

المحددات الاقتصادية والمؤسسية للتصنيف الائتماني السيادي: دراسة قياسية لمجموعة من الدول الناشئة خلال الفترة (1998-2020)

تغريد حسوبة¹، نجوى سمك²، سنية أمين نايل³، سلوى عبد العزيز⁴

¹ مدرس الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة

المراسلة: taghreedhassouba@feps.edu.eg

taghreedhassouba@cu.edu.eg

² أستاذ الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة
وكيل كلية الاقتصاد والعلوم السياسية للدراسات العليا، جامعة المستقبل

³ باحث اقتصادي، محور شؤون المكتب الفني، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مجلس الوزراء، مصر

⁴ أستاذ الاقتصاد المساعد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة

The Macroeconomic and Institutional Determinants of Sovereign Credit Rating: Empirical Evidence from Emerging Countries (1998-2020)

Taghreed Hassouba¹, Nagwa Samak², Sania Amin Nayel³, Salwa AbdelAziz⁴

¹ Assistant professor of Economics, Faculty of Economics and Political Sciences, Cairo university
Correspondence: taghreedhassouba@feps.edu.eg
taghreedhassouba@cu.edu.eg

² Professor of Economics, Faculty of Economics and Political Sciences, Cairo University
Vice dean for Post-graduate studies, Faculty of Economics and Political Sciences, Future University

³ Economic Researcher, Technical Office Unit, IDSC, Egyptian Cabinet, Egypt

⁴ Associate professor of Economics, Faculty of Economics and Political Sciences, Cairo University

DOI: 10.21608/ijppe.2023.310113

URL: <http://doi.org/10.21608/ijppe.2023.310113>

تاريخ استلام البحث: 2023/6/4، وتاريخ قبوله: 2023/7/10

توثيق البحث: حسوبة، تغريد؛ سمك، نجوى؛ نايل، سنية؛ عبد العزيز، سلوى. (2023). المحددات الاقتصادية والمؤسسية للتصنيف الائتماني السيادي: دراسة قياسية لمجموعة من الدول الناشئة خلال الفترة (1998-2020). *المجلة الدولية للسياسات العامة في مصر*, 2(3)، 12-48.

المحددات الاقتصادية والمؤسسية للتصنيف الائتماني السيادي: دراسة قياسية لمجموعة من الدول الناشئة خلال الفترة (1998-2020)

المستخلص

يُعَدُّ التصنيف الائتماني السيادي المصنف من قبل وكالات التصنيف الدولية أمراً مهماً للغاية للدول من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأموال من السوق الدولية، ومن ثمَّ جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث يُستدل من التصنيف الائتماني السيادي لدولة ما على مستوى مخاطر مناخ الاستثمار فيها؛ لذا يلجأ المستثمرون في الغالب إلى توظيف التصنيفات التي حدتها وكالات التصنيف الائتماني كمؤشر إرشادي يحدد الجدارة الائتمانية للدول المختلفة. ومن ثمَّ، تبحث هذه الدراسة في محددات التصنيف الائتماني السيادي المختلفة الاقتصادية والمؤسسية في الأسواق الناشئة خلال الفترة من 1998 إلى 2020. وقد أجريت هذه الدراسة على 19 سوقاً ناشئة تمتاز بالعديد من التغيرات الاقتصادية خلال فترة الدراسة؛ مما يجعلها مجالاً خصباً لاستخلاص النتائج والإضافة البحثية في هذا المجال. وفي هذا الإطار، اعتمدت الدراسة في تحقيق هدفها على التصنيف الائتماني السيادي للوكالات العالمية الثلاث (موديز، وستاندرد آند بورز، وفيتش)، وسعت للوصول إلى الإجابة عن التساؤل البحثي الرئيس: "ما أهم المحددات الاقتصادية والمؤسسية للتصنيف الائتماني السيادي لمجموعة من دول الأسواق الناشئة؟ وكيف تستطيع الأسواق الناشئة تحسين تلك التصنيفات؟" استناداً إلى المنهج القياسي في التحليل باستخدام نموذج Ordered Probit Model؛ وذلك نظراً لطبيعة المتغير الخاص بالتصنيف الائتماني السيادي، الذي يتم تحويله كمياً لدرجات مُرتَّبة. وكشفت نتائج الدراسة عن أهمية المتغيرات الاقتصادية الكلية في تحديد درجات التصنيف الائتماني السيادي للأسواق الناشئة؛ إذ توصلت إلى أهمية نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونصيب الدين الخارجي كنسبة من إجمالي صادرات السلع والخدمات والاحتياطيات الأجنبية، والمحددات المؤسسية في تحديد درجة التصنيف الائتماني السيادي للدول محل الدراسة باختلاف درجة المعنوية الخاصة بتلك المتغيرات في الوكالات الثلاث، كما توصلت الدراسة إلى عدم معنوية سعر صرف عملات الدول مقومة بالدولار في تحديد التصنيف الائتماني السيادي للدول سواء في الأجل القصير أو الطويل. وفي هذا الصدد، تضع الدراسة مجموعة من المقترحات لصانعي القرار من أجل رفع التصنيف الائتماني، ومنها: أهمية تحسين معدلات النمو الاقتصادي، ودعم زيادة تدفقات النقد الأجنبي لدعم الاحتياطي النقدي، فضلاً عن محاولات السيطرة على معدلات التضخم وارتفاع الأسعار من خلال آليات السياسة النقدية المختلفة.

الكلمات الدالة: التصنيف الائتماني السيادي، المحددات الاقتصادية، المحددات المؤسسية، اقتصادات الأسواق

الناشئة، دراسة تطبيقية

المقدمة

يُعدُّ التصنيف الائتماني السيادي المصنّف من قِبَل وكالات التصنيف الدولية أمرًا مهمًّا للغاية للدول من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأموال من السوق الدولية، ومن ثَمَّ جذب الاستثمارات الأجنبية؛ حيث يُستدل من التصنيف الائتماني السيادي لدولة ما على مستوى مخاطر مناخ الاستثمار فيها، لذا يلجأ المستثمرون في الغالب إلى توظيف التصنيفات التي تحددها وكالات التصنيف الائتماني كمؤشر إرشادي يحدد الجدارة الائتمانية للدول المختلفة. ومن الجدير بالذكر أن التصنيف الائتماني السيادي لوكالات التصنيف الائتمانية يلعب دورًا مهمًّا في تحديد وجهات نظر المستثمرين ووكالات التمويل الدولية نحو درجة المخاطر المحتمل التعرض لها، وذلك مقارنة بالوضع في حالة غياب التصنيف الائتماني، وتتعدد الجهات المستفيدة من التصنيف الائتماني السيادي؛ حيث يُعدُّ في حد ذاته هدفًا؛ إذ تسعى دول ومؤسسات وشركات مالية كثيرة ومختلفة إلى الحصول على درجات فيه تعزز من دورها في جذب الأموال والاستثمارات، والحفاظ على استقرار الأسواق المالية، وأداء دورها بشكل فعّال، والتخلص من أسباب يمكن أن تُخل بهذا الاستقرار.

وبصفة عامة يؤثر التصنيف الائتماني السيادي المنخفض بشكل سلبي على النمو في اقتصاديات الدول، ولا سيما الأسواق الناشئة، لأنه يزيد من تكلفة الاقتراض اللازمة لتحقيق معدلات النمو المطلوبة؛ فيمكن أن يكون لأزمات الائتمان السيادية تأثير سلبي على النمو الاقتصادي العالمي لأنها تؤثر على السوق المالية العالمية. وتسعى الدول دائمًا إلى الحصول على تصنيف ائتماني سيادي جيد؛ لضمان الحصول على دين بحجم وفائدة وتاريخ استحقاق وشروط ضمنية جيدة.

إذ يُعدُّ التصنيف الائتماني للديون السيادية أحد المحددات المهمة لمعدل الفائدة على الإقراض، بحيث إذا استطاعت أن تحصل دولة ما على تصنيف جيد من طرف وكالات الائتمان السيادي 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 مع درجة التصنيف الممنوحة؛ حيث إنه كلما تمتعت الدولة بتصنيف ائتماني سيادي أعلى استطاعت الحصول على فترات استحقاق أكثر طولًا (Cheng et al., 2015).

تتضمن التصنيفات الائتمانية السيادية عددًا كبيرًا من المحددات الاقتصادية والسياسية والمؤسسية التي تستخدمها وكالات التصنيف الائتماني السيادي الثلاثة: (موديز، فيتش، ستاندرد آند بورز) على مستوى العالم،

وكل من هذه المحددات يتكون من عدد المتغيرات التي تعطي أوزاناً محددة لتحديد تقييم الدول. كما تتحدد الجدارة الائتمانية للحكومة من خلال مقدرتها على الاستدامة في خدمة ديونها الخارجية، والوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير في المواعيد المحددة لها دون حاجتها إلى إعادة جدولة تلك الديون، أو أن تتعثّر في سداد ديونها، وهذا يتم من خلال استخدام تلك القروض في مجالات استثمارية مُنتجة تعزز من قيمة الصادرات، أو تعمل على إنشاء صناعات إحلال الواردات؛ من أجل توليد مصادر إضافية للدخل تسهم في خدمة الديون والالتزامات الخارجية (النجار، 2017).

ومن الجدير بالذكر أن وكالات التصنيف الائتمانية للديون السيادية تقوم بعملية التصنيف الائتماني من خلال منهجية التصنيف الخاصة بها، والتي تتضمن شبكة معقدة من العوامل الكميّة والنوعيّة لتحديد مخاطر الائتمان السيادي وإصدار التصنيف، ويُعبّر تحليل المخاطر السيادية عن مزيج متكامل من العوامل الكميّة والنوعيّة التي تقيس الملاءة المالية، والسيادية، والقدرة على سداد الديون المستحقة (زعتري، 2011).

إلا أنه لا يوجد نموذج موحد شامل يمكن أن يحدد جميع العوامل التي تؤثر على الملاءة المالية السيادية، والعوامل التي تأخذها وكالات التصنيف الائتماني في الاعتبار من أجل إعطاء درجة التصنيف الائتماني السيادي. ومع ذلك، اتفق على عوامل أساسية تشكل أساس تحليل الائتمان السيادي، وهي: فعالية المؤسسات والحوكمة والمخاطر الأمنية (تتبع في التقييم المؤسسي)، والهيكلة الاقتصادية وآفاق النمو (التقييم الاقتصادي)، والسيولة الخارجية ووضع الاستثمار الدولي، ومقيمون خارجيون، والأداء المالي والمرونة وكذلك عبء الديون (التقييم المالي)، والمرونة النقدية (التقييم النقدي)، كما أنه وفقاً لوكالات التصنيف العالمية تتمثل أهم المحددات الاقتصادية في: النمو الاقتصادي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ومؤشرات الدين العام، والاحتياطات الأجنبية، وميزان المدفوعات، بالإضافة إلى المحددات المتعلقة بالاستدامة.

وبناءً على ما تقدم، ونظراً لأهمية التصنيف الائتماني السيادي والمحددات المؤثرة فيه، جاءت الدراسة لتُسهم في سد هذه الفجوة البحثية؛ إذ تهدف إلى تناول المحددات الحاكمة للتصنيف الائتماني السيادي، وتحليلها قياسياً في مجموعة من دول الأسواق الناشئة خلال الفترة (1998 - 2020)، رغبةً في تحديد أكثر المتغيرات ارتباطاً بتقلب درجات التصنيف الائتماني السيادي، وأبرز معوقات تحسّنها، وصولاً إلى عدد من التوصيات اللازمة لتحسين ذلك التصنيف لما له من دور مهم في حشد مصادر التمويل والاستثمارات لمختلف دول العالم.

