

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حاجز أمام تطور
الأسواق المالية الناشئة-دراسة حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد
على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

**Credit rating agencies are a method of hedging risks or a
hindrance to the progress of emerging financial markets-A case
study of the Dubai Stock Exchange based on Moody's credit
rating-**

هشام طراد خوجة¹، صلاح الدين سوام²

¹ جامعة محمد الشريف مساعديّة سوق أهراس (الجزائر)، -h.tardkhodja@univ-
soukahras.dz

² جامعة محمد الشريف مساعديّة سوق أهراس (الجزائر)، -se.soualem@univ-
soukahras.dz

تاريخ الاستلام: 2021/04/10 تاريخ القبول: 2021/11/05 تاريخ النشر: 2021/11/06

Abstract:

In front of the growing importance of emerging financial markets and their increasing risks, the role of credit rating agencies, which are considered profit-making institutions, is emerging as a hedging option.

This study aims to warn that excessive hedging against risks may not be compatible with the activity of some important economic sectors in the performance of emerging financial markets that are essential for economic development.

Key words: Emerging financial markets, credit rating

المخلص:

أمام تعاظم أهمية الأسواق المالية الناشئة وتزايد مخاطرتها تبرز دور الوكالات التصنيف الائتماني والتي تعتبر مؤسسات ربحية كخيار للتحوط.

تهدف هذه الورقة البحثية لتحذير من أن الإفراط في التحوط من الأخطار قد لا يتوافق مع أداء بعض القطاعات الاقتصادية المهمة في أداء الأسواق المالية الناشئة بصفة خاصة والضرورية في التنمية الاقتصادية بصفة عامة.

كلمات مفتاحية: الأسواق المالية الناشئة، التصنيف الائتماني.

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

1. مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية الناشئة من اهم إفرزات اقتصاد السوق المالي والتحرر الذي تبنته المؤسسات النقدية، المالية والتجارية العالمية، حيث تعاضمت أهميتها بعد النجاح الذي حققته في تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين والمحليين من خلال توسيع الخيارات التمويلية والحلول الإدارية كإعادة الهيكلة المالية أو التنظيمية، وبالنظر إلى التباين الواضح لهذه الأسواق وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت أن تغير من الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي والمحلي.

في المقابل نجد أن صعودها المتسارع وجاذبيتها للاستثمار من خلال عوائدها المرتفعة المحفزة إلا أنها تبقى هذه الأسواق عرضة لتقلبات الشديدة والمخاطرة العالية (سوقية، إئتمانية، سيولة...)، الأمر الذي يدفع بالقائمين عليها للجوء إلى آليات للتحوط أبرزها الاعتماد على وكالات التصنيف الائتماني التي تعمل على تقييم تلك المخاطر والتنبؤ بها وتبليغها إلى الأطراف التي في حاجة إليها، ومن أبرز الوكالات المتخصصة في هذا المجال وكالة MOODY'S التي تعتمد عليها الكثير من الأسواق العالمية والعربية في تقييم الجدارة الائتمانية للشركات ومن بينها الإمارات العربية المتحدة من خلال سوق دبي للأوراق المالية، لكن يبقى التخوف قائم من الافراط في التحوط كحاجز أمام القطاعات الاقتصادية الرائدة والضرورية في عملية التنمية الاقتصادية.

1.1 الإشكالية:

انطلاقاً من أن قيمة التداول على قطاع اقتصادي معين في الاسواق المالية يعبر عن إقبال للمتعاملين على هذا القطاع وعن حركية واسعة لهذا القطاع في النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية بصفة عامة، يمكن صيغة إشكالية هذه الورقة البحثية من خلال طرح السؤال التالي: هل أداء القطاعات الاقتصادية في السوق المالي يستجيب لمخرجات وكالات التصنيف الائتماني؟

2.1 الاسئلة الفرعية:

-ما هي العلاقة بين التنمية الاقتصادية والأسواق المالية الناشئة؟

-ما هي العوامل التي تزيد من تطور الأسواق المالية الناشئة مثل سوق دبي للأوراق المالية؟
-هل التصنيف الائتماني غير الجيد يخفض من حجم التداول على القطاعات الاقتصادية في السوق المالي؟

3.1 فرضيات الدراسة:

-يظهر تطور الاسواق المالية الناشئة والقطاعات المدرجة فيها وضوح مسار التنمية الاقتصادية في البلاد.

-هناك قطاعات رائدة أدى زيادة معدلات نشاطها إلى تطور أداء سوق دبي المالي.
-التصنيف الائتماني غير الجيد يؤثر سلباً على أداء القطاعات الاقتصادية الرائدة في السوق المالي.

4.1 أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة في توضيح دور وكالات التصنيف الائتماني في سلامة السوق المالي الناشئ وعلاقة ذلك بتطور أداء هذه الأسواق بصفة خاصة و التطور الاقتصادي بصفة عامة في ظل الأهمية البالغة للأسواق المالية الناشئة في النظم الاقتصادية الحديثة.

5.1 أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:
-إبراز أهمية الأسواق المالية الناشئة في تطوير اقتصاديات الدول؛
-الإحاطة بآليات عمل وكالات التصنيف الائتماني وأهميتها؛
-معرفة الأسواق المالية الناشئة وخاصة سوق دبي المالي؛
-معرفة علاقة التصنيف الائتماني بتطور أداء الأسواق المالي الناشئة وعلاقة ذلك على النشاط الاقتصادي.

