



سرمد الجميل

مراجعة منهجية في الفكر المالي

سرمد الجميل

مراجعة منهجية في الفكر المالي

سرمد الجميل

مراجعة منهجية في الفكر المالي

Noor Publishing

Impressum

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle in diesem Buch genannten Marken und Produktnamen unterliegen warenzeichen-, marken- oder patentrechtlichem Schutz bzw. sind Warenzeichen oder eingetragene Warenzeichen der jeweiligen Inhaber. Die Wiedergabe von Marken, Produktnamen, Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen u.s.w. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutzgesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

البيانات القانونية

معلومات بليوجرافية للمكتبة الوطنية الألمانية : المكتبة الوطنية الألمانية تسجل هذا تفاصيل البيانات: <http://dnb.d-nb.de> المنشور في البليوجرافيا الوطنية الألمانية البليوجرافية موجودة على شبكة الإنترنت تحت الموقع التالي جميع العلامات التجارية والمنتجات المستخدمة في هذا الكتاب تخضع لقانون براءة اختراع ، وهي علامات تجارية مسجلة لأصحابها. استنساخ الأسماء التجارية، أسماء المنتجات ،أسماء مشتركة في هذا المنشور ،حتى من دون وضع العلامات الخاصة لا يعني أن هذه الأسماء هي معفاة من التشريعات التجارية لحماية العلامة ، وبالتالي يمكن استخدامها من طرف أي شخص.

Coverbild / صورة الغلاف

www.ingimage.com

Verlag / دار النشر

Noor Publishing

ist ein Imprint der / is a trademark of

OmniScriptum GmbH & Co. KG

Bahnhofstraße 28, 66111 Saarbrücken, Deutschland / Germany

Email / البريد الإلكتروني

info@omniscryptum.com

Herstellung: siehe letzte Seite /

طبع :انظر آخر صفحة

رقم دولي معياري للكتاب / ISBN:

978-3-330-80263-6

Copyright © سرمد الجميل

Copyright / t © حقوق التأليف و النشر

2016 OmniScriptum GmbH & Co. KG

Alle Rechte vorbehalten. / جميع الحقوق محفوظة.

Saarbrücken 2016

مراجعة منهجية في الفكر المالي

الأستاذ الدكتور

سرمد كوكب الجميل

جامعة الموصل

2016

المحتويات

الصفحة	البيان
3	مقدمة
6	أولاً الظاهرة المالية والبناء النظري
11	ثانياً الإطار النظري العام للفكر المالي
18	ثالثاً مقدمة في نظرية الوساطة المالية ومضامينها
30	رابعاً مناقشة منهجية في أساسيات الفكر المالي
43	خامساً النظام المالي وعناصره : بيئة الظاهرة المالية
44	سادساً مراجعة منهجية للنظريات المالية
64	سابعاً نظرية المعلومات اللامتماثلة
72	ثامناً نظرية التضييق
78	الخاتمة والاستنتاجات
81	الهوامش
94	المراجع

مقدمة

لعل اختلاف الكتابة الأكاديمية عن الثقافية يعود إلى اختلاف طبيعة الهدف الذي تسعى له كل منهما، وعلى الرغم من الملل الذي قد تثيره الكتابة الأكاديمية لدى القارئ إلا أنها تعتمد منهجية ووسائل وأدوات ربما لا يجدها القارئ لمادة ثقافية في هذا الموضوع أو ذاك، وعند العودة للمادة أو الموضوع المراد الكتابة به ربما قد يكون الاختلاف أكبر وأعمق بكثير، وقد عبر عن ذلك Arjo Klamer في كتابه *Speaking of Economics* المنشور سنة 2007 عندما طرح كلامر فكرة مفادها أن كتابة الاقتصادي لا تكون إلا لاقتصادي آخر، وأن علم الاقتصاد هو لمصلحة علم الاقتصاد فقط، وهذا ما تظهره كتابات الاقتصاديين بعد الحرب العالمية الثانية، وهي ما زالت منذ أكثر من ستة عقود من الزمن تتحدث بلغة لا يفهمها غير الاقتصاديين. إن كل ما ورد في الاقتصاد خلال تلك الحقبة الطويلة تتحدث عن نماذج ونظريات مغرقة بالرموز والطلاسم لا تهم العامة من الناس ولا تهم المثقفين منهم ولا تهم أيضاً السياسيين ومتخذي القرار إنما تهم فئة قليلة لا تغني ولا تسمن من جوع¹، فإن الاقتصادي إذ يضع الصيغة البلاغية كمعطى اقتصادي يعجز من أن يأتي بمثلها من غير الاقتصاديين؛ وقد تطابق كلامر في طرحه مع تعريف ابن المقفع

¹ Arjo Klamer , *Speaking of Economics: How to get in the conversation , Economics as social theory* , Tony Lawson, Routledge, 2007.

أنظر أيضاً، العرض المنشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية للكتاب في العدد 51 ، صيف 2010 .

للبلاغة الذي طرحه قبل قرون إذ يقول : "هي التي إذا سمعها الجاهل ظن أنه يحسن مثلها"².

إنّ الظاهرة المالية تعد الأوسع انتشاراً منذ أن أدرك الإنسان مجتمعه وعمله وتعلم الأنساق الاجتماعية والاقتصادية فقد كان المال Fund موضع اهتمام كل الحضارات في التاريخ لا بل كان موضع اهتمام خاص في الدين الإسلامي، فقد ذكر المال في القرآن الكريم يضعاً وثمانين مرة، وتناوله الفقهاء بالبحث والدراسة فوضع ابن زنجويه سنة 251 كتاب الأموال، ووضع أبو عبيد القاسم بن سلام في القرن الثالث الهجري كتابا في الأموال أيضاً، وهكذا في الأمم الأخرى.

لقد بات المال موضوعاً ترسم الأهداف لنموه، والمحافظة عليه، وهكذا تصاغ السياسات والإستراتيجيات، وقد تنوعت أدواته وأساليبه إنفاقه، وتعظيمه كل هذا في إطار الظاهرة المالية، فماذا عن العلم الذي يعنى بها؟ بعيداً عن الكتابات الثقافية العامة وترسيخا للجانب العلمي ضمن المنهج التجريبي، فقد درست الظاهرة المالية ضمن المفهوم الواسع لعلم الاقتصاد لغاية فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، وفكّت الاشتباكات ليؤسس علم المالية وليكون المدخل إلى مجموعة العلوم المالية فيما بعد.

لقد شكلت نتائج العلوم المالية ركاماً كبيراً من النظريات والنماذج والنقاشات والمعالجات والتطبيقات، وغيرها للحد الذي يمكن الإدعاء بأنه يشكل فكراً مالياً هو غير الفكر الاقتصادي، وغير الفكر الإداري أو المحاسبي أو غير ذلك، وقد يبدو طرْحاً متخصصاً لظاهرة يمكن اعتبارها

² السيد أحمد الهاشمي ، جواهر الأدب في أدبيات وإنشاء لغة العرب ، مؤسسة المعارف ، الجزء الثاني ، 2004 ، ص 150 .

الأهم من بين كل الظواهر في عالم اليوم، فالمال عصب الحياة، وروحها ودمها الذي تحيا به، ومن هنا لم يعد المال مفهوماً عينياً مادياً ضيقاً بل أصبح المال مفهوماً واسعاً له تقنياته وفضائياته وصحفه وأدبياته لا بل أصبح المرء رهن قوانينه وطقوسه وأعرافه.

وهكذا الحال في معظم الدول المتقدمة والنامية، وقد بدأت الجامعات والمراكز البحثية والمؤسسات الدولية تهتم بهذا الحقل من حقول المعرفة التي تدعى العلوم المالية، وقد كانت هناك تقارير دولية تصدر عن المؤسسات الدولية تعنى بالخرطة المالية في العالم، وعلى مستوى الأقاليم والدول، ومنها تقرير الاستثمار العالمي وتقارير صندوق النقد الدولي المتنوعة والمستمرة إضافة لعدد الكبير من الدوريات العلمية Journals التي تعد بالمئات، والتي تصدر من الجمعيات العلمية والمهنية والجامعات والمعاهد العلمية، ولاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، والكم الكبير من البحوث والدراسات التي تنتشر شهرياً أو فصلياً وسنوياً، ناهيك عن الكتب والدراسات وأوراق العمل Working Papers التي تعنى بكل الظاهرة المالية في العالم إضافة إلى ما تنشره المؤسسات المالية والمصرفية، وغيرها من المواقع الإلكترونية.

لقد شكل هذا الكم الكبير من النتاجات العلمية الأكاديمية والمهنية تدفقاً هائلاً كان من نتائجه مزيد من الإبداع، ومزيد من التطور، فكانت عقود النصف الثاني من القرن العشرين منبعاً للنظريات والنماذج والكتب والدراسات، وقد مُنِحَ عدد من الماليين جوائز قيمة مثل جائزة نوبل فلقد كانت مساهمات أصيلة أثرت المعرفة الإنسانية، ومن هنا لا بد للباحث أن ينظر بحيادية لهذا النتاج الإنساني الكبير، ولا بد من التذكير بأن هناك

بعض الاتجاهات برزت تُوَظَر أيديولوجيا الظاهرة المالية بالسلب أو بالإيجاب منها مثلاً: انهيار الأسهم، نهاية الأسهم، الأسهم الجديدة نفسها، وغيرها من الدعوات، ومنها من يتخذ موقفاً معيناً من أزمة مالية أو رد فعل معين من ظاهرة سلبية منها: التحايل، والفساد، وغسيل الأموال وغيرها لينظر بنتائج معينة من غير حجة أو برهان .

إن الظاهرة المالية بتاريخها المرافق لتاريخ الإنسان قد شكّلت بالمقابل تدفقاً معرفياً قد يكون متخصصاً وربما قد تجد من يقف منه بالضد ولكن المسؤولية العلمية تحتم على الأقل توثيق هذا الكم الكثير من النظريات والنماذج والمعطيات والتي شكّلت مضمون هذا البحث .

أولاً: الظاهرة المالية والبناء النظري

لقد تطورت الظاهرة المالية عبر النصف الثاني من القرن العشرين تطوراً مذهباً على المستويين الأكاديمي والمهني وهذا ما دعا Miller إلى القول بأن العلوم المالية قد بلغت الذروة في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي، ونصح الباحثين الشباب للتوجه إلى فك آفاق جديدة تدور محاورها في المتعاملين والوكالة والحوكمة وغيرها¹، وهذا لم يكن كلاماً عابراً على لسان Miller في محاضراته عن تاريخ المالية، وإنما كان بداية لتوجه جديد بدت ملامحه واضحة عبر البحوث والدراسات وحافات المعرفة المالية يبدو اليوم واضحاً: التضليل المحاسبي والمحاسبة التجميلية والخلافة Earning Management، وإدارة العوائد Creative Accounting، والفساد المالي Financial Corruption و التحايل Fraud وأخير تعاقب الأزمات المالية Financial Crises .

إذ إن الظاهرة المالية أيًا كانت وضمن أية مؤسسة أو سوق قد باتت عرضة للجدل والنقاش بعد أن أصابها الوهن وعدم الثقة، ولاسيما في المؤسسات المالية والمصارف والأسواق والشركات والوسطاء وغيرهم كثير، وتحليل دقيق للنظام المالي لأية دولة كفييل بأن يظهر المزيد من التشوه والخلل والوهن وعدم الثقة.

يَعْلَمُ المختصون بالمالية والاقتصاد بأن النظام المالي، وعناصره من مؤسسات مالية متنوعة ومصارف وأسواق مالية بمختلف أشكالها، وأصنافها تمثل هيكل النظام المالي، وتتنوع العمليات المالية بتنوع النشاطات وتباينها، وكذلك الأمر بالنسبة للأدوات المالية، والتي تعددت وتنوعت أشكالها، ووظائفها وأنماطها، كل هذا قاد النظم المالية وعبر مسيرة طويلة لمزيد من التغيرات وحسب متطلبات البيئة المالية والاقتصادية التي تعمل بها تلك النظم المالية، والأهم من ذلك كانت النظم المالية تلاحق وتتابع مجمل التطورات العالمية التي تقودها المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي واليونكتاد والأونكتاد أي منظمات الأمم المتحدة، وكذلك طروحات البنك الدولي والمؤسسات الأخرى مثل بنك التسويات الدولية والمنظمات الدولية الأخرى.

ولسنا بصدد إعادة سرد قصة تأسيس النظام المالي الدولي في بريتون وودز وما بعدها، والتعريف بتطوراتها، ولاسيما خلال عقود النصف الثاني من القرن العشرين²، ولكن مراجعة عامة وعبر أكثر من ستة عقود من الزمن تظهر بما لا لبس فيه أن تلك المدة تتركب من مدتين: المدة الأولى تمتد من 1945 ولغاية 1989، فيما تمتد الفترة الثانية من 1990 ولغاية اليوم، ويطلق على المدة الأولى عصر التدويل، فيما يطلق على الثانية عصر

العولمة، وإذا كان النظام المالي الدولي قد تهاوى، أو بدأ ينهار منذ بداية عقد السبعينات، وتبعه عقد الثمانينات من القرن الماضي وما شهده من اتفاقيات ونقاشات فإن عصرًا ماليًا جديدًا قد بزغ ومنذ سنة 1989 وهو نتاج طبيعي لجولات من المباحثات نظمت التجارة ومن خلالها الصناعة والزراعة والخدمات، وقد هيكل النظام المالي ليكون نظاماً معولماً قائماً على نمط جديد من التداخلات المالية والاقتصادية بين الدول وبعضها، وبرز ظواهر جديدة وتنامي وتطور ظواهر قديمة بثوب جديد ومنها الاستثمار الأجنبي، فتشكلت تحالفات ثلاثة: أمريكية وأوروبية وآسيوية وبتجاه التكامل المالي والاقتصادي العالمي³.

إنّ مراجعة دقيقة ومفصلة للبحوث والدراسات التي تناولت الظاهرة المالية عبر هياكلها المؤسسية وعملياتها وأدواتها خلال النصف الثاني من القرن العشرين، والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين، تظهر المعطيات والنتائج التي يمكن أن تجمل بنظام مالي دولي وعالمي يعمل من خلال نظم مالية للدول المتقدمة والنامية، ومن خلال المؤسسات المالية والأسواق المالية لتلك النظم المالية التي تنظم وتراقب وتضبط من خلال المصارف المركزية، وقد كانت موضوعاً منهجياً ومادة علمية عبر ما تفصح عنه من بيانات ومعلومات على كل المستويات الدولية وعبر التقارير الدولية، والإقليمية وعبر التقارير التي تنشرها وتفصح عنها المنظمات الإقليمية والوطنية المعنية، وعبر ما ينشره المصرف المركزي حول النظام المالي للدولة، وعبر ما ينشر من المؤسسات المالية والأسواق المالية المعنية من تقارير وكشوفات وقوائم إلى غير تلك القنوات التي تنشر البيانات والمعلومات، وقد شكّلت مادة أولية دسمة لتدفق مستمر من البحوث

والدراسات والكتب والتقارير وغيرها المنشورة في مئات من الدوريات العلمية والندوات والمواقع الإلكترونية ووقائع لمؤتمرات وغيرها كثير، وأن كل هذا قاد للمزيد من النماذج والنظريات مما شكّل فكراً منهجياً يمكن أن يطلق عليه بالفكر المالي.

إن تبني فكرة الدخول في هذا المدخل تنطلق من عدة أسس؛ الأساس الأول: يتمثل في اعتماد المنهج النقدي (Criticism) في مناقشة وتحليل النماذج والنظريات لأهم مسارات هذا الفكر وهو النظرية المالية الجزئية، ونظريات الوساطة المالية التي استند عليها النظام المالي، ونظريات السوق المالي والنظريات المصرفية ونظريات المالية الدولية، وبالمقابل تحليل ونقد نظرية الإجراءات التي تزامنت وتوازت وكانت تارة يضيق عليها وتارة يوسع لها.

والأساس الثاني، إذا تمّ الاتفاق على الأساس الأول فإنه في الوقت نفسه يمثل تحليلاً نقدياً ومنهجياً لفكر مالي هيمن بكل معطياته لأكثر من ستة عقود من الزمن كان من نتائجه أزمات مالية متتابة، فقد كان لكل عقد أزمته العالمية؛ فعقد الستينات من القرن العشرين أزمة السيولة وأزمة الثقة، وعقد السبعينات من القرن نفسه أزمة سعر الصرف وبداية أزمة المديونية وفي عقد الثمانينات من القرن العشرين هيمنت أزمة المديونية، وأزمة الخصخصة، واستمرت الأزمات المالية عقب ذلك التاريخ بالتعاقب، لتكون أزمات إقليمية أو أزمة لدولة من الدول ومنها أزمات: روسيا وتركيا والمكسيك والبرازيل وشرق آسيا وإيطاليا ودبي والولايات المتحدة وأوروبا وأخيراً اليونان وهكذا، فكل أزمة تعقبها أخرى حتى غدت الأزمات وعدواها التي تنتشر وكأنها المرض الذي يصيب نظام دولة لتليها أخرى.

أما الأساس الثالث الذي بني عليه البحث، فيمكن في الاتجاهات الحديثة التي برزت بعكس ما كان سائداً من نظريات ونماذج وطروحات إبان النصف الثاني من القرن العشرين، ويبدو أنه لم يكن إلا تطوراً بالاتجاه المعاكس؛ فمثلاً نظرية المعلومات وعدم تناظرها⁴ التي يطلق عليها نظرية المعلومات غير المتماثلة (اللامتناظرة) Asymmetric information، وما بُني عليها من نماذج ونظريات، ومن أهمها نظرية كفاءة السوق⁵، ونظرية تسعير الموجودات⁶، وما يناقش في السنوات الأخيرة من نظرية الوكالة⁷ Agency theory ونظرية إدارة العوائد⁸ Earning management وغيرها، والتي شكلت تأطيراً منهجياً لظواهر ومعطيات هي في الأساس نتاج مرحلة غصت بالنظريات والنماذج، وتوج العديد من منظرها بجوائز نوبل عبر محطات متعددة بدءاً من خمسينات القرن الماضي ولغاية اليوم، فكانت الأزمات والتشوهات والفقاعات والفساد والاختلاس والتضليل والتحايل، فحقاً وبعد كل هذه الجهود الفكرية المثابرة أن تكون في الوقت نفسه مدعاة للمزيد من التساؤلات حول الفلسفة التي يقوم عليها هذا الفكر الذي قاد العالم لقرون، ولاسيما العقود الأخيرة من القرن العشرين وما زال.

إن فهماً عميقاً للظاهرة المالية ممارسةً وتطبيقاً، وما يقابلها من كم كبير من النظريات والأسس والمقومات والاختبارات التجريبية والفروض والافتراضات والمنهجيات والمداخل يمكن النظر لها عبر خمسة قرون ضمن مرحلتين: الأولى ما قبل الورقة النقدية والمالية وتوصيفاتها، والمرحلة الثانية تكاد تكون طيلة عمر الورقة المالية بما فيها النقدية وهو عُمر يزيد على القرنين منذ اكتسبت تلك الورقة (الأداة) الصفة القانونية، وشاع التعامل بها،

وليس الأمر بصدد تأريخها، وإنما بصدد ما حققته الورقة المالية من تطور في أكثر من مكان، وبين ما خلفته من سلبيات كانت نتائجها تشكياً لبناء فوقي بلغ حجمه أضعاف حجمه الحقيقي مقارنة بنمو وتطور البنى التحتية الاقتصادية السلعية، وبحق التساؤل عن تلك الفجوة بين البنيتين الفوقية والتهتية وحجم اتساعها، وكان ينظر لحجم الفجوة واتساعها على أنها تنمية مالية في البنى والهياكل المالية بشقيه النمو الكمي والتغير النوعي مما قاد الباحثين الاقتصاديين والماليين إلى المزيد من النظريات والأفكار والمنهجيات التي وضعت لتفسير تلك الظاهرة حديثة العهد⁹.

ثانياً: الإطار النظري العام للفكر المالي

الإطار النظري العام للفكر المالي لا يخرج عن مقومات نظرية أساسية ومن أهمها :

1. نظريات النظام المالي وما يضمنه هذا النظام من هياكل مؤسسية مثل المصارف والمؤسسات المالية والأسواق المالية وغيرها كثير وقد شكلت مساحة وحيزاً واسعاً في البناء النظري للنظام المالي، والأمر الثاني العمليات المالية وقد شكلت مادة نظرية وعملياتية أساسية في هذا البناء، بحكم ما تناولته من نظريات الخطر والعائد إدارة الخطر والمحفظة وحركة انسيابية المعلومات وتدفقاتها وغيرها كثير، والأمر الثالث من تركيبية النظام المالي يتمثل بالأدوات المالية والتي كانت عرضة للتأطير النظري ومادة أساسية عبر ما تطرحه من دور مهم ضمن ذلك النظام، مما يعني أن هذا البناء النظري

- للنظام المالي مادة تظم كماً كبيراً من النتائج الفكرية لقرون من الزمن وقد تناول تاريخ المالية هذا بالتفصيل .
2. النظريات التفسيرية للظاهرة المالية، فقد كانت الظاهرة المالية مادة للتفسير النظري لكل عناصر النظام المالي بهيكله المؤسسية وعملياته وأدواته فكان هناك نظرية اللاتماثل المعلوماتي Asymmetric information وقد هيمنت طيلة حقبة النصف الثاني من القرن العشرين أعقبتها نظرية الوكالة Agency Theory وقد تبنت المزيد من التفسيرات للظاهرة المالية وحولت مسار الفكر المالي باتجاه التعاملات والمصالح والصراعات والبيئة والتنافسية، وكان هناك أيضاً نظريات السلوك المالي Behavioral Finance وغيرها كثير؛ علماً أنّ تلك النظريات كانت أساساً لنظريات عديدة ساهمت في البناء النظري للفكر المالي .
3. إنّ العلوم الاقتصادية والإدارية والمحاسبية والقانون والرياضيات والإحصاء وبحوث العمليات، وعلوم الاجتماع والنفس والسلوك والتاريخ والجغرافية والعلوم البحتة وغيرها، كانت أساساً وساهمت في بناء ثروتنا علمي وفكري أطلق عليه الفكر المالي .
4. نظريات العمل وتطوير الظاهرة، ومن أهم هذه النظريات هي نظرية التنظيم Regulation Theory والتي ساهمت في ضبط الظاهرة وكانت تعمل في البيئة الحرة الديمقراطية التنافسية، وضمن مد وجزر بينها وبين التحرر Deregulation ومن جانب آخر بين الاثنين وبين إعادة التنظيم Reregulation ، فيما كان بالمقابل عملاً يوازي التنظيم ويسبقه تارة ويتخلف عنه تارة أخرى

وبحسب المعطيات وهو الإبداع المالي وتقوده نظرية الإبداع المالي Financial Innovation Theory، فإذا اشتد التضيق تحرك الإبداع للمزيد من المسارات التي تخفف تارة وتعمق المشاكل تارة أخرى، وتقودها المبادرة الفردية وما يقف وراءها من دوافع .

5. نظريات معطيات الفكر المالي ومنها نظريات الأزمات المالية

Risk Financial Crises Theories ونظريات الخطر وإدارته
Earning Management Theories، ونظريات إدارة العوائد
Management Theories ومنها تجميل العوائد والتلاعب والتحليل
التي زاد نشاطها وتأثيراتها بوصفها من معطيات الفكر المالي الحديث
في العقدين الأخيرين من عصر العولمة.