ووفقاً لما عُرض، تتمثل القيمة المضافة للدراسة في محاولتها لتحديد أهم العوامل والمحددات التي تؤثر على التصنيف الائتماني السيادي للدول، إذ إنها سعت إلى كشف مصدر هذه المؤثرات من خلال استخدام نموذج قياسي ببيانات مجمعة (Panel Data) لعدد من الدول الناشئة - تلك التي تتضمن دولاً إفريقية من ضمنها مصر، فضلاً

عن دول آسيوية، ودول من أمريكا الجنوبية، ودول أوروبية- رغبة في الوصول إلى أهم المحددات التي تسهم في تغيير درجات التصنيف الائتماني السيادي سلبيًا و/أو إيجابًا، والخروج بعدد من المقترحات الداعمة لتعزيز تصنيفات تلك الدول، أملًا في تسهيل وصولها إلى أسواق التمويل الدولية، وجذب الاستثمارات.

ومن الجدير بالذكر أن اختيار الدول محل الدراسة -في حد ذاته- يُعدُّ إسهامًا بحثيًا؛ ذلك لأنها تقع تحت مظلة مجموعة الأسواق الناشئة، تلك الأسواق ذات الدخل المتوسط والتي أخذت تتكامل سريعًا مع الأسواق العالمية، وتعرضت لعددٍ من الأزمات المختلفة جعلتها محل اهتمام دائم لوكالات التصنيف الائتماني السيادي، فقد كانت العينة المختارة من الدول متنوعة بالقدر الذي يسمح باستخلاص نتائج يمكن تعميمها على صعيد الدول الناشئة بأكمله، هذا من ناحية. من ناحية أخرى فهي دول ذات مشكلات في تصنيفها الائتماني، وتعاني من عدم استقراره، وربما تسعى الدراسة بتحليلاتها ومقترحاتها إلى دعم التصنيف الائتماني بها بما يُسهم في حل قدر من التحديات التي تواجهها هذه الدول.

يُضاف إلى ذلك أن الحقبة الزمنية (1998 - 2020) التي اعتمدت عليها الدراسة في نمذجة البيانات والخروج بنتائج هي حقبة حديثة، ولم تتعرض لها الأدبيات السابقة بمجموعة الدول المختارة نفسها.

وأخيرًا، أضافت هذه الدراسة استخلاص نموذج قياسي للتنبؤ استنادًا إلى (Wooldridge, 2019) مبني على نتائج ومقدرات النموذج الأصلي بالدراسة (نموذج البيانات المجمعة - Panel Data)، ومن خلاله تسعى إلى محاولة الوصول إلى أهم التغيرات المطلوبة في المحددات الاقتصادية والمؤسسية المؤثرة في التصنيف الائتماني السيادي؛ لانتقال مجموعة الدول محل الدراسة من درجة المخاطرة إلى الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي.

وفي إطار تحقيق هذا الهدف، تنقسم الدراسة إلى ستة أقسام رئيسة بدأت بمقدمة الموضوع البحثي، ويستعرض القسم الثاني أهمية الدراسة وتوضيح الإشكالية البحثية، ثم تُعرض أهم الأدبيات المتناولة لمحددات التصنيف الائتماني السيادي في القسم الثالث، ويتضمن القسم الرابع عرض منهجية الدراسة والنموذج القياسي، وتنتهي الدراسة في قسمها الخامس والأخير بعرض أهم النتائج مع مجموعة من المقترحات الداعمة لصانع القرار فيما يتعلق بتحسين التصنيف الائتماني السيادي.

أهمية الدراسة والإشكالية البحثية

إن تزايد الاهتمام بالتصنيف الائتماني السيادي في الآونة الأخيرة كان له الأثر في محاولات سعي الدول إلى سلامة أوضاعها المالية وتحسين تصنيفها الائتماني؛ لما لذلك من دور بارز في تعميق وتوسيع الأسواق المالية لها، فضلاً عن اعتماد المستثمرين على درجات التصنيف الائتماني السيادي بصفته مؤشراً لمدى قدرة الحكومات على استرجاع الأموال التي قاموا باستثمارها، ومدى قدرتهم على تحقيق أرباح؛ ما يساعد الدول على جذب رؤوس الأموال، وتحسين معدلات نموها الاقتصادي.

وبناء عليه، تسعى هذه الورقة البحثية إلى تقديم إسهام للحقل البحثي من خلال تناول موضوع مهم وحيوي بالتركيز على تناول المحددات المختلفة -سواء الاقتصادية أو المؤسسية- الحاكمة والمؤثرة في التصنيف الائتماني السيادي، وتحديداً في مجموعة من دول الأسواق الناشئة خلال الفترة (1998 - 2020)، مع تقديم رؤية تحليلية حول جدوى الاستعانة بالتصنيف الائتماني السيادي لتعزيز الثقة الائتمانية لتلك الدول، وذلك من خلال الاستناد إلى نموذج قياسي كدراسة تطبيقية لتلك الدول والوصول إلى أهم المتغيرات التي تسهم في تغيير درجات التصنيف الائتماني السيادي سلبيًا و/أو إيجابيًا؛ للخروج بعدد من المقترحات الداعمة لتعزيز تصنيفات تلك الدول، أملاً في تسهيل وصولها إلى أسواق التمويل الدولية وجذب الاستثمارات، لا سيما في ظل التغيرات الاقتصادية الهائلة التي شهدتها الاقتصاد العالمي عامةً، والدول محل الدراسة خاصةً -خلال فترة الدراسة- والتي تتضمن دولاً إفريقية وآسيوية ودولاً من أمريكا الجنوبية، ودولاً أوروبية.

وانعكاساً للخلفيات التي ذُكرت، تحاول الدراسة الإجابة عن التساؤل الرئيس التالي: "ما تأثير المحددات الاقتصادية الكلي والمحددات المؤسسية على التصنيف الائتماني السيادي لمجموعة من الدول الناشئة من قبل وكالات التصنيف الائتماني السيادي خلال الفترة 1998 - 2020؟ وإلى أي مدى يمكن تحسُّن تلك التصنيفات؟"

وينبثق من هذا التساؤل الرئيس، مجموعة من التساؤلات الفرعية هي كالتالي:

- ما أكثر المحددات والمتغيرات أهمية في تحديد التصنيف الائتماني السيادي للدول محل الدراسة؟
- هل تلعب المحددات المؤسسية دوراً في تحديد درجات التصنيف الائتماني السيادي لمجموعة دول الأسواق الناشئة محل الدراسة؟

- هل تختلف درجة معنوية المحددات الاقتصادية والمؤسسية للتصنيف الائتماني السيادي من وكالة لأخرى؟
- ما الإجراءات والسياسات المتبعة لرفع التصنيف الائتماني السيادي للدول؟

مراجعة الأدبيات

تستعرض الدراسة في هذا الجزء تحليل مجموعة من الدراسات التطبيقية السابقة التي اهتمت بالموضوع محل الدراسة، وتعتمد المراجعة النقدية للأدبيات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة في منهجيتها على تحليل نتائج كل دراسة، وكذلك القيمة المضافة لأبرز الدراسات التي تناولت الموضوع، وأوجه الاستفادة منها في وضع فرضيات الدراسة ومنهجيتها، ويتم تقسيمها كما يلي:

دراسات تطبيقية اهتمت بأثر المحددات الاقتصادية على التصنيف الائتماني السيادي

دراسات تطبيقية اعتمدت على استخدام بيانات مقطعية

اتفقت دراسة Cantor and Paker (1996) في منهجيتها القياسية مع دراسة Rowland and Torres (2004)؛ إذ استندت الدراستان إلى البيانات المقطعية Cross Sectional Data باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS؛ لتحديد المعايير المختلفة المستخدمة في التصنيف الائتماني السيادي. واعتمدت الدراسة الأولى على تحليل ٤٩ دولة، وتوصلت إلى أهمية دخل الفرد، ونمو الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، والدين الخارجي، مع عدم معنوية تأثير الحساب الجاري على التصنيف الائتماني السيادي، وعلى الرغم من التوافق الكبير في معايير التصنيف من قبل الوكالتين أوضحت الدراسة أن وكالة ستاندرد آند بورز تعطي وزناً لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، بينما بالمقارنة تعطي وكالة موديز نصيباً أكبر للدين الخارجي.

أما الدراسة الثانية فشملت 50 دولة من الأسواق الناشئة، وتوصلت إلى أن الناتج المحلي الإجمالي للفرد والتضخم لهما تأثير معنوي موجب على التصنيف الائتماني، أما معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، ونسب الديون الخارجية (تأثير سالب)، ونسب خدمة الديون، ومستوى الاحتياطيات الدولية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فذات (تأثير موجب)، ولها دور كبير في تحديد التصنيف الائتماني السيادي لكلٍ من وكالتي ستاندرد آند بورز، وموديز، وانفتاح الاقتصاد، وجميعها عوامل مهمة في تصنيفات الائتماني السيادي.

أما دراسة Antonio (2003) فقد اتبعت المنهجية نفسها لـ 81 دولة صُنِّفَتْ إلى مجموعة من الدول المتقدمة والنامية باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS، وتوصلت إلى وجود ستة متغيرات حاکمة لتحديد التصنيفات الائتمانية السيادية: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الصادرات،

ومستوى النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم إلى جانب الاحتياطات الأجنبية والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. بالإضافة إلى ذلك، توصلت الدراسة إلى أن العوامل التي تؤثر على التصنيف الائتماني السيادي تختلف في الدول المتقدمة عن الدول النامية؛ حيث خلصت الدراسة إلى أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أبرز متغيرًا اقتصاديًا كان له تأثير مهم في البلدان المتقدمة والنامية معًا، بينما كان تأثير الدين الخارجي واضحًا للبلدان النامية فقط.

دراسات تطبيقية اعتمدت على استخدام بيانات السلاسل الزمنية

يُضاف إلى ذلك مجموعة أخرى من الدراسات التطبيقية التي تقوم باستخدام السلاسل الزمنية، فقد اتفقت نتائج دراسة Ahmad et al. (2009) مع دراسة Aras and Ozturk (2018)؛ حيث اهتمت كلتاهما باستخدام تقنيات السلاسل الزمنية التي تُعرف باسم نموذج تصحيح الأخطاء غير المقيد (Autoregressive distributed lag, ARDL).

قامت الدراسة الأولى بتحليل تأثير الدين الخارجي على التصنيف الائتماني السيادي من خلال دراسة العلاقة طويلة الأجل وقصيرة الأجل لمحددات التصنيفات الائتمانية السيادية في ماليزيا بالاعتماد على بيانات ربع سنوية خلال الفترة (1991 – 2004)، وتوصلت إلى أنه على المدى الطويل فإن زيادة معدل الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي يؤثر سلبًا على التصنيف الائتماني السيادي، كما أن ارتفاع خدمة الدين للصادرات يؤدي إلى خفض التصنيف الائتماني السيادي، ومعدل العائد على سندات الخزنة الأمريكية (3 أشهر) بما يؤثر معنويًا بعلاقة عكسية على التصنيف الائتماني السيادي.

أما الدراسة الثانية فقد انصبَّ اهتمامها على البحث في أثر المتغيرات الكلية على التصنيف الائتماني لتركيا، وقد أظهرت نتائج التحليل للدين الخارجي ومعدل التضخم ذات دلالة إحصائية مع التصنيف الائتماني السيادي لتركيا بحيث يعكس تزايدهما تدهور التصنيف الائتماني السيادي لها؛ ما يعني أنه إذا زاد التضخم أو الدين الخارجي ينخفض التصنيف.

