

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 القائمة

معلومات بيليوغرافية للمكتبة الوطنية الألمانية : المكتبة الوطنية الألمانية تسجل هذا تفاصيل البيانات: <http://dnb.d-nb.de>.
البيليوغرافية موجودة على شبكة الانترنت 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 يعني أن هذه الأسماء هي معفاة من التshireبات التجارية لحماية العلامة، وبالتالي يمكن استخدامها من طرف أي شخص.

صورة الغلاف / Coverbild

www.ingimage.com

دار النشر / Verlag

Noor Publishing

ist ein Imprint der / is a trademark of

OmniScriptum GmbH & Co. KG

Bahnhofstraße 28, 66111 Saarbrücken, Deutschland / Germany

البريد الإلكتروني / Email

info@omniscryptum.com

Herstellung: siehe letzte Seite /

طبع: انظر آخر صفحة

رقم دولي معياري للكتاب / ISBN

978-3-330-80263-6

Copyright © سردمي الجميل

حقوق التأليف و النشر / Copyright / t ©

2016 OmniScriptum GmbH & Co. KG

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 لل الفكر المالي
18	ثالثاً مقدمة في نظرية الوساطة المالية ومضامينها
30	رابعاً مناقشة منهجية في أساسيات الفكر المالي
43	خامساً النظام المالي وعناصره : بينة الظاهرة المالية
44	سادساً مراجعة منهجية للنظريات المالية
64	سابعاً نظرية المعلومات اللا متماثلة
72	ثامناً نظرية التضييط
78	الختمة والاستنتاجات
81	الهوامش
94	المراجع

مقدمة

لعل اختلاف الكتابة الأكاديمية عن الثقافية يعود إلى اختلاف طبيعة الهدف الذي تسعى له كل منها، وعلى الرغم من الملل الذي قد تثيره الكتابة الأكاديمية لدى القارئ إلا أنها تعتمد منهجه ووسائل وأدوات ربما لا يجدها القارئ لمادة ثقافية في هذا الموضوع أو ذلك، وعند العودة للمادة أو الموضوع المراد الكتابة به ربما قد يكون الاختلاف أكبر وأعمق بكثير، وقد عبر عن ذلك Speaking of Arjo Klamer في كتابه 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 ظهره 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 مغرة بالرموز والطلاسم لا تهم العامة من الناس ولا تهم المثقفين منهم ولا تهم أيضاً السياسيين ومتخذي القرار إنما تهم فئة قليلة لا تغنى ولا تسمى من جوع¹، فإن الاقتصادي إذ يضع الصيغة البلاغية كمعطى اقتصادي يعجز من أن يأتي بمثلها من غير الاقتصاديين؛ وقد تطابق كلامر في طرحة مع تعريف ابن المفع

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

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

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

إن الظاهرة المالية تعد الأوسع انتشاراً منذ أن أدرك الإنسان مجتمعه وعمله
وتعلم الأسواق 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 كتاباً للأموال،
ووضع أبو عبيد القاسم بن سلام في القرن الثالث الهجري كتاباً في الأموال
أيضاً، وهكذا في الأمم الأخرى.

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

لقد شكلت نتاجات 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 طرحاً متخصصاً لظاهرة يمكن اعتبارها

² السيد أحمد الهاشمي ، جواهر الأدب في أدبيات إنشاء لغة العرب ، مؤسسة
ال 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 والمراکز البحثية والمؤسسات الدولية تهتم بهذا الحق من حقول المعرفة التي تدعى العلوم المالية، وقد كانت هناك تقارير دولية تصدر عن المؤسسات الدولية تعنى بالخريطة المالية في العالم، وعلى مستوى الأقاليم والدول، ومنها تقرير الاستثمار العالمي وتقارير صندوق النقد الدولي المتوعنة 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 تنشر شهرياً أو فصلياً أو سنوياً، ناهيك عن الكتب والدراسات وأوراق العمل Working Papers التي تعنى بكل الظاهرة المالية في العالم إضافة إلى ما تنشره المؤسسات المالية والمصرفية، وغيرها من الواقع الإلكترونية.

لقد شكل هذا الكم الكبير من المنتجات 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 منحَ عدد من الماليين جوائز قيمة مثل جائزة نوبل فقد كانت مساقات 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 تؤطر أيدиولوجيا ظاهرة المالية بالسلب أو بالإيجاب منها مثلاً: انهيار الرأسمالية، نهاية الرأسمالية، الرأسمالية تجدد 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 شكلت بالمقابل تدفقاً معرفياً قد يكون متخصصاً وربما قد تجد من يقف منه بالضد ولكن المسؤولية العلمية تحتم على الأقل توثيق هذا الكم الكبير من النظريات والنماذج والمعطيات والتي شكلت مضمون هذا البحث .

أولاً: الظاهرة المالية والبناء النظري

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

إن إن الظاهرة المالية أيًا كانت وضمن أيّة 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 كفيل بأن يظهر المزيد من التشوّه والخلل والوهن وعدم الثقة.

يعلم المختصون بالمالية والاقتصاد بأن النظم المالي، وعناصره من مؤسسات مالية متعددة ومصارف وأسواق مالية بمختلف أشكالها، وأصنافها تمثل هيكل النظام المالي، وتتنوع العمليات المالية بتتنوع النشاطات وتباينها، وكذلك الأمر بالنسبة للأدوات المالية، والتي تعددت وتتنوعت أشكالها، ووظائفها وأنماطها، كل هذا قاد النظم المالية عبر مسيرة طويلة لمزيد من التغيرات وحسب متطلبات البيئة المالية والاقتصادية التي تعمل بها تلك النظم المالية، والأهم من ذلك كانت النظم المالية تلاحق وتتابع جمل 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 بصدّ 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 يُبس فيه أن تلك المدة تتراكب من مدتَيْن: المدة الأولى تمت من 1945 ولغاية 1989، فيما تمتد الفترة الثانية من 1990 ولغاية اليوم، وبطريق على المدة الأولى عصر التدويل، فيما يطلق على الثانية عصر