وفق هذه المنهجية تناول البحث الظاهرة المالية والنظريات التي ساهمت في هذا البناء الكبير المتجدد، واتخذ البحث معطيات الفكر المالي بكل سلبياتها وإيجابياتها ضمن تحليل يقوم على مناقشة النظريات المالية بوصفها وجهاً حديثاً لعالم اليوم الذي تتنازعه سباقات تنافسية بين الدول من جانب، وتحالفات وتكتلات بينهم من جانب آخر، وهكذا الأفراد والشركات بكل أنواعها وأشكالها بمحليتها أو تخطيها للحدود، فما هو الوازع المحكم لكل ذلك، فقيم المال غير قيم المجتمعات ومثالياتها، وأخلاقياته المصالح والثقة، فكيف يمكن فهم هذا البناء الثر الكبير؟

الثورة المالية في النصف الثاني من القرن العشرين

أطلق Peter L. Rousseau & Richard Sylla على الظاهرة المالية في النصف الثاني من القرن العشرين بالثورة المالية حينما ربطاها بالنمو الاقتصادي، وقد عبّر عن الظاهرة المالية بالتنمية المالية، وأعاد الباحثان

المفهوم للقرن التاسع عشر في إطار دراستهما لاستكشافات التاريخ الاقتصادي وبالتحديد بلجيكا وألمانيا والسويد واليابان، وبنا الكاتبان علاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي¹⁰، وعلى الرغم من تلك الإشارة المهمة إلا أن الموضوع لم يكتسب صيغته العلمية المنهجية إلا في الخمسينات من القرن الماضي، وتشير أكثر من دراسة على أن جومبيتر يعد الأهم، وأياً كانت الإشارة وذكرها إلا أن المهم يتمثل بالتركيبة النظرية التي اكتسبتها تلك العلاقة وطبيعة المعالجات والمدخلات والبحوث والاختبارات والنماذج التي بنيت واختبرت لتشكّل فيما بعد مداخل علمية كان على رأسها أعمال Goldsmith و Revell و Gurley & Shaw و McKinnon و Fama وغيرهم كثيرون¹¹.

ويقول Miller بأن كلمة الثورة هي الأجدد والأصعب هذه الأيام، فليس هناك أجدد وأصعب منها كلمة هي الأصل في المعنى الذي يوصف التغيير في المؤسسات المالية وأدواتها ذلك الذي حدث في العشرين وسنة الأخيرة ويقصد بها ستينات وسبعينات القرن الماضي¹².

لقد كانت تلك التطورات الكبيرة والتغيرات المثيرة التي شهدتها علم المالية بكل فروعاته وتخصصاته واسعة جداً حتى باتت حقلاً معرفياً كاملاً ومن أهم أسبابها: التغيرات الكبيرة في الاقتصاد العالمي في الفترة ما بين الحربين العالميتين وما بعدها، ومراجعة بسيطة لمجمل الأحداث الاقتصادية والسياسية كقيلة بأن تظهر حجم تلك التأثيرات على تركيبة النظم المالية وعناصرها (الهياكل المالية والأسواق والمؤسسات المالية والعمليات المالية والأدوات المالية) والسبب الثاني: تطور النظريات المالية والخروج بنظريات متقدمة¹³ مثل : نظرية المحفظة Portfolio Theory ونظرية التسعير

Risk Management ونظرية الخطر وأدارته Pricing Theory
Theory والخيارات Options Theory وكذلك تزايد الدوريات العلمية¹⁴
والبحث العلمي والدراسات الأكاديمية التي تعنى بالمالية والسبب الثالث:
تفعيل البيانات التاريخية التي تسجلها الأسواق المالية التي تمثل تاريخاً مالياً
بعد ذاتها لتشكل أرضية للبناء النظري العلمي في التنبؤات والتوقعات والذي
شكل مدخلاً منهجياً للمزيد من الدراسات والبحوث التجريبية والقائمة على
الاختبارات والقياس والنتائج. والسبب الرابع: التطورات الكمية والاحصائية
والرياضية والحاسوبية التي ساهمت بشكل كبير في التعامل مع كم كبير من
البيانات والمعلومات التي تطرحها الأسواق بوصفها تاريخاً للظاهرة
المالية.¹⁵

فيما ذهب Robert J. Shiller 2006 إلى تلخيص تلك المدة بثورتين
وليس ثورة واحدة كما أطلق عليها Peter L. Rousseau & Richard Sylla ، وبرر Robert J. Shiller قوله بأن الثورة المالية الأولى هي
ثورة النيوكلاسيك Neoclassical Finance Revolution وبدأت في
بداية عقد الستينات من القرن الماضي حيث نموذج تسعير الموجود
الرأسمالي وكفاءة السوق وغيرها من النظريات، ويعد Paul A. Samuelson
من أهم مؤسسي المدرسة النيوكلاسيكية بنظرياتها وهو من
توقع الثورة الثانية التي أعقبها، وهي ثورة السلوك في المالية Behavioral
Revolution in Finance والتي بدأت في عقد الثمانينات من القرن
الماضي، وكانت بدايتها حول تقلبية الأسواق المالية Volatility in
Financial Markets ومن هنا يقول Robert J. Shiller بأن الثورتين
الماليتين ولدتا من رحم واحد¹⁶، ويؤشر بأن نظرية السلوك المالي كانت

بمثابة المنقذ لنظرية النيوكلاسيك المالية فقد وضع نموذج النيوكلاسيك في اتجاهه الصحيح وبات تطبيق النماذج أكثر قوة وبنائية مما يعني أن النظرية السلوكية قد كملت النظرية الكمية النيوكلاسيكية¹⁷ .

فيما ذهب Robert C Merton إلى وصف الأحداث خلال عقد السبعينات من القرن الماضي بأنها تغيرات ثورية في هيكل عالم الأسواق المالية وفي المؤسسات المالية، والأهم من هذا هو التغيرات الثورية التي حصلت في فهم كيفية استخدام هذه المؤسسات والأسواق المالية، وتوفير مزيد من الفرص الاستثمارية الجديدة، وطرق حديثة في إدارة الخطر، وهو أمر اتفق عليه من قبل Allen and Gale 1994 و Finnerty 1992 و Mason et al. 1995 و Merton 1992 و Miller 1991 و Sanford 1993 وبعد هذا جاء الإبداع المالي ليضع تصميماً جديداً منسجماً مع معطيات التكنولوجيا الجديدة والاتصالات المتقدمة، وكذلك هناك الأمر الأكثر أهمية وهو التقدم الكبير الذي حصل في النظرية المالية¹⁸ .

أشر Robert C Merton أنه لا مجال للشك بأن الأزمات المالية قد ارتبطت بهذه الأنشطة الحديثة، وما تضمنه من أدوات، وقد ظهر هذا واضحاً في سبعينات وثمانينات القرن الماضي، بالوقت الذي كانت تلك الأدوات أساساً لتقليل الخطر وتحسين الكفاءة، وقد رأى البعض أنّ ذلك النمو الكبير والاستثنائي للمشتقات، وزيادة عمليات الاتجار بها لم يرافقه أي تفكير بمستقبلها ومستقبل ذلك الإبداع المالي الذي شكّل نمواً متسارعاً، وبقيت الثقة موضع جدل فهي لا تأتي من خلال التكنولوجيا وتحسينها، ولكن تأتي من خلال تفاعل كل العوامل والمقومات التي تقود لتغيرات ليست

على مستوى المنتج الجديد أو المؤسسة، ولكن من خلال تغيير الهياكل مما يعني تغيير النظم والهياكل والعمليات والأدوات¹⁹.

المدخل الكلي للمالية : المالية الكلية Macro Finance

أحد أهم المحاور الرئيسية التي ركز عليها المدخل الكلي للمالية يتمثل في التنمية المالية Financial Development، وكيف يمكن للمالية أن تعزز النمو والتنمية الاقتصادية، وكان التركيز يذهب باتجاه النظام المالي، ووفقاً لهذه النظرية إنّ النظام المالي يمثل الأسواق والمؤسسات المالية بوصفها الهياكل المؤسسية ومن ثم العمليات المالية التي تتم في ذلك النظام ومن ثم الأدوات المالية التي تنفذ من خلالها العمليات المالية، كل هذا يختصر بالخدمات التي يقدمها النظام المالي للاقتصاد والمجتمع.

ومناقشة مالية معمقة للمدخل الكلي للمالية تؤشر أنه قد واجه مع ما واجهه العالم تحديات كبيرة ولاسيما في العقود الأولى من النصف الأول من القرن العشرين وانتهت بالأزمة الاقتصادية في سنة 1929، وتلاها الكساد الاقتصادي الكبير وأعقب ذلك الحرب العالمية الثانية، كلّ هذا ألقى على الشركات عبئاً كبيراً في بنائها، وصناعة قراراتها فقاد لتطورات كبيرة بعد الحرب العالمية الثانية، فكان هناك تنفيذ مشروع مارشال في إعادة إعمار أوروبا وطبقت الحكومات المنتصرة سياسات اقتصادية تعتمد الإنفاق العام، فنشطت الاقتصاديات، وساد الانتعاش الاقتصادي معظم دول العالم مما تطلب المزيد من الأدوات التي تسهم في حل المشاكل المالية للشركات، وحاجة الشركات للمزيد من التقنيات في توزيع الموارد المالية، والتخطيط لها، فقاد لتطور كبير في الاتجاه الكمي لإدارة المالية على مستوى الكل، ونشأت المدارس الفكرية التي تعنى بالمال وإدارته فكان عقد الستينات من

القرن الماضي حافلاً بالتطورات وتبلورت مدرستان: الأولى المدرسة الأمريكية ورائدها Goldsmith والمدرسة البريطانية ورائدها Revell . وقد أطرقت هاتان المدرستان العلوم المالية على المستوى الكلي ولنظام المالي .

المدخل الجزئي للمالية: إدارة مالية الجزء **Micro Finance**

أما على مستوى الجزء فقد كان هناك عمل تنظيري كبير في تأطير نظرية المحفظة ونظرية تسعير الموجودات Harry Markowitz & William Sharpe²⁰ وقد كانت لهما مساهمات كبيرة في بناء النظرية المالية وكذلك أعمال²¹ Miller & Modigliani وأعمال²² Ross و²³ Fama . وقد حصل عدد كبير منهم على جائزة نوبل للمساهمات الكبيرة في نظرية الإدارة المالية .

ثالثاً: مقدمة في نظرية الوساطة المالية ومضامينها

يتكون النظام المالي من المؤسسات المالية بما فيها من مؤسسات تمويل واستثمار وادخار وإقراض، ومن ضمنها المصارف بأنواعها والأسواق المالية بكل فئاتها بوصفها من المؤسسات التي تعنى بالنقد والمال، بالإضافة إلى مؤسسات التأمين وما تضمه من أنواع مختلفة، ولكن هذا جزء من النظام المالي وليس كله، لا بل وأن هذه المؤسسات المصرفية والمالية والأسواق وغيرها لا تعد الجزء الأساس له، فما هذه إلا هياكل وبنى تتم في داخلها عمليات ومعالجات مالية وتستخدم أدوات مالية متعددة ومتنوعة²⁴، ومن هنا فإن التوصيف الأساس لأي نظام مالي لا بد أن يكون مجموعة من العلاقات المالية المتداخلة Financial Inter-relationships بين

الأفراد والوحدات المختلفة التي تشكل الاقتصاد²⁵، وأن الهيكل الأساس للنظام المالي يتسم بثلاث سمات²⁶:

1. طبيعة ومدى العلاقات المالية المتداخلة.

2. شكل الأداة التي يمكن أن تعبر عن طبيعة تلك العلاقات المتداخلة.

3. نمط العلاقات المتداخلة بين الأفراد والوحدات الاقتصادية المختلفة.

وبافتراض أن الدولة مثلها مثل أية وحدة اقتصادية أو منظمة أعمال فإن كل تلك العلاقات يمكن أن يعبر عنها في كشف الميزانية؛ انطلاقاً من أن الميزانية ما هي إلا كشف بالموارد أو الموجودات للوحدة الاقتصادية والالتزامات أو المطلوبات التي عليها، وأن مجموع تلك الميزانيات (ميزانيات الوحدات الاقتصادية) يمكن أن تظهرها ميزانية للدولة، ومن هنا تتكون الميزانية الوطنية National Balance sheet والتي تشمل الموارد التي للدولة والالتزامات التي عليها، والتي تعد وفق أسس إعداد الميزانية في منظمات الأعمال؛ لذا فإن الميزانية القومية تعتمد على نفس الأسس المحاسبية ويمكن لها أن تظهر صورة للموجودات بما فيها المادية والمالية في الجانب الأيمن، وتظهر في الجانب الأيسر المطلوبات وصافي الثروة، وعلى الرغم من هذا التشابه بين الميزانية القومية والتي تعد على مستوى الدولة ككل وبين ميزانية منظمة الأعمال إلا إن هناك العديد من الاختلافات والتباينات بين الاثنين فميزانية منظمة الأعمال تعتمد مبدأ الكلفة التاريخية بينما الميزانية القومية تعتمد على أسعار السوق²⁷.

تأسيساً فإن طبيعة النظام المالي التي تتكون من مجموعة من العلاقات المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية، يمكن لها أن تظهر واضحة من خلال تجميع ميزانيات الوحدات الاقتصادية تلك على أساس قطاعي، وإن ما

تظهره الميزانية الكلية القومية يتمثل في الطبيعة المتداخلة للقطاعات مع بعضها في الاقتصاد ومن ضمنها قطاع بقية أنحاء العالم، وتعرف العلاقات المالية المتداخلة بأنها عبارة عن الأدوات المالية التي تنشأ من التعاملات المالية والتي تشكل النظام المالي والذي لا يخرج عن الآتي²⁸ :

1. إنَّ النظام المالي ما هو إلا شبكة من العلاقات المالية بين الوحدات الاقتصادية.

2. إنَّ النظام المالي يمثل بنية مالية فوقية - Financial Super-Structure بطبيعتها المتداخلة تستند على قاعدة اقتصادية تحتية هي ثروة الدولة.

تتم التعاملات المالية بين أفراد المجتمع عبر وسائل الدفع، ولا يمكن في اقتصاد حديث أن تتم فيه التعاملات بصيغة سلعية حسب، فلا يمكن أن تصور اقتصاد سلعي في القرن الحادي والعشرين يعتمد المقايضة سلعة بسلعة أخرى، إذ لا يمكن أن تتم مثل هذه التبادلات إلا في مجتمع القرية البدائي، ومن هنا لا بد للفرد أن يدفع نقوداً مقابل الشيء الذي اشتراه أو ربما عبر وسيلة دفع معينة كأن تكون ورقة تجارية مثل الشيك Cheque أو من خلال استخدام البطاقة البلاستيكية التي يكون المصرف قد زود زبائنه بها، أو ربما عبر وسائل الدفع الالكترونية أو غيرها من الأدوات، ومن هنا يمكن تفسير طبيعة التعاملات والصفقات في المجتمع، فأياً كانت تلك التعاملات الاقتصادية لا بد من أن يكون مقابلها تعاملات مالية.

ولقد اكتسب النظام المالي دوراً اقتصادياً واجتماعياً وذلك كونه القناة التي تنتقل الموارد العاطلة في المجتمع إلى موارد منتجة، ويتم ذلك من خلال عملية تعبئة الموارد أي تجميع المدخرات من مختلف الوحدات الاقتصادية

التي لديها فائض متبق من دخلها، ويمكن لها أن تدخره في أحد المصارف أو المؤسسات المالية ومن هنا يقوم هذا المصرف أو تلك المؤسسة المالية بإعادة توجيه تلك الموارد المعبأة من مختلف الوحدات إلى الوحدات الاقتصادية التي هي في حاجة لتلك الأموال وتوظيفها وتشغيلها في الإنتاج فتكون بذلك قد زادت الإنتاج، ومن ثم زيادة الناتج المحلي الإجمالي للدولة، هذه العملية تؤثر الدور الكبير الذي يمكن أن يمارسه النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من خلال زيادة الدخل القومي، ومن خلال النظام المالي ومؤسساته المصرفية والمالية تنفذ السياسات الاقتصادية النقدية والمالية التي تحقق التطور الاقتصادي والاجتماعي²⁹.

كذلك فإن الوظيفة المهمة التي يقوم بها النظام المالي تتمثل بتسهيل المدفوعات في الاقتصاد، وإن مسؤولية ذلك تقع على عاتق المصرف المركزي والنظام المصرفي. علما أن أهمية تسهيل المدفوعات في الاقتصاد تتبع من درجة تطور ذلك الاقتصاد، وأيضاً تطور النظام المالي الذي يعمل فيه، فكل الأنشطة الاقتصادية التجارية والصناعية والزراعية والخدمية ترتبط أساساً بتسهيل تلك المدفوعات، مما يؤثر أن النظام المالي هو المسئول عن تلبية حاجات المجتمع بكل وحداته بوصفهم المستفيدين من الخدمات التي يقدمها، ولغرض توضيح دور النظام المالي في إطار الموضوع الذي بصده الآن وهو التمويل؛ لا بد من التعرض إلى المزيد من التفاصيل الخاصة بعناصر النظام المالي، والأهم من ذلك هو كيف يسهم النظام المالي في توضيح مفهوم التمويل والتمويل الدولي.

الوساطة المالية **Financial Intermediation** نظرية³⁰ وآلية عمل³¹:

لقد تطورت عمليات الوساطة المالية وبشكل كبير جدا في العقود الأخيرة، وياتت المؤسسات المالية الوسيطة أيا كانت، مصارف أم أسواق مالية أم شركات تأمين وغيرها الكثير تبحث عن جذب الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي أيا كانت تلك الوحدات واستثمارها في مختلف أشكال الاستثمار، ولقد استطاعت المجتمعات الحديثة أن تنظم تلك العمليات الوسيطة وأطراف العلاقة تحت مظلة النظام المالي.

لقد تطورت الأدوات المالية تطورا كبيرا خلال العقود الأخيرة وكان ذلك مستنداً على عملية الوساطة المالية ومن خلالها الخدمات المالية والحاجة لها فكان الإبداع المالي Financial Innovation فمارس دورا مهما في محاولة خلق المزيد من الأدوات المالية؛ إما بسبب تسهيل عمليات الدفع فاستخدمت النقود والشيكات والسفاح والنقد البلاستيكي وأخيرا فقد بدأت تستخدم الأدوات الإلكترونية، وكذلك كان للخطر Risk والذي لازم التعاملات المالية مسارها دورا كبيرا في تنشيط حالات الإبداع في خلق المزيد من الأدوات المالية لإبطال تلك الأخطار أو للتخفيف من آثارها وتجنبها كانت المشتقات Derivatives بكل أنواعها التي ستناقش لاحقا³².

ولما كان النظام المالي قد استند في تركيبته على العلاقات المالية التي تمارسها مؤسساته وأسواقه ولما له من دور بالغ الأهمية في الاقتصاديات الحديثة، ولاسيما في الوظائف التي يقوم بها، كتعبئة الادخار وحفز الاستثمار وتسوية المدفوعات وتحويل الأموال ومحاولة تقليل الأخطار وإدارتها، والعمل على تقليل كلفة المعاملة الواحدة وتوفير البيانات والمعلومات وغيرها كثير، فإنه اكتسب أهمية في التنظير وفي بنية الفكر

المالي المعاصر ولاسيما من المالبين الرواد فيما ركز الاقصاديون على تلك المتطابقة بين الادخار والاستثمار في البناء النظري والفكري³³.

تقوم المؤسسات المالية والأسواق المالية بتعبئة الموارد المالية وبشكل مدخرات، وهنا يركز الاقصاديون على أهمية النظام المالي ومؤسساته في توفير الأموال من المدخرات التي يعيد النظام المالي وعبر مؤسساته وأسواقه توزيعها على الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة لها، وبشكل قروض واستثمارات ومنها تتحقق عملية الإنتاج وتنتزيم مما يؤدي إلى زيادة ونمو الدخل القومي.

لقد كان هذا الموضوع مثار جدل ونقاش منذ عشرات السنين ومحاورة تدور حول أهمية النظام المالي ومؤسساته وأدواته في زيادة الدخل القومي ودعم النمو والتنمية الاقتصادية، أو بعبارة أشمل دوره في الاقتصاد. وعندما يقال دور النظام المالي في الاقتصاد فإن هذا يعني أهمية المؤسسات المصرفية والمالية وكذلك أهمية الأسواق المالية بكل ما تحويه من أنواع وأيضاً أهمية الأدوات المالية في الاقتصاد، وتتبع تلك الأهمية أساساً من حجم الأموال التي تعبئ من الوحدات الاقتصادية في المجتمع والتي تسهم في تمويل الاستثمارات التي تنفذ في دولة معينة، ولقد اكتسبت المدخرات التي تعبئها المؤسسات والأسواق المالية أيضاً أهمية كبيرة بوصفها مصدراً مهماً لتمويل العمليات الاستثمارية، وتتوقف العملية الادخارية في المجتمع على كثير من العوامل أهمها ارتفاع مستوى نصيب الفرد الواحد من الدخل القومي، والميل الحدي للاستهلاك ودوافع الادخار التي يثيرها النظام المالي لحفز المدخرين على الادخار، وفي المقابل يقع على عاتق النظام المالي بمؤسساته وأسواقه

حسن إدارة وتوجيه الاستثمارات والقروض نحو القطاعات الاقتصادية ذات الحاجة إلى الأموال.

يجمع المختصون في العلوم المالية والمصرفية بأن البداية كانت في سنة 1934 فقد صدر آنذاك كتاب جومبيتر الذي يعنى بنظرية التنمية الاقتصادية التي تناول فيها الجوانب المالية وأهميتها في التنمية الاقتصادية. ومنذ ذلك التاريخ الذي أطلق فيه جومبيتر نتائج عمله التحليلي لنظرية التنمية الاقتصادية، والقلق يساور الاقتصاديين حول العلاقة بين التنمية الحقيقية المادية والتنمية المالية وأصبحت محط أنظار الباحثين والدارسين³⁴.

لقد بدأت الدراسات ولأسيما بعد الحرب العالمية الثانية وحالة الانتعاش الاقتصادي التي شهدها العالم على أثر الإعمار والبناء برزت عدد من الدراسات والبحوث ومن أهمها دراسات³⁵ Gurley & Shaw وأعقبها دراسات³⁶ Patrick و³⁷ MacKinnon و³⁸ Moore و³⁹ Goldsmith و⁴⁰ Revell وآخرين ممن تناولوا هذه العلاقة وفق منهجيات علمية استطاعت أن تشكل مداخل متعددة ومدارس مختلفة.

لقد انطلق الاقتصاديون في مناقشة العلاقة بين الوجه المالي للتنمية الاقتصادية من منطلق المفهوم الواسع للتنمية الاقتصادية فقد تناول Kindleberger العلاقة في سنة 1965 ووضح التغيرات النوعية التي تصيب الاقتصاد ومنها أشار لتركم رأس المال جنباً إلى جنب مع التكنولوجيا والمجتمع والتحويلات التي تنعكس في مجمل الاقتصاد⁴¹، وقد خضعت العلاقة بين العوامل المالية والاقتصاد للمزيد من البحث والدراسة واكتسبت صيغاً مختلفة منها التنمية المالية والاقتصادية والعلاقة بينهما أو

الوجه المالي للتنمية الاقتصادية أو العلاقة بين المال والاقتصاد وهكذا بدأت الأدبيات تُوظّر نظرياً هذه العلاقة سببياً.

تتعدّ المداخل المفسرة للتنمية المالية ويعدّ مدخل باترك Patrick الذي يقوم على قيادة العرض وملاحقة الطلب - Patrick's Demand - Following and Supply - Leading والذي شرحه بنشره أول دراسة في سنة 1966 ويعنوان التنمية المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية وأعقبه بدراسة أخرى أكمل فيها مناقشته لموضوع التنمية المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية⁴².

المدخل الثاني يركز على فرضيتين هما القيود المالية والهيكلية، وتناقش الفرضيتان من باب تحقيقها للنمو الاقتصادي والتعجيل به

مناقشة منهجية في البناء الفكري لنظريات الوساطة المالية

بعد هذا العرض الموجز لنظرية الوساطة المالية لا بد من تفسير الجوانب التي ركزت عليها تلك النظرية، ومنها الجوانب التطبيقية والاقتصادية والاجتماعية والمالية، ويقف على رأس تلك الجوانب التطبيقية والعملية خلق الورقة المالية وخفض كلفة المعاملة وتحويل الموجودات⁴³، وفي الجانب الاقتصادي فإنه يتم التركيز على الدور المباشر في التنمية الاقتصادية عبر عمليات تعبئة الموارد وإعادة توزيعها أي تحويل الموارد العاطلة لكي يستفاد منها في زيادة الإنتاج وتحقيق النمو الاقتصادي⁴⁴، وكذلك استفادة مؤسسات الوساطة المالية من الوفورات الاقتصادية والحجم من خلال خفض كلفة المعاملة الواحدة أما بالنسبة للجوانب الاجتماعية فإن للوساطة المالية مساهمته الكبيرة في تشغيل الاقتصاد ورفع المستوى الاقتصادي الذي يقود إلى تشغيل المجتمع والحد من البطالة فيكون

للمؤسسات الوسيطة الدور الكبير التي تمد تلك الجوانب التي توصلت لها نظرية الوساطة المالية⁴⁵.

