقابي على أداء هذه الوكالات، والتأكد من عدم وجود ظاهرة تضارب المصالح. بالإضافة إلى أهمية أخذ معايير بازل بنظر الاعتبار.

صدر عن هذه السلسلة :

- 1 - مواءمة السياسات المالية والتنقديّة بدولة الكويت لظروف ما بعد التحرير
د. يوسف الابراهيم ، د. أحمد الكواز
- 2 - الأوضاع والسياسات السكانية في الكويت بعد تحريرها
د. ابراهيم العيسوي (محرر)
- 3 - إعادة التعمير والتنمية في الكويت
د. عمرو محي الدين
- 4 - بعض قضايا الإصلاح الاقتصادي في الأقطار العربية
د. جميل طاهر ، د. رياض دهايل ، د. عماد الامام
- 5 - إدارة الموارد البشرية وتخطيط التعليم والعمالة في الوطن العربي
د. محمد عدنان وديع
- 6 - حول مستقبل التخطيط في الأقطار العربية
د. ابراهيم العيسوي
- 7 - مشاكل التعليم وأثرها على سوق العمل
د. محمد عدنان وديع
- 8 - أهداف التنمية الدولية وصياغة السياسات الإقتصادية في الدول العربية
د. علي عبد القادر علي
- 9 - تحديات النمو في الاقتصاد العربي الحديث
د. عماد الإمام
- 10 - هل تؤثر السياسات الاقتصادية الكلية على معدلات نمو الدول العربية؟
د. علي عبد القادر علي
- 11 - الصيرفة الإسلامية : الفرص والتحديات
د. محمد أنس الزرقا
- 12 - دور التجارة العربية البيئية في تخفيف وطأة النظام الجديد للتجارة
اعداد : د. محمد عدنان وديع ، تحرير : أ. حسان خضر
- 13 - العولمة وقضايا المساواة في توزيع الدخل في الدول العربية
اعداد : د. علي عبد القادر علي
- 14 - السياسات الكلية وإشكالات النمو في الدول العربية
اعداد : أ. عامر التميمي ، تحرير : د. مصطفى بابكر

Moosa, I. 2015(a), Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation, Palgrave Macmillan.

Moosa, I. 2015(b), The Regulation of Credit Rating Agencies: A Realistic View, Journal of Banking Regulation, 12 August.

Polk, D., 2010, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Public Law 109-291, 2006, Credit Rating Agency Reform Act, Congressional Record, Vol. 152, USA.

Santos, K., 2015, Corporate Credit Ratings: A Quick Guide, The Association of Corporate Treasurers, UK.

Sicilia, D., 2011, Roots of Credit Agency Shortcomings, Center for Financial Policy (CFP), University of Maryland, May 24 <<http://blogs.rhsmith.umd.edu/financialpolicy/coomentry/roots-of-credit-rating-agency-shortcomings>>.

Stewart, C., 2011, Regulatory Capital Management and Reporting: The Impact of Basel III, Risk Strategies for Basel III Compliance and Beyond Extracting Busier Value from Regulatory Change, The Institute of Banking, Riyadh, 30 November.

The Canadian Securities Administrators C, 2012, Designated Rating Organizations, 25-101.

The Economist, 2011, Making Financial Markets Less Reliant on Rating Will Not Be Straightforward, 13 August.

Tichy, G., 2011, Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of Problem, Center for European Studies (CEPS), Brussels.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2008, Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Development Countries, Discussion Paper No. 186, January, Geneva.