وقامت دراسة عبد الفتاح (2017) بدراسة العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الحالة المصرية خلال الفترة (1996 – 2015) بالإضافة إلى تأثير بعض العوامل الأخرى، مثل: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، وسعر الصرف، وسعر الفائدة الحقيقي، ومعدل الانفتاح التجاري، وتوصلت إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين المتغيرات المستخدمة في النموذج والمتغير التابع؛ حيث إن ارتفاع التصنيف الائتماني لمصر يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في ضخ استثماراته، إذ أشارت النتائج إلى أن

تأثير التصنيف الائتماني السيادي على الاستثمار الأجنبي المباشر هو تأثير إيجابي؛ حيث إن تحسُّن التصنيف الائتماني يؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل ثبات العوامل الأخرى، باستثناء التضخم الذي ربطته علاقة سالبة مع الاستثمار الأجنبي المباشر، وهو ما يتفق مع النظريات الاقتصادية؛ حيث إن ارتفاع الأسعار يُقلِّل من القدرة التنافسية للصادرات المصرية.

دراسات تطبيقية اعتمدت على استخدام بيانات مقطعية عبر السلاسل الزمنية (بيانات مجمعة Panel Data)

ظهرت بعض الأدبيات التي ركزت على دراسة محددات التصنيف الائتماني السيادي باستخدام بيانات مجمعة (Panel Data) لدراسة العديد من محددات التصنيفات الائتمانية السيادية. على سبيل المثال، سعت (2002) Eliasson لدراسة التصنيفات الائتمانية السيادية ومحدداتها في الأسواق الناشئة من خلال اختيار 38 دولة في الفترة (1990 – 1999) وبالاعتماد على بيانات وكالة ستاندرد آند بورز، واختيار مجموعة من المؤشرات الكميَّة، وأظهرت النتائج المعتمدة على نموذج التأثيرات العشوائية وجود علاقة عكسية قوية بين تحسُّن الحساب الجاري وانخفاض التصنيف السيادي؛ ما يعني أن تحسُّن الحساب الجاري يؤدي إلى انخفاض التصنيف الائتماني السيادي للدولة، كما توجد علاقة عكسية بين معدل التضخم والتصنيف الائتماني السيادي، مع عدم معنوية الدين الخارجي كنسبة للصادرات، بينما توجد علاقة موجبة بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل النمو الاقتصادي مع التصنيف الائتماني، وأظهرت الدراسة أن معدل التغير في التضخم ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يؤثران -بشكل كبير- على تحديد التصنيف الائتماني السيادي.

ولقد اتفقت نتيجة الدراسة السابقة مع ما جاءت به دراسة Afonso et al. (2011) التي هدفت إلى تحليل محددات التصنيف الائتماني لوكالات التصنيف الدولية الثلاث الرئيسة: فيتش، وموديز، وستاندرد آند بورز، وذلك خلال الفترة (1995 – 2005)، بالإضافة إلى التمييز بين تلك التأثيرات في الأجل القصير والطويل بالاعتماد على متغيرات مفسرة، وهي: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والاحتياطي الأجنبي كنسبة من الواردات، والدين الخارجي كنسبة من الصادرات، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والدين الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، ومعدل البطالة، وكفاءة الحكومة، والتاريخ الافتراضي. واستُخدمت طرق الانحدار الخطي المتمثلة في التأثيرات العشوائية باستخدام نموذج الاحتمالات المرتبة (Ordered Probit Model)، وتوصلت النتائج إلى أن المعاملات قصيرة الأجل وطويلة الأجل للمتغيرات التفسيرية مختلفة تماماً؛ حيث توجد ثلاثة متغيرات جوهرية لها تأثير في المدى القصير على التصنيف السيادية، وهي: مستويات الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، ويرتبط المتغير بعلاقة موجبة مع التصنيف

الائتماني السيادي، كما أنه مهم للغاية لكل الوكالات، بينما يرتبط مستوى الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بعلاقة عكسية بحالة التصنيف الائتماني السيادي؛ حيث إن ارتفاعه يعني انخفاض درجات التصنيف، وكلما انخفض العجز في موازنة الحكومة تحسّن التصنيف، وهما متغيران أكثر أهمية لووكالة ستاندرد آند بورز. وعلى مستوى الأجل الطويل: فإن مستوى الدين الخارجي للصادرات، والاحتياطيات الخارجية للواردات، هما من العوامل معنوية التأثير على الوكالات الثلاث لتحديد التصنيفات السيادية.

أما دراسة Afonso et al. (2007) فقد هدفت إلى البحث في محددات التصنيفات الائتمانية السيادية لمجموعة من الدول الأوروبية والأسواق الناشئة، باستخدام بيانات ثلاث وكالات للتصنيف الائتماني السيادي (ستاندرد آند بورز، وفيتش، وموديز) للفترة (1995 – 2005) اعتمادًا على مجموعة من المتغيرات: النمو الاقتصادي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والدين الخارجي، ومعدل التضخم، ورصيد الحساب الجاري، وعجز الموازنة، ومعدل البطالة، وعضوية الاتحاد الأوروبي، وذلك باستخدام نموذج الاحتمالات المرتبة Ordered Model Probit، واعتماد نتائج نموذج التأثيرات العشوائية، واعتمدت الدراسة تحولاً كمياً للتصنيف الائتماني السيادي من 1 إلى 25، إذ تبلغ عدد درجات التصنيف 25 درجة، وتوصلت الدراسة -على مستوى الوكالات- إلى أن الناتج المحلي الإجمالي للفرد، ومعدل النمو الاقتصادي، والدين الخارجي والاحتياطي الأجنبي، فضلاً عن كون الدولة عضواً في الاتحاد الأوروبي، هي أهم العوامل المحددة لتصنيفات الديون السيادية، كما أظهرت النتائج أن الدين الخارجي والاحتياطيات الخارجية أكثر أهمية بالنسبة للدول ذات التصنيف المنخفض.

بالإضافة إلى ما سبق، اتفقت دراسة Günsoy and Ümit (2017) مع دراسة Pretorius and Botha (2017) في نتائجها حول محددات التصنيف الائتماني السيادي؛ حيث قامت الدراسة الأولى بالتحقيق في العلاقة بين التصنيفات الائتمانية السيادية التي حددتها وكالات التصنيف الائتماني ومتغيرات الاقتصاد الكلي لعدد 105 دول من قبل وكالة ستاندرد آند بورز للفترة (2003 – 2012)، وتوصلت إلى استنتاج أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي، ورصيد الحساب الجاري هي متغيرات اقتصادية كلية مهمة من حيث تحديد التصنيفات الائتمانية السيادية للدول ذات الدخل المنخفض والدخل المتوسط، ولكن لا توجد علاقة منهجية بين معدل البطالة والتصنيف الائتماني السيادي.

وفيما يخص الدول مرتفعة الدخل، فهناك علاقة كبيرة بين التصنيف الائتماني السيادي ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، والبطالة، والديون الحكومية، لكن من ناحية أخرى معدل النمو الاقتصادي، وميزان الحساب الجاري ليس لهما دلالة إحصائية. كما توصلت إلى أن عوامل الاقتصاد الكلي مهمة نسبياً بالنسبة للدول الأقل نموًا والدول النامية.

وقامت **الدراسة الثانية** بتحليل محددات التصنيف الائتماني السيادي لمجموعة من الدول الإفريقية، من بينها مصر، خلال الفترة الزمنية (2007 - 2012)، وتوصلت النتائج إلى أن معدل التضخم له تأثير سلبي بما يتوافق مع فرضيات الدراسة، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي، والنمو الاقتصادي له تأثير سلبي، والاحتياجات الأجنبية كنسبة من الواردات لها تأثير معنوي بعلاقة موجبة مع التصنيف الائتماني السيادي، وكان الحساب الجاري ونسب الديون ونسبة الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي غير معنوية. وهدفت دراسة Josić (2018) في البحث حول محددات التصنيف الائتماني السيادي لدول وسط وشرق أوروبا (CEEC) بالاعتماد على بيانات 11 دولة خلال الفترة (2000 - 2017)، من خلال استخدام التصنيفات الائتمانية السيادية لثلاث وكالات عالمية (فيتش، وستاندرد آند بورز، وموديز)، وأظهرت نتائج التحليل القياسي أن معدل التضخم له تأثير معنوي -بدرجة كبيرة- لوكالة ستاندرد آند بورز مقارنة بوكالتي موديز وفيتش في تحديد درجات التصنيف الائتماني السيادي مرتبطاً بعلاقته العكسية مع التصنيف الائتماني السيادي. ولنمو الناتج المحلي عامل معنوي مهم لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش، بينما نقل أهميته بالنسبة لوكالة موديز، وتعطي وكالتا فيتش وموديز الدين العام وزناً أكبر، بينما يقل نسبياً عند وكالة ستاندرد آند بورز مع وجود علاقة عكسية بين الدين العام والتصنيف الائتماني السيادي، ويزيد الاهتمام بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي عند وكالة موديز، بينما يقل نسبياً عند وكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش، ويتساوى الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في الاهتمام لدى الثلاث وكالات.

دراسات تطبيقية اهتمت بتأثير المحددات المؤسسية على التصنيف الائتماني السيادي

وعلى صعيد الأدبيات التي تناولت تأثير المحددات المؤسسية على التصنيف الائتماني السيادي، هدفت دراسة Moor et al. (2017) إلى تقديم مناقشة موضوعية للتصنيف الائتماني من خلال دراسة أكثر توسعاً لمحددات التصنيف الائتماني السيادي بما يتماشى مع التحديات العالمية مؤخراً، حيث قُسمت المتغيرات المستقلة المؤثرة على التصنيف الائتماني السيادي إلى مجموعات، منها ما يتصل بأساسيات الاقتصاد الكلي والوضع المالي التي تتضمن (معدل النمو الاقتصادي، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والاحتياجات الأجنبية، وتوازن الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل البطالة، والتجارة الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، ومنها ما يتعلق بالمحددات المؤسسية (الجودة المؤسسية، والحوكمة)، وذلك باختيار 103 دول (23 دولة متقدمة، و80 دولة نامية)¹ خلال

¹ وقد حُدِّثت الدول النامية على أساس الدول ذات التصنيف (BBB-) أو أعلى من ذلك، وحُدِّثت الدول النامية على أساس التصنيف الأقل من (BBB-).

الفترة من الربع الثاني لعام 1995 وحتى الربع الأول من عام 2014، وباستخدام النموذج القياسي التطبيقي التأثيرات العشوائية (Random effects ordered logit regression) لهذه الدول، وتوصلت الدراسة إلى أن للمتغيرات الاقتصادية الكلية أثرًا أكبر على التصنيف الائتماني السيادي من بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008، لا سيما الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، والجودة المؤسسية، والحوكمة، والدين الخارجي، والاحتياطيات الدولية التي تُعد المحددات المؤثرة في التصنيف الائتماني السيادي.

أما دراسة Klusak et al. (2021) فقد اهتمت بفحص أثر تغير المناخ على التصنيف الائتماني السيادي السنوي طويل الأجل للعملة الأجنبية لعينة من 108 دول للتصنيف الائتماني، بالاعتماد على بيانات التصنيف الائتماني الصادر عن وكالة ستاندرد آند بورز بين عامي 2004 و2020. وتوصلت الدراسة إلى أن سياسة المناخ الصارمة المتوافقة مع اتفاقية باريس ستؤدي إلى الحد من التغيرات الشديدة في الجدارة الائتمانية السيادية، وتدعم نتائج الدراسة فكرة أن تأجيل الاستثمارات الخضراء سيزيد من تكاليف الاقتراض للجهات السيادية. وقد أسهمت تلك الدراسة في التركيز على تناول تأثير تغير المناخ على تحديد التصنيفات السيادية؛ نظرًا لأهميته وأنه لا يؤثر فقط على الشركات بشكل فردي، بل يؤثر على البلدان والاقتصادات.