لقد خضعت كل تلك النظريات للبحث والاختبارات التجريبية أكثر من خمسة عقود من الزمن وإن مراجعة التغيرات التي حصلت في المؤسسات المالية والأسواق المالية يلاحظ من خلالها بأن هناك تطورا كبيرا شهدته نظرية الوساطة المالية، وغالبا ما كانت تلك التطورات في الجوانب الوظيفية للمؤسسات الوسيطة، وقد كان التركيز على المنتجات والخدمات التي طوّرت من شأن مؤسسات الوساطة، بعبارة أخرى لقد كان هناك تحولا كبيرا في دور المؤسسات الوسيطة والخروج من موضوع خفض الكلف وتوفير المعلومات⁴⁶ إلى التركيز على كيفية التعامل مع الخطر، ومحاولة تجنبه فبرزت إدارة الخطر كوظيفة رئيسة ضمن وظائف الوسيط المالي، ومن خلال نظرية الوساطة المالية طرحت التساؤلات حول أسباب التركيز على هذه الوظيفة ودورها وأهميتها.

لقد طرح Raymond Goldsmith 1969 موضوعا مهما عنوانه الهيكل المالي والتنمية الاقتصادية، وقد وجد بأن النظام المالي للدولة ينمو بشكل أكبر من الثروة القومية، ويبدو أن الحجم النسبي للنظام المالي ودور الادخار والاستثمار في التنمية الاقتصادية بوصفهما وظيفتين تمارسان عبر عملية تعبئة الموارد وإعادة توزيعها بين الوحدات والقطاعات الاقتصادية تعدان من محددات حجم النظم المالية في الدول⁴⁷. لقد حصل التطور الكبير في مسيرة وعمل الوساطة المالية بعد سنة 1990 فقد كان هناك نموا إيجابيا متحققاً في الاقتصاد، ومن قبل الوساطة المالية نفسها، ولاسيما في الدول المتقدمة⁴⁸، ولقد أشرت الدراسات النظرية والتطبيقية بأن نمو النظم

المالية كان لصالح الاقتصاد، وأساسا فان الحجة التي تقف وراء تلك الفكرة تتمثل بكفاءة توزيع رأس المال في الاقتصاد، مما قاد للمزيد من النمو الاقتصادي، ولقد أثرت الوساطة المالية على النمو الاقتصادي من خلال نسبة الادخار ومن خلال قنوات الادخار وتوجيهه إلى الاستثمار، مما أشر بأن التنمية المالية التي جاء بها Goldsmith كانت عاملا ايجابيا للنمو الاقتصادي، وقد كان في الوقت نفسه هناك عامل الخطر الذي يحكم السوق محددا، وذو أهمية كبيرة في خفض نسبة الادخار، والذي انعكس على خفض النمو الاقتصادي هنا وهناك⁴⁹.

وقبل الخوض في مناقشة الموضوع وتفكيك عوامله لابد من الوقوف على مفهوم التنمية المالية، ولقد كانت البداية في عقد الستينات عندما تناولت مجموعة كبيرة من الدراسات فرضية العلاقة بين الجوانب المالية والتنمية الاقتصادية، وكان التركيز على الهيكل المالي الذي جاء به Goldsmith ولاسيما الوساطة المالية ودورها في والنمو الاقتصادي. والتي عرضها في كتابه الموسوم⁵⁰: Financial Structure and Development 1969 ، ولقد كان هناك اتجاه آخر في بريطانيا يقوده Revell، والذي ركز على الميزانية القومية والوساطة المالية وكان Revell قد عرض هذا في كتابه الموسوم⁵¹: The British Financial System, 1973 وقد اعتبر Gardner⁵² في أحد محاضراته سنة 1982 بأن هذا الكتاب The British Financial System, يمثل كتاب المالية المقدس في بريطانيا، حيث عرض مؤلفه مدخلاً جديداً، ولاسيما في فصله الأول الذي عد بحق مدخلا حديثا في الوساطة المالية، وقد أشر هذا الكتاب الأسس المفاهيمية للتنمية المالية مما يوشر أن الاثنين Goldsmith و Revell يعدان رائدين

من رواد علم المالية الحديث، الأول Goldsmith في الولايات المتحدة الأمريكية والثاني Revell في بريطانيا³.

إنّ محور العلاقة التي تناولها الكتاب تتمثل في قدرة الوساطة المالية في التأثير بالنمو الاقتصادي عبر قنوات الادخار، وكيفية توزيع تلك الموارد إلى قطاعات استثمارية، ومن هنا برزت التنمية المالية كعنوان مهم ومنذ ذلك الوقت بدأ التركيز على الهيكل المالي وفق ما جاء به Goldsmith وتبعه Revell منذ منتصف عقد الستينات وحتى منتصف عقد السبعينات من القرن الماضي.

إن النظرية التي استوعبت النظم المالية والتطورات الكبيرة التي قادتها تلك النظم المالية، وما حققته من نمو كمي في الهياكل المالية، ونمواً نوعياًً تتمثل في التغيرات النوعية في هياكلها المالية كل هذا كان من خلال ما طرح من أدوات مالية، وكان محرّكه الإبداع المالي Financial Innovation، فكان له دورا مهما في تطور العلوم المالية وتحديد اتجاهاتها، وكان لرد الفعل السريع في مواجهة التحديات التي واجهت النظم المالي، ولاسيما في ستينات وسبعينات القرن الماضي، دوراً مؤشراً لظهور إدارة الخطر المالي Financial Risk Management، ومن خلال أدوات مالية متعددة وكثيرة أطلق عليها بالمشنقات Derivatives، والاهم من ذلك تنامي الخدمات المالية بسبب النمو الكبير في الطلب عليها، وعلى الرغم من ذلك بقي التساؤل عن كيفية تأثير الهيكل المالي في النمو الاقتصادي؟ لقد شكل هذا العنوان مدخلاً كبيراً لأكثر من وجهة نظر ولأكثر من نظرية فقد تعددت البحوث والدراسات وتنوعت، فهناك من ركز على

³ محاضرة القاها T. Gardnar رئيس قسم العلوم المالية في جامعة بانكر البريطانية سنة 1982.

المصارف حصراً، فيما ركز آخرون على الأسواق المالية، وذهب آخرون بالتركيز على الخدمات المالية، فيما ركز آخرون على الأسس التشريعية الأساسية التي قادت التنمية المالية، ومنها النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ونهج البعض باتجاه عمليات الوساطة المالية والنظم المالية والمصرفية⁵³ وقد تنوعت مؤخراً البحوث والدراسات واتجهت بعضها باتجاهات بعيدة عن الوساطة المالية أو ما يطلق عليه خارج الوساطة المالية أو غير الوساطة المالية ومصطلحها⁵⁴ Financial Dis-Intermediation.

لقد خضعت العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي للاختبار التجريبي، ويبدو أن للمسار التاريخي أهمية كبيرة في تحديد نمو المؤسسات المالية والأسواق، وعلى الرغم من وضوح الارتباط بين الجوانب السياسية والتشريعية والاقتصادية وبين المؤسسات والأسواق المالية وأن العلاقة طويلة الأمد بينهما، ووفقاً للمنهجيات العلمية لتلك العلاقة، إلا أن ما هو مهم يتمثل في إدراك أمر تحليل كفاءة الوساطة المالية، وكيف تقود إلى كفاءة عمليات الادخار، وكفاءة عمليات الاستثمار، مما يعني كفاءة تعبئة الموارد المالية وتوزيعها في الاقتصاد.

أما عن مفهوم الثروة القومية فقد كان محور نقاش طويل ومعقّد طيلة عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي وقاده كل من Goldsmith و Revell وقد انصب التركيز في طبيعة العلاقات المالية المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية، وكيفية تشكيل النظام المالي بوصفه بنية فوقية قائمة على بنية اقتصادية تحتية وكيفية نشوء الورقة المالية وحجم البنية الفوقية المالية قياساً بجم الاقتصاد، والأهم من كل هذا فقد طرح كيفية تحقيق

الوفرات الاقتصادية، واستمر العمل العلمي ضمن تلك المساحة في عقد الثمانينات من القرن الماضي ولغاية اليوم، وأهميته تزداد باستمرار، وقد أظهرت كل تلك الأعمال تلك الثروة والتي تتمثل بالموجودات المالية، وقد ازدادت الظاهرة واتسعت بشكل كبير عبر ما تظهره النظم المالية من خلال ميزانياتها، وأن التطور الكبير الذي حصل هو بروز عمليات التوريق والمشتقات، والبنود خارج الميزانية، ومن هنا فقد توفر بديل كبير في رصيد وحجم التعاملات في الأسواق المالية ولاسيما عبر المشتقات والخيارات، وحصلت تطورات كبيرة في المصارف، فقد ذهبت في هذا الاتجاه بهدف تحقيق أهدافها وطورت أدواتها، ولعب الكثير من الوسطاء الماليين دوراً مهماً في الجدلية نفسها، ولاسيما شركات الاستثمار وشركات التامين وأسواق النقد وتبادل العملات والمشتقات، واستطاع الوسطاء الماليين تحويل الأخطار وإدارتها وبانت وظيفة رئيسة من وظائفها المعروفة.

لقد كان لظاهرة عولمة الخدمات المالية والتحرر المالي التي عاشها العالم منذ نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي دوراً مهماً في نمو دور المؤسسة المالية، وبرزت اتجاهات كثيرة ومتعددة طوّرت نظرية الوساطة المالية، ولازال الجدل والنقاش حول كثير من القضايا المالية تدرس في إطار تطوير نظرية الوساطة المالية، ومن هنا يمكن التمييز بين نظريتين النظرية التقليدية للوساطة المالية والنظرية الحديثة.

رابعاً: مناقشة منهجية في أساسيات الفكر المالي

يقول Kevin Mellyn ما نصه أن معظم الناس في العالم يعيشون في اقتصاديين اثنين: الاقتصاد الأول: حقيقياً والاقتصاد الثاني: مالياً، والكل يذهب للعمل في الاقتصاد الحقيقي ليقبض في النهاية نقوداً وليس لنا أن

نفهم ما هذا الأمر الذي يسمى نقوداً؛ إذ ليس مهماً فهم ماهية النقود، وليس مهماً فهم كيفية عملها، ولكن المهم أن تتفق هذه النقود في المجالات المختلفة، وهناك من يدخر، وهناك من يستثمر، وهناك من يقترض وبالمقابل هناك من يقرض مما يعني أن هناك عمليات مالية تتم بشكل مواز لما يتم من تعاملات مادية اقتصادية⁵⁵، وعلى الرغم من كل التفاصيل المملة التي تقف وراء النقود، والتي لا تعد مهمة لمن ينفق ويدخر ويستثمر ويودع ويقرض ويقترض، فالفرد غالباً لا يفكر بها، ولكن في خضم تلك التفاعلات المالية والاقتصادية والاجتماعية قد يعلن بأن النظام المالي العالمي قد انهار أو كاد أو ربما سينهار أو ربما سيوقف العمل به أو بأحد هياكله أو أدواته، فماذا يعني هذا ضمن كل المفاهيم؟ وكيف لنا أن نفهم وندرك هذا القول؟.

انه سؤال كبير جداً لأناس يعيشون في عالم الاقتصاد الحقيقي Real economy ولا يعلمون أن هنالك اقتصاداً آخر يطلق عليه الاقتصاد المالي Financial economy، وان الاقتصاد الحقيقي هو القاعدة التي يستند عليها الاقتصاد المالي، ويتناول المالون هذه الجزئية الأساسية بالشرح والتفصيل ضمن تحليل البنية المالية الفوقية، ويكون هذا مدخلاً يعتمده المالون والمختصون منهم في فهم الظاهرة المالية التي يكون الناس بعيدين عنها.

لقد سعت البحوث والدراسات المالية على مختلف اتجاهاتها ومازالت تسعى، وضمن حلقات تطورها عبر أكثر من قرن من الزمن إلى إثبات عدد كبير من الفرضيات العلمية ضمن هذا الحقل المعرفي الكبير، وقد تشكل معه ركام معرفي كبير أُطر في نماذج وتوصيفات قادت لكثير من النظريات، وبقيت

العلاقة بين الاقتصاد الحقيقي من جهة والاقتصاد المالي من جهة أخرى محض جدل واختبار أو بين البنية الاقتصادية التحتية والبنية المالية الفوقية كما يطرحها Reveil، وأطرت ضمن أعمال رواد الفكر المالي في عقدي الخمسينات والستينات من القرن الماضي.

ولقد أطرت الظاهرة المالية في إطارين الأول: كلياً والإطار الثاني: جزئياً، فكان هنالك تركيز كبير على فهم النظام المالي الذي يتشكّل من العلاقات المالية المتداخلة بين وحدات الاقتصاد وقطاعاته، ليكون بعنوان النظام المالي للدولة، وهناك النظام المالي الدولي وأخيراً برز مفهوم النظام المالي العالمي.

يعد حقل المالية من حقول المعرفة الأساسية في حزمة الدراسات الاقتصادية والإدارية (الأعمال) ولاشك أن الطبيعة الحركية والمعقدة لهذا الموضوع تتطلب تطوراً مستمراً فكان هناك مزيد من النظريات الحديثة والتفسيرات المعاصرة، وإنّ التقدم الكبير في حقل المالية قاد للمزيد من الدراسات والبحوث والمزيد من النظريات والنماذج والمداخل المعقدة والتي شكلت تحدياً كبيراً للعمليات البحثية والتعليمية والتدريبية.

وغالبا ما يطرح سؤال مفاده: لماذا تدرس وتناقش النظريات بشكل عام وتصنيفاتها في مختلف المجالات العلمية وبكل تفرعاتها وتطبيقاتها وعلى كل المستويات العلمية؟ إنّ طرحاً مثل هذا يسمع في كل المحافل والمننديات ويكون الجواب في الغالب الأعم بأنّ النظريات تعد جزءاً أساسياً من العملية التعليمية، ويؤشر اليوم تغيرات كبيرة في حقل المالية، وعلى المستوى العالمي، ويعتقد **Chang** بأن أساسيات التعليم لا يمكن أن تتغير، فالتغيير يكون في التطبيقات والأدوات فحسب، وأنّ هذا يمنح الطلبة دليلاً وطريقاً

واضحاً لحل المشاكل الروتينية، ويمنحهم القدرة على التفكير المنطقي، والتحليل السليم للظاهرة، فالتعليم هو الحاضنة المناسبة للتعامل مع النظريات تحليلاً وتفكيراً ونقداً منهجياً، وطرحاً بديلاً أو وصفاً مناسباً أو تأصيلاً متقدماً⁵⁶.

يعد التعليم عملية فكرية تجعل من المتعلمين أناسا يسمعون أكثر من أن يصغوا وتجعلهم قادرين للوصول إلى عمق الظاهرة من خلال التقاليد والأعراف والأدوات المنهجية، وغالباً ما تكون المخرجات أعمق بكثير من مجرد الكلام، إنه بناء القدرات التحليلية والقدرات الخلاقة والقيادية، وقد تناول **Chang** كل تلك التفاصيل ليصل إلى أن مواجهة عالم معقد بكل تفرعاته، وظواهره ومن أهمها الظاهرة المالية، وما فيها من تطورات وسلوكيات ومضامين تنصب في اتخاذ القرارات وتوجيه الحقيقة باتجاه تحقيق المنفعة لأبد من أن تكون عبر مدخل يطلق عليه النظرية⁵⁷.

ومن هنا تكون النظرية محاولة إعطاء الأسباب لبعض الملاحظات المكررة لأشياء ومعطيات معقدة نوعاً ما وغالباً متغيرة، إذ يكون هناك قدرة تمكن من فهم كل تلك الظواهر المالية على الرغم من كل التعقيدات التي تتسم بها البيئة المالية، بعبارة أخرى إن النظرية المالية وتعليم النظرية المالية لا بد وأن يكون عبر مستويات عدة وخطوات متتالية.

وهنا يقف علم المالية جنباً إلى جنب مع غيره من العلوم وحقول المعرفة في أن الهدف يكمن في التوضيح **Explanation** والتنبؤ **Prediction**، ويعد التحليل النظري والاختبار التجريبي أساسيين لبناء النظرية، وإن التجريد ووضع الافتراضات هو بالأساس من طبيعة تلك الدراسات، كما أن النظرية توفر دليلاً لتلك الدراسة التجريبية؛ علماً أن تلك الدراسات التجريبية تقوم

على الاختبارات والافتراضات والاستنتاجات لتلك النظريات، وتعد الحجج النظرية المشتقة مدخلا في بلوغ الحقيقة عبر مساحة واسعة وبديهيّة لنشوء النظريات.

إنّ أهم ما يجب قوله يتمثل في أن نظرية مفردة لا يمكن أن تحل أي مشاكل آخذين بالحسبان تغيرات العالم الحقيقية والتطورات المتسارعة والمتشعبة، وعلى متخذ القرار المالي أن يتخذ قراره وضمن إجراءات فعلية وعملية في صناعة القرار المالي، مما يعني أن كل تلك الخطوات والإجراءات والآليات قد تكون مرشدة وموجهة لحد معين، وتمثل هامشاً قد يتسع، وقد يضيق بفعل تلك التطورات التي تحيط صانع القرار، وقد اعتمدت العديد من المناهج لهذا الهدف علماً بأنّ التوصيف يعد مدخلاً ومنهجاً مناسباً لحد ما، وأن يكون هناك توصيف دقيق للظاهرة والعالم المحيط بها، والبيئة التي تكتنفها يمكن أن يكون منبعاً للمزيد من النظريات أو على الأقل لنظرية مالية أو أكثر من ذلك، فالنظريات يمكن أن تقود إلى إجابات معينة، وربما قد تضع الدارس أو الباحث أو المهتم في الاتجاه الصحيح، إنها ليست قواعد عملية أو قوانين وضعيّة، وليكن واضحاً وجلياً بأنّ النظرية ما كانت لتكون من دون تجارب علمية: بحثية كانت أو تعليمية، مما يعني أنها توفر أرضية تؤسس للمساعدة ولتحديد وتحليل النقاط الصحيحة في بيئة متغيرة هي البيئة المالية.

إن تكيف النظريات للواقع والظروف يمكن من تطوير نظريات جديدة تلقي الضوء على الأسباب، وتضع الحجج وتؤسس للمقومات، وإن تعلم النظرية، وعلى الرغم من كل الآراء سواء المؤيدة أو غير المؤيدة يعد أمراً غاية في الأهمية، ولاسيما في توفير مستوى عال من إدراك الأهداف، وذلك من

خلال التحليل والتأليف، والذي يتطور بالتراكم والتأليف ودمج القدرات المتشابهة والمتباينة والفروق المناسبة وغير المناسبة. وهناك من يضيف بأن المالية هي علم غير دقيق ونظرياته تعد مدخلاً لمتاهة وضياح في خضم النماذج النظرية الكثيرة والمتعددة⁵⁸.

إنّ من الأهمية بمكان التأكيد على الوضوح في فهم أسباب تعلم النظرية، وإنّ دراسة النظريات المالية غالباً ما ترتبط بنماذج ومعادلات، وإنّ المعنيين بالأمر يجب أن يعوا ويدركوا أنه من دون هذه النظريات فإن الملاحظات والمشاهدات والظواهر تصبح عديمة الفائدة والمعنى، وإنّ الملاحظات عديمة الفائدة والمعنى في عالمنا المالي يمكن أن يعبر عنها بمعادلات ومنحنيات أو غير ذلك⁵⁹.

إنّ من تقاليد البحث في العلوم الاجتماعية اعتماد الرياضيات في البناء النظري للنظرية، وقد اعتمدت الرياضيات وساهمت في بناء عدد معين من النظريات المالية، والتي تشكل تحدياً معرفياً، وإنّ المفاهيم المعتمدة هي ليست أكثر من معان عامة أو حدس بسيط، ومن هنا يكون مهماً إدراك أمر مفاده بأن النظريات لا يشترط أن تكون كمية، وأنّ الرياضيات قد تكون عقبة كونها تضم تحليلات صعبة ومعقدة أو حتى أنها تتطوي على مفاهيم قد يصعب فهمها.

أما تطبيقات وممارسات المعرفة المالية، فإنها نقل التطورات الحديثة وممارستها، والأمر المحزن أن ترى عدداً كبيراً من الدوريات الأكاديمية في المالية والتي تنشر في معظم دول العالم من قبل جمعيات أو منظمات مهنية، فيما يحجم الممارسون والمهنيون عن التعامل مع تلك النظريات، لأسباب كثيرة ومتعددة منها عدم أهلية هؤلاء الممارسين عن استخدام

النظريات اليوم في مجال الأعمال المالية، وما زال هناك من ينكر مثلاً دور CAPM والتغيرات التي قادها لدى المهنيين الأكاديميين. ويؤشر⁶⁰ John R. Graham & Campbell R. Harvey أن أكثر من 70% من الشركات عينة الدراسة تستخدم نموذج CAPM وهكذا كما وردت في البحث وبيئة الولايات المتحدة الأمريكية وهو أمر يجب أخذه بالحسبان مقارنة ببيئات غيرها متقدمة أو نامية⁶¹.

وعلى الرغم من ذلك فإن طلب المعرفة على النظرية المالية في قطاع المالية كان ومازال مستمرا في التنامي، ومن هنا كان التشجيع متواصلًا للدخول في خضم تلك التحديات بكل معانيها ومضامينها، ولا بد من أن يعي ويعلم الجميع تلك النظريات المالية، والوقوف على تفسيرات سلوك عالم المال بوصفه عالماً مستقلاً وبخصوصية محددة.

ومن هنا لا بد من طرح أساسيات ومضامين النظرية المالية إذ أن من المهم تحديد موقع النظرية في هيكل المعرفة المالية، ولا بد من أن يكون واضحاً كيف يمكن وضع النظرية المالية في مكانها وموقعها الصحيح ضمن إطار صنع القرار المالي، فالباحثون الماليون لا بد أن يكونوا على علم بأساسيات النظرية المالية، واهم مكوناتها ومفاصلها وأهمها: كيفية تقييم الموجودات، وكيفية صنع القرار الاستثماري، وأسباب استخدام كلفة رأس المال في الموازنة الرأسمالية، وحجم الديون التي يمكن أن تستخدم من قبل شركة الأعمال، ولماذا تتغير الأسعار عشوائياً في السوق الكفوءة، وما هي سياسة مقسوم الأرباح المناسبة؟ وعدد غير قليل من التساؤلات التي تشكل أرضية أساسية لباحث العلوم المالية أياً كان موقعه في سلم المعرفة العلمية مبتدئة أم متقدمة.

وإن الحذر الذي يصيب البعض من العلوم المالية قد يكون مصدره التداخل والتعقيد الذي تتسم به، ونادراً ما تكون العلوم المالية منفصلة عن بيئة الأعمال، وعلى الرغم من أن النظرية تعمل بيد واحدة (بافتراض ثبات بقية الأشياء على حالها) (ceteris-paribus)، ولكن لا بد من الاطلاع والتعرف على صعوبتها وليس استحالتها، فالجانب الأهم في العملية التعليمية للعلوم المالية يتمثل بمناقشة نظرياتها بشكل أمين ومحيد، ولا بد من التذكير بالجوانب الأخرى ذات العلاقة، وقد تفقد الصورة كمالها أو ربما قد تشذ عن الإطار العام للموضوع، وإن من الأهمية التركيز في الدراسات الأكاديمية على الطرح النقدي حتى وإن كان ضمن التفاصيل الرياضية الكمية، مما يؤشر المضمون الأساسي للنظرية ضمن الأطر الكمية الإحصائية والرياضية أو ربما غيرها.