العلومة، وإذا كان النظام المالي الدولي قد تهأوى، أو بدأ ينهار منذ بداية عقد السبعينيات، وتبعه عقد الثمانيات من القرن الماضي وما شهده من اتفاقيات ونقاشات فإن عصراً مالياً جديداً قد بزغ ومنذ سنة 1989 وهو نتاج طبيعى لجولات من المباحثات نظمت التجارة ومن خلالها الصناعة والزراعة والخدمات، وقد هيكل النظام المالي ليكون نظاماً معمولاً قائماً على نمط جديد من التداللات المالية والاقتصادية بين الدول وبعضها، وبروز ظواهر جديدة وتتمامي وتطور ظواهر قديمة بثوب جديد ومنها الاستثمار الأجنبى، فتشكلت تحالفات ثلاثة: أمريكية وأوروبية وآسيوية وباتجاه التكامل المالي والاقتصادي العالمي³.

إن مراجعة دقيقة ومفصلة للبحوث والدراسات التي تناولت الظاهرة المالية عبر هيكلها المؤسسية وعملياتها وأدواتها خلال النصف الثاني من القرن العشرين، والعقد الأول من القرن الحادى والعشرين، تظهر المعطيات والنتائج التي يمكن أن تجمل بنظام مالى دولى وعالمى 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 تقصص عنه من بيانات ومعلومات على كل المستويات الدولية وعبر التقارير الدولية، والإقليمية وعبر التقارير التي تنشرها وتقصص عنها المنظمات الإقليمية والوطنية المعنية، وعبر ما ينشره المصرف المركزى 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 شكلت مادة أولية دسمة لتدفق مستمر من البحوث

والدراسات والكتب والقارير وغيرها المنشورة في مئات من الدوريات العلمية والندوات والموقع الإلكترونية ووكانع لمؤتمرات وغيرها كثیر، وأن كل هذا قادر على المزيد من النماذج والنظريات مما شکل فکراً منهجاً يمكن أن يطلق عليه بالفکر المالي.

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

والأساس الثاني، إذا تم الاتفاق على الأساس الأول فإنه في الوقت نفسه يمثل تحليلًا نقدياً ومنهجياً لفکر مالي هيمن بكل معطياته لأكثر من ستة عقود من الزمن كان من نتائجه أزمات مالية متتابعة، فقد كان لكل عقد أزمة العالمية؛ فعقد السبعينات من القرن العشرين أزمة السيولة وأزمة الفقة، وعقد السبعينيات من القرن نفسه أزمة سعر الصرف وبداية أزمة المديونية وفي عقد الثمانينيات 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 ودبى والولايات المتحدة وأوروبا وأخيراً اليونان وهذا، 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، فيكمن في الاتجاهات الحديثة التي برزت بعكس ما كان سائداً من نظريات ونماذج وطروحات إبان النصف الثاني من القرن العشرين، ويبعد أنه لم يكن إلا تطوراً بالاتجاه المعاكس؛ فمثلاً نظرية المعلومات وعدم تناظرها⁴ التي يطلق عليها نظرية المعلومات غير المتماثلة (اللامتناظرة) (Asymmetric information)، وما بني عليها من نماذج ونظريات، ومن أهمها نظرية كعاءة السوق⁵، ونظرية تسعير الموجودات⁶، وما ينالش 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 منظريها 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 مدعاه 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 والفرضيات والافتراضات والمنهجيات والمداخل يمكن النظر لها عبر خمسة قرون ضمن مرحلتين: الأولى ما قبل الورقة النقدية والمالية وتصنيفاتها، والمرحلة الثانية تكاد تكون طيلة عمر الورقة المالية بما فيها النقدية وهو عمر يزيد على القرنين منذ اكتسبت تلك الورقة (الأداة) الصفة القانونية، وشاع التعامل بها،

وليس الأمر بصدق تأريخها، وإنما بصدق ما حققه الورقة المالية من تطور في أكثر من مكان، وبين ما خلفته من سلبيات كانت نتائجها تشكيلًا لبناء فوقى بلغ حجمه أضعاف حجمه الحقيقي مقارنة بنمو وتطور البنى التحتية الاقتصادية السلعية، ويحق التساؤل عن تلك الفجوة بين البنيتين الفوقية والتحتية وحجم اتساعها، وكان ينظر لحجم الفجوة واتساعها على أنها تميية مالية في البنى والهياكل المالية بشقيه النمو الكمي والتغير النوعي مما فاد الباحثين الاقتصاديين والماليين إلى المزيد من النظريات والأفكار والمنهجيات التي وضعها لتفصير 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 يضمه 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 تركيبة 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 تضم كماً كبيراً من النتاجات 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 الالتماشل المعلوماتي Asymmetric information الثاني من القرن العشرين أعقبتها نظرية الوكالة Agency وقد تبنت المزيد من التفسيرات للظاهرة المالية وحولت مسار الفكر المالي باتجاه التعاملات والمصالح والصراعات والبيئة والتافسية، وكان هناك أيضاً نظريات السلوك المالي Behavioral وغيرها كثيرة؛ علماً أن تلك النظريات كانت أساساً لنظريات عديدة ساهمت في البناء النظري للفكر المالي .

3. إن العلوم الاقتصادية والإدارية والمحاسبية والقانون والرياضيات والإحصاء وبحوث العمليات، وعلوم الاجتماع والنفس والسلوك والتاريخ واللغافية والعلوم الحية وغيرها، كانت أساساً وساهمت في بناء ثر ونتاج علمي وفكري أطلق عليه الفكر المالي .