6.1 المنهج المستخدم: للإجابة على إشكالية الموضوع واختبار مدى صحة الفرضيات قمنا بالاعتماد على المنهج الوصفي في الإحاطة بالجوانب النظرية وتوضيح مصطلحات الدراسة، ومنهج دراسة الحالة من خلال دراسة سوق دبي للأوراق المالية وتصنيف وكالة موديز، والمنهج التحليلي في ربط المتغيرات وتحليل نتائج دراسة الحالة.

7.1 تقسيمات الدراسة: قسمنا هذه الورقة البحثية إلى ثلاث محاور أساسية هي:

-علاقة الأسواق المالية الناشئة بالتنمية الاقتصادية؛

-آليات عمل وكالات التصنيف الائتماني؛

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

-تأثير وكالة التصنيف الائتماني Moody's على أداء القطاعات الاقتصادية.

2. علاقة الأسواق المالية الناشئة بالتنمية الاقتصادية

1.2 مفهوم السوق المالي الناشئة:

تعرفها مؤسسة التمويل الدولية على أنها "أسواق موجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو بدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والنشاط وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم وحسب مؤسسة التمويل الدولية يعتبر السوق المالي ناشئ إذا توفر به شرطان: (السعيد، 1999، ص6)

-إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نامي.

-إذا كان هذا السوق بصدد النمو.

يركز هذا التعريف على أن هذه الاسواق دخلت مرحلة مهمة وهي النمو والتطور ولم تعد حبيسة وضعية الانطلاق التي تعرف على أنها المرحلة التي عادة ما تؤدي الأسواق المالية فيها، وهي بذلك تغري المستثمرين الأجانب.

كما يوجد من يربط الأسواق الناشئة بمتوسط دخل الأفراد اعتقاداً منهم أنه كل ما زاد هذا المؤشر كلما زاد هامش الادخار وبالتالي إمكانية الاستثمار لدى عامة الأشخاص فيزيد معدل دوران الأوراق المالية في الأسواق. (حلوفي، 2015، ص126)

2.2 مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة:

1.2.2 **مرحلة النمو:** قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار، مع ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة، وتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات.

2.2.2 **مرحلة الانفتاح:** زيادة حجم الأوراق المتداولة، مع تحسن القوانين المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها في السوق، وتحسن أنظمة المقاصة والتسويق.

3.2.2 **مرحلة التطور:** تقدم هذه السوق عوائد أكثر ارتفاعاً وأقل تذبذباً، ويحصل المستثمرون بسهولة على إصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع أي زيادة حركة التداول ما يخلق زيادة في عدد الوسطاء.

4.2.2 مرحلة النضج: ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة من أنشطة المتاجرة، واستقرار السوق ونموه، مع تكوين علاوات المخاطر تنافسية على المستوى الدولي، بالإضافة إلى احترام السوق للمعايير الدولية وتطور الاستراتيجية التسويق والاتصال ما يزيد من الجاذبية.

3.2 خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تتميز الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من خصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1.3.2 ضيق السوق: تتميز الأسواق المالية الناشئة بضيقها سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم به مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي للدولة والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة (TAUX DE CAPITALISATION)، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة بالبورصة و قيمة الناتج المحلي الإجمالي ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في الدول مثل إفريقيا الجنوبية ويصل المعدل إلى 0.06 دول أندونيسيا، و ما يمكن قوله أنه كلما اتصفت السوق بالضيق فلا يمكنها في أي حال من الأحوال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد. (خباية، 2003، ص3)

2.3.2 التركيز (CONCENTRATION): يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات المفيدة بالبورصة يصل عددها إلى عشرة شركات الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60% بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تتعدى 20%

3.3.2 التذبذب (VOLATILITY): من خلال قسمة سعر السهم إلى أرباحه نتحصل على مؤشر لمدى تذبذب وعدم استقرار عائدات السوق، وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة مما جعلها أسواق تتميز بدرجة مخاطر كبيرة، مثلا نجد أن هذه النسبة في بورصة البرازيل قد سجلت ما مقداره ثمانية مرات مقارنة بالنسبة المسجلة في بورصة هولاندا. (خباية، 2003، ص3)

4.3.2 التطور السريع: تسجل الأسواق المالية الناشئة في فترة وحيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة بها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها باعتبارها أسواق تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج الخصخصة الواسعة كان هدفها الأساسي تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لصالح شركات المساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة.

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

5.3.2 افتقارها للتنظيم: تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة كونها أسواق وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها ولم يتوفى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها ويعنى أن سلطات تلك الدول لم توفى أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجد عملها بما يحسن كفاءتها.

6.3.2 ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل الأسواق الناشئة مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي لا سيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة، ففي دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين أثبتت أن من نشاط بعض الأسواق الناشئة لمدة 24 سنة إن العائد على السهم فيها أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة.