يتضح من الأدبيات السابقة أنها اعتمدت على منهجيات مختلفة، بيد أنها -في الغالب- اتفقت على مجموعة متنوعة من المتغيرات والمحددات التي تؤثر في التصنيف الائتماني السيادي، منها متغيرات ذات علاقة إيجابية وعلى رأسها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وأخرى ذات علاقة سلبية وعلى رأسها نسبة الدين الخارجي.

إلا أنه يمكن القول بأن هناك فجوة بحثية ظهرت في عدم وجود دراسة تطبيقية تشمل مجموعة متنوعة وكبيرة من الدول الناشئة تمتد لفترة زمنية طويلة، وتجمع بين هذا الكم من المتغيرات والمحددات كما هو الحال في هذه الدراسة، ومن ثم تمثل الإسهام البحثي للدراسة في تحديد أهم المحددات على الصعيد المؤسسي والاقتصادي التي تؤثر في التصنيف الائتماني السيادي، فضلاً عن اختيار الدول محل الدراسة لتكون من الأسواق الناشئة، والتي بالفعل يمثل لها التصنيف الائتماني السيادي تحديًا كبيرًا. وعليه يصبح الخروج بمجموعة قوية من المقترحات والتوصيات لصانعي القرار إسهامًا وإضافة بحثية مطلوبة، لا سيما وأنها ستساعد هذه الدول في حلّ قدر لا بأس به من مشكلاتها الاقتصادية، وبالفعل حققت الدراسة هذا الهدف، بل وأضافت أيضًا بعضًا من المقترحات والسياسات التي يمكن تطبيقها في الحالة المصرية.

توصيف النموذج القياسي

قامت الدراسة بتوصيف نموذج قياسي للبحث في محددات التصنيف الائتماني السيادي الاقتصادية والمؤسسية من خلال استخدام Panel Data؛ حيث تضم الدراسة 19 دولة من الأسواق الناشئة تنوعت بين القارات المختلفة (كما يوضحها الجدول رقم 1)، وذلك خلال الفترة (1998 - 2020).²

الجدول 1.

الدول محل الدراسة

الدولة	المنطقة
تركيا - روسيا - الهند - إندونيسيا - الفلبين - الصين - باكستان - تايلاند	آسيا
مصر - جنوب إفريقيا	إفريقيا
أوكرانيا - اليونان - بولندا - بلغاريا	أوروبا
البرازيل - الأرجنتين - المكسيك - بيرو - كولومبيا	أمريكا اللاتينية

المصدر: إعداد الباحث.

وفي هذا الصدد، تم الاعتماد على النموذج التالي لمعادلة الدراسة:

$$Y_{it}^* = \beta X_{it}^* + \varepsilon_{it}$$

حيث تشير:

- i إلى الدول و t هو عدد الفترات الزمنية؛
- Y هو المتغير التابع ويقاس التصنيف الائتماني السيادي للثلاث وكالات (موديز، فيتش، ستاندر أند بورز)، لذا توجد ثلاث معادلات للثلاث وكالات التي تتضمنها الدراسة؛
- X هو متجه المتغيرات المفسرة - تلك التي تم اختيارها بناء على الأدبيات السابقة- والذي يضم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، وسعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي، والاحتياطي

² تبدأ الدراسة بتلك الفترة؛ حيث إن بداية وجود التصنيف الائتماني السيادي للدول مختلف من دولة لأخرى، كما بدأ التصنيف الائتماني السيادي لمصر عام 1996. بالإضافة إلى ذلك تعكس تلك الفترة العديد من التغيرات الاقتصادية المؤثرة على عينة الدول محل الدراسة، وذلك سواء على المستوى العالمي والمحلي؛ إذ تبدأ تلك الفترة مع نهاية الأزمة الآسيوية في أواخر عام 1997 وأوائل عام 1998، وما تلاها من هجمات 11 سبتمبر 2001، والتي أثرت على الأوضاع الاقتصادية في العديد من الدول محل الدراسة، مروراً بالأزمة المالية العالمية التي امتدت لمعظم دول العالم، وبعد ذلك شهد العديد من الدول أزمات محلية وأزمات على المستوى الإقليمي منها أزمة الديون السيادية الأوروبية، وتداعيات الاضطرابات السياسية بدءاً من عام 2011 لعدد من الدول منها مصر، ثم تنتهي فترة الدراسة بآثار جائحة "كوفيد-19" التي أثرت على الأوضاع الاقتصادية لمعظم دول العالم.

الأجنبي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والدين الخارجي كنسبة من صادرات السلع والخدمات، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومتوسط مؤشر الحوكمة للبنك الدولي؛
- β عبارة عن متجه المعلمات، وبناءً على ذلك سيتم إجراء التحليل القياسي للثلاث وكالات.

الجدول 2.

متغيرات الدراسة وفقاً للأدبيات السابقة

الدراسات	المتغيرات المُفسرة الرئيسة
(Eliasson, 2002) (Pretorius & Botha, 2017) (Jošić, 2018) (Afonso et al., 2007)	اشتركت تلك الدراسات في متغيرات شملت: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونمو الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، والميزان المالي، والحساب الجاري، والدين الخارجي كنسبة من الصادرات.
(Günsoy and Ümit, 2017) (Reusens and Croux, 2017) (Cantor and Packer, 1996)	اشتملت الدراسات على متغيرات مشتركة تضمنت رصيد الحساب الجاري، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والنمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، ومعدل البطالة، والحساب الجاري، والديون العامة للحكومة.
(De Moor et al., 2017) (Kim and Wu, 2008) (Mellios and Paget, 2006)	معدل النمو الاقتصادي، الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والاحتياطيات الأجنبية، ورصيد الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل البطالة، والتجارة الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات المؤسسية المتمثلة في (مؤشر الفساد وفقاً لمؤشر مدركات الفساد التابع لمنظمة الشفافية الدولية، ومؤشر الحوكمة الصادر عن البنك الدولي).
(Afonso, 2003)	معدل التضخم، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الدين الخارجي كنسبة من الصادرات، والنمو الاقتصادي، وعجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
(Rowland and Torres, 2004)	احتياطيات النقد الأجنبي كنسبة من الناتج المحلي، وخدمة الدين، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والديون الخارجية بالنسبة للناتج المحلي، والحساب الجاري بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، والانفتاح الاقتصادي مقياساً بنسبة الصادرات والواردات من الناتج المحلي الإجمالي.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات.

ونظرًا للتحويل الكمي لدرجات التصنيف الائتماني السيادي، سيتم الاعتماد خلال الدراسة على ما يسمى بنموذج الاحتمال المرتب (Ordred Probit Model) (Pretorius and Botha, 2017)، وهو نهج طبيعي لهذا النوع من التحليل؛ حيث إن التصنيف الائتماني السيادي متغير منفصل، ويعكس ترتيبًا من حيث احتمال التخلف عن السداد؛ حيث تجري كل وكالة تصنيفًا تقييميًا بشكل مستمر للجدارة الائتمانية لبلد ما، ويتجسد ذلك في متغير Y ، هذا المتغير شكل خطي، ونظرًا لوجود عدد محدود من فئات التصنيف، سيكون لدى وكالات التصنيف عدة نقاط فاصلة ترسم حدود كل فئة تصنيف. وسيعطي (Erdem, and Varli, 2014) التصنيف النهائي بعد ذلك:

$$Y_{it} = \begin{cases} AAA(Aaa) & \text{if } Y_{it}^* > c_{24} \\ AA + (Aa1) & \text{if } c_{16} > Y_{it}^* > c_{23} \\ AA (Aa2) & \text{if } c_{15} > Y_{it}^* > c_{22} \\ \dots & \dots \\ & \dots \\ & < CCC + (Caa1) & \text{if } c_1 > Y_{it}^* \end{cases}$$

حيث:

- Y_{it} هي المتغير التابع الخاص بالتصنيف الائتماني السيادي للدولة i في الزمن t .

- الحروف بدءًا من AAA حتى C تعبر عن درجات التصنيف الائتماني السيادي، وبهذا تضع المعادلة السابقة مدى لتغير التصنيف الائتماني؛ فعلى سبيل المثال وجود Y عند قيمة أعلى من 24 يدل على أعلى درجات التصنيف الائتماني وهي AAA كما هو موضح في الجدول رقم (3).

وقد اعتمدت الدراسة على الطريقة التي اتبعها Afonso et al. (2007) في التحويل الكمي لدرجات التصنيف الائتماني السيادي تلك التي تتدرج من 1 إلى 25 (وهي إجمالي عدد درجات التصنيف)؛ حيث يمثل 1 أعلى احتمالية للتخلف عن السداد وهي أدنى درجات التصنيف، و25 تمثل أقل احتمالية للتخلف عن السداد وهي أعلى درجات التصنيف كما هو موضح في الجدول رقم (3)، وتم الحصول على هذه التصنيفات من المواقع الرسمية للوكالات الثلاث للتصنيف الائتماني السيادي.

الجدول 3.

التحويل الكمي لدرجات التصنيف الائتماني السيادي

التحويل الرقمي	Moody's	Fitch and S&P	القدرة على الوفاء بالالتزام المالي	درجة المخاطر الائتمانية
25	Aaa	AAA	قدرة عالية	درجة الاستثمار
24	Aa1	AA+	قوية جداً	
23	Aa2	AA		
22	Aa3	AA-		
21	A1	A+	قوية	
20	A2	A		
19	A3	A-		
18	Baa1	BBB+	متوسطة	درجة المخاطرة
17	Baa2	BBB		
16	Baa3	BBB-		
15	Ba1	BB+	ضعيفة	
14	Ba2	BB		
13	Ba3	BB-		
12	B1	B+	ضعيفة جداً	
11	B2	B		
10	B3	B-		
9	Caa1	CCC+	غير محتمل	
8	Caa2	CCC		
7	Caa3	CCC-		
6	Ca1	CC+	عدم الدفع	
5	Ca2	CC		
4	Ca3	CC-		
3	C1	C+	التخلف عن السداد	
2	C2	C		
1	C3	C-		

المصدر: (Pretorius & Botha, 2017).

منهجية الدراسة ومناقشة نتائج النموذج القياسي

يتناول هذا القسم أهم الاختبارات الإحصائية التي اعتمدت عليها الدراسة، ثم دراسة محددات التصنيف الائتماني السيادي الاقتصادية والمؤسسية في الأجل القصير والأجل الطويل على التوالي، وأخيراً دراسة نتائج التنبؤ، والاحتمالات الخاصة بتحسين درجات التصنيف الائتماني السيادي لمجموعة الدول محل الدراسة.

تبدأ المنهجية باختبارات إحصائية أولها اختبار السكون لبيانات الدول محل الدراسة من خلال استخدام Levin-Lin-Chu Test، ثم بعد ذلك اختبار الإحصاءات الخاصة بنموذج Ordered Probit Model، والتي تشمل التأثيرات الثابتة والعشوائية، وذلك لدراسة معنوية المحددات والمتغيرات سالفه الذكر على صعيد وكالات التصنيف الائتماني السيادي في الأجل القصير، وتأتي الخطوة الثالثة والأخيرة لدراسة تأثيرات هذه المحددات في الأجل الطويل. وفي سبيل التحقق أي من النموذجين (التأثيرات العشوائية أم التأثيرات الثابتة) أكثر ملاءمة لهذا الغرض، تم الاعتماد أولاً على اختبار "هوزمان" (Hausman Test)، الذي أكد من خلال نتائجه الإحصائية على استخدام نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect)، وينتهي هذا القسم بنموذج مستحدث للتنبؤ بالاحتمالات المقدرة لتحسين التصنيف الائتماني وصولاً إلى الدرجة الاستثمارية (Wooldridg, 2018).