ومن الجدير بالذكر أن دراسة النظريات يسهم ويساعد في تنمية وتطوير التفكير النقدي، وذلك لما فيه من تقييم للمفاهيم وتطوير للمنطق العلمي والمنهجي، فضلاً عن أنّ التفكير النقدي يمثل قدرات يمكن لمكتسبها أن يدخل ضمن العملية العلمية (التعليمية أو البحثية) والتي يمكن بدورها أن تسهم في تكييف التغيرات والتطورات التي تشهدها البيئة المالية، وإن السؤال الذي يبرز دائماً يتمثل في كيف يمكن للنظرية أن تعمل في ظل الافتراضات والشروط والمحددات التي تبنى عليها؟

وهنا لا بد من القول بأن كل النظريات العلمية تستند على مجموعة من الافتراضات Assumptions، وغالباً ما تثار تساؤلات كثيرة عن تلك الافتراضات، وكيفية تكييف النظرية القائمة على تلك الافتراضات، ولا بد من

الإشارة إلى أن الحاجة تتطلب دائماً توضيح تلك الافتراضات والشروط والمحددات، وبعبارة تكون تلك الافتراضات مثار خلط وإرباك.

لقد اعتاد الباحثون والكتاب تسطير الافتراضات الواحد تلو الآخر، وهناك من يضيف أو ينتقد ولكن من الضروري الوقوف على كل افتراض من تلك الافتراضات، وتحري معناه وسير مضامينه وأهميته، والبحث في أسباب وضع هذا الافتراض في البناء العلمي للنظرية، وهذا يعد الأساس الصحيح لكل إبعادها وجوانبها، وإن دراسة تلك الافتراضات وبالتفصيل وبالذقة غالباً ما تستلزم مناقشة علمية منهجية عبر ماذا إذا؟ *what if?*، ومن هنا يمكن الوقوف على الشروط والمحددات والمعوقات والتصنيفات، والوقوف أيضاً على الأوجه المختلفة للنظرية مما يفتح أفاقاً للمزيد من النظريات آخذين بنظر الاعتبار أن تحليل ومناقشة تلك التفاصيل لا بد أن تكون بموضوعية وحيادية ومنهجية ومرونة عبر مدخل التفكير النقدي. وأن مما لاشك فيه إن البنية المعقدة التي يتسم بها عالم اليوم يستلزم الوقوف على دراسة تلك التعقيدات، وليس الهروب منها؛ لا بل ينبغي توضيح سلوكيات الشركات وأصحاب القرار المالي، وإدراك جوهر وأساسيات واتجاهات تلك السلوكيات، وهذا كله يتطلب تجريداً وظيفياً وتوصيفاً منهجياً للواقع، وهذا لا يكون إلا عبر الافتراضات، وأن تكون تلك الافتراضات أساساً ومدخلاً للفهم والإدراك والتفكير السليم.

ليكن مثلاً الافتراض بأن سوق رأس المال هي سوق كفاءة، وعندما لا يمكن أن يكون هناك في الواقع أمرٌ كهذا يكون الافتراض ضرباً من ضروب الخيال واللاعقلانية، ويكون الافتراض من الجانب الثاني قد ألقى الضوء على جوانب كثيرة، ومهمة في فهم سوق رأس المال وسلوكياته، ولا بد من

إلقاء الضوء على ما بعد وظيفة الافتراضات في البناء النظري تلك هي مسألة بناء النموذج، والأمثلة كثيرة في نماذج مثل: نموذج تسعير الموجود الرأسمالي ونموذج التسعير المرجح.. الخ، وغالباً ما يكون النموذج مستخدماً في مختلف المجالات البحثية وتطبيقاتها المتنوعة، وإنها نماذج تأتي بشكل معين، وضمن تعميم مفاهيمي وتوصيفي محدد، وتوضّح فيها المعادلات الرياضية أو الإحصائية، ولا بد للدارس والباحث أن يفهم تلك النماذج، وأن يدرك انه ليس شرطاً أن تعكس الواقع ونفاصيله بالدقة المطلوبة، ولكنها في الوقت نفسه تحاول توفير غطاء تمثيلي قد يلامس أو يتناغم أو قل يحاكي الواقع، والاهم من هذا أن واقعية الافتراضات ربما لا تكون مناسبة لتقديم أرضية نقدية للنظرية بينما ينبغي الكشف عن مصداقية النظرية عبر اختبارات تذكر بأنها أدوات توضيحية وتنبؤية لمكونات تلك النظرية⁶².

أما الاستنتاجات التي تتوصل لها النظرية فغالباً ما تكون بسيطة في محتواها، وهكذا النظريات المالية، وهنا لا بد من القول بأن النظرية لا بد من أن تكون مقنعة، والسؤال غالباً في نهاية كل نظرية يتمثل في: وماذا بعد؟ مما يعني طرماً يحتاج مزيداً من الأجوبة ويلقي على المفكرين إعادة تقييم المضمون العلمي للنظرية، ومقارنته مع الواقع، وترجمة تلك المعادلات التي ربما تحتويها النظرية، والتي ربما لا يستسيغها الطالب أو القارئ أو المتلقي والذي هو وسيلة للتغيير علماً أن النظريات المالية غالباً ما تؤكد على الفروض البحثية hypothesis كغيرها من العلوم وبلوغ التعميم التجريبي Empirical generalization.

وبعيداً عن العقلانية التي يتحدث عنها الكثير من الباحثين في افتراضاتهم واختباراتهم ونظرياتهم، فإنه لا بد من أن يعكس هذا الافتراض عبر

اختبارات الفروض البحثية، وهذا يعني أنّ الأمر يتطلب عند وضع الفرض البحثي تحديداً احتمالياً حول سمات ذلك الفرض، وأنّ مناقشته قد تضع أمامنا أساساً صحيحاً لفهم الاختبار الخاص بتلك الفرضية، ولا بد من التذكير بأن توضيح مضمون النظرية والسؤال الذي يطرح في ذلك: هل هذا يمثل حقيقة فعلاً؟ كل هذا يقود إلى النظر بعمق من جانبين اثنين: الأول النظرية والثاني الممارسة ويقود لتساؤلات عن الأسباب التي تسهم في فهم الظاهرة المالية.

إن فهم النظرية بكل أبعادها ومقوماتها يستلزم اطلاع الباحث على أمر غاية في الأهمية وهو كيف ومتى يمكن تطبيق ذلك لتحقيق الهدف؟ ولا بد من الأخذ بالحسبان النظريات، وكيف تقود للتعميم، ولما كانت النظريات بمعظمها غير كاملة في هيكلها ومضامينها ضمن العلوم المالية؛ عليه فإنه لا يكفي الوقوف على فهم النظرية فحسب بل يضاف إلى ذلك النتائج التجريبية التي تدعم (تقبل أو ترفض) فروض وتنبؤات تلك النظرية⁶³.

ولقد أشر Lintner إلى المساهمة الكبيرة للتطور النظري قد تحقق بشكل مهم عبر درس عدد كبير من الباحثين، وكيف يمكن لهم الاستجابة، والتفاعل مع الظروف الجديدة والحاجات التي لم تؤخذ في النماذج المبكرة، مما يعني أنّ السؤال المطروح مفاده ما هي النظرية القادرة على التطبيق ضمن ظروف محددة؟ وما هي حدود تلك التطبيقات؟ وأنّ نقاط القوة والضعف للنظرية يجب أن تدرس وتحلل عبر الاختبارات التجريبية Empirical tests، علماً أنّ هذا في مضمونه إظهار قوة النظرية في توضيح الظاهرة في الواقع، وإن معالجة النظرية المالية يجب أن لا تتجاهل

مشاكل واقع بيئتها التي يمكن أن تضيف حلقة من حلقات التطور فيها وضمن هذا المعنى تُجسّر الفجوة بين النظرية والواقع⁶⁴.
تفرض الأعراف العلمية تحديات كبيرة أمام الأكاديميين والمهنيين، منها إن الحاجة تدعو لمناقشة قدرة النظرية على تكييف البيانات الفعلية من خلال الاختبار سواء في قبولها أو رفضها للفروض البحثية، ولا بد من التأكيد بأن اغلب النظريات غير كاملة التكوين، وهكذا معظم الاختبارات، وتعاني بعضها من محددات، وان التقديرات المنهجية هي المعول عليها في وصف وتمييز وإظهار وجهي المشكلة النظري والعملية، ولقد كانت هناك مساهمات كبيرة في بناء نظرية القرار المالي، ومن أهم تلك المساهمات ما أشره Fama and miller من حيث التأكيد على الأطر العامة دون التركيز على الحلول الضيقة والمحددة، ومن هنا اتفق عدد من الكتاب على أنه لا يوجد نظرية مالية كاملة، فهناك حاجة للمزيد من المفاهيم النظرية والاختبارات التجريبية والتطبيقات للنظريات والحفز باتجاه المزيد من التطبيقات والإثراء الفكري⁶⁵.

ولابد من أن يدرك الجميع أنّ ليس بالضرورة في العمل العلمي اعتماد التقنيات المعقدة، وإنما استخدام الحجج المنطقية التي تدفع باتجاه النظرية، وإنّ البحث العلمي المالي يسهم في توضيح وتبسيط النظرية المالية، ولما كانت هناك نظريات مالية قد ابتدأت بفكرة أولية بسيطة وتطورت، وفي الوقت نفسه لا بد أنّ يتم فهم الأطر العامة للمفاهيم الرئيسية، والتي يمكن أن تشكل فيما بعد مفاهيم عامة شائعة، وأنه ليس من السهل المحافظة على الاتجاه الأكاديمي بل لابد من مسك هذا الاتجاه الأكاديمي بيد، والتبسيط بيد أخرى كما فعل عدد غير قليل من كتاب المالية فليست الاستخدامات الكمية

ضرورية وأساسية، وأنَّ الحقيقة التي يجب قبولها تكمن في أن النظرية المالية لا تترك الأساسيات بل تتعدها⁶⁶.

ومن هنا ليست المالية بحاجة إلى الرياضيات كما يطرحها توماس في كتابه التفاضل والتكامل Calculus، ولكن هذا لا يعني أننا لا نحتاج إلى دوال رياضية لحل مشكلة ما أو تفسير حالة معينة، وإنما تعد الأدوات الكمية بمجملها مساعدة في تحليل المشكلة المالية دون غيرها، وأنه من المهم القول بأن المالية تبحث في القدرة عن حل مشكلة ما أو معضلة معينة، وفي الوقت نفسه تبحث عن المهارات في حل المشكلة، فالنظريات المالية لا يمكن أن تحكي بقدر أو بآخر عن الإطار العام الذي يقود إلى التفكير ويخرج بنتائج معينة، والطريقة الأفضل لتحقيق ذلك هو تبسيط السؤال وتبسيط الإجابة، وإن الأمثلة هي خير مساعد والحالات الدراسية هي أفضل دليل وتبقى القاعات الدراسية والحلقات النقاشية والبحث العلمي هي الوسيلة الأفضل في بناء الفكر المالي، ولقد ساهمت النظريات الاقتصادية والأدوات الكمية والتقنيات الحاسوبية في بناء النظرية المالية الحديثة.

كذلك لابد في هذا العرض من التمييز بين أمرين: هما النظرية المالية Finance theory

والتطبيق المالي Applied finance لاسيما وأنَّ النظرية المالية كانت قد ركزت على التحليل وهو أمر يلتقي مع النظرية الاقتصادية التي تعنى بالتحليل الاقتصادي⁶⁷. عرف Sharp⁶⁸ في العام 1976 النظرية المالية على أنها نظرية مجردة منفعتها تخص مستثمري المحفظة فيما لم يعط Fama⁶⁹ تعريفاً للنظرية المالية، وإنما اشترى هدف عمله فكان لتقديم نظرية مالية وتطبيقاتها التجريبية واعتبر Fama أن النظرية المالية تعد أمراً فريداً وحقلاً مستقلاً⁷⁰، فيما عرف Bill Rees النظرية من خلال دورها

الذي تمارسه في توصيف كيفية انجاز العمل وكيفية تطويره وكلا الأمرين يشكلان ما يطلق عليه النظرية⁷¹.

ومن هنا يمكن الوقوف على أنّ المشكلة لا تكمن في نظرية هنا وأخرى هناك، ولكن هناك سيلاً متدفقاً من النظريات التي تقع ضمن حقل المالية الواسع بشقيه الكلي والجزئي فهل يطلق على هذا الكم الكبير المتدفق وعبر أكثر من ستة عقود من الزمن ومنذ بداية النصف الثاني من القرن العشرين بأنه فكر مالي، هذا ما سنعمل على تأصيله عبر مناقشة لفروع المعرفة المالية وتصنيفاتها مستنديين على النظريات التي غطت كل فروع حقل المالية بدءاً بالمؤسسات المالية ومؤسسات الوساطة ومن ثم المصارف والإدارة المالية لشركات الأعمال والأسواق والنظم المالية الكلية والنظم المالية الحكومية المحاسبية والموازناتية والرقابية والإدارة المالية الدولية والعولمية، ومن ثم التطرق لعناوين مهمة في المالية مثل التعميد وإدارة العوائد وتقييم مسار كل تلك النظريات التي قادت لمزيد من الأزمات المالية ولاسيما في العهد الجديد عهد العولمة في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.

خامساً: النظام المالي وعناصره : بيئة الظاهرة المالية

بعد مناقشة تفاصيل النظام المالية وتركيبته الكمية والنوعية وتحليلها والوقوف على أهم مقوماتها، لا بد من الوقوف على عناصر النظام المالي وقد تناولها الكتاب وفق مداخل متعددة فهناك من أشر أن عناصر النظام المالي: الأسواق المالية والمؤسسات المالية والأدوات المالية وذهب آخرون للقول بأن عناصر النظام المالي: هياكل مالية وعمليات مالية وأدوات مالية ويبدو أن المدخل الثاني أكثر توضيحاً وقدرة على فك تركيبية النظام المالية

المعقدة القائمة على صيغة العلاقات المالية المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية ما يدعوننا للقول بأن هذه النظرية هي الأكثر قدرة على تفسير الظاهرة المالية بكل أبعادها.

لقد تم تبني هذا المدخل المذكور القائم على أن:

النظام المالي = الهياكل المالية + العمليات المالية + الأدوات المالية

إن تبني هذا المدخل بعيدا عن توجه يركز على السوق المالي تارة أو على المؤسسة المالية تارة أخرى أو ربما على المصرف؛ أو شركة الأعمال؛ أو غير ذلك من المؤسسات قد لا يفسر الظاهرة المالية بكل أبعادها، فقد تطورت النظريات المالية باتجاهات متعددة، ولكن تجمعها قواسم مشتركة، وسيتم تناول تلك القواسم ومنها نظرية المعلومات غير المتناظرة ونظرية التضبيب ونظرية كلفة المعاملة ونظرية السلوك، وهذا يتجه نحو ما تم طرحه في البداية القائم على أن العملية المالية بمثابة علاقة مالية متداخلة بين وحدتين اقتصاديتين وأن النظام هو مجموعة العلاقات المالية المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية، وقد جاءت نظرية الحادثة Event Theory لتفسر طبيعة تلك العلاقات ولاسيما: جمع العلاقات المالية المتداخلة إنها ليست جمعاً بالصيغة التقليدية بل نكتنفها ثلاث صيغ جمعية الصيغة الأولى: التلاحم Combination والصيغة الثانية: الجمع Summation والصيغة الثالثة: المجموعة Aggregation، لتشكل سبلاً من التدفقات المعلوماتية منظماً ناتجا عن عمليات مالية وهي في الوقت نفسه أدوات مالية.

سادساً: مراجعة منهجية للنظريات المالية

ذهب البعض باتجاه المراجعة التاريخية للنظريات المالية متخذاً من المنظور التاريخي أساساً لفهم الفكر المالي وفق متابعة للتطورات الحديثة لكل فترة زمنية ضمن إطار شامل للتمييز بين الفترات الزمنية لمسار كل تلك التطورات، ومن ثم اعتبار أنّ الفكر المالي ما هو إلا استجابة ناضجة للأسواق المالية وتداخلاتها وتوسعها وتحويلها ومنافساتها، وكذلك التطور في أدواتها ونماذجها الكمية ومنهجياتها التي قادت لخلق المزيد من النظريات التي تفسر السلوك المالي ومستندة على التطبيق والممارسة الذي يعكس فهماً جديداً للظاهرة، ويعطي إطاراً نظرياً سمي بالنظرية، ونتيجة لكل ذلك كانت الأفكار والمزيد من خلق الأفكار استعارة من التطورات المعرفية التي تسود العالم لتبلغ النظرية المالية ما بلغت، وتراكمها شكلاً فكرياً مالياً نتناوله اليوم بالبحث والتأصيل والدراسة.

وعند مقارنة نتائج نظرية الإدارة المالية في عقدي الخمسينات والستينات من القرن الماضي بنتائج العقد الأول من القرن الحادي والعشرين يمكن الوقوف على تطور المسارات الفكرية للإدارة المالية لشركات الأعمال، ويلاحظ بأنّ هناك فجوة زمنية تكمن في نتائج الفترتين وتمتد من أربعة إلى خمسة عقود من الزمن أي تغطي أو تكاد؛ عقود النصف الثاني من القرن العشرين، وهي العقود التي تبلور فيها علم الإدارة المالية نظرياً وأهدافاً ومنهجية، فإذا كان العنوان الأهم في الستينات تعظيم الربح والسوق وهيكل رأس المال وكلفة رأس المال، والمحفظة، وتوازن سوق رأس المال، والعائد والخطر وغيرها من العناوين التي نشأت وتطورت أبان بداية عهد النصف الثاني من القرن العشرين، فإن الرقابة والحوكمة، والبيئة المالية، والوكالة والخيارات والمسؤولية الاجتماعية ... الخ هي عناوين تطرح في بداية القرن

الحادي والعشرين، ولفهم مسيرة هذا التطور لابد من العودة إلى البدايات الأولى لتأسيس نظرية الإدارة المالية، وكيفية تشكيل هذا الركam المعرفي في سلسلة زمنية معقدة ومركبة انتابها كثير من العقبات والصعوبات والمشاكل والأزمات.

المراجعة التاريخية

إن الأرضية التي تستند عليها المالية يمكن أن توفر خريطة طريق لهذه المراجعة التاريخية ومن خلال مقولة رئيسة مفادها: ((اثر التنمية الاقتصادية في مضمون حقل المالية))

The Impact of Economic Development on The Content of the Finance Field))

وأن نقطة التحول كانت في بداية القرن العشرين، ذلك أن الدراسة النظامية للإدارة المالية بدأت في بداية القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وأن نشوء هذا الحقل المعرفي كان مرتبطاً بالحركة العامة لتطور الأسواق في الولايات المتحدة، ولاسيما بعد حركة الاندماجات التي حصلت في الولايات المتحدة خلال المدة 1890 - 1905، فقد اندمجت مئات الشركات وخلقنت تلك التطورات الكثير من إصدارات رأس المال، وفيما يلي توضيح للعلاقة بين حركة التنمية والتطور الاقتصادي وأثره في مفاصل رئيسة من مفاصل الإدارة المالية⁷²

يقول Weston ما يلي: كتب Arthur Stone Dewing دراسة حول Financial Policy of Corporations السياسات المالية في الشركات

وكان هذا في بداية العشرينات من القرن الماضي، واستنتج أن خيارات هيكل رأس المال وقراراته تنطوي على عملية تمويل ذات أهمية كبيرة، ومن وجهة نظر Dewing فإن سياسة مقسوم الأرباح لها تأثير في السيولة، وعلى الدعم المتواصل للمؤسسة، وقد وضع نمطا وضعه في كتاب له بعنوان Corporate Finance الذي اعتبر مدخلا تقليديا فيما بعد، وبالنتيجة فإن المفهوم التقليدي لمالية الأعمال Business Finance، يتضمن تركيزا كبيرا على المؤسسة وتفضيلاتها وكانت توصياته تركز على الأدوات المالية والعقود⁷³. وفيما يلي عرض تاريخي متعاقب كما عرضه Weston: التطور في عقد العشرينات من القرن الماضي كان في عدد كبير من الصناعات الكيماوية والسيارات والصناعات الفولاذية، وقد نشأ وتطور التسويق والترويج والإعلان والتوزيع وتطور النقل والاتصالات، وقد عكست كل تلك التطورات جانبا كبيرا من الاندماجات فحققت الشركات هامشا كبيرا من الربح، وقد أشرت جوانب مهمة ولامعة في تطور الإدارة المالية منها ما يخص السيولة والهيكل المالي.

وكانت الثلاثينات بداية الكساد الكبير في سنة 1929 وبرزت ظاهرة إعادة الهيكلة حيث تمت تصفية العديد من الشركات وأفلست كثير غيرها، وقد تمت إعادة هيكلة رأسمال في معظم شركات الأعمال، وزاد الطلب على ودائع الأفراد من المصارف التجارية، وخفضت المصارف بدورها حدود ائتماناتها، وانهارت الأسعار، وتم تصفية المخزون في معظم الشركات ولم يعد هناك

وفر من الأموال الكافية لمقابلة الالتزامات، وسارعت المصارف بالاتجاه إلى إعلان إفلاسها، وتدننت نشاطات الأعمال، واستمرت الخسائر تتوالى، وكانت هناك محاولة لتفعيل آلية الرفع المالي وقد بدأ الإيراد التشغيلي بالانخفاض، وانهارت التنظيمات وارتفعت نسب القروض، وارتفعت الكلف التشغيلية. ولقد كانت أحداث الثلاثينات من القرن الماضي تبدو أنها قد أكدت لعبة مالية الأعمال التقليدية، وبدأت الاعتراضات، والتأكيد على التحليل الحقيقي المالي والسيولة، ولقد كانت الضغوط المالية إبان الثلاثينات قد قادت لمزيد من التشريعات (والتغيرات الكبيرة في قواعد اللعبة) وبدا المدير المالي بمثابة الوسيط الأكثر أهمية.

أما عقد الأربعينات فقد هيمنت عليه الحرب العالمية الثانية، ووظفت الجهود لخدمة الحرب، ووجهت الصناعة لدعم الحرب في معظم دول العالم، واتسمت الفترة بالتوسع في الطاقات والمشاريع والتوسع في التمويل وفي رأسمال التشغيل والمبيعات، وخاصة بعد نهاية الحرب وتلتها سنوات الخمسينات فاتسمت بدايته بالتوسع الاقتصادي الكبير والنمو المستمر مع شعور مستمر بتهديد الكساد، وارتفاع كلف العمل الذي قاد إلى عرض مزيد من البدائل للتجهيزات الرأسمالية مع نمو متسارع في التشريعات، وقد تزامنت مع تطبيق آليات جديدة في سوق النقد، وإدارة النقد، والتدفقات النقدية والتحليل المالي بالنسب بوصفه أداة للمحللين الماليين الخارجيين، وتطبيق

الإجراءات الإدارية المالية الداخلية، وتنبؤات الموازنة النقدية وتفعيل للرقابة الإدارية المالية.

أما نهاية عقد الخمسينات وعقد الستينات من القرن الماضي فقد اتسمت تلك الفترة بفرص عالية للربح، وبدأت الشركات بتطبيق سياسات تحديد توزيع الموارد، وانحسر الهامش الربحي بين الربح وكلفة الأموال، وأثرت الفرص في أرباح الأنشطة الصناعية التقليدية، وبرز بشكل كبير تطبيق الموازنة الرأسمالية، وتمت إعادة النظر بتوزيع الموارد المالية مع بروز مفهوم إدارة الخطر وتطبيقاته بشكل كبير. فيما شهد عقدا السبعينات والثمانينات ارتفاع حدة المنافسة الدولية، وبرزت التغيرات التكنولوجية ومفاهيم التكيف الإداري، وظهر مفهوم البيئة الخارجية كمفهوم إستراتيجي وشاعت ظاهرة التحرر المالي وتخفيف الإجراءات، وتذبذب سعر الصرف مع بروز الإبداع المالي، فزادت الديون وحدثت تغيرات كبيرة في السياسات الضريبية للدول. لقد اعتبرت سنة 1980 بمثابة النقطة الفاصلة بين ما قبلها وما بعدها فقد كانت الستينات والسبعينات حافلة بالتطورات الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية، ولكن الأهم أنها كانت حافلة بالتطورات المالية التي قادت إلى تقدم كبير وهائل، وإنّ الحديث عن فائدة تلك التطورات يمكن إدراك فحواه ومضمونه من مراجعة النتائج الفكرية لتلك الفترة، فقد كان بلورة عدد كبير من المفاهيم لمتخذي القرار المالي أمرا غاية في الأهمية، مما يؤشر هدفا واضحا ومنهجية دقيقة وإطارا عاما حددت أبعاده سلفا، فما يكون عقبة

وتحديا يعد أمرا مهما يجب الانتباه له بوصفه المدخل إلى نظرية الإدارة المالية.