7.3.2 التشريعات الضريبية: من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة وعلى رأس المال والأسهم الموزعة. (بوسكاني، 2006، ص192)

4.2 أهمية الأسواق الناشئة في دوران عجلة التنمية الاقتصادية

1.4.2 أهمية الأسواق المالية الناشئة بالنسبة للأفراد والشركات

تتطرق في هذا المطلب إلى أهمية الأسواق المالية الناشئة بالنسبة للأفراد والشركات كالتالي:
(عبد المطلب، الأسرج، 2003، ص ص32-33)

-بالنسبة للأفراد: تتبع أهمية السوق الأوراق المالية للأفراد العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظم لتوظيف أموالهم ومدخراتهم مهما بلغ حجمها بما يحقق لهم عائد يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع، وفي الوقت ذاته تصبح السوق المالي الناشئة أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء مشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة لتداول، كما إن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد

أموالهم بأقل الخسائر ممكنة وإن لم يكن أكبر ربح ممكن وفي أسرع وقت بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابهة لعمليات السحب والإيداع في البنوك التجارية، ومن ثم يمكن القول أن السوق المالية الناشئة توفر قنوات ومداخل سليمة لاستثمار المدخرات كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها الحيابة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

-**بالنسبة للشركات:** تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات من كونها تلعب دورين مميزين أحدهما مباشر وآخر غير مباشر.

-يتمثل الدور المباشر في حقيقة الأمر أن المستثمرون عندما يشترون أسهم منشأة ما فأنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية وبناء عليه فإن المنشأة تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي يفرض أنها تتوافر وهي التي سيتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار وهذا يعني انخفاض التكلفة الأموال أي انخفاض تكلفة الاستثمار.

-أما الدور الغير مباشر فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين يتردد في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.

2.4.2 أهمية سوق الأوراق المالية الناشئة في تنفيذ برنامج إعادة الهيكلة والتصحيح الاقتصادي للمؤسسات: تعاضد دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات النامية خاصة تلك التي تتبنى برامج للإصلاح الاقتصادي وحيث تسهم الأسواق التي تتميز بالكفاءة والاتساع في إتمام عمليات الخصخصة من خلال مساهمة أكبر عدد من الأفراد في حياة أسهم الوحدات الاقتصادية المطروحة للاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات العامة محل الخصخصة. (خمر، 2004، ص12)

في المقابل تساعد عملية الاكتتاب على تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسع دائرة التعامل فيها حيث إن شركات قطاع الأعمال العام المطروح وأسهمها للبيع في بورصة الأوراق المالية سوف تساهم في زيادة حجم الأوراق المعروضة مما يؤدي إلى تنشيط حركة التعامل في بورصة ومن ثم ازدهار وتنشيط سوق الأوراق المالية ككل.

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

3.4.2 أهمية الأسواق الأوراق المالية الناشئة في تنشيط الاقتصاد الوطني: تكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الوطني حيث أنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة مما يشجع على زيادة الاستثمار واستعادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو، من جهة أخرى فإن السوق المالية النشطة تحدد وعاء مناسب للدخار والاستثمار مما يقضي على المضاربات في المجتمع.

ويقلل من الاكتتاب غير المنتج، كما يؤدي كل هذا إلى إيجاد فرص عمل جديدة تسهم في تخفيض حدة البطالة التي هي إحدى مشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة وبالتالي فإنه يمكن القبول بأن الأسواق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين وكذلك نجد إن سوق الأوراق المالية إذا ما توفرت لها سبل الكفاءة فإنها تسهل عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للدخار المحلي وليست عوضا عنه وقد ترتبط المساهمات الأجنبية في أسهم الشركات المحلية بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة. (خزان، 2018، ص ص106-107)

5.4.2 دور السوق الثانوية في التنمية الاقتصادية: تساهم السوق الثانوية في تخصيص المدخرات المتوفرة للمنشآت المستحقة لها كما ان نجاحها وزيادة نشاطها يضيف على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهو ما ينعكس إيجابيا على الأسواق الأولية للإصدارات حيث يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع العمليات المتمثلة في الاصدارات والاكتتابات الجديدة سواء كانت الشركات جديدة تؤسس لأول مرة، أو لزيادة رؤوس أموال الشركات القادمة لتقوم بتطوير عملياتها الانتاجية، وهذا بلا شك يعظم من فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة جديدة وهو ما تسعى إليه سوق الأوراق المالية الى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

3. آليات عمل وكالات التصنيف الائتماني

1.3 مفهوم وكالات التصنيف الائتماني:

هي الجهة المختصة بتقييم السندات أو الأسهم الممتازة وذلك إستناداً على تقييم المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر، وتعد التقييمات الصادرة عنها بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان. (حنفي، 2007، ص280)

فهي شركات تتولى عملية إصدار التصنيفات الائتمانية لصالح العميل (شركة أو دولة أو هيئة) بقصد زيادة الثقة عند مقرضي هذا العميل وتجنبه لمخاطرة المالية، (بلعزوز، مداني، 2010، ص9) والسبب في ذلك يعود إلى رغبة في توفير معلومات سهلة الفهم وموجزة وموثوقة عن درجة المخاطرة في إقراض الحكومات المؤسسات والشركات والأفراد، فهذه الوكالات تعتمد في تقييمها بناء على قائمة مطولة من المحاور تشمل الاقتصاد والتشريعات والتأثيرات الجيوسياسية وحوكمة الشركات وفي نفس الوقت لا يعتبر ذلك التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بديونها والتزاماتها إنما هو مؤشر فقط، (بلعزوز، مداني، 2010، ص3) فالتصنيف الائتماني هو عملية يتم من خلالها قياس مدى قدرة الدولة، الشركة، على الوفاء بالتزاماتها المالية لدى الجهة المقرضة، وفي الغالب تستخدم وكالات التصنيف معايير اقتصادية ومحاسبية معقدة التي توضح الوضع المالي لدولة ومؤسسة.