4. نظريات العمل وتطوير الظاهرة، ومن أهم هذه النظريات هي نظرية التضييط Regulation Theory والتي ساهمت في ضبط الظاهرة وكانت تعمل في البيئة الحرة الديمقراطية التافسية، وضمن مد وجزر بينها وبين التحرر Deregulation ومن جانب آخر بين الاثنين وبين إعادة التضييط Reregulation ، فيما كان بالمقابل عملاً يوازي التضييط ويسقه تارة ويتخلف عنده تارة أخرى

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

5. نظريات معطيات الفكر المالي ومنها نظريات الأزمات المالية

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

وفق هذه المنهجية تتناول البحث الظاهرة المالية والنظريات التي ساهمت في هذا البناء الكبير المتعدد، واتخذ البحث معطيات الفكر المالي بكل سلبياتها وإيجابياتها ضمن تحليل يقوم على مناقشة النظريات المالية بوصفها وجهاً حديثاً لعالم اليوم الذي تتنافس عليه سباقات تنافسية بين الدول من جانب، وتحالفات وكتلات بينهم من جانب آخر، وهكذا الأفراد والشركات بكل أنواعها وأشكالها بمحليتها أو تخطيها للحدود، مما هو الواقع المحكم لكل ذلك، فقييم المال غير قيم المجتمعات ومتالياتها، 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 عبر عن الظاهرة المالية بالتنمية المالية، وأعاد الباحثان

المفهوم للقرن التاسع عشر في إطار دراستهما لاستكشافات التاريخ الاقتصادي وبالتحديد بلجيكا وألمانيا والسويد واليابان، وبين 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، وأيا كانت الإشارة وذكرها إلا أن المهم يتمثل بالتركيبة النظرية التي اكتسبتها تلك العلاقة وطبيعة المعالجات والمداخلات والبحوث والاختبارات والنماذج التي بنيت و اختبرت لتشكل فيما بعد مداخل علمية كان على رأسها أعمال Revell و Gurley و Goldsmith و McKinnon و Shaw و Fama وغيرهم كثيرون¹¹.

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

لقد كانت تلك التطورات الكبيرة والتغيرات المثيرة التي شهدتها علم المالية بكل تفروعاته و تخصصاته واسعة جداً حتى بات 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 كفيلة بأن تظهر حجم تلك التأثيرات على تركيبة النظم المالية وعناصرها (الهيأكل المالية والأسوق والمؤسسات المالية والعمليات المالية والأدوات المالية) والسبب الثاني: تطور النظريات المالية والخروج بنظريات متقدمة¹³ مثل : نظرية المحفظة Portfolio Theory ونظرية التسعير

ونظريّة الخطّر وأدارته Pricing Theory Risk Management والخيارات Options Theory وكذلك تزييد الدوريات العلميّة¹⁴ والبحث العلمي والدراسات الأكاديمية التي تعنى بالمالية والسبب الثالث: تفعيل البيانات التاريخية التي تسجلها الأسواق الماليّة التي تمثل تاريخاً مالياً بحد 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 والحاوسيّة التي ساهمت بشكل كبير في التعامل مع كم كبير من البيانات والمعلومات التي تطرحها الأسواق بوصفها تاريخاً لظاهرة المالية.¹⁵

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

بمثابة المنفذ 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 المزيد من الفرص الاستثمارية الجديدة، وطرق حديثة في إدارة الخطر، وهو أمر اتفق عليه من قبل Allen and Gale 1994 و Finnerty 1992 و Merton et al. 1991 و Miller 1995 و Mason et al. 1992 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 تضمه من أدوات، وقد ظهر هذا واضحًا في سبعينات وثمانينيات القرن الماضي، بالوقت الذي كانت تلك الأدوات أساساً لنقليل الخطر وتحسين الكفاءة، وقد رأى البعض أن ذلك النمو الكبير والاستثنائي للمشتقات، وزيادة عمليات الاتجار بها لم يرافقه أي تفكير بمسقبتها ومستقبل ذلك الإبداع المالي الذي شكل 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 والهيئات 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 إنَّ النظام المالي يمثل الأسواق والمؤسسات المالية بوصفها الهياكل المؤسسية ومن ثم العمليات المالية التي تتم في ذلك النظام ومن ثم الأدوات المالية التي تتفذ من خلالها العمليات المالية، كل هذا يختصر بالخدمات التي يقدمها النظام المالي للاقتصاد والمجتمع.

ومناقشة مالية معمقة للمدخل الكلي للمالية تؤشر أنه قد واجهه 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، كلَّ هذا ألقى على الشركات عبئاً كبيراً في بيئاتها، وصناعة قراراتها فقد 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 مع معظم دول العالم مما تطلب المزيد من الأدوات التي تسهم في حل المشاكل المالية للشركات، وحاجة الشركات لل المزيد من التقنيات في توزيع الموارد المالية، والتخطيط لها، فقد لتطور كبير في الاتجاه الكمي للإدارة المالية على مستوى الكل، ونشأت المدارس الفكرية التي تعنى بالمال وإدارته فكان عقد السنتين من

القرن الماضي حافلاً بالتطورات وتبورت مدرستان: الأولى المدرسة الأمريكية ورائدها Goldsmith والمدرسة البريطانية ورائدها Revell. وقد أطّرَتْ 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 تظيري كبير في تأطير نظرية المحفظة ونظرية تسعير الموجودات Harry Markowitz & William Sharpe²⁰ وقد كانت لهما مساهمات كبيرة في بناء النظرية المالية وكذلك أعمال Miller & Modigilani²¹ و Fama²² و Ross²³. 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 هيكل وبني تتم في داخلها عمليات ومعالجات مالية وتستخدم أدوات مالية متعددة ومتعددة²⁴، ومن هنا فإن التوصيف الأساس لأي نظام المالي لا بد أن يكون مجموعة من العلاقات المالية المتداخلة Financial Inter-relationships بين

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

1. طبيعة ومدى العلاقات المالية المتداخلة.

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

3. نمط العلاقات المتداخلة بين الأفراد والوحدات الاقتصادية المختلفة.

وبافتراض أن الدولة ممثلها 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 الأساس 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

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

1. إنَّ النَّظَامَ الْمَالِيَّ مَا هُوَ إِلَّا شبَّكَةُ مِنَ الْعَلَاقَاتِ الْمَالِيَّةِ بَيْنَ الْوَحْدَاتِ الْاِقْتَصَادِيَّةِ.