اختبار السكون

تأتي الخطوة الأولى في تحليل وقياس تأثير المحددات الاقتصادية والمؤسسية على التصنيف الائتماني السيادي خلال الفترة (1998 - 2020) متمثلةً في اختبار سكون المتغيرات الأساسية، وذلك من خلال استخدام (Levin-Lin-Chu Test)؛ حيث يعتمد عليه في اختبار جذر وحدة في حالة نماذج البيانات المجمعة الذي طوره (Levin و Lin و Chu)، وهو يُعد امتداداً لاختبار جذر الوحدة المعتاد "ديكي فولر" (Augmented Dicky-Fuller)، ويتضمن الاختبار الافتراضات التالية (Barbieri, 2006):

1. الافتراض العدمي H_0 : وهو يتضمن أن يكون المتغير غير مستقر.
2. الافتراض البديل H_a : وهو يتضمن أن يكون المتغير مستقرًا.

الجدول 4.

نتائج اختبار السكون

First Difference	Level	المتغير
1.0000	0.3792	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
0.0000	0.0000	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
0.0000	0.0000	نسبة الدين الخارجي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt\Export
0.1962	1.0000	سعر الصرف Exchange Rate
0.0000	0.0126	نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)

0.0000	0.0019	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account / GDP
0.0000	0.4935	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator
0.0000	0.0429	لو غاريتم (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) Ln GDP per Capita
-	-	لو غاريتم (معدل التضخم) Ln Consumer Price Index
0.0000	0.0007	لو غاريتم (نسبة الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات) Ln External Debt
0.0000	0.0000	لو غاريتم (سعر الصرف) Ln Exchange Rate
0.0000	0.0005	لو غاريتم (نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي) Ln Foreign Reserves (%GDP)
-	-	لو غاريتم (نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي) Ln Current Account / GDP
-	-	لو غاريتم (متوسط مؤشر الحوكمة) Ln Average Governance Indicator
p-values of Levin-Lin-Chu Test H0: Panels contain unit roots Ha: Panels are stationary		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

وكما هو موضح في الجدول رقم (4) عند إجراء اختبار (Levin-Lin-Chu test) كانت المتغيرات: التضخم، والدين الخارجي كنسبة من إجمالي صادرات السلع والخدمات، والحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند مستوى البيانات الأولي (0)ا، وعند اللجوء إلى محاولة استقرار المتغيرات غير المستقرة من المستوى (0)ا تم أخذ (Ln) لكل من (Ln exchange rate)، و(Ln GDP per Capita)، والاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (Ln Foreign Reserves %GDP) لتصبح تلك المتغيرات مستقرة عند المستوى الأولي للبيانات (0)ا، ومن ثمَّ تصبح البيانات مستقرة جميعها عند المستوى الأول.

نتائج الأجل القصير: تأثير المحددات الاقتصادية والمؤسسية في الأجل القصير

نتائج اختبار التأثيرات العشوائية (Random Effect)

بتطبيق التأثيرات العشوائية على متغيرات الدراسة، تم التوصل إلى النتائج في الجدول رقم (5)، والتي تستعرض تأثير جميع المتغيرات المفسرة على التصنيفات الائتمانية السيادية في الدول محل الدراسة في الأجل القصير (Wooldridg, 2018; Pesaran and Pesaran, 1997).

على صعيد المحددات الاقتصادية، أظهرت النتائج إيجابية تأثير نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على التصنيفات السيادية للوكالات الثلاث،³ مع الأخذ في الاعتبار أن تأثير نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أكثر معنوية في وكالتي موديز وفيتش مقارنة بوكالة ستاندرد آند بورز، وفيما يتعلق بمعدل التضخم، تشير النتائج إلى معنوية التأثير السلبي لمعدل التضخم عند وكالات التصنيف الائتماني السيادي الثلاث، إلا أن قوة التأثير السلبي تظهر بشكل أقوى في وكالة فيتش مقارنة بوكالتي موديز وستاندرد آند بورز.

على صعيد متغيرات الوضع الخارجي للدولة، تشير النتائج إلى أن معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات يؤثر سلباً على التصنيفات الائتمانية السيادية للوكالات الثلاث؛ بما يعني أن ارتفاع معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات يؤدي إلى تراجع التصنيف الائتماني السيادي للدول، ويظهر تأثير الدين الخارجي كنسبة من الصادرات بشكل أقل معنوية في وكالة فيتش مقارنة بوكالتي موديز وستاندرد آند بورز.

ويظهر تأثير الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بشكل إيجابي على التصنيفات السيادية لوكالة موديز، ووكالة ستاندرد آند بورز، ووكالة فيتش، ولا تختلف درجة المعنوية بين الوكالات الثلاث؛ إذ إنها تستوي بينها، لكن كان تأثير الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً معنوياً سلبياً على التصنيف الائتماني السيادي للوكالات الثلاثة بدرجة كبيرة ومتقاربة إلى حد كبير، بينما يظهر تأثير سعر الصرف غير معنوي عند الوكالات الثلاثة.

على صعيد المحددات المؤسسية، كان تأثير متوسط مؤشرات الحوكمة للبنك الدولي إيجابياً على التصنيف الائتماني السيادي للوكالات الثلاث، كما لم تختلف درجة المعنوية بينها. ومن الجدير بالاعتبار أن إيجابية العلاقة تشير إلى أن ارتفاع متوسط مؤشرات الحوكمة يؤدي إلى تحسن التصنيف الائتماني السيادي للدول في الأسواق الناشئة، وهذا يدفعنا إلى الاهتمام بهذا المؤشر في سبيل تحسين التصنيف الائتماني السيادي. هذا التحليل عن نتائج التأثيرات العشوائية هو ما تظهره البيانات الموضحة في الجدول رقم (5) (Wooldridg, 2018).

³ P-value أقل من 0.05.

الجدول 5.

نتائج اختبارات التأثيرات العشوائية (Random Effects)

Moody's	S&P	Fitch	المتغير
962.1328** (2.09)	1243.013*** (4.57)	1264.232** *4 5(7.12)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
-0.0011* (0.52)	-0.0025* (-1.14)	0.0004** (0.19)	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-0.0030*** (-3.52)	-0.0023*** (-2.68)	-0.0020** (-2.30)	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt/Export
0.0856 (1.04)	0.1240 (1.60)	0.1970** (2.13)	سعر الصرف Exchange Rate
0.0349*** (4.32)	0.0735*** (8.86)	0.0573*** (6.60)	نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-0.0412*** (-2.66)	-0.0497*** (-3.19)	-0.0506*** (-3.11)	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account/GDP
3.0297*** (8.62)	1.5992*** (5.05)	1.8741*** (5.62)	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator
-953.45129	-880.07704	-793.48717	Log Lik
429	429	427	عدد المشاهدات Observations

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

وقد اتفقت نتائج نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects) في نتائجها مع عدد من الأدبيات السابقة التي تم تناولها خلال الفصل الأول من الدراسة؛ حيث اتفقت النتائج مع دراسة Afonso et al. (2007)، ودراسة Jošić (2018) في أهمية نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في تحديد التصنيف الائتماني السيادي، وارتباط التضخم بعلاقة عكسية بالتصنيف، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بعلاقة موجبة، كما اتفقت أيضاً الدراسة مع Podivinsky and Daud (2011) في أن تراكم الاحتياطيات الأجنبية له تأثير معنوي إيجابي على التصنيف الائتماني، ومع دراسة Antonio (2003) في أن للدين الخارجي دوراً معنوياً سلبياً في تقييم التصنيف الائتماني السيادي. وعلى الصعيد المؤسسي، اتفقت مع Mellios and Paget (2006) في معنوية المحددات المؤسسية لتحديد درجات التصنيف الائتماني السيادي.

⁴ تعبر هذه العلامات (*) عن الدلالة الإحصائية لمعنوية المتغيرات إذ * تشير إلى معنوية المتغير عند 10%، و** عند 5%، و*** عند 1% بما يعني أن *** هي أعلى درجات المعنوية بدرجة ثقة 99%.

⁵ تشير الأرقام بين الأقواس إلى اختبار T test.

نتائج نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects)

بتطبيق التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) على متغيرات الدراسة، تم التوصل إلى النتائج الواردة في الجدول رقم (6)، والتي تستعرض تأثير جميع المتغيرات التفسيرية على التصنيفات الائتمانية السيادية في الدول محل الدراسة في الأجل القصير (Wooldridg, 2018).

الجدول 6.

نتائج اختبارات التأثيرات الثابتة Fixed Effects

Moody's	S&P	Fitch	المتغير
854.2896*** (3.93)	1244.232*** (6.42)	1456.529*** (8.00)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
-0.0015* (-0.54)	-0.0022** (-0.81)	-0.0014** (-0.53)	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-0.0020*** (-2.16)	-0.0008*** (-0.82)	-0.0010** (-1.10)	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt/Export
-0.0327 (-0.27)	0.0893 (0.73)	0.1061 (0.86)	سعر الصرف Exchange Rate
0.0303*** (3.37)	0.0671*** (7.26)	0.0512*** (5.42)	نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-0.0407** (-2.50)	-0.0458*** (-2.78)	-0.0488*** (-2.86)	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account/GDP
3.5893*** (9.28)	1.9860*** (5.34)	1.8554*** (4.92)	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator
-846.90273 399	-775.3028 399	-694.35627 399	Log Lik عدد المشاهدات Observations

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

على صعيد المتغيرات الاقتصادية الكلية، أظهرت النتائج أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي معنوي على التصنيفات الائتمانية السيادية لجميع الوكالات بدرجة متقاربة. على صعيد آخر، تظهر معنوية النمو الاقتصادي بشكل إيجابي لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش؛ إذ إن P-value أصغر من 0.05. أما على صعيد وكالة موديز فلا تظهر معنوية للنمو الاقتصادي على التصنيفات الائتمانية السيادية. وفيما يتعلق بمعدل التضخم فإن تأثيره السلبي يظهر بشكل أكثر معنوية في وكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش مقارنة بوكالة موديز. على صعيد متغيرات الوضع الخارجي للدولة، تشير النتائج إلى أن معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات يؤثر سلباً على التصنيفات الائتمانية السيادية الثلاث، ويظهر تأثير الدين الخارجي كنسبة من الصادرات بشكل أقل معنوية في وكالة فيتش مقارنة بوكالتي موديز وستاندرد آند بورز، كما تؤثر الاحتياطيات الأجنبية كنسبة من الناتج

المحلي الإجمالي إيجاباً بشكل معنوي متقارب في الوكالات الثلاث، أما فيما يخص تأثير الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فأظهرت النتائج تأثيراً سلبياً على التصنيف الائتماني السيادي للوكالات الثلاث، إلا أن هذا التأثير السلبي يظهر بشكل أكثر معنوية بوكالتي فيتش وستاندرد آند بورز مقارنة بوكالة موديز. على صعيد المحددات المؤسسية، كان التأثير الإيجابي لمتوسط مؤشرات الحوكمة للبنك الدولي على التصنيف الائتماني السيادي متقارباً في الوكالات الثلاث، إذ لم تختلف درجة المعنوية كثيراً بين الوكالات؛ ما يدل على أهميته كمحدد للتصنيف الائتماني السيادي بشكل عام.

وتلخيصاً لهذه النتائج، اتفقت نتائج نموذج التأثيرات العشوائية Fixed Effects في هذه الدراسة مع نتائج دراستي Günsoy and Ümit (2017) و Pretorius and Botha (2017)؛ إذ اتفقت في التأثير السلبي لمعدل التضخم، والتأثير الإيجابي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى أهمية الاحتياطات الأجنبية لتحديد التصنيف الائتماني السيادي.