2.3 أهمية وكالات التصنيف الائتماني:

1.2.3 مساعدة المتعاملين على اتخاذ القرارات في السوق المالي: تساهم من خلال التنقيط الممنوح للمؤسسات والموضح لقدرتها المالية والائتمانية في إعطاء رؤية وتصور في شكل قروض أو سندات.

2.2.3 المساهمة في زيادة المنافسة بين المؤسسات للحصول على تنقيط جيد: تدفع بالمؤسسات إلى العمل على تحسين أدائها ونتائجها بما يجنبها الحصول على تنقيط سيء ويضمن لها الحصول على تنقيط جيد يساهم في تحسين صورتها أمام المستثمرين وبالتالي التمتع في مركز مريح يضمن لها توافر المصادر التمويلية وفقا شروط ميسرة.

3.2.3 الحد من الأزمات المالية: أن غياب وكالات التنقيط العالمية يؤدي إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل الشك واللايقين ونقص البيانات الضرورية مما يؤدي إلى زيادة احتمال التعرض لمخاطر مالية ذات آثار سلبية كبيرة خصوصا مع تطور ظاهرة العولمة المالية و ترابط الأسواق المالية فيما بينها.

4.2.3 تعزيز الشفافية والإفصاح في الأسواق المالية: التصنيف الائتماني يتم من خلاله

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

إعطاء درجة تعبر عن مدى القدرة على الوفاء بالديون وذلك بالاعتماد على مجموعة من عوامل التي تطبق على جميع الأشخاص سواء عادييين أو اعتبار بينو بالتالي بالشفافية والإفصاح في الأسواق المالية.

5.2.3 تحفيز الاستقرار والأمن الوقائي: يبرز ذلك من خلال قلما التصنيف الائتماني يعمل على تحفيز الشفافية اللذان يبينان المركز المالي لكل مؤسسة، دولة ... وبالتالي ذلك يمنع وقوع مخاطر الائتمان مثلا في السوق المالي فينتشر الاستقرار والأمن الوقائي. (بلعوز، مداني، 2010، ص5)

6.2.3 تحفيز النمو في السوق (خلق العمق المالي): بما أنه توجد شفافية وإفصاح ودقة في المعلومات بالإضافة إلى ذلك يوجد الأمان والاستقرار كل هذه العناصر تحفز على نمو السوق المالي. (حماد، 2007، ص151)

3.3 أنواع التصنيف الائتماني:

تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإصدار أنواع من التصنيفات الائتمانية والتي ازدادت بشكل كبير لتتماشى مع تطور السوق المالية العالمية ولتلبى الطلب المتزايد عليها من قبل مختلف الأطراف المعنية في تقييم الجدارة الائتمانية لمصدري الأوراق المالية وتحديد احتمالات التأخر عن السداد والخسارة الناجمة عنها، ويمكن حصر أنواع التصنيفات الائتمانية من خلال تقسيمها حسب عدة معايير: الفترة الزمنية الجهة المصنفة طلب التصنيف الائتماني. (معروف، 2013، ص ص 24-26)

1.3.3 التصنيف حسب معيار الفترة الزمنية: وينقسم التصنيف الائتماني حسبه إلى:

-**التصنيف الائتماني للفترة الطويلة:** يعبر هذا التصنيف عن رأي وكالة التصنيف بمخاطر الائتمان ذات الفترة الاستحقاق الطويلة "سنة أو أكثر" ويحدد احتمال عدم الوفاء بالتزامات المالية الطويلة المدى.

-**التصنيف الائتماني للفترة القصيرة:** يعبر هذا التصنيف عن رأي وكالة التصنيف الائتمان ذات فترة الاستحقاق قصيرة الأجل لا تزيد عن 13 شهر ويحدد احتمال عدم الوفاء بالتزامات المالية القصيرة المدى، ونجد أن وكالات التصنيف الائتماني تستخدم الرموز المستخدمة

للدلالة على درجات التصنيف الائتماني قصيرة مختلفة عن الرموز المستخدمة للدلالة على درجات التصنيف الائتماني للفترة الطويل.

2.3.3 تصنيف حسب معيار الجهة المصنفة: وينقسم التصنيف الائتماني حسب إلى:

-**التصنيف الائتماني الداخلي:** تقوم العديد من المؤسسات المالية وخصوصا المصرف بعملية التصنيف الائتماني الداخلي وتقييم المخاطر لعملائها من خلال الاعتماد على المعلومات العامة المتاحة والمنفورة.

-**التصنيف الائتماني الخارجي:** وهي عمليات التصنيف التي تقوم بها وكالات التصنيف الائتماني والتي تعبر عن رأي وكالة التصنيف تقييم القدرة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.

3.3.3 التصنيف الائتماني للهيئات الرسمية: تقوم بعض الهيئات الرسمية بنشر توقعاتها

حول احتمال تعثر الشركات في بلد معين.