2. إنَّ النَّظَامَ الْمَالِيَّ يَمْثُلُ بُنْيَةً مَالِيَّةً فَوْقِيَّةً Financial Super- Structure بطبيعتها المتدخلة 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 المقايسة 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، فأيًّا كانت تلك التعاملات الاقتصادية لا بد من أن يكون مقابلها تعاملات مالية.

ولقد اكتسب النَّظَامُ الْمَالِيُّ دُوراً اِقْتَصَادِيًّا واجْتَمَاعِيًّا وذَلِكَ كُونَهُ الْقَنَاهُ الَّتِي تَتَقَلَّ الْمَوَارِدُ الْعَاطِلَةُ فِي الْمَجَمُوعِ إِلَى مَوَارِدَ مُنْتَجَةٍ، وَيَتَمُّ ذَلِكُ مِنْ خَلَالِ عَمَلِيَّةِ تَعْبِيَّةِ الْمَوَارِدِ أَيْ تَجْمِيعِ الْمَدْخُورَاتِ مِنْ مُخْتَلَفِ الْوَحْدَاتِ الْاِقْتَصَادِيَّةِ

التي لديها فائض متبقى من دخلها، ويمكن لها أن تدخله 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 توشر 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 المالي. علماً 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 والخدمة ترتبط أساساً بتسهيل تلك المدفوعات، مما يؤشر 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 يصادفه 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، وباتت 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 تطولاً كبيراً خلال العقود الأخيرة وكان ذلك مستنداً على عملية الوساطة المالية ومن خلالها الخدمات المالية وال الحاجة لها فكان الإبداع المالي Financial Innovation فمارس دوراً مهماً في محاولة خلق المزيد من الأدوات المالية؛ إما بسبب تسهيل عمليات الدفع فاستخدمت النقود والشيكات والسفائح والنقد البلاستيكي وأخيراً فقد بدأت تستخدم الأدوات الإلكترونية، وكذلك كان للخطر Risk والذي لازم التعاملات المالية مسارها دوراً كبيراً في تنشيط حالات الإبداع في خلق المزيد من الأدوات المالية لإبطال تلك الأخطار أو للتخفيف من آثارها وتجنبها كانت المشتقات Derivatives بكل أنواعها التي ستتلقى لاحقاً³².

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، كتبعة الادخار وحفر الاستثمار وتسوية المدفوعات وتحويل الأموال ومحاولة تقليل الأخطار وإدارتها، والعمل على تقليل كلفة المعاملة الواحدة وتوفير البيانات والمعلومات وغيرها كثير، فإنه اكتسب أهمية في التخطير وفي بنية الفكر

المالي المعاصر ولاسيما من الماليين الرواد فيما ركز الاقتصاديون على تلك المطابقة بين الادخار والاستثمار في البناء النظري والفكري³³.

تقوم المؤسسات المالية والأسواق المالية بتبعة الموارد المالية وبشكل مدخلات، وهنا يركز الاقتصاديون على أهمية النظام المالي ومؤسساته في توفير الأموال من المدخلات التي يعيده النظام المالي وعبر مؤسساته وأسواقه توزيعها على الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة لها، وبشكل قروض واستثمارات ومنها تتحقق عملية الإنتاج وتتزايد مما يؤدي إلى زيادة ونمو الدخل القومي.

لقد كان هذا الموضوع مثار جدل ونقاش منذ عشرات السنين ومحاوره 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 تبعي من الوحدات الاقتصادية في المجتمع والتي تسهم في تمويل الاستثمارات التي تتفذ في دولة معينة، ولقد اكتسبت المدخلات التي تبعيها المؤسسات والأسواق المالية أيضاً أهمية كبيرة بوصفها مصدرها 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 ود الواقع الادخار التي يشيرها النظام المالي لحفظ 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 يعني 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 ولاسيما بعد الحرب العالمية الثانية وحالة الاتنعاشر الاقتصادي التي شهدها العالم على أثر الإعمار والبناء برزت عدد من الدراسات والبحوث ومن أهمها دراسات Gurley & Shaw³⁵ وأعقبتها دراسات MacKinnon³⁶ و Patrick³⁷ و Moore³⁸ و Revell⁴⁰ و Goldsmith³⁹ و آخرين من 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 لترجم رأس المال جنباً إلى جنب مع التكنولوجيا والمجتمع والتحولات التي تتنعكش 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 تؤطر نظرياً هذه العلاقة سبيلاً.

تنعد المداخل المفسرة للتنمية المالية وبعد مدخل باترك Patrick الذي يقوم على قيادة العرض وملحقة الطلب - Patrick's Demand - Following and Supply -Leading في سنة 1966 وبعنوان 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 لابد من تفسير الجوانب التي ركزت عليها تلك النظرية، ومنها الجوانب التطبيقية والاقتصادية والاجتماعية والمالية، ويفق 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 مساحتها 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 تطوراً كبيراً شهدته نظرية الوساطة المالية، وغالباً ما كانت تلك التطورات في الجانب الوظيفية للمؤسسات الوسيطة، وقد كان التركيز على المنتجات والخدمات التي طورت من شأن مؤسسات الوساطة، بعبارة أخرى لقد كان هناك تحولاً كبيراً 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 موضوعاً مهماً عنوانه الهيكل المالي والتنمية الاقتصادية، وقد وجد بأن النظام المالي للدولة ينمو بشكل أكبر من الثروة القومية، ويبدو أن الحجم النسبي للنظام المالي ودور الاندماج والاستثمار في التنمية الاقتصادية يوصفهما وظيفتين تمارسان عبر عملية تبعية الموارد وإعادة توزيعها بين الوحدات والقطاعات الاقتصادية تعداد من محددات حجم النظم المالية في الدول⁴⁷. لقد حصل التطور الكبير في مسيرة وعمل الوساطة المالية بعد سنة 1990 فقد كان هناك نمواً إيجابياً متحققاً في الاقتصاد، ومن قبل الوساطة المالية نفسها، ولاسيما في الدول المتقدمة⁴⁸، ولقد أشرت الدراسات النظرية والتطبيقية بأن نمو النظم