نتائج الأجل الطويل: تأثير المحددات الاقتصادية والمؤسسية على التصنيف الائتماني السيادي

اختبار هوزمان (Hausman Test)

من أجل تحليل تأثير المتغيرات سالفة الذكر على التصنيف الائتماني السيادي في الأجل الطويل، اعتمد في البداية على اختبار (Hausman Test) للاختبار بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية (Wooldridge, 2019)، ودراسة التأثير في الأجل الطويل، وكانت افتراضات الاختبار كالتالي:

1. الافتراض العدمي H_0 : تفضيل نموذج التأثيرات العشوائية.

2. الافتراض البديل H_a : تفضيل التأثيرات الثابتة.

وتُفسّر نتائج الاختبار قبول الفرض العدمي ورفض الفرض البديل، لا سيما وأنه وفقاً لبيانات الجدول رقم (7) كانت p-value أكبر من 0.05 للوكالات الثلاث، ومن ثمّ سيتم اعتماد نموذج التأثيرات العشوائية المترابطة (Correlated random effects model) لقياس مدى تأثير المتغيرات المُفسّرة على التصنيف الائتماني السيادي في الأجل الطويل، والذي يعتمد على حساب متوسط المتغيرات المُفسّرة لكل دولة من أجل استنتاج نتائج الأجل الطويل (Wooldridge, 2019).

الجدول 7

نتائج اختبار هوزمان Hausman Test

Moody's	S&P	Fitch	اختبار هوزمان Hausman Test
0.8124	0.2219	0.3291	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

ويوضح الجدول رقم (8) تأثير جميع المتغيرات المُفسرة للتصنيفات الائتمانية السيادية طويلة الأجل للدول محل الدراسة.

الجدول 8.

نتائج اختبار التأثيرات العشوائية المرتبطة (Correlated Random Effects)

المتغير	Fitch	S&P	Moody's
836.9086** (2.08)	1224.1240*** (3.02)	1423.4490** * (3.47)	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
811.7338 (1.16)	371.9070 (0.43)	2073.9140** (2.17)	متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita Avg.
-0.0030* (-1.27)	-0.0046** (-1.92)	-0.0024* (-1.01)	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-0.0171*** (-2.62)	-0.0160* (-1.91)	-0.0136* (-1.45)	متوسط معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index Avg.
-0.0022** (-2.53)	-0.0013 (-1.54)	-0.0013 (-1.52)	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt
-0.0086*** (-3.51)	-0.0066** (-2.45)	-0.0149*** (-3.49)	متوسط نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt Avg.
0.0111 (0.11)	0.1203 (1.17)	0.1806* (1.74)	سعر الصرف Exchange Rate
-0.0064 (-0.06)	-0.1592 (-1.34)	-0.0561 (-0.40)	متوسط سعر الصرف Exchange Rate Avg.
0.0303*** (3.61)	0.0675*** (7.88)	0.0524*** (6.00)	نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-0.0098 (-0.44)	-0.0348 (-1.40)	-0.0175 (-0.46)	متوسط نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP) Avg.
-0.0380** (-2.43)	-0.0443*** (-2.80)	-0.0479*** (-2.94)	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account
0.1535* (1.90)	0.1735* (1.94)	0.2075 (1.49)	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account Avg.
3.4053*** (9.59)	1.8058*** (5.29)	1.8992*** (5.50)	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator
-2.4832*** (-3.94)	-0.0987 (-0.15)	1.5131 (1.50)	متوسط (متوسط مؤشر الحوكمة) Average Governance Indicator Avg.
-931.92292 429	-862.64553 429	-778.35605 427	Log Lik عدد المشاهدات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

على صعيد المتغيرات الاقتصادية الكلية، أظهرت النتائج الأثر الإيجابي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الأجل الطويل والتصنيف الائتماني السيادي في وكالة فيتش فقط مع عدم معنويته في باقي الوكالات، وفيما يتعلق بالتضخم في الأجل الطويل فقد أظهر تأثيراً سلبياً بشكل أكثر معنوية بوكالة موديز مقارنة بوكالتي فيتش وستاندرد آند بورز؛ بما يدل على أن ارتفاع معدل التضخم على المدى الطويل يؤدي إلى تراجع التصنيف الائتماني السيادي الصادر عن وكالة موديز بدرجة أعلى من نظيره في وكالتي فيتش وستاندرد آند بورز.

على صعيد متغيرات الوضع الخارجي للدولة، تشير النتائج إلى أنه على المدى الطويل يؤثر معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات على التصنيفات الائتمانية السيادية بشكل سلبي في كل وكالات التصنيف الائتماني، إلا أنه أكثر معنوية في وكالتي فيتش وموديز مقارنة بوكالة ستاندرد آند بورز، ولم يكن هناك أي تأثير معنوي للاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل، ويظهر التأثير السلبي للحساب الجاري على المدى الطويل لوكالتي موديز وستاندرد آند بورز إلا أنه غير معنوي بوكالة فيتش، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أنه على المدى الطويل -بالإضافة للمدى القصير سالف الذكر- كانت نتائج سعر الصرف غير معنوية على صعيد الوكالات الثلاث.

على صعيد المحددات المؤسسية، كان تأثير متوسط مؤشرات الحوكمة للبنك الدولي على المدى الطويل مختلفاً عن السابق؛ إذ ظهرت النتائج المعنوية السلبية فقط في وكالة موديز مع عدم المعنوية في باقي الوكالات. هذا الأمر لا يتسق مع الواقع المتوقع، بيد أنه قد يعود تفسيره قياسياً إلى انتقال التحليل إلى الأجل الطويل؛ مما أدى إلى تغيير النتائج.

وتلخيصاً لما سبق، يمكن القول إن نتائج هذه الدراسة اتفقت مع نتائج دراسة (Afonso et al. , 2011) -وهي الدراسة الوحيدة التي تناولت محددات التصنيف الائتماني السيادي على الأجل الطويل- في أن مستوى الدين الخارجي للصادرات، فضلاً عن الاحتياطات الأجنبية، هما من العوامل ذات التأثير المعنوي على التصنيف للوكالات الثلاثة في تحديد التصنيفات السيادية.

وقبل الانتقال إلى النموذج التالي الخاص بالنتبؤات من أجل تحسين التصنيف الائتماني السيادي، يلزم الإشارة إلى نقطتين مهمتين في نتائج النماذج السابقة، وهما:

○ اختلاف معنوية المتغيرات المحددة للتصنيف الائتماني السيادي بين الوكالات الثلاث (موديز، وفيتش، وستاندرد آند بورز) يعود إلى اختلاف الأهمية النسبية للمتغيرات التي تعتمد عليها وكالات التصنيف المذكورة في حساباتها لدرجات التصنيف الائتماني السيادي. على سبيل المثال لا الحصر: تعطي الثلاث وكالات أهمية واضحة لنصيب الاحتياطات الأجنبية من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما ظهر جلياً في

نتائج البيانات بمعنويتها المرتفعة للوكالات الثلاث، وأيضًا تُولي وكالة فيتش اهتمامًا بمعدلات التضخم مقارنة بالوكالات الأخرى؛ حيث إن ارتفاع معدل التضخم سيكون له تأثير واضح على السياسة النقدية، وإشكالية تدخل البنك المركزي في السياسة النقدية، وهو أمر ينتهي في النهاية بتعديلات سيئة في درجات التصنيف الممنوحة، كما أن الدول التي بلغت فيها معدلات التضخم أقل من 5% سنويًا قد صُنفت ضمن درجة الاستثمار (AAA)، في حين أن الدول التي بلغت فيها معدلات التضخم أعلى من 5% سنويًا صُنفت ضمن الدرجة (B)، يُضاف إلى ذلك أولويات بعض المتغيرات الحاكمة للتصنيف الائتماني السيادي في مجموعة الأسواق الناشئة؛ نظرًا للطبيعة الاقتصادية التي تتسم بها هذه الدول، بما يعزز من دور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والاحتياطات الأجنبية، ومعدلات الدين الخارجي كمحددات أساسية للتصنيف.

○ يُفسّر عدم معنوية سعر الصرف في جميع النماذج إلى أن الوكالات الثلاث لا تعتمد على مؤشر سعر الصرف كمحدد لتلك التصنيفات، وتعتمد على المتغيرات المرتبطة به في تكوين مؤشر التصنيف السيادي؛ لقناعتها بالأهمية الكبرى للمتغيرات الأخرى، مثل: نسبة الدين، والاحتياطات النقدية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، لا سيما وأن هذه الوكالات ترى أنه قد تكون قيمة عملة الدولة مقومة بالدولار منخفضة، إلا أن الدولة قادرة على التصدير وسداد مديونياتها، وهو الأهم في تقدير هذه الوكالات، وقد اتسقت هذه الأفكار مع نتائج نموذج الدراسة وعينة الدول محل الاختبار التي أكدت عدم معنوية سعر الصرف -في حد ذاته- وأهمية المتغيرات المرتبطة به المذكورة.

التنبؤ والاحتمالات

وعلى الصعيد التطبيقي الخاص بكيفية تحسين التصنيف الائتماني السيادي للدول محل الدراسة، ونسبة التغير المطلوبة في المتغيرات المُفسرة لتحقيق ذلك الهدف؛ فقد استخدمت الدراسة نموذجًا للتنبؤ مبنياً على نتائج التأثيرات العشوائية لتحسين المتغير التابع (للتصنيف الائتماني السيادي) وقياس احتمالية انتقال التصنيف الائتماني السيادي لمجموعة الدول محل الدراسة إلى الدرجة الاستثمارية، لا سيما أن الدول محل الدراسة يقع أغلبها في الدرجة الخاصة بالمخاطرة للتصنيف الائتماني السيادي، وقُسمت نتائج التقدير الخاصة بالاحتمالات إلى عدة نماذج للوكالات الثلاث (Wooldridge, 2019).

ويتكون النموذج من مجموعة معادلات احتمالية بُنيت على نتائج نموذج التأثيرات العشوائية، وطُبِّقَت على الثلاث وكالات:

$$\begin{aligned} P(Y \geq 19) &= \rho \\ P(Y^* > \alpha_{19}) &= \rho \\ 1 - \Phi(\alpha_{19} - x\beta) &= \rho \end{aligned}$$

وتُحسب قيم المتغير المفسر المطلوب تحقيقه من أجل انتقال مجموعة الدول إلى الدرجة الاستثمارية في ظل ثوابت العوامل المفسرة الأخرى بناءً على المعادلات المذكورة أعلاه:

- حيث تشير ρ إلى الاحتمالات الخاصة بالوصول إلى الدرجة الاستثمارية موضحة بالتفصيل بالجدول رقم (م)- (1) بالملاحق، مع الأخذ في الاعتبار أن هذه النسب الاحتمالية تتراوح بين 70%، و80%، و90%؛ كما يُؤخذ في الاعتبار أن رقم 19 يدل على بداية التصنيف الائتماني بالدرجة الاستثمارية كما هو موضح بالجدول رقم (3)؛

- وتشير β إلى المعلمات الخاصة بالمتغيرات المُفسرة، التي تم تقديرها بنموذج التأثيرات العشوائية مسبقاً؛
- وتشير Φ إلى دالة التوزيع التراكمي (Cumulative Distribution Function, CDF) الخاص بالمعيار العادي Standard Normal؛
- كما تشير α إلى Cuts Off لدرجات التصنيف الائتماني السيادي، لا سيما وأن α_{19} هي عبارة عن الدرجات المطلوبة للوصول إلى التصنيف الائتماني الموازي للدرجة الاستثمارية؛ لأن الرغبة في التنبؤ للانتقال لبداية الدرجة الاستثمارية يبدأ عند رقم 19.