ناقش Fred Weston في مقالته التي نشرها سنة 1981 أسساً تقدم أدبيات الإدارة المالية والتطورات النظرية فيها، وحاول التفكير في إطار منهجي بوصفه مدخل للقرار المالي وعرض أهدافه كما يلي⁷⁴:

- 1- تلخيص النظريات الأهم وعلاقاتها .
- 2- تأشير المضامين الكبيرة في النظرية المالية .
- 3- تحليل المنهجية التي اعتمدت عليها تلك النظريات المالية.
- 4- إلقاء الضوء على مساحات أساسية مازالت بحاجة للدراسة ضمن الحقل المالي.

ويقول (إن كل معني بالأمر لابد أن يضع إطارا مفاهيميا لعمله وكتاباته)، إن هذا يعكس حالة إرباك تعيشها الإدارة المالية بسبب تنوع مواضيعها، وقد كان هناك عدد كبير من المقالات النظرية التي وضعت افتراضات جعلت من ذلك البحث أو تلك الدراسة حالة خاصة ضمن النظرية العامة للإدارة المالية، مما يعني أن الاختبارات التجريبية لابد أن تراجع نقدياً ضمن الأسس أدناه:

- 1- الإطار النظري .
- 2- والعلاقة بين المادة التجريبية وأساس النظرية.
- 3- اختبار الفرضيات .

ويقول Weston انه لا بد من الأخذ بالحسبان بأن سنة 1981 وضمن الرؤية الحديثة للنظرية المالية تطرح سؤالاً مفاده: كيف للفرد والشركة والمجتمع أن يصنع قراراته، ويوزع موارده النادرة ويقيم موجوداته الخطرة؟ يتطلب هذا التساؤل الواسع التوجه نحو دراسة أفضليات الفرد وقراراته، وتحديد سلوك الشركات في الأسواق، وخلق الموجود والمطلوب كل هذا في ظل مشاكل الخطر وكلفة المعلومات⁷⁵.

لقد كان منهج المالية قبل عقد الخمسينات منهجا علميا وصفيا إلى سنة 1958 حيث نشر Tobins بحثه الموسوم " Liquidity Preference as behavior Toward Risk" في مجلة " Review of Economic Studies" ، الذي أشر تطورا مشهودا في تطبيق نظرية الطلب على الموجودات المالية Financial Assets في ظل الخطر بوصفه النقطة الأساسية في التحليل؛ أما مقالة⁷⁶ Hirshleifer الموسومة بـ " On The Theory of Optimal Investment Decisions" والتي نشرت في Journal of Political Economy آب سنة 1958، فقد ركزت على دور الزمن كمعتمد للمنفعة في الطلب على الموجودات الثابتة المنتجة، وقد وفرت الدراسة أساسا لأعمال الموازنة الرأس مالية، ومبدأ الدخل، وأن أسس نظرية الأفضليات Preference Theory التي ظهرت إبان تلك الفترة وكذلك كتاب Markowitz في اقتصاد المحفظة⁷⁷ الذي مثل تقديما حقيقيا وأساسيا في تحليل الخطر في القرار الاستثماري، ومساهمات

Modigliani and Miller الكبيرة في هيكل رأس المال والتي نشرت في American Economic Review في حزيران 1958 كل هذه الدراسات التي ظهرت في نهاية عقد الخمسينات من القرن الماضي، انعكست في تطورات مهمة في حقل المالية وكان لها تأثير على كل من الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي، والطلب والنظرية المالية نفسها، والاهم من ذلك كان هذا مدعاة للتطبيق الإدارة المالية العلمية⁷⁸.

وتلتها نظرية المنفعة بوصفها من أساسيات النظرية الحديثة في المالية، ومنها اعتمدت صيغة -الوسيط - التباين mean- variance في نظرية المحفظة ونظرية الافضليات State - Preference ومفهوم التصادفية ونظرية التسعير، ولقد بدأت نظريات توازن السوق بدءاً من نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (CAPM) Capital Asset Pricing Model ونظرية التريجيج Arbitrage Pricing Theory (APT) ، وهما تطبيق لنظرية المنفعة القائمة على الانتقاء من بين البدائل الخطرة، ومن خلال تفاعل أفضليات الفرد في السوق لبدائل معينة كانت هذه النماذج تعرض إشارات للمعنيين بالأمر بشكل تسعير للموجود، وكيفية صناعة أكفا توزيع للموارد، والاهم من هذا خلق التوازن بين الاستهلاك والاستثمار⁷⁹.

أما كلفة المعلومات، وكلفة المعاملة فقد قادت هذه التكاليف إلى تعديلات أساسية ومهمة ضمن النظرية التقليدية، وقد تضمنت المداخل الحديثة، ومنها تحليل كلف الوكالة، وتباين المعلومات ووضع إشارات السلوك علماً

بأن أبعاد مضامين كل تلك الاعتبارات توطر من خلال سؤال مضمونه كيفية تقييم الشركة وتأثرها بتغيرات الأنماط التي تحتوي عدة تشكيلات ممن عرضوا الأموال، ومؤهلين لتحمل الخطر المرافق لتلك الإدارات وأنشطتها. إنَّ التطورات الحديثة للنظرية المالية كان لها مسارات موازية في مضمونها، وظهور أنشطة من تلك الاختبارات التجريبية وشيوعها وانتشارها، فكانت اقتراحات النظرية عرضة للاختبار باعتماد أحدث التقنيات الكمية وطرقها، وقد عرض Weston في سنة 1981 كل تلك التطورات ومنها⁸⁰:

1- نموذج تسعير الموجود الرأسمالي .

2- السياسة المالية للشركة وضمن هيكل رأس المال وسياسة مقسوم الأرباح.

أما تكامل المعلومات وكلفها فقد كانت ضمن

- كلف الوكالة والوكالة ونظرية الشركة وتحليل المعلومات ونظرية الاندماج.

وفي سنة 1992 نجد أن Weston قد عرض في محاضراته التي ألقاها في أكتوبر 1992 اتجاهات أكثر دقة مما كان قد استعرضه في مقالاته سنة 1981 ، وإن البحث في نشوء الإدارة المالية، والاقتصاد المالي يحتم العودة إلى مراجعة منهجية لتاريخ تلك التطورات بوصفها مفيدة في الكشف عن عدد كبير من المفاهيم والأفكار التي برزت في السنوات الأخيرة، وإن

مراجعة وتحليل التاريخ المالي يستلزم وجود وضمان خمس قضايا رئيسية

عامّة وهي Five generalizations

الأول : التطورات الحديثة لكل فترة تاريخية، ومن أحدث تلك التطورات بوصفها استجابات وضغوط اقتصادية ومالية واجتماعية وسياسية وسيكولوجية لتلك الفترة .

ثانيا: إن الفكر المالي يمثل استجابة لنضوج الأسواق المالية والتدخلات الدولية وزيادة المنافسة.

ثالثا: إن التطور الكبير في الأدوات واستخداماتها والنماذج الرياضية وتطبيقاتها والمنهجيات الحديثة كلها ساهمت في خلق نظريات توضيح السلوك المالي Financial Behavior .

رابعا: تعد تلك التصنيفات بمثابة تعلم جديد New Learning ، مع تغيرات في فترات زمنية متعاقبة، وقد حفزت في الوقت نفسه وشجعت التطور في فهم النظرية وتوضيحها والتنبؤ بالسلوك المالي .
خامسا: إن تلك الأفكار الجديدة سعت إلى وضع بناء معرفي جديد يستند على تلك الأفكار .

هذه الأسس الخمسة من وجهة نظر Weston والتي عرضها في حلقاته النقاشية في 24 أكتوبر 1992 والمنشورة في سنة 1992 تحت عنوان

A(Relatively) Brief History of Finance ideas.

وقد تضمنت عرضاً واسعاً عن مختلف التفاصيل التي تخص الأفكار الرئيسية للمالية، وهي مراجعة منهجية للأفكار المالية ومن أهمها⁸¹:

1- القرارات الاستثمارية (الموازنة الرأس مالية)

لقد فصل Fisher بين القرار الاستثماري والاعتبارات المعتمدة على أفضلويات الفرد، فإذا كانت أسواق رأس المال كاملة (Perfect) فإن المدراء يعظمون ثروة الملاك من خلال الاستثمار الجديد الذي يخلق معدل عائد مساويا لكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، وعندما يوكل المستثمرون قراراتهم للمدراء في الشركة فإن قاعدة القرار المناسب تكون تامة الاستقلالية عن حملة الأسهم عندها تكون الأفضلية الزمنية للاستهلاك، وإن قاعدة الاستثمار للسيطرة على المشروع للحد الذي يكون معدل العائد الحدي مساويا إلى معدل الخصم المعتمد في السوق وتنافسيتها أو ما يمكن أن يعتمد عليه من معايير للتقييم في صناعة القرار الاستثمارية ضمن المفهوم التقليدي وضمن مفهوم Fisher بالإضافة إلى ما يمكن اعتماده من صيغ ضمن ذلك المفهوم .

2- فرضيات السوق الكفاءة

تعتمد تلك الفرضيات على أن الأسعار الجارية تعكس كل المعلومات المتاحة، وأن أيّ ورقتين ماليتين أو أي محفظة تكون أسعارها محددة ضمن قانون ومفهوم سعر السوق للورقة المالية المفردة وضمن آلية توازن السوق في إطار العائد والخطر.

3. قرارات المحفظة (ربح التنويع)

يقود التنويع إلى تجنب خطر الشركة غير النظامي، ويبقى الخطر النظامي وهو خطر السوق، واعتماداً على قاعدة (المعدل - التباين) فإن أي مستثمر يعتمد المحفظة لتجنب الخطر، فإن هذه المحفظة تضم ورقتين أو أكثر، وهناك الأوراق ذات العائد الخالي من المخاطرة، والتي تظهر بيانها في خط سوق رأس المال.

4. الخطر - العائد

إن المبادلة بين الخطر والعائد تعد من المنهجيات الحديثة في دراسات الإدارة المالية، وإن الفكرة الأساسية تستند على أن تلك المبادلة بين الخطر والعائد في صناعة القرار الاستثماري ومن ثم تحقيق التوازن في السوق.

5. تسعير مشتقات الأوراق المالية، لقد نهجت الإدارة المالية في إدارة الخطر منهج خلق المشتقات كأدوات مالية تسعر وفق آليات معينة ويتم تداولها في سوق معدة لها وفق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

6. الهيكل المالي، وقرارات مقسوم الأرباح، تعد سياسة مقسوم الأرباح من السياسات التي برزت ضمن منهجية الإدارة المالية النماذج التي طورت في عقد الستينات من القرن الماضي ضمن دراسات الهيكل المالي ونظرياته واعتمد مدخلاً في ذلك.

7. التقييم وتنامي الفرص يعد من المحاور المهمة في إطار النظريات المالية التي تعتمد على القيمة الحالية والقيمة المستقبلية، فهذا المدخل يهيئ للمزيد من الفرص للاستثمار .

8. التمويل الدولي وما قاد له من تطورات باتجاه التعامل مع سعر الصرف وحركة وسلوك سعر الصرف وما برز من نظريات تتعامل مع تلك الأخطار ومعطياتها المالية.

9. الوكالة، المزادات، الألعاب، المعلومات، إعادة التعاقد تعد عناوين مهمة برزت في العقود الأخيرة، وما حققته من أطر نظرية دعمت النظريات المالية وفي منهجية واحدة.

10. الحوكمة، الرقابة، السيطرة وكلها تعد عناوين هيمنت في تسعينات القرن الماضي وما بعده بسبب التغيرات الاقتصادية والمالية وانتشار بيئة التحرر وبيئة العولمة.

11. توقيت التدفقات الداخلة والخارجة ، وقد برز هذا العنوان لما له من تأثير في بناء النظرية المالية ونظرية إدارة العوائد.

قسم J. Fred Weston ما أطلق عليه الأفكار المالية إلى إحدى عشرة فكرة⁸²، وقد صنفت على أسس نظرية استند عليها الفكر المالي، ومن هنا لا بد من ربط كل عنوان من العناوين الإحدى عشر بنظرياتها التي استندت عليها خلال عملية التطور الطويلة والمعقدة طيلة قرون وربما عقود من الزمن .

الجدول 1

أفكار Weston المالية الإحدى عشر

ت	المحور	النظريات
1	القرارات الاستثمارية (الموازنة الرأس مالية)	Fisher Theory نظرية فيشر ⁸⁴ Preference نظرية التفضيل الزمني ⁸⁵ Rate Theory ⁸³ Utility Theory نظرية المنفعة Decision Theory نظرية القرار وغيرها من النظريات
2	فرضيات كفاءة الأسواق	نظرية كفاءة السوق وفرضياتها ⁸⁶
3	قرارات المحفظة (العوائد والتنويع)	Portfolio Theory نظرية المحفظة ⁸⁷
4	تسعير مشتقات الأوراق المالية	Options Theory نظرية الخيارات ⁸⁸
5	الخطر والعائد	نظرية العائد - الخطر ⁸⁹
6	الهيكل المالي قرارات مقسوم الأرباح	نظريات ⁹⁰ الهيكل التمويلي و مقسوم الأرباح وكلفة رأس المال (نظريات قرار التمويل)
7	التقييم ونمو الفرص	نظرية القيمة والتقييم ⁹¹
8	التمويل الدولي	نظريات التمويل الدولي ⁹²
9	الوكالة ، المزايدات ، الألعاب ، المعلومات	نظرية الوكالة ⁹³ ، المزايدات ⁹⁴ ، والألعاب ⁹⁵ ، المعلومات ⁹⁶ وإعادة التعاقد ⁹⁷

	، إعادة التعاقد	
10	الحكم المؤسسي ، الرقابة ، السيطرة	نظرية الحكم المؤسسي ⁹⁸ والرقابة والسيطرة ⁹⁹
11	توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة (الإدارة المالية في الأجل القصير)	نظرية إدارة رأس المال العامل ¹⁰⁰

شكل العرض السابق عناوين عامة ورئيسة بلغتها العلوم المالية، ومما لا شك فيه أنّ علوم كثيرة ساهمت في تطوير هذه الباقية من العناوين، وضمن الاقتصاد والإدارة والمحاسبة ناهيك عن أخرى لا مجال لذكرها.

الإدارة المالية : والاتجاهات الحديثة

إن رسم بانوراما زمنية لتقديم المفاهيم والأفكار الحديثة للمالية خلال الستين سنة الماضية، يتم عبر عناوين مهمة قرارات الاستثمار والتقييم ونظرية هيكل رأس المال ونماذج تسعير الموجود الرأسمالي والتسعير المرجح والأوراق المشتقة (المشتقات) والمعلومات والرقابة الكلية على المؤسسة والضغط المالي، ولقد طرحت كل العناوين سابقة الذكر ضمن عدد من الحقول المالية الفرعية ومنها الإدارة المالية التشغيلية (قصيرة الأجل)، والإستراتيجية المالية والنمو والمالية الدولية والمعرفة .

وهناك من قسّم نشوء وتطور النظرية المالية إلى حقتين زمنييتين أطلق على الأولى: النظرية التقليدية، والتي هيمنت على البحث الأكاديمي والممارسات

المهنية لمدة امتدت من عقد الثلاثينات من القرن الماضي لغاية عقد الخمسينات من القرن نفسه، واعتمد الباحثون على تجاربهم وممارساتهم في دراساتهم تلك، فكانت النظرية المالية اكبر من تجميع للقواعد المستخدمة من قبل المستثمرين والمديرين في عملية اتخاذ القرارات بل بدت توضيحات كاملة عن الأسباب والنتائج للقرارات المالية¹⁰¹. واعتبرت النظرية التقليدية في تحليلها بأنّ الناس طبيعويون في ممارساتهم، وليسوا عقلانيين، وبدت قواعد وأسس الاستثمار بسيطة عن من يستثمر ويشترى بسعر اقل، وأن من يبيع لابد أن يبيع بسعر اكبر، هذا يعني أن هناك قيمة حقيقية للأوراق التي ربحت وأن تكون مختلفة عن القيمة السوقية، وهنا بدا الباحثون بعبيدين عن الرؤية الشاملة وكانوا أسرى السوق وتقديراته وظروفه وبنيت أفكارهم على السلوك الكلي للمستثمر.

ويسجل عقد الخمسينات من القرن الماضي نقلة نوعية في مسيرة تطور النظرية المالية الحديثة، والتي استندت بمضامينها على النظرية الاقتصادية للتقليديين ثم تبنت واعتمدت الرياضيات بشكل كبير ونماذجها، واعتبر الإنسان عقلانيا في سلوكياته وكفاءة في قراراته، وأنّ الموجودات المالية تحتل بدائل مناسبة بين بعضها البعض وأنّ أسعارها تعتمد على العائد المتوقع والخطر فقط.

لقد استندت النظرية الحديثة على مبدأ الترجيح الذي جاء به Miller and Modigliani في نظرية المحفظة، ونموذج تسعير الموجود الرأسمالي، وتعظيم المنفعة المتوقعة، ونظرية تسعير الخيار. أما النظرية المالية الحديثة فقد هيمنت على مدى عقود النصف الثاني من القرن العشرين، وقد بلغت

النظرية ذروتها في عقد السبعينات في مرحلة نظرية كفاءة السوق، والتي تضمنت جانبيين أساسيين:

الأول يتناول المستثمرين، والثاني يعرض عقلانية الأسعار ويكاد يكون Melton H. Meller أفضل من أطر الموضوع في ورقته البحثية الموسومة بـ

The History of Finance An eyewitness account

(تاريخ المالية توصيفات شاهد عيان) ويقول: إنَّ المالية بشكلها الحديث في الحقيقة كانت بدايتها في عقد الخمسينات من القرن الماضي، ومنذ تلك الفترة وإنَّ هذا الحقل قد تجاوز الحقل التقليدي للاقتصاد بفضل المؤسسات العلمية التي درّست المالية وتفوقت كميا ونوعيا على كل المخرجات الأخرى، كذلك كان الاهتمام الكبير للبحث في المالية عبر السنوات العقود الماضية قد أخذت اتجاهين، ولا يمكن القول إنَّ هناك خطأ فاصلاً بين الاثنين، وتكرّس الاتجاه في دراسات مالية الأعمال، والاتجاه الثاني في الدراسات الاقتصادية .

ويمكن القول إنَّ ما ذكره Melton H. Miller حول التطور الذي شهده حقل المالية انطلاقاً من رواده الأوائل، وهم غالباً اقتصاديون قد وجدوا ضالتهم في طلاب الأعمال فكان التطور الكبير في تلك الأقسام والكليات في إدارة الأعمال، وانحسر ما جاء به الاقتصاد ودوره، وإنَّ هذا ليس مهما بقدر أهمية التغيير الكبير والتحول في الولايات المتحدة نحو كليات الأعمال وليس أقسام الاقتصاد فيما كان الأمر مختلفاً في أوروبا فلم تستحدث أقسام المالية وكلياتها لغاية سبعينات القرن الماضي، فكانت أساساً لتلبية حاجة أقسام الاقتصاد. وإيا كانت في كليات الأعمال أم في أقسام الاقتصاد فان

المدخل الذي تبنته مدارس الأعمال (كليات الأعمال) يميل الى الجانب الجزئي المعياري Micro Normatic او ما يمكن أن يطلق عليه بالمعيارية الجزئية¹⁰². فيما ركزت أقسام الاقتصاد على ما يسمى Macro Normative المعيارية الكلية، لقد ركز المدخل الجزئي على متخذ القرار سواء كان فردا مستثمرا أم مديراً لشركة، والهدف هو تعظيم المنفعة والعائد المتوقع أو القيمة لحملة الأسهم معتمدين على أسعار الأوراق في السوق، وكانت منهجيات تلك المؤسسات العلمية تدرس كيفية صناعة القرار الأفضل.

واعتمد المدخل الاقتصادي منهجية أقسام الاقتصاد وكان التركيز على الماكرو أو ما أطلق عليه المعيارية الكلية، واتخذت الظاهرة المالية من الاقتصاد ميدانا لها، وهنا لابد من الوقوف عند مسالة البحث العلمي في المالية وضمن المسارين الكلي والجزئي، فلقد كان التركيز البحثي في المالية وبالمسارين ضمن المنهجية الوضعية Positive هذه الفلسفة التي تعنى بالظاهرة واقعيًا من دون تجريد، فكان هناك الفرضيات المختبرة والنتائج والاستنتاجات¹⁰³.

إن مراجعة بسيطة للمقالات والبحوث والدوريات المالية على مدى أربعة عقود من الزمن يمكن أن يكون لها جانبان أساسيان: يعرض الجانب الأول: النموذج ويعرض الثاني التجريب من خلال بيانات حقيقية تشكل النموذج وتختبره، وإن التفاعل بين مسار كليات الأعمال وأقسام الاقتصاد ضمن المنهجتين الجزئية المعيارية والكلية المعيارية هي من يحكم في الحقيقة تاريخ حقل المالية العالمية اليوم على حد ما قاله Miller ، تأسيسا على ما ذكر ، فقد جاء عرضه لتاريخ المالية بوصفه شاهد عيان على كل تلك

الحقبة من الزمن، وقد شارك في بنائها وإثرائها، ويقول اعتقد أن هذا الحقل قد بلغ ذروته أو على الأقل قد يكون في ذروة عالية¹⁰⁴.
أما المراحل التي مر بها حقل المالية من منظور Miller فهي كما يلي : 105

المرحلة الأولى : ماركوترز ونظرية المحفظة .

المرحلة الثانية : وليم شارب ونظرية نموذج تسعير الموجود الرأسمالي .

المرحلة الثالثة : فرضية كفاءة السوق .

المرحلة الرابعة : هيكل رأس المال ومقترحات ميلر ومودكلياني .

المرحلة الخامسة : الخيارات .

لقد خلص Miller في مقاله إلى استنتاج مهم مفاده: إنّ الإدارة المالية قد بلغت ذروتها وبدأت أهميتها بالتناقص ولأسيما في إطار نظريات تسعير الموجود ويؤشر الكاتب بان مرحلة جديدة قد بدأت في ظل نظرية الوكالة، مع الأخذ بنظر الاعتبار أن ما تهتم به الإدارة المالية هو الخيارات، والتي شكلت عاملا جاذبا خلال عقد السبعينات من القرن الماضي .

بعد هذا العرض الموجز لأهم ما تناولته الإدارة المالية في نظرياتها خلال النصف الثاني من القرن العشرين، وهي الحقبة التي ضمت مراحل النشوء والنمو والتطور والذروة فان ما شهده العقد الأول من القرن الحادي والعشرين يكاد يكون قد شكل انحرافا كبيرا ضمن مسار الإدارة المالية، وإذا كانت توصية Miller في سنة 1999 حول التركيز على نظرية الوكالة التي كان التركيز يتم عليها منذ بداية عقد التسعينات إلا أنها قد استطاعت أن تضع لبنات أساسية في أفكار ونظريات مهمة ضمن نظريات الإدارة المالية،

وما إدارة الوكالة ومشاكل الوكالة والحوكمة وغيرها إلا مداخل لمعالجات كانت قد بدأت لبناتها منذ نهاية عقد الثمانينات وبداية عقد التسعينات من القرن الماضي، وعبر أكثر من عقدين لهذا استطاعت أن تضع أسسا لمسار جديد للإدارة المالية يمكن عكس آثارها في حاجات لديهم .