- 15 - الجودة الشاملة وتنافسية المشروعات
إعداد: أ.د. ماجد خشبة ، تحرير : د. عدنان وديع
- 16 - تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية
إعداد: د. عماد موسى، تحرير : د. أحمد طلفاح
- 17 - الأضرار البيئية والمحاسبة القومية المعدلة بيئياً : إشارة لحالة العراق
إعداد: د . أحمد الكواز
- 18 - نظم الإنتاج والإنتاجية في الصناعة
إعداد: م . جاسم عبد العزيز العمّار، تحرير: د. مصطفى بابكر
- 19 - اتجاهات توزيع الإنفاق في الدول العربية
إعداد: د . علي عبدالقادر علي، تحرير: د. رياض بن جليلي
- 20 - هل أضاعت البلدان العربية فرص التنمية؟
إعداد: د . أحمد الكواز
- 21 - مآزق التنمية بين السياسات الاقتصادية والعوامل الخارجية
إعداد: د . أحمد الكواز
- 22 - التنمية وتمكين المرأة في الدول العربية
إعداد: د .علي عبد القادر
- 23 - العولة والبطالة: تحديات التنمية البشرية
إعداد: د .محمد عدنان وديع
- 24 - اقتصاديات التغير المناخي: الآثار والسياسات
إعداد: د .محمد نعمان نوفل
- 25 - المرأة والتنمية في الدول العربية: حالة المرأة الكويتية
إعداد: د .رياض بن جليلي
- 26 - البطالة ومستقبل أسواق العمل في الكويت
إعداد: د .بلقاسم العباس
- 27 - الديمقراطية والتنمية في الدول العربية
إعداد: د .علي عبدالقادر علي
- 28 - بيئة ممارسة أنشطة الأعمال ودور القطاع الخاص
إعداد: د .أحمد الكواز
- 29 - تأثير سياسات الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر على قدرة الدول العربية في جذب هذه الاستثمارات لتحقيق أهدافها التنموية
إعداد: أ .منى بسيسو
- 30 - الإصلاح الضريبي في دولة الكويت
إعداد: د .عباس المجرن
- 31 - استهداف التضخم النقدي: ماذا يعني لدول مجلس التعاون؟
إعداد: د .وشاح رزاق
- 32 - الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج
إعداد: د .وشاح رزاق
د .إبراهيم أونور
د .وليد عبد مولاة
- 33 - استخدام العوائد النفطية
إعداد: د .محمد إبراهيم السقا
- 34 - السوق الخليجية المشتركة
إعداد: د .أحمد الكواز
- 35 - الاقتصاد السياسي لعدم المساواة في الدول العربية
إعداد: د .علي عبدالقادر علي
- 36 - الضرائب، هبة الموارد الطبيعية وعرض العمل في الدول العربية ودول مجلس التعاون
إعداد: د .بلقاسم العباس
د .وشاح رزاق
- 37 - إندماج إقتصادي إقليمي أم دولي: الحالة العربية
إعداد: د .أحمد الكواز
- 38 - التجارة البينية الخليجية
إعداد: د .وليد عبد مولاة
- 39 - تطوير الأسواق المالية التقييم والتقلب اعتبارات خاصة بالأسواق الناشئة
إعداد: أ. آلان بيفاني
- 40 - تقييم التجربة التنموية لدول مجلس التعاون الخليجي
إعداد: د .أحمد الكواز
- 41 - قياس كفاءة بنوك دول مجلس التعاون الخليجي
إعداد: د .إبراهيم أونور
- 42 - مُحددات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل إلى الدول العربية
إعداد: د .وليد عبد مولاة

- 43 - رأس المال البشري والنمو في الدول العربية
إعداد: د . بلقاسم العباس
د. وشاح رزاق
- 44 - لماذا لم تتحول أغلب البلدان النامية إلى بلدان متقدمة ترموياً؟
إعداد: د . أحمد الكواز
- 45 - حول حل معضلة بطالة المتعلمين في البلدان العربية
إعداد: د . حسين الطلافحه
- 46 - سجل التطورات المؤسسية في الدول العربية
إعداد: د . حسين الطلافحه
- 47 - المسؤولية الاجتماعية ومساهمة القطاع الخاص في التنمية
إعداد: د . وليد عبدمولاه
- 48 - البيئة الاستثمارية ومعوقات نمو المنشآت الصغيرة والمتوسطة: حالة دولة الكويت
إعداد: د . ايهاب مقابله
- 49 - التدريب أثناء الخدمة لشاغلي الوظيفة العامة: دراسة حالة لواقع التجربة الكويتية
إعداد: د . فهد الفضالة
- 50 - التكامل الاقتصادي: آليات تعزيز التعاون الاقتصادي العربي
إعداد: د . نواف أبو ش مالة

الآراء الواردة في هذا الإصدار تعبر عن رأي المؤلف وليس عن رأي المعهد

المعهد العربي للتخطيط بالكويت

صندوق البريد 5834 صفاة 13059 دولة الكويت

☎ : 24844061 24843130 (965) : 24842935 (965)

✉ : api@api.org.kw - www.arab-api.org

تابعونا:     