4.3.3 التصنيف حسب معيار طلب التصنيف الائتماني: وينقسم إلى:

-**التصنيف الائتماني المطلوب:** يمكن لجهات مختلفة أن تطلب من وكالات التصنيف الائتماني إعطائها درجات تصنيف ائتماني لها أو إصداراتها المالية،

-**التصنيف الائتماني الغير مطلوب:** يمكن لوكالات التصنيف الائتماني أن تقوم بعملية التصنيف لأي بلد أو شركة أو إصدار دون طلب من الجهات المعنية أو رغبتها في ذلك وهذا حق مكفول لوكالات التصنيف الائتماني في الدستور الأمريكي تحت بند حرية التعبير، وهي بذلك تقوم بإعلام المستثمرين والجهات المعنية بالإحالة الائتمانية للدولة أو الشركة أو الأداة المالية المصنفة، وتعتمد وكالات التصنيف في إصدار درجة التصنيف الائتماني الغير المطلوب على المعلومات المتاحة في السوق التقارير السنوية والحسابات المالية المنشورة وعادة ما تكون درجة التصنيف الائتماني المطلوب أعلى من درجة التصنيف الائتماني الغير مطلوب لأن الأخير يستند على المعلومات العامة المتاحة فقط.

4.3 مؤشرات درجة الاستثمار (INVESTMENT GRADE): وهي مؤشر لانخفاض درجة

المخاطر الائتمانية وتأخذ الرموز Aaa، Baa، A، Aa، بالنسبة لوكالة موديز (MOODY'S) والرموز A، Aa، Baa، بالنسبة لوكالتي فitch وستاندر أند بورز (FITCH) (STANDARD AND POOR'S)، كما أن تصنيف وكالات التصنيف الائتماني لأرقام أو

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية داخل درجة التصنيف.

5.3 معايير اختيار التصنيف الائتماني: نظرا لوجود العديد من وكالات التصنيف الائتماني فإن طالب التصنيف يعتمد على مجموعة من المعايير قبل طلب التصنيف من أي وكالة ونذكر تلك المعايير في شكل النقاط التالية: (طلفح، 2005، ص ص19-20)

-درجة استخدام العلمي والفعلي للتصنيف الائتماني في السوق من يوم ليوم.

-النجاحات السابقة في تاريخ وكالة الناشرة.

-مصدقية الوكالة الناشرة للتصنيف الائتماني.

-اتساع نطاق تغطية الأسواق أو غيرها.

-درجة عمق التحليل ودرجة المهنية التي تعرض بها النتائج.

-درجة الاتساق في النتائج عبر الدول والمنشآت وعبر الزمن.

4. تأثير تصنيفات وكالة التصنيف الائتماني Moody's على أداء القطاعات الاقتصادية

1.4 القطاعات الاقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي:

يضم سوق دبي المالي تسع (09) قطاعات اقتصادية وذلك من تاريخ تأسيس إلى غاية

2018 وهي موضحة حسب الجدول التالي:

الجدول رقم 1: القطاعات الاقتصادية بسوق دبي المالي

القطاع	أمثلة عن بعض المؤسسات
البنوك	- بنك دبي الإسلامي أدرج بسوق دبي المالي في 2000/03/25 - بنك إمارات الوطني أدرج بسوق دبي المالي في 2007/10/15 - بنك أملاك للتمويل أدرج بسوق دبي المالي في 2004/04/20
الاستثمار	- شركة المدينة للتمويل والاستثمار أدرجت بسوق دبي المالي في 2007/09/10 - شركة دبي للاستثمار أدرجت بسوق دبي المالي في 2000/03/25 - شركة الاكتتاب القابضة أدرجت بسوق دبي المالي في 2008/03/28
التأمين	- شركة اليابس للتأمين أدرجت بسوق دبي المالي في 2005/07/04

- شركة الصقر الوطنية للتأمين أدرجت بسوق دبي المالي في 2005/12/04 - شركة دبي للتأمين أدرجت بسوق دبي المالي في 2000/10/04	
- شركة ديار للتطوير ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2007/09/04 - أعمار العقارية ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2000/03/25	العقارات
- شركة أجيليتي للمخازن العمومية ش.م.ك أدرجت بسوق دبي المالي في 2006/02/14 - العربية للطيران ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2007/06/16 - شركة أرامكس ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2005/07/12	النقل
- شركة الإسمنت الوطنية ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2005/12/19 - مجموعة الصناعات الوطنية القابضة ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2006/07/20	الصناعة
- شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة أدرجت بسوق دبي المالي في 2006/04/21 - شركة هيتس تيليكوم القابضة ش.م.ك مقفلة أدرجت بسوق دبي المالي في 2009/12/22	الاتصالات
- شركة دبي للمربطات ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2007/01/07 - شركة الإمارات للمربطات ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2005/07/31 - شركة الأغذية المتحدة ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2009/07/29	السلع الاستهلاكية والكافية
- شركة الفردوس القابضة ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2007/12/04 - شركة أمانات القابضة ش.م.ع أدرجت بسوق دبي المالي في 2000/12/03 - الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد) أدرجت بسوق دبي المالي في 2000/07/03	الخدمات

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع سوق دبي المالي www.dfm.com

2.4 تصنيفات Moody's لأهم قطاعات سوق دبي المالي (2016-2018)