سابعا: نظرية المعلومات اللامتماثلة : **Asymmetric Information**

ومضمون النظرية أن هناك عدم تماثل في المعلومات التي يتعامل بها المتعاملون في الصفقات المالية، وأن طرفا يمكن أن يحصل على معلومات لم يستطع الطرف الآخر الحصول عليها، وقد وضّحت هذه النظرية بأن

النقص في المعلومات Imperfect information

يتمثل في الخطر وحالات عدم التأكد التي تصيب الحالة في عائداتها وكلفها، فإذا لم يصب الخطر ذلك الفرد فهذا يعني عدم وجود خطر والعكس صحيح، والسوق يمكن أن تكون تنافسية

perfectly competitive ضمن حالة المنافسة التامة مما يعني أنّ البائعين والمشتريين حصلوا على معلومات تامة وكاملة أو أن يكون هؤلاء لم يحصلوا على المعلومات كاملة فتكون معلوماتهم ناقصة imperfect information ، أما اللاتماثل في المعلومات والذي يطلق عليه Asymmetric Information فهنا يكون أحد الأطراف قد حصل على معلومات أفضل من الطرف الثاني فقد يحصل طرف على معلومات لم يستطع الطرف الثاني الحصول عليها فيكون هناك نقص معلوماتي imperfect information فيتحمل الخطر أو أن تكون السوق غير تنافسية، فقد لا تتاح المعلومات للجميع بالمستوى نفسه أو ربما قد يسعى البعض للحصول على المعلومات بالمزيد من الكلف، أي أن

يتحمل طرف كلفاً إضافية عن الطرف الآخر بسبب عدم إتاحتها للجميع بشكل متساو. أما حالة التوازن في السوق في ظل عدم تماثل المعلومات فقد يكون الأمر في هذه الحالة غير كفاء اقتصادياً وهنا تدخل الكلفة الحدية كعامل في صيغة العلاقة. وتأتي مرحلة تقييم المعلومات والغربة ووضع المؤشر ومن ثم الدفع والتنفيذ.

ولسنا هنا بصدد نظرية المعلومات، ولكن لا بد من التأكيد على أمر مهم يتمثل في أن نظرية المعلومات استطاعت أن تهيمن على معظم نظريات المالية طيلة عقود من الزمن ولاسيما فيما بعد الحرب العالمية الثانية وعقود الخمسينات ولغاية عقد التسعينات من القرن الماضي، فما هو الموقف تجاه هذه النظرية وما هو موقعها ضمن هيكل الفكر المالي اليوم؟

لقد فسرت الظاهرة المالية تبعاً لطروحات نظرية اللاتماثل في المعلومات فهذه القرارات الاستثمارية في ظل اللاتماثل المعلوماتي¹⁰⁶، واستندت نظرية كفاءة السوق على نظرية اللاتماثل المعلوماتي¹⁰⁷ وكذلك الحال في نظرية القرار التمويلي والمفاضلة بين القروض والملكية، وهيكل رأس المال إذ تناولت نظرية اللاتماثل المعلوماتي كل هذه العناوين في تفسير ظواهرها¹⁰⁸. والأمر كذلك في تحليلات العائد والخطر¹⁰⁹، والمحفظة وتسعير الموجود الرأسمالي¹¹⁰ والتقييم¹¹¹ ونظرية الوكالة¹¹² والتمويل الدولي والمصارف¹¹³، وبقية العناوين التي تشكل هيكل العلوم المالية. واستطاعت نظرية اللاتماثل المعلوماتي أن تجد لها أرضية سائدة وداعمة في بيئة القرن العشرين، ولكن ما هي الاتجاهات الحديثة في هيكل وشكل ومضمون النظرية في بداية القرن الحادي والعشرين؟ علماً بأن البيئة المالية المحلية والعالمية باتت أكثر تحرراً وانفتاحاً وتنافسية مما يؤشر مزيداً من التمسك

والضغط باتجاه التفسير المعلوماتي للظاهرة المالية، وفي الوقت نفسه بدأت اتجاهات تدعو لتقييم النظرية ونقدها ولاسيما تجاه كفاءة السوق، ومن هنا

برز التأكيد على ما يطلق عليه بالتضبيب Regulation

أو الإجراءات، وهو عنوان عريق ونظرية تحدثت عنها الاقتصاديون ومن ثم الماليون وقد سارت باتجاه يقترب من الخط الموازي لموضوع التحرر المالي فكانت نظرية التضبيب هي العنوان الأهم اليوم في ظل تنامي ظاهرة الحكم المؤسسي Governance والشفافية Transparency والإفصاح Disclosure والمساءلة Accountability .

معطيات ونتائج مرحلة اللاتماثل المعلوماتي

اتجه الفكر المالي عبر عطاءات ونتائج مالية كثيرة وتدفق كبير من النظريات والنماذج والاختبارات شكلت ملامح عامة لاتجاهات الفكر المالي في بداية القرن الحادي والعشرين، وهنا يمكن ربط هذه النتائج والمعطيات خلال السنوات الأخيرة، وما كان Miller قد طرحه في العقد الأخير من القرن العشرين حينما قال بأن العلوم المالية قد بلغت الذروة في ثمانينيات وتسعينيات القرن الماضي ونصح الباحثين الشباب للتوجه إلى فك آفاق جديدة تدور محاورها في المتعاملين والوكالة والحوكمة والخيارات¹¹⁴، وأيضاً ما طرح من انتقادات وتقييمات لنظريات مالية سادت وهيمنت على الفكر المالي طيلة عقود من زمن النصف الثاني من القرن العشرين.

لقد برزت ظواهر مالية كثيرة ومتعددة في السنوات الأخيرة يقف على رأسها الأزمات المالية وهناك التحايل وإدارة العوائد وغير هذه العناوين التي بدت من سمات عالم المال في بداية القرن الحادي والعشرين، ويمكن الوقوف على هذه العناوين الثلاثة فالأزمات المالية كانت سمة عصر العولمة وقد

تناولت الكتابات عن الأزمة المالية عدداً كبيراً الجوانب الأسباب والمسببات والنتائج والآثار والتداعيات، وقد برزت في السنوات الأخيرة عناوين للظاهرة المالية ومنها الحالة المالية التي هيمنت والتي أطلق عليها الممولة

Financialization⁴

الأزمات المالية Financial Crises

إن ما يهم في موضوع الأزمات المالية بوصفها أحد أهم نتائج الفكر المالي المعاصر وبالتحديد الفترة بعد الحرب العالمية الثانية حيث تأسيس النظام المالي الدولي وكما سبق الحديث عن هذا الموضوع في صفحات سابقة، أنه يمكن تقسيم المدة ما بعد الحرب العلمية إلى فترتين اثنتين: الفترة الأولى : 1944 - 1989 والفترة الثانية 1990 - الآن، وملخص هذا التصنيف الذي تم الحديث عنه أنها تشكل عشرين الأول أطلق عليه عصر التدويل Internationalization Era والعصر الثاني أطلق عليه عصر العولمة Globalization Era ، وبنظرة فاحصة مقارنة بين العشرين يمكن الوقوف على أن عصر التدويل قد شهد أزمات مالية عقدية فكل عقد من عقود العصر الأول كان هناك أزمة مالية ولاسيما بعد الخمسينات من القرن الماضي، فعقد الستينات كان هناك أزمة سيولة وعقد السبعينات كان هناك أزمة سعر الصرف وعقد الثمانينات من القرن الماضي كانت هناك أزمة المديونية وكانت الأزمة شاملة بطبيعتها أما الأزمات المالية التي حصلت منذ بداية عقد التسعينات فقد كانت أزمات مختلفة

⁴ ولم أجد تعريفاً مناسباً باللغة العربية لمصطلح Financialization وقد اعتمدت مصطلح مالية لتكون اسماً وليس صفة مالية مما يعني أسواق السلع وتقليبية أسعار السلع وهنا يكون المعنى بغلبة الجوانب المالية على سوق السلع أي أن أسواق السلع أصبحت تمارس العمل المالي أي مموله الاسواق.

تضرب هذه الدولة وتنتقل عدواها للإقليم وقد يسيطر عليها وقد لا يسيطر عليها، فنتشر وتنتقل عدواها، مثال ذلك أزمة النمر الآسيوية وأزمة دول أمريكا اللاتينية، أو قد تضرب دولة معينة مثل أزمة روسيا وأزمة تركيا وأزمة دبي ، مما يوشر أن طبيعة الأزمات المالية قد تغيرت في عصر العولمة عنه في عصر التدويل والأخطر من ذلك يتمثل في الانتشار الكبير للأزمات وتوسعها وكان آخر ذلك ما حصل تباعاً في الولايات المتحدة ومن ثم بعض دول أوروبا وأخيراً اليونان.

لقد كانت الأزمات المالية موضع جدل ودراسة وكتب عنها الكثير، واتجهت اتجاهات منهجية متعددة لدرجة أن ما طرح حول مالية سوق السلع في السنوات 2009 - 2012 يمثل ذلك الانتشار الكبير للظاهرة المالية وما بلغته من إبداعات تثير العديد من التساؤلات وقد صنفت الأزمات المالية إلى أجيال، ولقد توصلت عدة دراسات إلى تفسير شدة الأزمات المالية، وما تمثله من تحديات خطيرة لاقتصاديات الدول التي تتعرض له، فصنفت إلى نماذج لأجيال تلك الأزمات على أنها نتيجة لتطبيقات مالية واقتصادية، فكان هناك ثلاثة أجيال من الأزمات المالية الجيل الأول: وأطلق عليه تسمية: " عدم التوازن الهيكلي وعدم استقرار السياسة الاقتصادية الكلية"¹¹⁵ Krugman, Paul . الجيل الثاني: ويسمى جيل: " صعوبة توقعات الإنجاز الذاتي وعدم التوازن " ويركز على التفاعل بين النتائج المتوقعة ، والفعلية وهو الجوهر الأساس الذي يقوم عليه هذا الجيل من الأزمة المالية¹¹⁶، والجيل الثالث: Pyo, Hak ، ويعد جيلاً جديداً من نظرية الأزمات المالية¹¹⁷، أما نظريات الأزمة المالية فهناك عدة نظريات فسرت الأزمات المالية منها تحليل هيومان مينسكي¹¹⁸ Hyman Minsky Analysis.

وتحليل ديمسكي¹¹⁹ Dymski Analysis، وتحليل جان كريكل¹²⁰ Jan Kregal Analysis. وقد تناولت دراسة Lance Taylor نظريات الأزمات المالية وحددتها بالنظرية المحاسبية ونظرية الأزمات نماذج وأنماط ونظرية الخطر ونظرية القبول والعقلانية¹²¹.

أما عن الآثار والتداعيات فقد تناولت دراسات عديدة هذا الموضوع وكانت عنواناً للمزيد من البحث والدراسة، وكان آخر تلك الدراسات تلك التي عرضت لأحد عشر بحثاً وعرضت لمفاهيم ومقومات وأسباب وتداعيات هي الأهم ضمن جوهر الفكر المالي القائم على التحرر المالي والبيئة المتحررة وضمن كل التراكمات الإبداعية والأدواتية التي كان لها الدور الأهم في الأزمة وتداعياتها وآثارها¹²².

إدارة العوائد Earning Management

الظاهرة التي رافقت العمل المالي ما أطلق عليه بإدارة العوائد وقد عرفها Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey بأنها تلك الأنشطة التي تتلاعب بالعائدات باتجاه هدف محدد سلفاً من قبل الإدارة بناءً على تنبؤات محلل مالي أو تحويل مبالغ معينة وتكيفها من أجل استمرارية وديمومة العوائد¹²³، وقد أضاف الكاتبان للمفهوم تفسيراً مهماً وهو أن التلاعب في النتائج المحاسبية لغرض خلق تغيير كبير في الانطباع عن أداء الأعمال، وباعتماد المقولة بأن المديرين يمكن لهم أن يختاروا سياسات محاسبية مستمدة من المعايير المحاسبية الدولية، فهذا يعني أن أولى المهام الإدارية تبني سياسات محاسبية يمكن لها أن تعظم المنافع الخاصة لهم، وتعظم في الوقت نفسه القيمة السوقية للشركة. وقد لخص عدد من الباحثين تعريفاً لإدارة العوائد مضمونه عملية إجراء خطوات تعمدية من قبل الإدارة للوصول لعوائد مرغوباً بها، وموثقة ضمن التقارير المالية ليكون

بمثابة تدخل إجرائي لتحقيق هدف معين ينعكس في القوائم المالية وعملياتها
124 .

إن كل تلك العمليات التي تمارس في إطار إدارة العوائد يكون هناك عامل مهم يحركها، ويتمثل بالأحكام الشخصية، وخاصة عندما يستخدم المديرون قدراتهم التخمينية واختياراتهم الخاصة في إعداد التقارير المالية، ومن ثم هيكله التعاملات للتأثير على التقارير المالية، إما بهدف تضليل المستثمرين، وحملة الأسهم حول الأداء الاقتصادي والمالي للشركة، أو للتأثير على النتائج التي تعتمد على الأرقام المحاسبية¹²⁵ والتي أطلق عليها بلعبة الأرقام المالية⁵ .

وعرض عدد من الكتاب العناصر التي يمكن من خلالها التأثير على الدخل وقد تمثلت في الديون والتسويات وحق الملكية لقد تناول الباحثون مفهوم إدارة العوائد بالدراسة ويمكن الوقوف على عدد كبير من التعاريف التي تركز معظمها على أن الإدارة يمكن أن تمارس العديد من الأنشطة التي يمكن لها أن تغير الحقيقة المالية للشركة ، ويستخدم المديرون السياسات المحاسبية والمالية التي تحقق لهم أهدافهم تلك والتي غالباً ما يحكمها وازع الحكم الشخصي والرغبات الذاتية .

وذهبت بعض الدراسات وأدبيات إدارة العوائد في كشف دور التخمين المحاسبي في إدارة العوائد ومن خلال تحليل القوائم المالية ودراسة كيفية تضليل مستخدمي تلك القوائم وركزت على الزيادة في الدخل وتشعباته ومدى القدرة على مواجهة التوقعات والتنبؤات ومحاولة تجنب خفض العوائد

⁵ لقد أطلقا Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey على تلك العملية بلعبة الأرقام المالية فيما أطلق Gary Girous على تلك العملية بسحر العوائد والاحتيال في أرقامها

والخسارة بشكل يظهر القوائم بغير الحقيقة المالية التي يجب أن تظهرها واستخدمت الحوافز والتلاعب ومما لا شك فيه أن لكل هذا آثاراً سلبية على الاقتصاد وأدائه من خلال التأثير على القرار الاستثماري كون القوائم المالية هي المادة الأساس للمستثمر، وهذا ما أكدته دراسات متعددة وخاصة تلك التي ركزت على التغيير في العائد وديمومته المؤثرة على طبيعة ملكية الأسهم وأسعارها ونمو المنظمة¹²⁶.

أما مكامن إدارة العوائد فقد انتشرت إدارة العوائد انتشاراً كبيراً بين الشركات بعد مجمل التحولات التي شهدتها العالم باتجاه التوسع في الشركات المساهمة والضغط التي واجهتها الإدارات من المحللين، والاقتصاديين بسبب الأداء والإفصاح مما قاد إدارات الشركات للتركيز على إدارة عوائدها بفعل المنافسة الشديدة، ودور أسواق الأوراق المالية في التمويل بوصفها مصدراً مهماً من مصادر التمويل للشركات، وهنا لا بد من تمييز إدارة العوائد كظاهرة مارستها وتمارسها إدارة الشركات منذ أن بدأ الفصل بين الملكية والإدارة، وملازمتها لمشكلة الوكالة أو النيابة Agency Problem، والتي جعلت الإدارات مسئولة عن الأداء التنفيذي والتشغيلي للشركة، وانحسار دور المالك أو حملة الأسهم في الهيئة العليا للشركات. ولقد اختلفت الآراء في مكمّن وموطن إدارة العوائد؛ إلا أنها غالباً تكون في الإدارة المالية للشركة، ونظمها والفرعية وتطبيقاتها في المحاسبة المالية المتمثلة في أساس الاستحقاق المعتمد في التطبيقات المحاسبية والمالية.

التحايل المالي Financial Fraud

يعرف التحايل المالي بأنه تلك الأفعال غير شرعية التي تتسم بالخداع، وإخفاء الحقائق أو انتهاك الثقة. وهي ليست الأفعال المعتمدة على تطبيق

تهديد عنفٍ أو قوة ما بل هي عملية ارتكاب تلك الأفعال المشينة من قِبل الأفراد والمنظماتِ للحُصُول على المال، أو الخدمات؛ لتفادي الدفع أو الخسارة؛ أو ربما لضمان شخصي أو فائدة معينة¹²⁷.

ثامناً: نظرية التضييب Regulation Theory وحماية النظام المالي

تمتاز الدول المتقدمة بأنها دول منضبطة وأن التضييب أحد أهم سماتها وأحد أهم سمات الدول الديمقراطية الحرة، وأن معاييرها في التضييب عالية المستوى، وتحكمها نظم مؤسسية في مختلف مناحي الحياة على الرغم من أن التضييب الحكومي يثير عدداً من التساؤلات، وفيما إذا كان التضييب ظاهرة إيجابية أم سلبية ومن هنا كانت هناك دراسات كثيرة تصب في تقييم التضييب من منظور الكلف والمنافع Cost – Benefit .

وغالبا ما أثار التضييب الحكومي التساؤلات وعن أهميته ودوره وأسسه وجذوره وقانونيته وما هي العلاقة بين التضييب من جهة والنمو الاقتصادي والتنمية أو العلاقة بين نمو الدخل القومي وبين التضييب من جهة ثانية، وكانت التساؤلات الأهم تدور حول اعتبار التضييب معوقا اقتصاديا واجتماعيا، وفيما إذا كانت المجتمعات المتقدمة ذات أطر تضييبية أكبر من مجتمعات الدول النامية؟ والأهم من كل هذا هل أن التضييب يعد نتاجاً اجتماعياً اقتصادياً وخياراً مجتمعياً في القرن الحادي والعشرين؟

لقد أظهر الاقتصاديون في القرن العشرين عدداً من طرق التفكير في الضبط الحكومي البعيد عن التدخل، وقد كان هناك عدد من النظريات التضييبية الخاصة بالاقتصاد، وتحديد العلاقة بين التضييب والبيئة المحيطة به، ومحاولة إثارة الانتباه وسحب الاتجاه له ولاسيما في الأسواق المالية¹²⁸.

ثلاث نظريات مهمة فسرت ظاهرة التضييب: النظرية الأولى ويطلق عليها نظرية الرفاهية أو نظرية المنافع العامة، وتعود هذه النظرية لمنظرها الأول الاقتصادي بيجو Pigou 1938 والنظرية الثانية التي يطلق عليها النظرية التعاقدية المرتبطة بـ Coase 1960 والنظرية الثالثة نظرية الأسر Capture Theory لـ Stigler 1971¹²⁹، وهنا لسنا بصدد عرض وتوصيف النظريات التي تفسر الظاهرة التضييبية، وإنما الأهم توضيح طريقة التفكير بالظاهرة، وكيف يمكن توظيفها في إطار الرقابة الاجتماعية عبر تطور نظري ثر لعقود من الزمن سيتم ذكر عدد منها من أجل تسليط الضوء على التباينات الكامنة في أنماط التضييب هنا وهناك في هذا العالم¹³⁰.

لقد ركزت نظرية بيجو على المنفعة العامة واستندت على افتراضين اثنين الأول: أن السوق يمثل قناة وآلية قد تفشل بسبب مشاكل معينة من تركيب السوق Market Structure أو ربما من خارجه Externalities، والافتراض الثاني يركز على قدرة الحكومات على تصحيح مسارات فشل السوق من خلال التضييب؟ إنَّ نظرية التضييب استخدمت غالباً في اتجاهين يركزان على عمل الحكومة وإدراكها للعمل والأهم من ذلك وهو الاتجاه الثاني ماذا تعمل الحكومة والحديث ينصب على الحكومات الديمقراطية الليبرالية ومن هنا كانت نظرية النفع العام هي الأساس الذي استندت عليه الاقتصادات الحديثة¹³¹.

يؤشر Luigi Zingales 2004 بأن هناك مدخلين بمناقشة التضييب الأول أطلق عليه المدخل التقليدي The Traditional Debate عرض فيه ما طرحه بيجو Pigou وما طرحه Coase (1960) في بحثه عن

الكلفة الاجتماعية وما طرح عن التضييب الذاتي self-regulation وقد كانت وما زالت النقاشات حول تلك الأطاريح قائمة تحت عنوان المدخل التقليدي ومحورها يدور حول مقارنة الأسواق بواقع ضبطها وليس مثالية ضبطها، فيما طرح المدخل الحديث للتضييب الذي وضع أرضية عامة له مضامين وأسس ومقومات منها الإفصاح وحدود التضييب وآليات تنفيذه ومشاكله وتحدياته وابتعاده عن العقلانية أو عن الكفاءة أو غير ذلك¹³².

لقد كانت النظرية التقليدية للتضييب ولاسيما ما طرحه Pigou موضع جدل ونقاش ونقد وتقييم وتركزت الانتقادات على صلب النظرية، فكان هناك طرح مفاده بأن المشاركين في السوق هم المعنيون بفشله، مما قد يؤدي إلى تدخل الحكومة، وكذلك كان الطرح بأن الأسواق لا تعمل بحالة كاملة وأن التشريعات قد تقود لصراعات بين المشاركين في السوق وقد لا تستطيع المحاكم حل المشاكل السوقية مما قد يفسر بأن التضييب قد يقود لصيغ أسوأ قد تفسر سلبية عليه. أما المدخل الحديث لنظرية التضييب فقد كان مدخلاً تقويمياً يقوم على حساب الكلفة والمنفعة منه، فعائد التضييب مرتبط بكافه¹³³.

لقد كان التضييب عنواناً مهماً في القرن العشرين، ولكن اتخذ الأمر أهمية استثنائية إبان سبعينات القرن الماضي، وقد طرح Luigi Zingales 2004 عنواناً مفاده تطبيق التضييب في الأسواق المالية مركزاً على حوكمة الشركات corporate governance وصناديق الاستثمار mutual funds وقد طرح الكاتب عدة تساؤلات في هذا المجال¹³⁴. ويبدو أن للتضييب تاريخ عريق مرتبط بكل التطورات الاقتصادية الفكرية والميدانية فكان هناك تأطير نظري للظاهرة منذ بداياتها الأولى والتي يعود لها البعض

للقرن التاسع عشر¹³⁵ وهناك من ينسبها لبدايات القرن العشرين فيما يذهب آخرون للحديث عن تاريخ التضبيب لما بعد الحرب العالمية الثانية واستمر الأمر.

إلا أن الأمر قد أعيد طرحه في بداية السبعينات في القرن الماضي من قبل ريفيل Revell وقد ركز على المصارف، وقد ناقش الموضوع من عدة زوايا: الأولى التضبيب في الولايات المتحدة الأمريكية واعقب ذلك طرح موضوع التضبيب في المملكة المتحدة وبعدها ناقش التضبيب في دول السوق الأوروبية¹³⁶. فيما ركز Bain على موضوع الرقابة وربطها بالتضبيب¹³⁷. ولقد كان الموضوع حاضراً بعد كل أزمة من الأزمات المالية التي مر بها العالم أو مرت بها دول معينة أو مجموعة دول ولاسيما للفترة ما بعد 1990 وبداية عصر العولمة وما مرّ به العالم من أزمات متعاقبة أزمة النمو الآسيوية وروسيا وأزمات دول أخرى وانتهاءً بأزمة الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا. ولقد كان للأمم المتحدة ومنظماتها وصندوق النقد الدولي ومنظمة Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) منظمة التعاون الاقتصادي الأوربي والتنمية دور كبير ومساهمة ثرة في التأكيد على التضبيب بوصفه السمة التي لا بد أن يتسم بها أي مجتمع ديمقراطي متحرر مالياً.