المالية كان لصالح الاقتصاد، وأساساً فإن الحاجة التي توقف وراء تلك الفكرة تتمثل بفاءة توزيع رأس المال في الاقتصاد، مما قاد للمزيد من النمو الاقتصادي، وقد أثرت الوساطة المالية على النمو الاقتصادي من خلال نسبة الأدخار ومن خلال قنوات الأدخار وتوجيهه إلى الاستثمار، مما أشر بأن التنمية المالية التي جاء بها Goldsmith كانت عاملاً إيجابياً للنمو الاقتصادي، وقد كان في الوقت نفسه هناك عامل الخطر الذي يحكم السوق محدداً، ذو أهمية كبيرة في خفض نسبة الأدخار، والذي انعكس على خفض النمو الاقتصادي هنا وهناك⁴⁹.

وقبل الخوض في مناقشة الموضوع وتفكيك عوامله لابد من الوقوف على مفهوم التنمية المالية، وقد كانت البداية في عقد السبعينيات 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 النمو الاقتصادي، والتي عرضها في كتابه الموسوم⁵⁰ 1969 Financial Structure and Development ، وقد 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 British Financial System، يمثل كتاب المالية المقدس في بريطانيا، حيث عرض مؤلفه مدخلاً جديداً، ولاسيما في فصله الأول الذي عد بحق مدخلاً حديثاً في الوساطة المالية، وقد أشرَّ هذا الكتاب الأسس المفاهيمية للتنمية المالية مما يؤشر أن الاثنين Revell و Goldsmith يعدان رائدين

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

إن محور العلاقة التي تناولها الكتاب تمثل في قدرة الوساطة المالية في التأثير بالنماو 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 السبعينات وحتى منتصف عقد السبعينات من القرن الماضي.

إن النظرية التي استوعلبت النظم المالية والتطورات الكبيرة التي قادتها تلك النظم المالية، وما حققته من نمو كمّي في الهيكل المالي، ونمواً نوعياً تمثل في التغيرات النوعية في هيكلها المالي كل هذا كان من خلال ما طرح من أدوات مالية، وكان محركه الإبداع المالي Financial Innovation، فكان له دوراً مهماً في تطور العلوم المالية وتحديث اتجاهاتها، وكان لرد الفعل السريع في مواجهة التحديات التي واجهت النظم المالي، ولاسيما في سبعينات وسبعينات القرن الماضي، دوراً مؤثراً لظهور إدارة الخطر المالي Financial Risk Management، ومن خلال أدوات مالية متعددة وكثيرة أطلق عليها بالمشتقات Derivatives، والالهم من ذلك تامي 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 وأكثر من نظرية فقد تعددت البحوث والدراسات وتتنوعت، فهناك من ركز على

³ محاضرة القاما 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 تنوّعت 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 لذلك العلاقة، إلا أنّ 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 وعمق طيلة عقدي السبعينات والستينيات من القرن الماضي وقاده كل من Goldsmith و Revell وقد انصب التركيز في طبيعة العلاقات المالية المتدخلة بين الوحدات الاقتصادية، وكيفية تشكيل النظام المالي بوصفه بنية فوقية قائمة على بنية اقتصادية تحتية وكيفية نشوء الورقة المالية وحجم البنية الفوقية المالية قياساً بحجم الاقتصاد، والأهم من كل هذا فقد طرح كيفية تحقيق

اللوفرات 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 المصادر، فقد ذهبت في هذا الاتجاه بهدف تحقيق أهدافها وطورت أدواتها، ولعب الكثير من الوسطاء الماليين دوراً مهماً في الجدلية نفسها، ولاسيما شركات الاستثمار وشركات التأمين وأسواق النقد وتبادل العملات والمشتقات، واستطاع الوسطاء الماليين تحويل الأخطار وإدارتها وبأنت 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 طورت 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: حقيقةً 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 يدخل، وهناك من يستثمر، وهناك من يقتصر وبال مقابل 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 تفتق وراء النقود، والتي لا تعد مهمة لمن ينفق ويدخر ويستثمر ويبدع ويقرض ويقتصر، فالفرد غالباً لا يفكر بها، ولكن في خضم تلك الفاعلات المالية والاقتصادية والاجتماعية قد يعلن بأن النظام المالي العالمي قد انهار أو كاد أو ربما سينهار أو ربما سيوقف العمل به أو بأحد هيكله 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 هناك اقتصاداً آخر يطلق عليه الاقتصاد المالي Financial economy، وان الاقتصاد الحقيقي هو القاعدة التي يسند عليها الاقتصاد المالي، ويتناول الماليون هذه الجزئية الأساسية بالشرح والتفصيل ضمن تحليل البنية المالية الفوقية، ويكون هذا مدخلاً يعتمد الماليون والمحترفون منهم في فهم الظاهرة المالية التي يكون الناس بعيدين عنها.

لقد سعت البحوث والدراسات المالية على مختلف اتجاهاتها وما زالت تسعى، وضمن حلقات تطورها عبر أكثر من قرن من الزمن إلى إثبات عدد كبير من الفرضيات العلمية ضمن هذا الحقل المعرفي الكبير، وقد تشكلَ معه ركام معرفي كبير أُطّر 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 الفوقيّة كما يطرحها Revell، وأطرت ضمن أعمال رواد الفكر المالي في عقدي الخمسينات والستينات من القرن الماضي.

ولقد أطّرت 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 بُرِز مفهوم النظام المالي العالمي.