يتعامل سوق دبي المالي ونعني بذلك القطاعات المدرجة به مع وكالات للتصنيف الائتماني ومنها وكالة Moody's وذلك بهدف الحصول على التصنيفات الائتمانية منها والتي تؤثر على أدائها بصفة خاصة وأداء سوق ككل بصفة عامة، ونظرا لقلة المعلومات عن هذه التصنيفات فإننا سوف نتطرق إلى تصنيفات بعض الشركات المدرجة في ثلاثة

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

قطاعات استراتيجية بسوق دبي المالي وهي تتمثل في "قطاع البنوك، قطاع العقار، قطاع الاتصالات"، نلخص هذه التصنيفات في جدول التالي:

الجدول رقم 2: التصنيف الائتماني للقطاعات الثلاث "بنوك، عقار، اتصالات"
(2016-2018)

القطاع	البنوك			العقارات		الاتصالات
	بنك	بنك	بنك	شركة	شركة	
الشركات المدرجة	بنك دبي الاسلامي	بنك أماك للتتمويل	بنك إمارات دبي الوطني	شركة إعمار العقارية	شركة إعمال مولز	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة
التصنيف الائتماني لموديز	Ba 3	Ba 2	Ba 1	Ba 2	A 1	Aa 3
2016	Baa 1	Baa 3	Baa 2	Ba 3	Baa 3	Aa 3
2017	A 1	Baa 1	Baa 1	Ba 1	Baa 2	A 1
2018						

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع سوق دبي المالي www.dfm.com من خلال الجدول يتضح أن وكالة Moody's قدمت تصنيف قليل المخاطرة بالنسبة لقطاع الاتصالات، وتصنيف فيه درجة مخاطرة أعلى لكل من قطاعي البنوك والعقارات، حيث تراوحت مخاطرة بنك إمارات دبي الوطني Ba1 سنة 2016 إلى Baa1 سنة 2018، وهونفس ما أله الأمور بالنسبة لبنك أماك التمويل بينما، إنخفضت مخاطرة بنك دبي الإسلامي من Ba3 سنة 2016 لتصل إلى A1 سنة 2018، فحين فحين إرتفعت مخاطرة شركت العقارات إعمال مولز من A1 إلى Baa2، وبقياً مخاطرة شركة إعمار العقارية مرتفع نسبياً في Ba2 و Ba1.

3.4 توزيع قيم التداول لأهم قطاعات سوق دبي المالي:

نظراً لإتساع عدد القطاعات الاقتصادية النشطة في سوق دبي للأوراق المالية ومن أجل

تسهيل عملية المقارنة بين حجم التداول وتصنيف الجدارة الائتماني اخترنا أن نركز في دراستنا على أهم ثلاث قطاعات التي لها تأثير على المسار التنموي وتحضى باهتمام متزايد من حكومة الإمارات العربية المتحدة وهي قطاع العقارات، قطاع البنوك، وقطاع الاتصالات، والجداول التالي يظهر قيم التداول لهذه القطاعات.

جدول رقم 3: قيم التداول حسب قطاع "البنوك، عقارات، اتصالات" (2016، 2018)

(الوحدة: مليار درهم)

القطاعات	البنوك	العقارات	قيمة التداول لسنوات/ القطاع
10	10	20	قيمة التداول لسنة 2016
15	30	70	قيمة التداول لسنة 2017
10	60	240	قيمة التداول لسنة 2018

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على موقع سوق دبي المالي www.dfm.com من خلال يظهر جلياً الارتفاع المهول في قيمة التداول لقطاع العقارات من 20 مليار درهم سنة 2016 إلى 70 مليار درهم سنة 2017 أي تضاعف ثلاث مرات ونصف، ليصل إلى 240 مليار سنة 2018 أي تضاعف بـ 12 مرة عن 2016 وذلك رغبة المخاطرة المرتفعة نسبياً التي قدمتها وكالة في Moody's في هذه الفترة.

نفس الأمر الذي حدث في لقطاع البنوك ولو على درجة أقل من الإرتفاع حيث سجلنا إرتفاع قيمة التداول من 10 مليار درهم سنة 2016 إلى 30 مليار درهم سنة 2017 ليصل إلى 60 مليار درهم سنة 2018.

بينما قطاع الاتصالات والذي عرف درجة مخاطر منخفضة من وكالة Moody's عرف إنخفاض في قيمة التداول مقارنة مع بقية القطاعات وتأرجح بين 10 و 15 ثم 10 مليار درهم للسنوات الثلاثة على الترتيب.

4.4 تحليل علاقة التصنيفات Moody's بأداء القطاعات الثلاث في سوق دبي المالي

لقد عرف سوق دبي المالي نقلة عملاقة في قيمة تداوله وكذا مقدار تطور أداء القطاعات والشركات المدرجة معه بذلك انعكس من خلال قيمة تداوله هذا من جهة ومن جهة أخرى انعكس إيجابيا على المراتب الأولى التي احتلتها السوق في أدائه وتعاملاته واستراتيجياته، حيث نجد أنه بالرغم من التطور المستمر لقطاعات (البنوك، العقارات، الاتصالات)، والذي

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

يترجم من خلال الارتفاع المستمر في أداء قيمة التداول لكل قطاع في أداء المؤشر العام لسوق دبي المالي وقيمة تداولته الإجمالية، خلال السنوات (2016-2018) كالتالي:

1.4.4 قطاع البنوك: في سنة 2016 نسبة أداء قطاع البنوك في سوق دبي المالي انخفضت بـ 4.5% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2015، أما في سنة 2017 فقد ارتفعت نسبة أدائه بـ 121% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2016 في حين نجد في سنة 2018 ارتفعت نسبة أدائه بـ 32.3% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2017، وعلى صعيد مساهمة قطاع البنوك في قيمة التداول الإجمالي لسوق دبي المالي فقد ارتفعت بشكل ملحوظ سنة 2016، 2017، 2018 لتحقق على التوالي 8.9 (مليار درهم)، 31.6% (مليار درهم)، 60.9 (مليار درهم).