استند التضبيب المالي على أسس ومبادئ أهمها : الحيطة والحذر واعتماد قاعدة الخطر وعقلانية الحوافز والشمولية والتنسيق والتنافس الحيادي والشفافية والتعامل النظمي على المستوى الوطني والإقليمي والدولي وتعزيز التنافسية وغيرها من المبادئ والأسس والمقومات¹³⁸. لقد تعامل المشرف

والضابط للنظام المالي بمؤسساته وأسواقه وعملياته وأدواته بوصفها منظومة واحدة فيقدم منظومة التضبيب من خلال الوضوح والعقلانية والتعامل مع النظام المالي ككل ولكن هذا لا يعني أن التضبيب كمنظومة عمل لا تشمل الجوء بل العكس هناك منظومة جزئية تضبط بوصفها جزءاً من النظام المالي ضمن كل مبادئه ومقوماته الكلية والتي تربط بهيكلية هرم النظام المالي وضمن أسس الشفافية والمساءلة والإفصاح المعتمدة من النظام المالي ومشرفه¹³⁹.

غالباً ما يتم التأكيد على سلطة التضبيب المالي فهي غير الجهة التي تضبط العمل ومن هنا كان هناك تطوير وإصلاح لنظم التضبيب المالي من خلال وضع التشريعات والقوانين التي تجعل النظام المالي في مأمن من الصدمات والتحديات وأن تكون الودائع في مأمن مضمون وحماية كاملة وهذا ما قد يتحقق وفي أحيان أخرى قد لا يتحقق فيعم الخطر النظامي وقد يقود لأزمة مالية يخسر منها الجميع. لقد ساهمت جهود علمية بحثية في تأصيل ظاهرة التضبيب المالي بوصفها جزءاً من منظومة أكبر تعمل على حماية المجتمع والنفع العام من الاستغلال والتلاعب والتشويه والتحايل وأخيراً والأهم من الخطر النظامي أو ما يسمى بخطر السوق والذي يقود تفاقمه لأزمة مالية لا محال تمحك الاقتصاد والمجتمع .

لقد تناولت معظم الدراسات المالية والمصرفية بكل اتجاهاتها التخصصية التضبيب المالي بوصفه أحد أهم العناوين التي يتم التركيز عليها بعد كل أزمة مالية فهكذا كانت تطورات التضبيب في عقد السبعينات من القرن الماضي بعد أزمة السيولة التي اجتاحت العالم في ستينات ذلك القرن، وكانت تطورات الثمانينات أيضاً غاية في الأهمية مركزة على الرقابة

والإشراف و بروز مقررات بازل بعد أزمة أسعار الصرف والمديونية، وكذلك الحال في عقد التسعينات واستمر الحال فكانت هناك مساهمات كبيرة في إثراء منظومات التضييق مؤسسات وعمليات وأدوات بعد أزمت النمر الآسيوية وروسيا وتركيا، وأخيراً كانت الأزمة العقارية في الولايات المتحدة، وأزمة عدد من دول أوروبا التي أعادت التنكير للتفكير مرة أخرى وكانت أحد أهم أسباب الأزمات وعدواها الإهمال والإهمال المتعمد والتخفيف من الضوابط وعدم الالتزام بها والتماهي بمنح القروض والأهم من كل هذا تنامي البنود خارج الميزانية على مستوى المؤسسات والمصارف ومن أهمها عقود المبادلة SWAP كما حصل مع مصرف ليمان برذر¹⁴⁰، وهكذا كان التضييق منظومة مرادفة لنظم السوق الليبرالية الديمقراطية تعمل في ظل إفصاح وشفافية ومساءلة في إطار الحكم المؤسسي Governance .

تاسعاً: الإبداع المالي ونظرية الخيارات: نتاج الفكر المالي المعاصر

إن المبادرة الفردية في نظم التحرر المالي لقدر مواجهتها للتحديات والأخطار المالية ضمن بيئات تتسم بعدم التأكد وأسواق مالية شكلت سجلاً تاريخياً يطرح دروساً يمكن أن يتعلمها من يرغب بها وتوثيقاً ورقياً أصبح اليوم إلكترونياً وشبكياً يجمع الأسواق المالية صحتها بليلها وضحاها بغسقاها من أهمها الإبداع المالي Financial Innovation وهو مسار مستمر لتقليل حالات الخطر وعدم التأكد وتوفير آليات التحوط Hedging وحماية اللاعبين في المالي من أي خسارة محتملة أو متوقعة وما يعنى به هذا الموضوع المال، آخذين بالحسبان أن الإبداع كمفهوم عام أكبر مما يطرح في العلوم المالية إنه برأي بيتر دراكر Peter Drukur

العنصر الرابع من عناصر الإنتاج جنباً إلى جنب مع رأس المال والأرض والعمل.

يقول Charles W. Calomiris 2009 بأنّ الإبداع المالي هو استجابة أو ردّ فعل على التضبيب فكلماً اتجه التضبيب باتجاه التقييد وتحديد الأنشطة والأعمال التي يمارسها الناس كلما زاد الإبداع ونما¹⁴¹

الإبداع المالي بالمفهوم الواسع عبارة عن فعل معين لخلق معين بإشاعة أدوات مالية أو تكنولوجيا مالية أو ربما مؤسسة أو سوق مالي ، وعادة ما يقسم الإبداع لمنتج أو عملية إبداعية، والمنتج الإبداعي يثبت على أنه عقد جديد مشتق ، أوراق مالية جديدة أو شكل متجمع من المنتجات الاستثمارية، والعملية عبارة عن تكتيك جديد أو معالجة معينة أو صفقة سعرية ، هذه المفاضلة والتمايز بين الاثنين يجعلهما مرتبطتين ، ويتضمن الإبداع أفعال لاختراعات وانتشارت واسعة لمنتج أو خدمة جديدة¹⁴².

الخاتمة والاستنتاجات

قدمت الدراسة عرضاً ومراجعة منهجية لأهم النظريات التي شكلت الفكر المالي مسندة بالدراسات والبحوث ومدعمة بالحجج والبراهين، واتخذت إطاراً عاماً ومدخلاً شاملاً ضمن الظاهرة المالية في البيئة المالية العالمية للقرن العشرين، وبداية القرن الحادي والعشرين، وقد ركزت الدراسة على الأسس العامة والمبادئ التي اعتمدها النظريات المالية، وابتعدت عن الدخول في تفاصيل تلك النظريات وكانت المقاربة بين الظاهرة المالية وما يقف وراءها من تعليقات وتبريرات وحجج وبراهين شكلت الأساس المعتمد في تركيبية ما أطلق عليه في الدراسة الإطار العام للفكر المالي وعرضه بنموذج لهذه الدراسة، فهناك النظريات التفسيرية التي فسرت الظاهرة المالية في

المصرف، والسوق المالي، والمؤسسة المالية، ومثلها نظرية الوكالة والسلوك، فيما كان الأساس العلمي لكل النظريات المالية والمصرفية هي العلوم الاقتصادية والإدارية والمحاسبية والقانونية والرياضيات والإحصاء والاجتماع والتاريخ وعلم النفس، واستعيرت بعض المفاهيم حتى من الفيزياء والجغرافية. ومن هنا كان للعلوم المالية أساس رصين وقوي وأرضية صلبة ومتمينة، والأهم من ذلك مساهمات المجتمع الإنساني عبر التاريخ في إثراء الظاهرة المالية منطلقاً من أهمية المال ودوره المجتمعي وهذا ما عكسته الجوانب التراثية والتشريعية والدينية والفلسفية للمجتمعات الإنسانية.

ولقد كان الإبداع المالي خلال العقود الأخيرة نعمة للاقتصاديات والحكومات والمجتمعات أفراداً وشركات، وفي الوقت نفسه أصبح نقمة عليها، وذلك لدوره الكبير في إدارة المخاطر المالية وخلق المشتقات من خيارات ومستقبليات وعقود مبادلة وكان للإبداع دور في الآليات والعمليات من تدفقات داخلية وخارجة وتخطي الاستثمارات الأجنبية الحدود شركات تابعة وشركات أم وهكذا، فكان كلما ضيق الخناق على المال وحركته بحجة التضبيب أو ربما التدخل؛ برز الإبداع المالي فخلق المزيد من الأدوات والعمليات والهيكل، وكلما أصاب منظومة المال أزمة أو كبوة في العالم هنا أو هناك، واحتاج للتضبيب والتدخل ودعوات لكينز جديد أو فكر كينزي معالج؛ كان الإبداع المالي كفيلاً بخلق مسارات جديدة تقود للشفاء، وخلق أعراف وممارسات جديدة، وهذا ما كان في العقود الأربعة الأخيرة، وكان التطور التكنولوجي المعلوماتي والاتصالي دعماً ومساندة للظاهرة المالية.

إن من أهم الاستنتاجات التي يمكن الوقوف عندها تتمثل بشيوع ظاهرة المال Fund والمالية أو كما ترجمت بالتمولة Financialization

وتوسعها لدرجة قد يصعب تحديد الظاهرة المالية أو تشخيصها أو رسم معالم واضحة لها، فقد اختلط ما هو مالي بما هو غير مالي فغطى المال حتى سوق السلع والبضائع، وبات المال عبارة عن شحنات كهربائية ورموز ضمن المنظومة المعلوماتية والاتصالية، أو أرقام في كشوفات محاسبية، وكذلك الحال على مستوى الشركات والأفراد والمجتمعات .

إنّ الظاهرة المالية كانت وما زالت وستبقى بعيدة عن الأدلجة، وقد حاول الكثير ربطها وتقيدها تارة بالرأسمالية أو الليبرالية أو غير تلك المسميات، إلا أن بقاء الإنسان وسعيه المستمر كان لتحقيق رفاهيته، وبقيت المجتمعات تسعى لرفاهيتها من خلال هذا المال وبقيت الشركات تواجه المخاطر والتحديات للبقاء والنمو، ولقد كانت كل دروس القرن الماضي تسعى من أجل تفسير الظاهرة وحركيتها، فقد تذهب في المسار المضلل والاتجاه الخاطئ فتفقد لأزمات وفساد وتحايل وتلاعب، تكون نتائجه مؤلمة على الفرد والشركة والمجتمع، وقد تكون نتائجه رفاهية وعمل وثقة عالية تحقق المزيد من النمو والتطور . وأخيراً، لا بد من إدراك فحوى ومضمون هذه الظاهرة المالية عبر تأصيل فكري عالمي بدءاً من أعلى درجة في سلم تطوره، وانتهاءً ببدائية الظاهرة، إنه مدخل واسع لفهم الظاهرة المالية.

- ¹ Merton H. Miller, The History of Finance, The Journal of Portfolio Management Summer 1999, PP95-101.
- ² Brean Tew, The Evaluation of International Monetary System 1945 -1981, Hutensisin ,1982 .
- ³ United Nations , World Investment Report 1998 , 1998.
- ⁴ Ricardo N. BebCzuk, Asymmetric Information in Financial Market Introduction and Applications , Cambridge University Press, 2003.
- ⁵ Burton G. Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, CEPS Working Paper No. 91, April 2003
- ⁶ Gur Huberman and Zhenyu Wang, ARBITRAGE PRICING THEORY, Federal Reserve Bank of New York Working Paper, August 15, 2005.
- ⁷ Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2. (Apr., 1980), pp. 288-307.,
- ⁸ Messod D. Beneish, Earnings Management: A Perspective, Managerial Finance, Volume 27 Number 12 2001, PP.3-17.
- ⁹ Revell Jack , The British Financial System , The Macmillan Press LTD, 1979.
- ¹⁰ Peter L. Rousseau and Richard Sylla, Financial revolutions and economic growth: Introducing this EEH symposium Explorations in Economic History, 43, (2006), 1–12.
- ¹¹ للمزيد عن التنمية المالية أنظر :
- Goldsmith, R.W., 1969. Financial Structure and Development. Yale University Press, New Haven.
- Goldsmith, R.W., 1985. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, University of Chicago Press, Chicago.
- Gurley, J.G., Shaw, E.S., 1955. Financial aspects of economic development. American Economic Review 45, 515–538.
- Revell Jack , The British Financial System, Ibid.
- Cameron , R. (Ed) . Banking and Economic Development Some lesson of Gistory. Oxford University Press, New York. 1972.
- ¹² أنظر

Merton H. Miller, (1986) ,Financial Innovation the Last Twenty years and The Next, Selected Paper 63 .Graduate School of Business, The University of Chicago.

¹³ J. Fred Weston, Developments in Finance Theory, Financial Management, Vol. 10, No. 2,

¹⁴ عرض Jean L. Heck and Philip L. Cooley منتجات كتاب المالية خلال نصف قرن من 1952 – 2002 في دراسة عنوانها Prolific Authors in the Finance Literature: A Half Century of Contributions للمزيد أنظر :

Jean L. Heck and Philip L. Cooley, Prolific Authors in the Finance Literature: A Half Century of Contributions, Journal of Finance Literature, Winter 2005.PP.21-62.

¹⁵ Stephen A.Ross, RandolphW. Westerfield and Bradford D. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance , IRWIN, 1993, PP.333-364.

¹⁶ أنظر

Robert J. Shiller, Tools For Financial Innovation Neoclassical Versis Behavioral Finance, The Financial Review 41 (2006)

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Robert C. Merton , Financial innovation and the management and regulation og financial institutions , Journal of Banking & Finance 19 , 1995 461-481.

¹⁹ Ibid.

²⁰ يقف على رأس أعمال Willim Sharpe

Sharpe, W.F. ‘A Simplified Model for Portfolio Analysis’, Management Science, 1963, January.

Sharpe, W.F. Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk’, Journal of Finance, 1964 September.

أما أعمال Harry Markowitz فمنها:

Markowitz, H.M. ,Portfolio Selection , Journal of Finance, 1952 March.

Markowitz, H.M., Foundations of Portfolio Theory’, Journal of Finance,1991 June.

²¹ يعد الباحثان Miller & Modigliani من رواد النظرية المالية على مستوى الجزء أي الإدارة المالية للشركة ومن أهم أعمالهما :

Modigliani, F. and M. Miller (1958) 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', American Economic Review, June.

Modigliani, F. and M.H. Miller (1963) 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', American Economic Review, June.

Miller, M.H. and F. Modigliani (1961) 'Dividend Policy and the Valuation of Shares', Journal of Business, October.

²² يعد من رواد الإدارة المالية ومن أهم أعماله :

Ross, S.A. 'The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', Journal of Economic Theory, 1976 Vol. 13, No. 3.

Ross, S.A. 'The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach', Bell Journal of Economics, 1977 Spring.

²³ يعد Fama من رواد الإدارة المالية ومنظريها وقد حاز على المرتبة الأولى في تصنيف Jean L. Heck and Philip L. Cooley أنظر :

Jean L. Heck and Philip L. Cooley, Prolific Authors in the Finance Literature: A Half Century of Contributions, Journal of Finance Literature, Winter 2005.PP.21-62.

ومن أهم أعمال Fama

Fama, E.F. and J. McBeth, Risk, Return and Equilibrium:

Empirical Tests', Journal of Political Economy 1973 Vol. 81.

Fama, E.F. and M.H. Miller , The Theory of Finance , Holt,

Rinehart and Winston. 1972.

²⁴ للمزيد عن النظام المالي وعناصره أنظر :

Aslõ Demirgüç cE-Kunt and Ross Levine, Financial Structure and Economic Growth The MIT Press, 2001.

²⁵ Jack Revell , The British Financial System , Ibid, p .3.

²⁶ Ibid , P3.

²⁷ Ibid, PP. 3-6.

²⁸ Ibid, PP. 11-18.

²⁹ لقد كانت هذه الجدلية موضع نقاش ودراسة طيلة عقود من الزمن منذ سنة 1934

عندما أصدر جومببتر (Schumpeter,1934) كتابه الموسوم :

Schumpeter ,T., The Theory of Economic Development ,

Cambridge Mass. : Harvard University Press, 1934.

ولغاية اليوم .

³⁰ Franklin Allen Anthony M. Santomero, The Theory of Financial Intermediation , Working Paper Series, THE WHARTON FINANCIAL INSTITUTIONS CENTER, August 31, 1996.

³¹ Michael S Pagano, How Theory Of Financial Intermediation and Corporate Risk – Management Influence Bank Risk – Taking Behavior Financial Markets , Institutions & Instruments , V. 10, No. 5 December , 2001.

³² سيناقتش الموضوع ضمن الإبداع المالي .

³³ J Revell, Ibid, ch.1.

³⁴ Schumpeter ,T., The Theory of Economic Development , Cambridge Mass. : Harvard University Press, 1934.

³⁵ Gurley, J.G., Shaw, E.S., 1955. Financial aspects of economic development. American Economic Review 45, 515–538.

³⁶ Patrick , H ., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change , 14, no.2 January 1966.

Patrick , H ., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change, 20 ,no.2, January 1972.

³⁷ McKinnon, R.I., 1973. Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, Washington, DC

³⁸ J Moore , An Introduction to the Theory of Finance, The Free Press , London Collier – Macmillan 1968.

³⁹ Goldsmith Te Uses of National Balance Sgeets, Review of Income and Wealth, Series 12, Number 2 June 1966. See Also , Revell, Ibid P.29.

⁴⁰ Revell, Ibid PP.3-29.

⁴¹ Kindleberger, C P , Economic Development , McGraw-Hill , Kogakusha Limited, London, 1965.

⁴² الدراساتان مؤشرتان بالهامش 28 . وهما كما يلي :

Patrick , H ., 1966 ,Ibid

Patrick , H ., 1972, Ibid .

⁴³ Anthony Saunders, Financial Institutions management A Modern Perspective , Irwin McGraw-Hill, 1997, PP55-70.

⁴⁴ وهذا ما تناوله الاقتصاديون خلال عقود النصف الثاني من القرن العشرين ومنهم من ذكر سابقاً.

⁴⁵ تناول الجوانب الاجتماعية عدد غير قليل من المالبين والاقتصاديين في إطار
المسئولية الاجتماعية للمؤسسات المالية والوسيلة والنظام المالي.
⁴⁶ سيتم مناقشة هذه العناوين بوصفها من مقومات النظرية المالية لاحقاً.

⁴⁷ Goldsmith, R.W., Ibid.

⁴⁸ Peter L. Rousseau and Richard Sylla Financial revolutions and
economic growth: Introducing this EEH symposium Explorations
in Economic History 43 (2006) 1–12.

⁴⁹ Goldsmith, R.W., 1969. Financial Structure, Ibid.

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ Jack Revell , The British Financial System , Ibid.,

⁵² رئيس قسم العلوم المالية في جامعة بانكر البريطانية.
⁵³ نظر :

Franklin Allen Anthony M. Santomero, The Theory of Financial
Intermediation, August 31, 1996 , Financial Institutions Center,
University of pannelsylvania.PP3-10.

⁵⁴ للمزيد أنظر

Bert seholtens and DickVan Wensveen , The Theory Of Financial
Intermediation: An Essay on What It Does (not) Explain , The
European Money and Finance Forum Vienna 2003 .

Anthony Saunders Financial Institutions Management, Irwin
McGraw-Hill,1997, p13.

⁵⁵ Kevin Mellyn, Financial Market Meltdown , PRAEGER ,
2009, P1

⁵⁶ Chang, S. J., A theoretical Discussion on financial theory :what
should we teach and how? Journal of Economics and Finance
Education ,volume 4,No.2 winter 2005.

⁵⁷ Chang, Ibid, 2005,PP. 39-48

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Lipsey, R. G., P. O. Steiner, D. D. Purvis, and P. N. Courant.
1990. Economics, 9th ed., New York: Harper and Row.

⁶⁰ John R. Graham & Campbell R. Harve, The theory and practice
of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial
Economics 60 (2001) 187}243

⁶¹ John R. Graham & Campbell R. Harvey,Ibid ,2001 , 203.

⁶² Chang, Ibid, 2005,PP. 39-48

⁶³ Ibid.

⁶⁴ Lintner, John. 1975. "Inflation and Security Returns." *Journal of Finance* 30: 259-280.

⁶⁵ Fama, Eugene F. and Merton H. Miller. 1972. *The Theory of Finance*, Hinsdale, Dryden Press.

⁶⁶ Myers, Stewart C. 1984. "Finance Theory and Financial Strategy." *Interfaces* (January/February):PP 126-137.

⁶⁷ Graham Bannock, *The Penguin Dictionary of Economics*, Penguin Books Second Edition 1982.

⁶⁸ Sharpe, W. ,*Portfolio Theory and Capital Market*, McGraw-Hill , 1976.

⁶⁹ Fama, Eugene, *Foundations of Finance*, Basic Book, Inc. Publishers. 1976.

⁷⁰ *Ibid.*

⁷¹ Bill Rees, *Financial Analysis*, Prentice Hall International , 1990.

⁷² Fred Weston, (A Relatively) *Brief History Of Finance*, 24 October 1992, Presentation in San Francisco .

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ Fred Weston, *Developments in Finance Theory* , *Financial Management*, Vol. 10, No. 2, PP. 5-22.

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ J. Hirshleifer, "Investment Decision Under Uncertain-ty: Choice Theoretic Approaches," *Quarterly Journal of Economics* (November 1965), pp. 509-536.

أنظر ⁷⁷

H. M. Markowitz, *Portfolio Selection*, New Haven, Yale University Press, 1959. See Also , Fred Weston, *Developments in Finance Theory*, *Ibid.*

أنظر ⁷⁸

F. Modigliani and M. H. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital," *The American Economic Review* (June 1963), pp. 433-443. See Also, F. Modigliani and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *The American Economic Review* (June 1958), pp. 261-297. And F. Modigliani and M. H. Miller, "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954-57," *The American Economic Review* (June 1966), pp. 333-348.

⁷⁹ Fred Weston, *Developments in Finance Theory* , *Ibid.*

⁸⁰ Fred Weston, (A Relatively) Brief History Of Finance, Ibid.

⁸¹ Ibid.

⁸² Ibid.

⁸³ للمزيد عن أولى النظريات التي تناولت القرار الاستثماري أنظر المقالات والبحوث في

:

Gordon M. Kaufman and Howard Thomas, Modern Decision Analysis , Penguin Books, 1977.

⁸⁴ Fisher, I (1930) The Theory of Interest, reprinted in 1977 by Porcupine Press. See Gordon M. Kaufman and Howard Thomas, Ibid.,

⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ أنظر

Fama, E.F. (1970) 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', Journal of Finance, May.

Fama, E. (1980) 'Agency Problems and the Theory of the Firm', Journal of Political Economy, Spring, pp. 288–307.

Fama, E.F. (1992) 'Efficient Capital Markets', Journal of Finance, December.

Fama, E. (1998) 'Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioural Finance', Journal of Finance.

⁸⁷ أنظر

Markowitz, H.M. 'Portfolio Selection', Journal of Finance, 1952, March.

Markowitz, H.M.) 'Foundations of Portfolio Theory', Journal of Finance, 1991, June.

Sharpe, W.F. (1963) 'A Simplified Model for Portfolio Analysis', *Management Science*, January.

Sharpe, W.F. (1964) 'Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk', Journal of Finance, September.

Fama, Eugene F. and Merton H. Miller. The Theory of Finance, Ibid.

Levy, H. and M. Sarnat, Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice (Prentice Hall)1994.

⁸⁸ Black, F. and M. Scholes , ‘The Pricing of Options and Corporate Liabilities’, Journal of Political Economy, 1973, May–June. See Also, Cox, J., S. Ross and M. Rubinstein , ‘Option Pricing: A Simplified Approach’, Journal of Financial Economics, 1979, September.

Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen ,Principles of Corporate Finance, 2005 (McGraw-Hill).

Cox, J., S. Ross and M. Rubinstein (1979) ‘Option Pricing: A Simplified Approach’, Journal of Financial Economics, September.

أنظر ⁸⁹

Fama, E.F. and J. McBeth, Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests’, Ibid.

للمزيد أنظر ⁹⁰

Modigliani, F. and M. Miller, ‘The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment’,

American Economic Review, 1958, June.

Modigliani, F. and M.H. Miller ‘Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction’,

American Economic Review,1963 June.

Miller, M.H. and F. Modigliani ‘Dividend Policy and the Valuation of Shares’, Journal of Business,1961, October.

Miller, M. and D. Orr , ‘A Model of the Demandfor Money by Firms’, Quarterly Journal of Economics,1966,

August.

أنظر ⁹¹

Miller, M.H. and F. Modigliani (1961) ‘Dividend Policy and the Valuation of Shares’, Journal of Business, October

للمزيد أنظر ⁹²

Andersen, J.A. (1987) Currency and Interest Rate Hedging (Prentice Hall).