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

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

واضحاً لحل المشاكل الروتينية، وينحهم القدرة على التفكير المنطقي، والتحليل السليم للظاهرة، فالتعليم هو الحاضنة المناسبة للتعامل مع النظريات تحليلاً وتفكيكاً ونقداً منهجاً، وطراحاً بديلاً أو وصفاً مناسباً أو تأصيلاً مقدماً.⁵⁶

بعد التعليم عملية فكرية تجعل من المتعلمين أناساً يسمعون أكثر من أن يصغوا وتجعلهم قادرين للوصول إلى عمق الظاهرة من خلال التاليد والأعراف والأدوات المنهجية، غالباً 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 تفروعاته، وظواهره ومن أهمها الظاهرة المالية، وما فيها من تطورات وسلوكيات ومضامين تنصب في اتخاذ القرارات وتوجيه الحقيقة باتجاه تحقيق المنفعة لابد من أن تكون عبر مدخل يطلق عليه النظرية.⁵⁷

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 تتسنم 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 يمكن في التوضيح *Explanation* والتنبؤ *Prediction*، وبعد التحليل النظري والاختبار التجريبي أساسيين لبناء النظرية، وإن التجريد ووضع الافتراضات هو بالأساس من طبيعة تلك الدراسات، كما أن النظرية توفر دليلاً ل تلك الدراسة التجريبية؛ علمًا أن تلك الدراسات التجريبية تقوم

على الاختبارات والافتراضات والاستنتاجات لتلك النظريات، وتعد الحجج النظرية المشقة مدخلاً في بلوغ الحقيقة عبر مساحة واسعة ويدعية لنشوء النظريات.

إنَّ أهم ما يجب قوله يتمثل في أنَّ نظرية مفردة لا يمكن أن تحل أي مشاكل آخرين بالحساب تغيرات العالم الحقيقة والتطورات المتسارعة والمشتبعة، وعلى متى تؤخذ القرار المالي أن يتخد قراره وضمن إجراءات فعلية وعملية في صناعة القرار المالي، مما يعني أنَّ كل تلك الخطوات والإجراءات والآليات قد تكون مرشدة وموجهة لحد معين، وتمثل هامشًا قد يتسع، وقد يضيق بفعل تلك التطورات التي تحيط صانع القرار، وقد اعتمدت العديد من المناهج لهذا الهدف علمًا بأَنَّ التوصيف يعد مدخلاً ومنهجًا مناسباً لحد ما، وأنَّ يكون هناك توصيف دقيق للظاهرة والعالم المحيط بها، والبيئة التي تكتفها يمكن أن يكون منبعًا للمزيد من النظريات أو على الأقل لنظرية مالية أو أكثر من ذلك، فالنظريات يمكن أن تؤود إلى إجابات معينة، وربما قد تضع الدارس أو الباحث أو المهتم في الاتجاه الصحيح، إنها ليست قواعد عملية أو قوانين وضعية، ولكن واضحًا جليًا بأَنَّ النظرية ما كانت لتكون من دون تجارب علمية: بحثية كانت أو تعليمية، مما يعني أنها توفر أرضية تؤسس للمساعدة ولتحديد وتحليل النقاط الصحيحة في بيئَة متغيرة هي البيئة المالية.

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

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

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

إن 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، وأن المفاهيم المعتمدة هي ليست أكثر من معانٍ عامة أو حدس بسيط، ومن هنا يكون مهماً إدراك أمر مفاده بأن النظريات لا يشترط أن تكون كمية، وأن الرياضيات قد تكون عقبة كونها تضم تحليلات صعبة ومعقدة أو حتى أنها تتضوّي 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 يحجب 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 أنَّ 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 وما زال مستمراً في التمامي، ومن هنا كان التشجيع متواصلاً للدخول في خضم تلك التحديات بكل معاناتها ومضامينها، ولابد 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 أنَّ من المهم تحديد موقع النظرية في هيكل المعرفة المالية، ولابد من أن يكون واضحاً كيف يمكن وضع النظرية المالية في مكانها وموقعها الصحيح ضمن إطار صنع القرار المالي، فالباحثون الماليون لابد أن يكونوا على علم بأساسيات النظرية المالية، واهم مكوناتها ومفاصيلها 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 الكفوفة، وما هي سياسة مقسم 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 مصدراً للتدخل والتعقيد الذي تتسم به، ونادرًا 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 أمن ومحайд، ولا بد من التذكير بالجوانب الأخرى ذات العلاقة، وقد تفقد الصورة كمالها أو ربما قد تتشذ عن الإطار العام للموضوع، وإن من الأهمية التركيز في الدراسات الأكاديمية على الطرح النقدي حتى وإن كان ضمن التفاصيل الرياضية الكمية، مما يؤشر للمضمون الأساسي للنظرية ضمن الأطر الكمية الإحصائية والرياضية أو ربما غيرها.

ومن الجدير بالذكر أن دراسة النظريات يسهم ويساعد في تتميمه وتطوير التفكير النقدي، وذلك لما فيه من تقييم للمفاهيم وتطوير للمنطق العلمي والمنهجي، فضلاً عن أن التفكير النقدي يمثل قدرات يمكن لمكتسبها أن يدخل ضمن العملية العلمية (التعليمية أو البحثية) والتي يمكن بدورها أن تساهم في تكيف التغيرات والتطورات التي تشهدها البيئة المالية، وإن السؤال الذي يبرز دائماً يتمثل في كيف يمكن للنظرية أن تعمل في ظل الافتراضات والشروط والمحددات التي تبني 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 تكيف النظرية القائمة على تلك الافتراضات، ولا بد من