2.4.4 قطاع العقارات: في سنة 2016 نسبة أداء قطاع العقارات في سوق دبي المالي انخفضت بـ 45% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2015، أما في سنة 2017 فقد ارتفعت نسبة أدائه بـ 108% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2016 في حين نجد في سنة 2018 ارتفعت نسبة أدائه بـ 17.6% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2017، وعلى صعيد مساهمة قطاع العقار في قيمة التداول الإجمالي لسوق دبي المالي فقد ارتفعت بشكل ملحوظ سنة 2016، 2017، 2018 لتحقق على التوالي 23.2 (مليار درهم)، 70.9% (مليار درهم)، 243.3 (مليار درهم).

3.4.4 قطاع الاتصالات: في سنة 2016 نسبة أداء قطاع الاتصالات في سوق دبي المالي انخفضت بـ 25% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2015، أما في سنة 2017 فقد ارتفعت نسبة أدائه بـ 40% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2016 في حين نجد في سنة 2018 انخفضت نسبة أدائه بـ 24.3% بالمقارنة مع النسبة المحققة سنة 2017، وعلى صعيد مساهمة قطاع الاتصالات في قيمة التداول الإجمالية لسوق دبي المالي فقد سجلت سنة 2016، 2017، 2018 على التوالي 2.83 (مليار درهم)، 4.2% (مليار درهم)، 3.4 (مليار درهم)، إلا أنه لم تترجم هذه التطورات في القطاعات الثلاث بنوك، عقارات، اتصالات، في التصنيفات المتحصل عليها من قبل وكالة Moody's التي ثبتت تصنيفها بالنسبة للبنوك

الرائدة بسوق دبي المالي سنة 2016 و 2017 و 2018 على التوالي Baa1 و Ba1 أي من (التزامات غير استثمارية إلى التزامات ذات جدارة انتمائية متوسطة إلى أقل من متوسطة) باستثناء بنك دبي الإسلامي التي رفعت له درجة التصنيف إلى A1 أي إلى (التزامات ذات جدارة انتمائية متوسطة إلى عالية).

كذلك بالنسبة للشركات العقارية الرائدة بسوق دبي المالي (إعمار مولز، إعمار العقارية) كان تصنيفها الانتمائي مختلط خلال السنوات (2016-2018) يتراوح من A1 إلى Ba3 (أي من التزامات ذات جدارة انتمائية متوسطة إلى عالية إلى التزامات غير استثمارية). أما بالنسبة لشركات الإتصال الرائدة بسوق دبي المالي منها (شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة) فقد حصلت على تصنيف جيد سنة 2016، 2017 وتم تخفيضه في سنة 2018.

5. تحليل النتائج:

مما سبق نجد أنه بالرغم من أن وكالة **Moody's** قامت بتحديد تصنيف فيه مخاطر بالنسبة للقطاعين البنوك والعقارات إلا أنه هناك ارتفاع مستمر في أداء وقيمة التداول لهذين القطاعين كان عكس ما تم تصنيفه أي مساهمة فعالة وارتفاع في حجم التداول الذي انعكس بشكل إيجابي على أداء السوق ككل بمعنى أن التصنيف المقدم لم يؤثر سلباً على الأداء وقيمة التداول لكل قطاع ومنه أداء سوق دبي المالي وهذا راجع لعدة أسباب أهمها:

- عدم الاهتمام بالتصنيفات خاصة في قطاع العقارات التي عرفت نقلة نوعية في سوق دبي المالي ومساهمة فعالة اتضحت من خلال تطور أدائها.

- هناك آليات أخرى معتمدة في تطوير سوق دبي المالي كتطبيق مبادئ الحوكمة منها إفصاح الإلكتروني.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة الى أن المساهمة الفعلية للتطوير سوق دبي المالي خلاله السنوات (2016-2018)، لم تكن التصنيفات الائتمانية المقدمة من طرف Moody's خاصة أنها قدمت تصنيف يمثل ويحدد مقدار كبير من المخاطر بل مساهم بشكل فعال في تطوير سوق دبي المالي خلال السنوات (2016-2015)، هو قطاع العقار الذي يعتبر القطاع الرائد في سوق والذي حقق قفزة نوعية في الاقتصاد ككل أيضاً تبني مبادئ الحوكمة التي تعتبر كمؤشر لجذب المستثمرين وتحسين الأداء، والتوجه نحو تطبيق الاقتصاد الإسلامي الذي سمح بجذب المستثمرين المهتمين بهذا المجال.