وتم التوصل إلى النتائج التالية:

بالنسبة لوكالة موديز، مع ثبات العوامل الأخرى عند المتوسط، من المفترض ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 427.6 دولارًا لمتوسط الدول لكي تقع تلك الدول عند الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي باحتمال 90%. وعلى صعيد التضخم تشير التوقعات إلى أنه بتراجع التضخم بنحو 52%، مع ثبات العوامل الأخرى، ستنقل مجموعة الدول محل الدراسة إلى الدرجة الاستثمارية باحتمال 90%، وفيما يتعلق بنصيب الدين الخارجي من الصادرات يلزم أن يتراجع بنحو 104.4% باحتمال 90% حتى تستطيع تلك الدول الانتقال إلى الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي، كما ينبغي أن ينمو إجمالي الاحتياطي الأجنبي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.2% باحتمال 80% للانتقال إلى الدرجة الاستثمارية، وأخيراً يُوصى بتراجع عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 1.8% باحتمال 80%

لانتقال إلى الدرجة الاستثمارية، مع ارتفاع متوسط درجات الحوكمة بنحو 0.02 درجة للدول محل الدراسة وذلك باحتمال 80% للانتقال إلى الدرجة الاستثمارية.

الجدول 9.

نتائج اختبار الاحتمالية لوكالة موديز

(Moody's) Probability of Investment Grade			المتغير
70%	80%	90%	
296.3115	360.5004	427.6239	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
-49.308	-71.805	-51.726	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-193.415	-130.910	-104.456	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt/Export
-37.570	-6.004	-7.772	سعر الصرف Exchange Rate
1.838	2.212	13.913	نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-11.015	-1.760	-1.075	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account/GDP
0.123	0.020	0.124	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

وفيما يخص وكالة فيتش، مع ثبات العوامل الأخرى عند المتوسط، من المفترض باحتمال 90% أن يرتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 760.4 دولارًا، وعلى التضخم أن يتراجع بنحو 65.4%، مع ثبات العوامل الأخرى، لانتقال مجموعة الدول محل الدراسة إلى الدرجة الاستثمارية باحتمال 90%، ويلزم أن يتراجع نصيب الدين الخارجي من الصادرات بنحو 138.6% باحتمال 90% حتى تستطيع تلك الدول الانتقال إلى الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي، وأن ينمو إجمالي الاحتياطي الأجنبي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 4.7% باحتمال 80% للانتقال إلى الدرجة الاستثمارية، وتراجع عجز الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 7.2% بالاحتمال نفسه مع ارتفاع متوسط درجات الحوكمة بنحو 0.2 درجة للدول محل الدراسة. (جدول م-2) بالملاحق).

على سعيد وكالة ستاندرد آند بورز، مع ثبات العوامل الأخرى عند المتوسط، من المفترض ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنحو 839.7 دولارًا لمتوسط الدول لكي تقع عند الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي باحتمال 80%، وعلى التضخم أن يتراجع بنحو 93.2%، مع ثبات العوامل الأخرى، لانتقال

مجموعة الدول محل الدراسة إلى الدرجة الاستثمارية باحتمال 90%، وأن يتراجع نصيب الدين الخارجي من الصادرات بنحو 140.2% باحتمال 90% حتى تستطيع تلك الدول الانتقال إلى الدرجة الاستثمارية للتصنيف الائتماني السيادي. (جدول م-3 بالملاحق).

لمحة عن محددات التصنيف الائتماني السيادي في الحالة المصرية

بشيء من تسليط الضوء على الحالة المصرية، وُجد أن المحددات الاقتصادية -بشكل عام- تلعب دوراً مهماً في تحديد تطور التصنيف الائتماني السيادي؛ فعندما تتسم المؤشرات الاقتصادية بالتحسن يتسم التصنيف الائتماني بالاستقرار حتى في ظل تراجع متوسط مؤشرات الحوكمة؛ حيث إنه خلال الفترة (1998 - 2007) تشير بيانات التصنيف بالتحسن ووجودها في المنطقة الملائمة للجدارة الائتمانية في مصر، على الرغم من التراجع النسبي في مؤشرات الحوكمة، ولكن بالنظر إلى الفترة (2008 - 2016) التي شهدت تراجعاً في الأداء الاقتصادي وظهور عدم الاستقرار السياسي والمؤسسي بدأت تتراجع درجات التصنيف الائتماني لمصر -بشكل ملحوظ- عقب ثورة 25 يناير 2011؛ ما يعني أن تراجع المؤشرات الاقتصادية يتأثر -بشكل كبير- بمدى الاستقرار السياسي والمؤسسي في البلاد، وهو ما ينعكس بدوره على التصنيف الائتماني السيادي، ومن ثم فإن تدهور الوضع الاقتصادي والمؤسسي معاً يلعب دوراً كبيراً في تدهور التصنيف الائتماني السيادي. ولذلك جاء تطبيق الإصلاح الاقتصادي والمؤسسي في مصر في أواخر عام 2016 ليضع نصب عينيه هذه الفكرة، وبالفعل كان لذلك أثر إيجابي على تلك التصنيفات؛ مما عزز وضع الاقتصاد المصري لدى المؤسسات الدولية.

الخاتمة والتوصيات

تُرَكِّز هذه الدراسة على محددات التصنيف الائتماني السيادي، وتُحلِّل تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي والمحددات المؤسسية على تحديد درجات التصنيف، اعتماداً على منهجيات وكالات التصنيف الائتماني السيادي (موديز، وفيتش، وستاندرد آند بورز)، ومن نتائج التحليل القياسي لبيانات 19 دولة من الأسواق الناشئة خلال الفترة (1998 - 2020) اتضح أن المحددات الاقتصادية والمؤسسية لها تأثيرات كبيرة على التصنيف الائتماني السيادي. أكدت النتائج على العلاقة الطردية بين تحسُّن التصنيف الائتماني السيادي للدول وبين ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتحسُّن مؤشرات الحوكمة، وارتفاع الاحتياطات الأجنبية، كما أظهرت النتائج أن معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات يؤثر سلباً على التصنيفات الائتمانية السيادية الثلاثة، أما تأثير الاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فهو معنوي بشكل إيجابي لوكالات التصنيفات السيادية الثلاث، في

حين أن الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ذو تأثير سلبي على التصنيف الائتماني السيادي في الوكالات الثلاث.

وبدراسة العلاقة بين تلك المحددات والتصنيف الائتماني السيادي في الأجل الطويل، أوضحت النتائج التأثير السلبي المعنوي لكلٍ من معدل الدين الخارجي كنسبة من الصادرات، والتضخم، على التصنيف الائتماني، ولم يظهر تأثير معنوي للاحتياطات الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل، ويظهر التأثير السلبي للحساب الجاري على المدى الطويل لوكالاتي موديز وستاندرد آند بورز، بينما يظهر التأثير على المدى الطويل لوكالة فيتش أنه غير معنوي.

وفي النهاية، يمكن القول إن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم، والاحتياطات الأجنبية، وإجمالي الدين الخارجي كنسبة من الصادرات، بالإضافة إلى المحددات المؤسسية هي المحددات الرئيسية للتصنيفات الائتمانية للدول محل الدراسة.

وبناءً على ذلك، تلعب مستويات دخل الأسر، والمستوى العام للأسعار، وإجمالي ديون القطاع الخارجي، دوراً رئيساً في الاستثمار في أي دولة. وبالتالي، فإن الدول التي ترغب في جذب الاستثمارات يتعين أن تتفد عدداً من السياسات الاقتصادية مستهدفةً هذه المتغيرات وخاصة متغيرات الاقتصاد الكلي.

وبتحليل الوضع في الدول محل الدراسة، تم التوصل إلى أن التصنيف الائتماني السيادي للأسواق الناشئة غالباً يقع في درجة المضاربة للتصنيف الائتماني السيادي؛ ما يجعل من الأهمية طرح المقترحات والتوصيات التي تُسهم في فتح آفاق متسعة لصانعي القرار والسياسات من أجل تحسين التصنيف الائتماني السيادي بهذه الدول.

وفي ضوء نتائج الدراسة سالفة الذكر، والتي تؤكد أهمية الدور الذي يلعبه التصنيف الائتماني السيادي للدول في الحصول على التمويل الدولي، واختراق الأسواق العالمية، وجذب الاستثمارات، لا سيما أهمية تلك التصنيفات للأسواق الناشئة التي يحصل الكثير منها على درجات المضاربة، وتطلع تلك الدول الدائم لتحسين درجات تلك التصنيفات، تقدم الدراسة عدداً من السياسات المقترحة والتوصيات لصناع القرار في سبيل رفع التصنيف الائتماني السيادي:

■ **تحسين معدلات النمو الاقتصادي؛** فعادة ما تكون الحكومات ذات السيادة التي تشهد نمواً مستداماً أكثر قدرة على تنفيذ الإصلاحات الإيجابية للائتمان، والحفاظ على أداء قوي في الميزانية، وإدارة أعباء الديون الكبيرة نسبياً، أو في ظل الزيادات في نسب الديون الناجمة عن الصدمات المحلية أو الخارجية، كما أنه وفقاً لوكالة Moody's تحتل ديناميكية النمو الاقتصادي 35% من محددات القوة الاقتصادية للتصنيف الائتماني السيادي؛ حيث يمكن لمستويات النمو الاقتصادي المنخفضة أو المتقلبة، إذا استمرت على مدى عدة سنوات،

أن تُضخِّم تحديات إمكانية خدمة الديون، ويمكن أن تجعل عبء الدين الثقيل غير مستدام. وعلى صعيد آخر، تؤدي المراجعات السلبية للتصنيفات الائتمانية السيادية إلى زيادة أعباء الديون النسبية للدولة، لذلك فإن الدولة التي تتعرض إلى مراجعات سلبية ستجد صعوبة في الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية؛ ما يؤدي بدوره إلى إضعاف النشاط الاقتصادي الحقيقي، ويؤدي في النهاية إلى إبطاء النمو الاقتصادي.

■ **زيادة تدفقات النقد الأجنبي لدعم الاحتياطي النقدي**، وذلك عبر عدة مناحٍ من أبرزها الإسراع في تنفيذ خطط لتشجيع القطاع الخاص، وبالتالي جذب المستثمرين المحليين والأجانب، ودعم النمو الذي يقوده القطاع الخاص، وتعزيز موارد الدولة من العملة الأجنبية عن طريق دعم قطاع السياحة والمبادرات المتعلقة بالقطاع ودراسة النماذج الناجحة في ذلك الإطار، بالإضافة إلى تعزيز تحويلات العاملين بالخارج، وذلك من خلال قيام البنوك المركزية بتقديم المزيد من الحوافز لتشجيع تلك التحويلات؛ بما يعزز حصيلة النقد الأجنبي للدول، وأخيراً التدقيق في سياسات سعر الصرف؛ بما يُمكن من القضاء على السوق الموازية واستقطاب النقد الأجنبي في المسار الرسمي للاقتصاد؛ مما يعزز الاحتياطي النقدي للدولة.

■ **أهمية خفض مستويات الدين**، لا سيما الدين الخارجي؛ حيث إن بعض الدول تعتمد -بشكل كبير- على الديون الخارجية لتمويل مشروعاتها التنموية والبنية التحتية، وتؤدي زيادة مستويات الديون إلى ارتفاع مخاطر التخلف عن السداد؛ مما قد يؤثر على قدرتها على الوصول إلى التمويل من المقرضين الدوليين، ويزداد هذا العبء إذا تجاوزت ديون العملة الأجنبية الدخل من العملة الأجنبية الذي تحققه دولة ما في شكل صادرات.