الإشارة إلى أن الحاجة تتطلب دائمًا توضيح تلك الافتراضات والشروط والمحددات، وبعكسه تكون تلك الافتراضات مثار خلط وإرباك. لقد اعتمد الباحثون والكتاب تسطير الافتراضات الواحد تلو الآخر، وهناك من يضيف أو ينتقد ولكن من الضروري الوقوف على كل افتراض من تلك الافتراضات، وتحري معناه وسبر مضمونه وأهميته، والبحث في أسباب وضع هذا الافتراض في البناء العلمي للنظرية، وهذا يعد الأساس الصحيح لكل إبعادها وجوانبها، وإن دراسة تلك الافتراضات وبالتفصيل وبالدقة 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 أفقاً للمزيد من النظريات آخذين بنظر الاعتبار أن تحليل ومناقشة تلك التفاصيل لابد أن تكون بموضوعية وحيادية ومنهجية ومرنة عبر مدخل التفكير النبدي. وأن مما لا شك فيه إن البنية المعقّدة التي يتسم بها عالم اليوم يستلزم الوقوف على دراسة تلك التعقيّدات، وليس الهروب منها؛ لا بل يتبع توضيح سلوكيات الشركات وأصحاب القرار المالي، وإدراك جوهر وأساسيات واتجاهات تلك السلوكيات، وهذا كلّه يتطلب تجريداً وظيفياً وتوصيفاً منهجياً للواقع، وهذا لا يكون إلا عبر الافتراضات، وأن تكون تلك الافتراضات أساساً ومدخلاً لفهم والإدراك والتفكير السليم.

ليكن مثلاً الافتراض بأن سوق رأس المال هي سوق كفوة، وعندما لا يمكن أن يكون هناك في الواقع أمرٌ كهذا يكون الافتراض ضريراً 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، غالباً ما يكون النموذج مستخدماً في مختلف المجالات البحثية وتطبيقاتها المتعددة، وإنها نماذج تأتي بشكل معين، وضمن تعميم مفاهيمي وتوصيفي محدد، وتوضح فيها المعادلات الرياضية أو الإحصائية، ولابد للدارس والباحث أن يفهم تلك النماذج، وأن يدرك أنه ليس شرطاً أن تعكس الواقع وتفاصيله بالدقة المطلوبة، ولكنها في الوقت نفسه تحاول توفير خطاً تمثيلي قد يلامس أو يتاغم أو قد 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 وتتبؤية لمكونات تلك النظرية⁶².

أما الاستنتاجات التي تتوصل لها النظرية فغالباً ما تكون بسيطة في محتواها، وهكذا النظريات المالية، وهنا لابد من القول بأن النظرية لابد من أن تكون مقتعة، والسؤال غالباً في نهاية كل نظرية يتمثل في: وماذا بعد؟ مما يعني طرحاً يحتاج مزيداً من الأجوبة ويلقى 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 المتدلي والذى هو وسيلة للتغيير علمًا أن النظريات المالية غالباً ما تؤكد على الفرض البحثية hypothesis كغيرها من العلوم وبلغ التعميم التجربى Empirical generalization.

وبعيداً عن العقلانية التي يتحدث عنها الكثير من الباحثين في افتراضاتهم وأختباراتهم 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 لهم الاختبار الخاص بتلك الفرضية، ولابد من التذكير بأنّ توضيح مضمون النظرية والسؤال الذي يطرح في ذلك: هل هذا يمثل حقيقة فعلاً؟ كلّ هذا يقود إلى النظر بعمق من جانبيين اثنين: الأول النظري والثاني الممارسة ويفود لتساؤلات عن الأسباب التي تسهم في فهم الظاهرة المالية.

إنّ فهم النظرية بكلّ أبعادها ومقوماتها يستلزم اطلاع الباحث على أمر غاية في الأهمية وهو كيف ومتى يمكن تطبيق ذلك لتحقيق الهدف؟ ولابد 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 يتضاد إلى ذلك النتائج التجريبية التي تدعم (تقبل أو ترفض) فروض وتنبؤات تلك النظرية⁶³.

ولقد أشر Lintner إنّ المساهمة الكبيرة للتطور النظري قد تحقق بشكل مهم عبر درس عدد كبير من الباحثين، وكيف يمكن لهم الاستجابة، والتفاعل مع الظروف الجديدة وال حاجات 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 وتحلّ عبر الاختبارات التجريبية Empirical tests، علمأً أنّ هذا في مضمونه إظهار قوّة النظرية في توضيح الظاهرة في الواقع، وإنّ معالجة النظرية المالية يجب أن لا تتجاهل

مشاكل واقع بيئتها التي يمكن أن تضييف حلقة من حلقات التطور فيها

و ضمن هذا المعنى تُجسر الفجوة بين النظرية والواقع⁶⁴.

تُفرض الأعراف العلمية تحدياتٍ كبيرة أمام الأكاديميين والمهنيين، منها إن الحاجة تدعوا لمناقشة قدرة النظرية على تكيف البيانات الفعلية من خلال الاختبار سواء في قبولها أو رفضها للفروض البحثية، ولابد من التأكيد بأنَّ الغلب النظريات غير كاملة التكوين، وهكذا معظم الاختبارات، وتعانى بعضها من محدودات، وان التقديرات المنهجية هي المعول عليها في وصف وتمييز وإظهار وجهي المشكلة النظري والعملي، 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 الضيقية والمحددة، ومن هنا انفق عدد من الكتاب على أنه لا يوجد نظرية مالية كاملة، فهناك حاجة للمزيد من المفاهيم النظرية والاختبارات التجريبية والتطبيقات النظريات والحفز باتجاه المزيد من التطبيقات والإثراء الفكري⁶⁵.

ولابد من أن يدرك الجميع أنَّ ليس بالضرورة في العمل العلمي اعتماد التقنيات المعقّدة، وإنما استخدام الحجج المنطقية التي تدفع باتجاه النظرية، وانَّ 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 أنَّ 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 مسح هذا الاتجاه الأكاديمي بيد، والتبسيط بيد أخرى كما فعل عدد غير قليل من كتاب المالية فليست الاستخدامات الكبيرة

ضرورية وأساسية، وأنّ الحقيقة التي يجب قبلها تکمن في أن النظرية المالية لا تترك الأساسيات بل تتبعها⁶⁶.