McRae, T.W. (1996) International Business Finance (John

Shapiro, A.C. (2002) Multinational Financial Management (Allyn and Bacon).

Collier, P. and E.W. Davies (1985) ‘The Management of Currency Transaction Risk by UK Multinational

Companies’, Accounting and Business Research, Autumn.

Collier, P., T. Cooke and J. Glynn (1988) *Financial and Treasury Management* (Heinemann)

93 للمزيد عن نظرية الوكالة

Fama, Eugene F. L. Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of political Economy*, 1980. Vol. 88 no. 21

94 عن المزادات Auctions أنظر

Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen ,*Principles of Corporate Finance*, Ibid.

E. Sherman, “Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions,” working paper, Department of Finance and Business Economics, University of Notre Dame, March 2001.

K. G. Nyborg and S. Sundaresan, “Discriminatory versus Uniform Treasury Auctions: Evidence from When-Issued Transactions,” *Journal of Financial Economics* 42 (1996), pp. 63–105;

S. Umlauf, “An Empirical Study of the Mexican Treasury Bill Auction,” *Journal of Financial Economics* 33 (1993), pp. 313–340.

95 أنظر

Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey , *The Financial Numbers Game , Detecting Creative Accounting Practices*, Loun Wiley & Sons, INC.2002.

96 عن المعلومات في المالية أنظر

J. K. Smith, “Trade Credit and Information Asymmetry,” *Journal of Finance* 42 (September 1987), pp. 863–872.

Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen ,*Principles of Corporate Finance*, Ibid.

97 أنظر

K. Schipper and A. Smith, “Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: The Case of Voluntary Spin-offs,” *Journal of Financial Economics* 12 (December 1983), pp. 409–436;

98 أنظر

Richard Pike and Bill Neale, *Corporate Finance and Investment : Decisions & Strategies* , Fifth Edition ,Prentice Hall, 2006.

⁹⁹ لقد تناولت كتب الإدارة المالية والإدارة المصرفية وإدارة المؤسسات المالية والتحليل المالي والأسواق المالية بمعظمها الرقابة والسيطرة على مستوى الجزء وعلى مستوى الكل فالرقابة المالية في الشركة أنظر :

Richard Pike and Bill Neale, Corporate Finance and Investment
,Ibid.

أما على مستوى المصارف أنظر :

Joseph P. Hughes Loretta J. Mester , Efficiency in Banking:
Theory, Practice, and Evidence, Prepared for the Oxford Handbook
of Banking , January 2008.

¹⁰⁰ Richard Pike and Bill Neale, Corporate Finance and Investment
,Ibid.

¹⁰¹ (Mramor, Lon Carski , 2002

¹⁰² Mirton H. Miller , The History of Finance, Ibid.

¹⁰³ Ibid.

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ De Meza, D., Webb, D., 1987. Too much investment: A
problem of asymmetric
information. Quarterly Journal of Economics 102, 281-292.

¹⁰⁷ Mortensen, and Randall Wright, “Competitive Pricing and
Efficiency in Search Equilibrium, International Economic Review,
2002, 43, 1–20.

¹⁰⁸ Dybvig, P., Zender, J., 1991. Capital structure and dividend
irrelevance with asymmetric information. Review of Financial
Studies 4, 201-219. See Also Heinkel, R., 1982. A theory of capital
structure relevance under imperfect information , Journal of
Finance 37, 1141-1150.

¹⁰⁹ Richard Pike and Bill Neale, Corporate Finance and
Investment ,Ibid.

¹¹⁰ Lucas, D.J., McDonald, R.L., 1990. Equity issues and stock
price dynamics, Journal of Finance 45,
1019-1043. See Also Loughran, T., Ritter, J.R., 1995. The new
issues puzzle, Journal of Finance 50, 23-52.

John R. Grahama, Campbell R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field , Journal of Financial Economics 61 (2001)

¹¹² Richard Pike and Bill Neale, Corporate Finance and Investment ,Ibid.

¹¹³ Agarwal, S., and R. Hauswald (2007) ‘Distance and Information Asymmetries in Lending’, Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago. See Also, Federico S. Mandelman, Business Cycles and the Role of Imperfect Competition in the Banking System , International Finance 14:1, 2011: pp. 103–133

¹¹⁴ Merton H. Miller, The History of Finance, Ibid.

¹¹⁵ Paolo Pesenti & Cedric Tille, (2000), The Economics of Currency Crisis and Contagion: An Introduction, FRBNY, Economic Policy Review, September.

¹¹⁶ Stephen Gernville, (1998), “Capital Crises”, Paper Working, Bank of Australia, November.

¹¹⁷ Hok K. Pyo, (2002), On Currency Crisis-A Cause of South Korea 20th March.

¹¹⁸ Hyman Minsky, Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors more Severe depression II, Journal of Economic Issues, 29, March.1 995.

¹¹⁹ Susan K. Schroeder, (2002), A Minskian Analysis of Financial Crisis in developing Countries, New School University and University of Bremen, Working Paper 2002-09, New York

¹²⁰ Jan Kregel, (1998), Yes it, Dad Happen, Again A Minsky Crisis Happened in Asia, Economic Institute Working Papers, No. 234, April

¹²¹ Lance Taylor, Lax Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises ., International Monetary And

Financial Issues For The 1990s, Vol. XI, United Nations, New York and Geneva, 1999.

¹²² Sebastian Dullien , Detlef J. Kotte , Alejandro Márquez & Jan Priewe, The Financial and Economic Crises of 2008 – 2009 and Developing Countries, UNITED NATIONS New York and Geneva, December 2010

¹²³ Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey, Financial Numbers Game , Jone Wiley & Sons, INC. 2002.

أنظر ¹²⁴

Beneish Messod D., 2001, " Earning Management : Aperspective", Managerial Finance, Vol.27, No. 12.

Scripper, 1989, "Commentary on Earning Management, Accounting Horizons, Vol. 11.

¹²⁵ Healy, P.M, and J.M. Wahlen, 1999, "A review of the Earnings Management Literature and its implications for standard setting" Accounting Horizons, Vol.13, No.4. See Also, Giroux Gary, (2005), earnings magic: manipulating earnings numbers, Texas A & M University, department of accounting.

أنظر ¹²⁶

Dennis Chambers ,Earnings Management and Capital Market Misallocation, Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign, Department of Accountancy,1999,P2-3.

Alireza Daneshfar and Daniel Zeghal, Earnings Management and the Stock Market Environment, Working Paper, CGA-Accounting Research Centre at the University of Ottawa January 2002

Teoh , Wehch and Wong , Earnings management and the underperformance of

seasoned equity offerings , Journal of Financial Economics 50 (1998) 63-99

¹²⁷ PETER GOLDMANN, Anti-Fraud Risk and Control Workbook, JOHN WILEY & SONS, INC. , 2009. P.2.

¹²⁸ Andrei Shleifer, Understanding Regulation, European Financial Management, Vol. 11, No. 4, 2005, 439–451.

¹²⁹ Ibid.

¹³⁰ Ibid.

¹³¹ Ibid.

¹³² Luigi Zingales, The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, 2004.

¹³³ Ibid.

¹³⁴ Ibid

أنظر ¹³⁵

Efraim Benmelech and Toblas J. Moskowitz, The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S. State Usury Laws in the 19th Century, The Journal of Finance . Vol. LXV, No. 3 • June 2010.

¹³⁶ Revell Solvency And Regulation of Banks, University Press of Wales, 1975.

¹³⁷ Bain, Economic of Financial System , Ibid.

¹³⁸ OECD, Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation GENERAL GUIDANCE AND HIGH-LEVEL CHECKLIST, OECD 2010.

¹³⁹ Ibid.

أنظر ¹⁴⁰

United Nations, World Economic Situation and Prospects 2012, Global economic outlook, 2011,.

أنظر ¹⁴¹

Charles W. Calomiris, Financial Innovation, Regulation, and Reform, Cato Journal, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009)

¹⁴² Peter Tufano, Financial Innovation , This paper is to appear as a chapter in The Handbook of the Economics of Finance (North Holland), edited by George Constantinides 2002.

- Alireza Daneshfar and Daniel Zeghal, (2002), Earnings Management and the Stock Market Environment, Working Paper, CGA-Accounting Research Centre at the University of Ottawa January 2002
- Agarwal, S., and R. Hauswald (2007) 'Distance and Information Asymmetries in Lending', Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Andersen, J.A. (1987) Currency and Interest Rate Hedging (Prentice Hall).
- Andrei Shleifer, (2005) , Understanding Regulation, European Financial Management, Vol. 11, No. 4.
- Anthony Saunders, (1997) Financial Institutions management A Modern Perspective, Irwin McGraw-Hill .
- Aslõ Demirgüç cË-Kunt and Ross Levine, Financial Structure and Economic Growth The MIT Press, 2001.
- Bill Rees,(1990) Financial Analysis, Prentice Hall International .
- Beneish Messod D., (2001), Earning Management : A perspective", Managerial Finance, Vol.27, No. 12.
- Brean Tew, (1982) The Evaluation of International Monetary System 1945 -1981, Hutensisin.
- Bert seholtens and Dick Van Wensveen ,(2003) The Theory Of Financial Intermediation: An Essay on What It Does (not) Explain , The European Money and Finance Forum Vienna .

-
- Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen , (2005) Principles of Corporate Finance, (McGraw-Hill).
- Burton G. Malkiel, (2003) The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, CEPS Working Paper No. 91, April .
- Black, F. and M. Scholes , (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy, 1973, May–June.
- Charles W. Calomiris, (2009)Financial Innovation, Regulation, and Reform, Cato Journal, Vol. 29, No. 1 (Winter 2009)
- Collier, P., T. Cooke and J. Glynn (1988) Financial and Treasury Management (Heinemann)
- Cox, J., S. Ross and M. Rubinstein ,(1979) Option Pricing: A Simplified Approach’, Journal of Financial Economics, 1979, September.
- Cameron , R. (Ed) .(1972), Banking and Economic Development Some lesson of history. Oxford University Press, New York.
- Chang, S. J., (2005), A theoretical Discussion on financial theory :what should we teach and how? Journal of Economics and Finance Education ,volume 4,No.2 winter 2005.
- Collier, P. and E.W. Davies (1985) ‘The Management of Currency Transaction Risk by UK Multinational , Companies’, Accounting and Business Research, Autumn.
- Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey , (2002) The Financial Numbers Game , Detecting Creative Accounting Practices, Loun Wiley & Sons, INC.
- De Meza, D., Webb, D., (1987), Too much investment: A problem of asymmetric

information. Quarterly Journal of Economics 102.

-Dennis Chambers ,(1999), Earnings Management and Capital Market Misallocation, Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign, Department of Accountancy.

-Dybvig, P., Zender, J., (1991), Capital structure and dividend irrelevance with asymmetric information. Review of Financial Studies 4.

-E. Sherman, (2001), Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions,” working paper, Department of Finance and Business Economics, University of Notre Dame, March 2001.

-Efraim Benmelech and Toblas J. Moskowitz, (2010), The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S. State Usury Laws in the 19th Century, The Journal of Finance . Vol. LXV, No. 3 • June 2010.

-Fama, Eugene F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, The Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2.

-Fama, E.F. and J. McBeth, (1973) Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests’, Journal of Political Economy , Vol. 81.

-Fama, E.F. and M.H. Miller , (1972) The Theory of Finance , Holt, Rinehart and Winston. .

-Fama, Eugene, (1976) , Foundations of Finance, Basic Book, Inc. Publishers.

-Fama, E.F. (1970) ,Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’, Journal of Finance, May.

-Fama, E. (1980) ,Agency Problems and the Theory of the Firm’, Journal of Political Economy, Spring.

-
- Fama, E.F. (1992) Efficient Capital Markets', Journal of Finance, December.
- Fama, E. (1998) , Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioural Finance, Journal of Finance.
- Fisher, I (1930) The Theory of Interest, reprinted in 1977 by Porcupine Press.
- Markowitz, H.M.(1991) , Foundations of Portfolio Theory, Journal of Finance, 1991, June.
- Franklin Allen Anthony M. Santomero, (1996) The Theory of Financial Intermediation, August 31, 1996 , Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.
- Federico S. Mandelman,(2011) , Business Cycles and the Role of Imperfect Competition in the Banking System , International Finance 14:1, 2011.
- Goldsmith (1966), The Uses of National Balance Sheets, Review of Income and Wealth, Series 12, Number 2 June 1966.
- Goldsmith, R.W., (1969). Financial Structure and Development, Yale University Press, New Haven.
- Goldsmith, R.W., (1985), Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978. University of Chicago Press, Chicago.
- Graham Bannock, (1982) ,The Penguin Dictionary of Economics , Penguin Books Second Edition 1982.
- Gordon M. Kaufman and Howard Thomas, (1977) Modern Decision Analysis , Penguin Books

-Gur Huberman and Zhenyu Wang(2005), ARBITRAGE PRICING THEORY, Federal Reserve Bank of New York Working Paper, August 15, 2005.

-Gurley, J.G., Shaw, E.S., (1955), Financial aspects of economic development, American Economic Review 45.

-Giroux Gary, (2005), earnings magic: manipulating earnings numbers, Texas A & M University, department of accounting.

-Healy, P.M, and J.M. Wahlen, (1999), A review of the Earnings Management Literature and its implications for standard setting, Accounting Horizons, Vol.13, No.4.

-Heinkel, R., (1982), A theory of capital structure relevance under imperfect information , Journal of Finance 37.

-Hok K. Pyo, (2002), On Currency Crisis-A Cause of South Korea 20th March.

-Hyman Minsky, (1995) Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors more Severe depression II, Journal of Economic Issues, 29, March.1 995.

-Jean L. Heck and Philip L. Cooley,(2005) Prolific Authors in the Finance Literature: A Half Century of Contributions, Journal of Finance Literature, Winter 2005.

-John R. Graham & Campbell R. Harve, (2001), The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics 60 (2001) .

-John Shapiro, A.C. (2002) Multinational Financial Management (Allyn and Bacon).

-J.Hirshleifer, (1965) Investment Decision Under Uncertainty: Choice Theoretic Approaches," Quarterly Journal of Economics (November 1965).

-J. K. Smith, (1987), Trade Credit and Information Asymmetry, Journal of Finance 42 (September 1987).

-Jan Kregel, (1998), Yes it, Dad Happen, Again A Minsky Crisis Happened in Asia, Economic Institute Working Papers, No. 234, April

-John R. Grahama, Campbell R. Harvey, (2001), The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field , Journal of Financial Economics 61 (2001)

-Joseph P. Hughes Loretta J. Mester , 2008), Efficiency in Banking: Theory, Practice, and Evidence, Prepared for the Oxford Handbook of Banking , January 2008.

-Kindleberger, C P ,(1965) Economic Development , McGraw-Hill , Kogakusha Limited, London, 1965.

-K. G. Nyborg and S. Sundaresan, (1993), Discriminatory versus Uniform Treasury Auctions: Evidence from When-Issued Transactions," Journal of Financial Economics 42 .

-K. Schipper and A. Smith, (1983), Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: The Case of Voluntary Spin-offs, Journal of Financial Economics 12 (December 1983).

-Kevin Mellyn, (2009) Financial Market Meltdown , PRAEGER .

-Lintner, John. (1975), Inflation and Security Returns, Journal of Finance 30.

-
- Lipsey, R. G., P. O. Steiner, D. D. Purvis, and P. N. Courant. (1990), Economics, 9th ed., New York: Harper and Row.
- Levy, H. and M. Sarnat, (1994) Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice (Prentice Hall).
- Lucas, D.J., McDonald, R.L., (1990), Equity issues and stock price dynamics, Journal of Finance 45.
- Loughran, T., Ritter, J.R., (1995), The new issues puzzle, Journal of Finance 50.
- Luigi Zingales, (2004), The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, Law Working Paper No. 21/2004, European Corporate Governance Institute.
- Lance Taylor, Lax (1999), Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises ., International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Vol. XI, United Nations, New York and Geneva.
- Markowitz, H.M. , (1952) Portfolio Selection , Journal of Finance, 1952 March.
- Markowitz, H.M., (1991) Foundations of Portfolio Theory', Journal of Finance,1991 June.
- McKinnon, R.I., (1973), Money and Capital in Economic Development. Brookings Institution, Washington, DC
- Merton H. Miller, (1999) The History of Finance, The Journal of Portfolio Management Summer .
- Merton H. Miller, (1986) , Financial Innovation the Last Twenty years and The Next, Selected Paper 63 .Graduate School of Business, The University of Chicago.

-Messod D. Beneish, (2001) Earnings Management: A Perspective, *Managerial Finance*, Volume 27 Number 12.

-Miller, M.H. and F. Modigliani (1961) 'Dividend Policy and the Valuation of Shares', *Journal of Business*, October 1961.

-Miller, M. and D. Orr , (1966), A Model of the Demand for Money by Firms', *Quarterly Journal of Economics*. August.1966.

-Michael S Pagano, (2001), How Theory Of Financial Intermediation and Corporate Risk – Management Influence Bank Risk – Taking Behavior Financial Markets , *Institutions & Instruments* , V. 10, No. 5 December , 2001.

-Modigliani, F. and M. Miller (1958) 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review*, June.

-Modigliani, F. and M.H. Miller (1963) 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', *American Economic Review*, June.

-Modigliani F., and M. H. Miller,(1966), Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954-57," *The American Economic Review* (June 1966).

-Markowitz, H. M., (1959) *Portfolio Selection*, New Haven, Yale University Press,

-McRae, T.W. (1996) *International Business Finance*

-Modigliani F. and M. H. Miller, (1963) ,Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, *The American Economic Review* (June 1963).

-Modigliani F. and M. H. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, The American Economic Review (June 1958).

-Moore J., (1968) An Introduction to the Theory of Finance, The Free Press , London Collier – Macmillan.

-Myers, Stewart C. (1984), Finance Theory and Financial Strategy. Interfaces (January/February

-Mortensen, and Randall Wright, (2002) Competitive Pricing and Efficiency in Search Equilibrium, International Economic Review, 2002, 43.

-OECD, (2010), Policy Framework for Effective and Efficient Financial Regulation GENERAL GUIDANCE AND HIGH-LEVEL CHECKLIST,OECD 2010.

-Patrick , H .,(1966) Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change , 14, no.2 January 1966.

-Patrick , H .,(1972), Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change, 20 ,no.2, January

-Peter L. Rousseau and Richard Sylla, (2006) Financial revolutions and economic growth: Introducing this EEH symposium Explorations in Economic History, 43.

-Peter Tufano, Financial Innovation ,(2002) This paper is to appear as a chapter in The Handbook of the Economics of Finance (North Holland), edited by George Constantinides .

-Peter Goldmann, (2009) Anti-Fraud Risk and Control Workbook, JOHN WILEY & SONS, INC.

-Paolo Pesenti & Cedric Tille, (2000), The Economics of Currency Crisis and Contagion: An Introduction, FRBNY, Economic Policy Review, September.

-Peter L. Rousseau and Richard Sylla, (2006) Financial revolutions and economic growth: Introducing this EEH symposium Explorations in Economic History 43 (2006) .

-Stephen Gernville, (1998), "Capital Crises", Paper Working, Bank of Australia, November.

-Ricardo N. BebCzuk, (2003) Asymmetric Information in Financial Market Introduction and Applications , Cambridge University Press.

-Revell Jack ,(1979) The British Financial System , The Macmillan Press LTD.

-Richard Pike and Bill Neale, (2006) , Corporate Finance and Investment : Decisions & Strategies , Fifth Edition ,Prentice Hall.

-Robert J. Shiller, (2006) Tools For Financial Innovation Neoclassical Versis Behavioral Finance, The Financial Review 41.

-Robert C. Merton ,(1995) Financial innovation and the management and regulation in financial institutions , Journal of Banking & Finance 19 , PP. 461-481.

-Ross, S.A. (1976) The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', Journal of Economic Theory, Vol. 13, No. 3.

-Ross, S.A. (1977) The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach', Bell Journal of Economics, Spring, 1977.

-
- S. Umlauf, (1993) , An Empirical Study of the Mexican Treasury Bill Auction,” Journal of Financial Economics 33.
- Schumpeter ,T.,(1934), The Theory of Economic Development , Cambridge Mass. : Harvard University Press,
- Sharpe, W. , (1976), Portfolio Theory and Capital Market, McGraw-Hill , 1976.
- Sharpe, W.F. (1964) ‘Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk’, Journal of Finance, September , 1964.
- Sharpe, W.F. (1963) A Simplified Model for Portfolio Analysis’, Management Science, 1963, January.
- Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, Journal of Finance, 1964 September.
- Stephen A.Ross, Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan, (1993) Fundamentals of Corporate Finance , IRWIN, 1993, PP.333-364.
- Susan K. Schroeder, (2002), A Minskian Analysis of Financial Crisis in developing Countries, New School University and University of Bremen, Working Paper 2002-09, New York
- Sebastian Dullien , Detlef J. Kotte , Alejandro Márquez & Jan Priewe,(2010) The Financial and Economic Crises of 2008 – 2009 and Developing Countries, UNITED NATIONS New York and Geneva, December 2010
- Scripper, (1989), Commentary on Earning Management, Accounting Horizons, Vol. 11.

-Teoh , Wehch and Wong , (1998) Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings , Journal of Financial Economics 50 (1998) 63-99

-United Nations, (2011) World Economic Situation and Prospects 2012, Global economic outlook,.

-United Nations , (1998) World Investment Report 1998 .

-Weston J. Fred, (1981) Developments in Finance Theory, Financial Management, Vol. 10, No. 2.

-Weston Fred,(1992), (A Relatively) Brief History Of Finance, 24 October 1992, Presentation in San Francisco .

More Books!

Yes I want morebooks

اشترى كتبك سريعاً و مباشرة من الأنترنت, على أسرع متاجر الكتب الإلكترونية في العالم
بفضل تقنية الطباعة عند الطلب, فكتبتنا صديقة للبيئة

اشترى كتبك على الأنترنت

www.get-morebooks.com

Kaufen Sie Ihre Bücher schnell und unkompliziert online – auf einer der am schnellsten wachsenden Buchhandelsplattformen weltweit!
Dank Print-On-Demand umwelt- und ressourcenschonend produziert.

Bücher schneller online kaufen

www.morebooks.de

OmniScriptum Marketing DEU GmbH
Bahnhofstr. 28
D - 66111 Saarbrücken
Telefax: +49 681 93 81 567-9

info@omniscrptum.com
www.omniscrptum.com

OMNIScriptum



مراجعة منهجية في الفكر المالي

لقد شكّل الكم الكبير من النتاجات المالية الأكاديمية منها والمهنية تدفقاً هائلاً كان من نتائجه مزيد من الإبداع، ومزيد من التطور، فكانت عقود النصف الثاني من القرن العشرين منبعاً للنظريات والنماذج والكتب والدراسات، وقد مُنح عدد من الماليين جوائز قيمة مثل جائزة نوبل فلقد كانت مساهمات أصيلة أثرت المعرفة الإنسانية، ومن هنا لا بد للباحث أن ينظر بحيادية لهذا النتاج الإنساني الكبير، ومنها من يتخذ موقفاً معيناً من أزمة مالية أو رد فعل معين من ظاهرة سلبية منها: التحليل، والفساد، وغسيل الأموال وغيرها لينظر بنتائج معينة من غير حجة أو برهان، ولقد شكّل بالمقابل تدفقاً معرفياً تحتم المسؤولية العلمية توثيق هذا الكم الكثير من النظريات والنماذج والمعطيات والتي شكّلت مضمون هذا الكتاب .

الإستاذ الدكتور سرمد كوكب الجميل هو من ولادة الموصل ودرس في مدارسها وتخرج من جامعة الموصل وجامعة بانكر البريطانية ونال درجة الاستاذية سنة 2007 درّس في جامعة الموصل وعدد من الجامعات العراقية والعربية، وأثيرف على عدد من طلاب الدراسات العليا للمجستير والدكتوراه ونشر عدداً من الكتب والبحوث العلمية وله العديد من المقالات في دوريت عربية ومحلية



NOOR
PUBLISHING



978-3-330-80263-6