■ **محاولات السيطرة على معدلات التضخم وارتفاع الأسعار**؛ حيث يعكس ارتفاع معدل التضخم حجم الاختلالات الهيكلية في الاقتصادات، ومدى عجز الحكومات وعدم قدرتها على تمويل النفقات العامة من خلال الضرائب أو إصدار الدين؛ ما قد يؤدي بدوره إلى عدم الاستقرار السياسي، ويزيد من احتمالات التعثر في خدمة الدين. بالإضافة إلى أن ارتفاع معدل التضخم سيكون له تأثير واضح على السياسة النقدية، وإشكالية تدخل البنوك المركزية في السياسة النقدية، وهو أمر ينتهي في النهاية بتعديلات سيئة في درجات التصنيف الممنوحة لهذه الدول، ووفقاً لوكالة Fitch فإن الدول التي بلغت فيها معدلات التضخم أقل من 5% سنوياً قد صُنفت ضمن درجة الاستثمار (AAA)، في حين أن الدول التي بلغت فيها معدلات التضخم أعلى من 5% سنوياً صُنفت ضمن الدرجة (B). ويمكن السيطرة على معدلات التضخم المرتفعة من خلال تطبيق أدوات السياسة النقدية الصحيحة؛ حيث يمكن للبنوك المركزية رفع أسعار الفائدة للحد من الإنفاق، وتقليل التضخم الذي يدفعه الطلب، مع اتخاذ تدابير جانب العرض؛ من خلال إزالة الحكومات معوقات بيئة الأعمال وتحسينها؛ لزيادة الإنتاجية،

وخفض التكاليف، فضلاً عن تطبيق ضوابط الأسعار؛ حيث يمكن للحكومات فرض ضوابط على أسعار سلع وخدمات معينة للحد من التضخم. ومع ذلك، يمكن أن يؤدي ذلك إلى نقص وتشوهات أخرى في السوق.

■ **أهمية الحفاظ على الأمن القومي للبلاد، وتجنب أي مخاطر سياسية؛ تشير المخاطر السياسية إلى خطر** افتقار السلطات السيادية للقدرة السياسية وتعبئة الموارد اللازمة للوفاء بالتزاماتها المالية؛ حيث توفر سيادة القانون واحترام حقوق الملكية ثقة في أن المؤسسات السياسية والمدنية تملك التزاماً قوياً بالوفاء بالالتزامات المالية.

المراجع

المراجع العربية

- زعتري، رامي. (2011). *التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري. رسالة ماجستير. كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية، جامعة حلب.*
- عبد الفتاح، وديان. (2017). *العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تحليلية للحالة المصرية. اتحاد مكنتبات الجامعات المصرية. القاهرة.*
- النجار، إخلص. (2017). *قياس العوامل المؤثرة في الجدارة الائتمانية في مصر للمدة 1970 - 2015. جامعة البصرة كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.*

المراجع الأجنبية

- Ahmad, A., Daud, S., & Marzuki, A. (2008). Sovereign credit ratings and macroeconomic variables: An empirical analysis on dynamic linkages in Malaysia using boud test approach. *The IUP Journal of Applied Economics*, VII(6), 29-39. EconPapers.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:icf:icfjae:v:07:y:2008:i:6:p:29-39>
- Afonso, A. (2003). Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence of the two leading agencies: *Journal of Economics and Finance* 27(1),56–74. DOI: 10.1007/BF02751590
- Afonso, A, Gomes, P., & Rother, P. (2007). "What "HIDES" behind sovereign debt ratings?. *European Central Bank .Working Paper Series # 711 / January 2007.*
- Afonso, A., Gomes, P., & Rother, P. (2011). "Short- and long-run determinants of sovereign debt credit ratings". *International Journal of Finance and Economics*, 16:1-15
- Alfaro, L., & Kanczuk, F. (2006). Sovereign debt: Indexation and maturity, *Working Paper # 560, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, D. C.*
- Aras, O., & Öztürk, M. (2018). The effect of the macroeconomic determinants on sovereign credit rating of Turkey. MPRA Paper # 86642.
<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/86642/>
- Barbiere, L. (2006). "Panel unit root test: A review". Quaderno N. 43, Serie Rossa: Economia Universita Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza.
- Cantor, R., & Parker, F. (1996) Determinants and impact of sovereign credit ratings, *FRBNY Economic Policy Review*, 2(2), 37–53.
- Cheng, F., Nassir, A. & Chee, S. (2015). Macroeconomics determinants of sovereign credit ratings. *International Business Research* (8), 2. DOI:10.5539/ibr.v8n2p42
- De Moor, L., Luitel, P., Sercu, P. & Vanpée (2017). Subjectivity in sovereign credit ratings. *Journal of Banking and Finance*, 88,36-392, ELSEVIER.
- Eliasson, Ann-Charlotte. (2002). Sovereign credit ratings, Research Notes in Economics & Statistics, No. 02-1. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, Germany.

- Erdem, O., & Varli, Y. (2014). Understanding the sovereign credit ratings of emerging markets. *Emerging Markets Review* :Borsa İstanbul, Research Department, Turkey.
- Günsoy, Bülent, & Ümit, Yıldız. (2017). Macroeconomics determinants of sovereign credit ratings: Panel data analysis: *International Journal of Business and Social Science*, 8(11)
- Jošić, H., & Mlinarić, D. (2018). Determinants of sovereign credit ratings: Evidence from CEE countries. University of Zagreb Faculty of Economics and Business, Zagreb.
- Kim, Suk-Joong, & Wu, Eliza. (2008). *Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets*, School of Banking and Finance, University of New South Wales, Sydney, NSW 2052, Australia.
- Klusak, P., Agarwala, M. , Burke , M. and Kraemer, M. (2021). *Rising Temperatures, Falling Ratings: The Effect of Climate Change on Sovereign Creditworthiness*. Bennett Institute Working Paper, University of Cambridge.
- Pretorius, M. & Botha, I. (2017). Determinants of sovereign credit rating in Africa: A regional perspective. *Springer International Publishing*.
DOI: 10.1007/978-3-319-48454-9_36
- Mellios, C., & Paget-Blanc, E. (2006). Which factors determine sovereign credit ratings?. *The European Journal of Finance*, 12(4), 361–377. Rourledge.
- Pesaran, M. and Pesaran, B. (1997). Working with Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis. Oxford: Oxford University Press.
- Rowland, P., and Torres, J. (2004). *Determinants of spread and creditworthiness for emerging market sovereign debt: A panel data study*. Banco de la República, Colombia.
<https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5313>
- Wooldridge, M. J. (2019). Correlated random effects models with unbalanced panels. *Journal of Econometrics*, 211(1), 137–150. ELSEVIER.
- Yang, Shu-Ling, & Chen, Sheng-Syan .(2014). The relation between sovereign credit rating revisions and economic growth. Department of Finance, College of Management, National Taiwan University, Taiwan.

ملاحق الدراسة

الجدول (م-1)

درجات التصنيف الائتماني السيادي طويلة الأجل

Moody's	Fitch and S&P	القدرة على الوفاء بالالتزام المالي	درجة المخاطر الائتمانية
Aaa	AAA	قدرة عالية	الدرجة الاستثمارية: في هذه الفئة تكون الدول قادرة على جذب الاستثمارات المباشرة وغيرها من الاستثمارات؛ حيث تعتبر مؤشرًا لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتكون الدول في هذه المرحلة قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية من ديون وفوائد في الوقت المستحق، وتتفاوت قدرة الدول باختلاف الدرجات في هذه المرحلة.
Aa1	AA+	قوية جدًا	
Aa2	AA		
Aa3	AA-		
A1	A+	قوية	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
A2	A		
A3	A-		
Baa1	BBB+	متوسطة	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
Baa2	BBB		
Baa3	BBB-		
Ba1	BB+	ضعيفة	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
Ba2	BB		
Ba3	BB-		
B1	B+	ضعيفة جدًا	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
B2	B		
B3	B-		
Caa1	CCC+	غير محتمل	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
Ca1	CC+	عدم الدفع	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
Ca2	CC		
Ca3	CC-		
C1	C+	التخلف عن السداد	الدرجة المخاطرة: تعتبر مؤشرًا لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وفيها تكون الدول غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المستحق، وفي نهاية هذه الفترة قد تضطر الدول لإعلان إفلاسها، وفي هذه المرحلة قد يتعرض الاستثمار للمخاطر؛ ما يؤدي إلى عدم وجود استثمارات في دول هذه المرحلة.
C2	C		
C3	C-		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني السيادي.

الجدول (م-2)

نتائج اختبار الاحتمالية لوكالة فيتش

Probability of Investment Grade (Fitch)			المتغير
70%	80%	90%	Variable
2811.660	1315.090	760.395	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
-41.800	-13.097	-65.393	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-512.569	-239.742	-138.621	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt/Export
-5.638	-2.637	-1.525	سعر الصرف Exchange Rate
10.042	4.697	2.716	نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-15.316	-7.163	-4.142	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account/GDP
0.375	0.176	0.101	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14.

الجدول (م-3)

نتائج اختبار الاحتمالية لووكالة ستاندرد آند بورز

Probability of Investment Grade (S&P)			المتغير
70%	80%	90%	Variable
2167.613	839.720	1001.620	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP per Capita
-26.928	-60.928	-93.241	معدل التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) Consumer Price Index
-519.910	-201.410	-140.242	نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات External Debt/Export
208.549	182.348	146.017	سعر الصرف Exchange Rate
3.848	1.491	1.778	نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي Foreign Reserves (%GDP)
-13.266	-5.139	-6.130	نسبة الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي Current Account/GDP
1.508	.620	.704	متوسط مؤشر الحوكمة Average Governance Indicator

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج Stata-14

The Macroeconomic and Institutional Determinants of Sovereign Credit Rating: Empirical Evidence from Emerging Countries (1998-2020)

Abstract

The sovereign credit rating classified by international rating agencies is crucial for countries to obtain as much funds as possible from the international market, and thereby attract foreign investments, as sovereign credit rating indicates the level of investment climate risk in a country. Therefore, investors often use ratings determined by credit rating agencies as an indicator that determines countries' creditworthiness. Hence, the study examines the various economic and institutional determinants of the sovereign credit rating in selected emerging markets during the period 1998–2020. The study was conducted on 19 emerging markets characterized by many economic changes during the study period, these changes in turn help efficiently extract tangible results. To achieve this target, the study used the sovereign credit ratings of the three global agencies: Moody's, Standard & Poor's, and Fitch, seeking to answer the main research question “What are the most important and relevant economic and institutional determinants of the sovereign credit rating of a group of emerging market countries? And how can emerging markets improve such ratings?” Moreover, the econometric approach was adopted through the use of the Ordered Probit Model. This is due to the nature of the sovereign credit rating variable, which is converted quantitatively to ranked grades. The results of the empirical study revealed the importance of macroeconomic variables entirely in determining emerging market sovereign credit ratings, specifically the importance of GDP per capita, foreign debt as a proportion of total exports of foreign goods, services and foreign currency reserves, institutional determinants in determining the degree of sovereign credit rating of the states under study according whether in the short or long term. The study differed in the degree of significance of these variables in the three agencies, and the study also found that the exchange rate of countries' currencies denominated in dollars is not significant in determining the sovereign credit rating of countries, whether in the short or long term. The study imbedded some proposals for policy makers that might be of help for raising up the credit rating, such as improving economic growth rates, supporting the increase in foreign currency flows to enhance the monetary reserve, as well as methods to control high inflation rates and price increases through various monetary policy mechanisms.

Keywords: Sovereign credit rating, economic determinants, institutional determinants Emerging Markets Economies EMEs, panel data