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

6. خاتمة:

تلعب الأسواق المالية الناشئة دور بالغ الأهمية في تحريك دواليب الاقتصاد من خلال قدرتها على تخصيص المدخرات لأصحاب الاحتياج وتوفير فرص استثمارية لأصحاب الفائض المالي خاصة منهم أولئك غير القادرين على إنشاء أو إدارة مشروعات تواكب مدخراتهم أو قدراتهم، ناهيك عن انها باتت تقدم خدمات إدارية بالغة الأهمية من خلال إستعاب خطط إعادة الهيكلة أو الخصخصة، بالإضافة إلى تنشيط الاقتصاد وجلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة أي وضوح مسار التنمية الاقتصادية في البلاد وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى. ومن خلال تحليل مؤشرات التداول في لسوق دبي المالي يتضح أن قطاع العقارات عرف تطور بالغ في سنوات الدراسة وبمعدلات مرتفعة جداً مقارنة مع بقية القطاعات ما رفع من أداء سوق دبي المالي، باعتباره قاطرة للتنمية الاقتصادية في الامارات وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية. إن التطور الكبير في أداء قطاع العقارات وبدرجة أقل أداء البنوك بالرغم من المخاطرة المرتفعة التي قدمتها وكالة Moody's لهذين القطاعين يدل على ان التصنيف الائتماني غير الجيد لا يؤثر بالضرورة سلباً على أداء القطاعات الاقتصادية وهو ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة:

-وكالات التصنيف الائتماني عبارة عن مؤسسات ربحية اشتهرت في بيئة الأعمال والاقتصاد نظرا لتعدد وظائفها التي تتمحور كلها حول تقييم الجدارة الائتمانية.

-الأسواق المالية الناشئة أسواق ظهرت بالدول منخفضة إلى متوسطة النمو ورغم ذلك استطاعت هذه الأسواق أن تحتل مكانة رفيعة بالمقارنة مع أداء الأسواق المالية المتقدمة ويتضح ذلك من خلال أداء سوق دبي المالي خلال السنوات الممتدة من 2016 إلى 2018 والذي عرف بأفضل أداء على المستوى المحلي والعالمي.

-حرص سوق دبي المالي منذ تأسيسه عام (2000) على مواكبة التطورات والمستجدات في البيئة الاقتصادية بغية ضمان استمرار نشاطه من جهة وتطوير أدائه وزيادة مردوبيته من جهة أخرى مستندا في ذلك على عدة آليات أهمها توفير مناخ استثماري بالسوق، استصدار قوانين وتشريعات كالمعمول بها في الأسواق العالمية أيضا نجد اعتماده بدرجة قليلة على

التصنيفات الائتمانية لوكالات التصنيف الائتماني.

مقترحات الدراسة:

-للمحافظة على مكانتها واستقرارها لا بد أن تعمل الأسواق المالية الناشئة على تحسين تنافسيتها وجاذبيتها لرؤوس الأموال الدولية؛

-ضرورة سن التشريعات التنظيمية والقانونية الفعالة لسوق رؤوس الأموال من أجل المحافظة على حركية المقبولة والضرورية لخدمة الاقتصاد دون الانسياق للحركية المفرطة التي تتسبب في الفقاعات والانهيارات.

-البحث المستمر على الآليات والإستراتيجيات من اجل تحسين أداء الأسواق المالية من جهة ومن جهة أخرى تفعيل دورها الاقتصادي من خلال شركات متميزة، أو تبني مؤشرات لأسواق العالمية تشجع على استقطاب الاستثمار الأجنبي مثل مؤشر داوجونز لاستدامة الشركات؛

-التعامل بحذر مع وكالات التصنيف الائتماني كون المؤشرات التي تعتمد عليها في بناء تصنيف الجدارة الائتمانية ممكن أن تكون ضعيفة أمام متغيرات سوقية أو ظرفية.

7. قائمة المراجع:

-أحمد طلفح، الجدارة الائتمانية السيادية: المبادئ الأساسية-الفوائد والوظائف- المؤسسات- المؤشرات- مجلة المعهد العربي للتخطيط، العدد28، الكويت، 2005.

-بلعوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها، ملتقى الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الكويت، أيام 15 و 16ديسمبر، 2010.

-بوسكاني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.

-حسان خبابة، دور الأسواق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد3، العدد5، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2003.

-حسان خمر، تحليل الأسواق المالية، مجلة المعهد العربي للتخطيط، العدد27، الكويت، 2004.

-حسين عبد المطلب، حسين محمد الأسرج، دور السوق الأوراق المالية في تنمية الادخار

وكالات التصنيف الائتماني أسلوب لتحوط من الاخطار أم حجز أمام تطور الأسواق المالية الناشئة-دراسة
حالة سوق دبي للأوراق المالية بالاعتماد على تصنيف وكالة موديز للتصنيف الائتماني-

- في مصر، مذكرة ماجستير، جامعة الزقازيق، مصر، 2003.
- سفيان حلوفي، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالة كوريا الجنوبية
وأندونيسيا، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري،
قسنطينة، الجزائر، 2015.
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، دار الجامعية، مصر، 2007.
- عبد الحفيظ خزان، تفعل دور الأسواق الأوراق المالية وآثرها على النمو الاقتصادي (دراسة
سوق عمان للأوراق المالية من 2002 -2017، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية
التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018.
- عبد الغفار خنفي، الاستثمار في الاوراق المالية: أسهم-سندات- وثائق الاستثمار، الدار
الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2007.
- نسبية معروف، دور وكالات التصنيف الائتماني في تفعيل أداء البنوك التجارية، مذكرة
ماستر، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر، قسم علوم التسيير، جامعة العربي بن
مهدي، أم البواقي، الجزائر 2013.
- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة،
سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58، 1999.