ومن هنا ليست المالية بحاجة إلى الرياضيات كما يطرحها توماس في كتابه Calculus، ولكن هذا لا يعني أننا لا نحتاج إلى دوال التفاضل والتكامل، وإنما تعد الأدوات الكمية الرياضية لحل مشكلة ما أو تقسيم حالة معينة، 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، وان الأمثلة هي خير مساعد والحالات الدراسية هي أفضل دليل وتنقى 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.

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

ومن هنا يمكن الوقوف على أن المشكلة لا تكمن في نظرية هنا وأخرى هناك، ولكن هناك سللاً متذarpaً من النظريات التي تقع ضمن حقل المالية الواسع بشقيه الكلي والجزئي فهل يطلق على هذا الكم الكبير المتذarpaً 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 مستتدلين 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 والدولية، ومن ثم التطرق لعناوين مهمة في المالية مثل التعهيد 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 : بيئه الظاهرة المالية

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

المعقدة القائمة على صيغة العلاقات المالية المداخلة بين الوحدات الاقتصادية ما يدعونا لقول 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 بعيداً 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، وسيتمتناول تلك القواسم ومنها نظرية المعلومات غير المتناظرة ونظرية التصبيط ونظرية كلفة المعاملة ونظرية السلوك، وهذا يتوجه نحو ما تم طرحه في البداية القائم على أن العملية المالية بمثابة علاقة مالية مداخلة بين وحدتين اقتصاديتين وأن النظام هو مجموعة العلاقات المالية المداخلة بين الوحدات الاقتصادية، وقد جاءت نظرية الحادثة Event Theory لتفسير طبيعة تلك العلاقات ولاسيما: جمع العلاقات المالية المداخلة إنها ليست جمعاً بالصيغة التقليدية بل تكتنفها ثلاث صيغ جمعية الصيغة الأولى: التلامح Combination والصيغة الثانية : الجمع Summation والصيغة الثالثة : المجموعية Aggregation ، لتشكل سللاً من التدفقات المعلوماتية منظماً ناتجاً 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 أنَّ الفكر المالي ما هو إلا استجابة ناضجة للأسواق المالية وتدخلاتها وتوسيعها وتدويلها ومنافساتها، وكذلك التطور في أدواتها ونمادجها الكمية ومنهجياتها التي فادت لخلق المزيد من النظريات التي تفسر السلوك المالي ومستندة على التطبيق والممارسة الذي يعكس فيما جديداً للظاهرة، ويعطي إطاراً نظرياً سمي بالنظيرية، ونتيجة لكل ذلك كانت الأفكار والمزيد من خلق الأفكار استعارة من التطورات المعرفية التي تسود العالم لتبلغ النظيرية المالية ما بلغته، وتراكمها شكلَّ فكراً مالياً نتناوله اليوم بالبحث والتأصيل والدراسة.

وعند مقارنة نتاجات نظيرية 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 بأنَّ هناك فجوة زمنية تكمن في نتاجات 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 نظيريةً وأهدافاً ومنهجيةً، فإذا كان العنوان الأهم في السنتين تعظيم الربح والسوق وهيكل رأس المال وكلفة رأس المال، والمحفظة، وتوزن سوق رأس المال، والعائد والخطر وغيرها من العناوين التي نشأت وتطورت أبان بداية عهد النصف الثاني من القرن العشرين، فإن الرقابة والحكمة، والبيئة المالية، والوكالة والخيارات والمسؤولية الاجتماعية ... الخ هي عناوين تطرح في بداية القرن

الحادي والعشرين، وفهم مسيرة هذا التطور لابد من العودة إلى البدايات الأولى لتأسيس نظرية الإدارة المالية، وكيفية تشكيل هذا الركام المعرفي في سلسلة زمنية معددة 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 مقوله رئيسة مفادها: ((اثر التنمية الاقتصادية في مضمون حق المالية))

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

وأن نقطة التحول كانت في بداية القرن العشرين، ذلك أن الدراسة النظمية 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 وخلفت تلك التطورات الكثير من إصدارات رأس المال، وفيما يلي توضيح العلاقة 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 تتطوّي على عملية تمويل ذات أهمية كبيرة، ومن وجهة نظره Dewing فإن سياسة مقسوم الأرباح لها تأثير في السيولة، وعلى الدعم المتواصل للمؤسسة، وقد وضع نمطاً وضخه في كتاب له بعنوان Corporate Finance الذي اعتبر مدخلاً تقليدياً فيما بعد، وبالتالي فإن المفهوم التقليدي لمالية الأعمال Business Finance يتضمن تركيزاً كبيراً 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 جانبًا كبيرًا من الاندماجات فحققت الشركات هامشًا كبيراً من الربح، وقد أشرت جوانب مهمة ولامعة في تطور الإدارة المالية منها ما يخص السيولة والهيكل المالي.

وكانت الثلاثينيات بداية الكساد الكبير في سنة 1929 وبروز ظاهرة إعادة الهيكلة حيث تمت تصفية العديد من الشركات وأفلس كثير غيرها، وقد تمت إعادة هيكلة رأس المال في معظم شركات الأعمال، وزاد الطلب على ودائع الأفراد من المصارف التجارية، وخفضت المصارف دورها حدود ائتماناتها، وانهارت الأسعار، وتم تصفية المخزون في معظم الشركات ولم يعد هناك

وفر من الأموال الكافية لمقابلة الالتزامات، وسارت المصارف بالاتجاه إلى إعلان إفلاسها، وتبدلت 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 الثلاثينيات من القرن الماضي تبدو أنها قد أكدت لعبة مالية للأعمال التقليدية، وبدأت الاعترافات، والتأكيد على التحليل الحقيقي المالي والسيولة، ولقد كانت الضغوط المالية إبان الثلاثينيات قد قادت لمزيد من التشريعات (والتغييرات الكبيرة في قواعد اللعبة) وبدأت المدير المالي بمثابة الوسيط الأكثر أهمية.

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

الإجراءات الإدارية المالية الداخلية، وتبؤات 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، وانحصر الهاشم الريحي بين الربح وكفة 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 وتخفييف الإجراءات، وتنبذب سعر الصرف مع بروز الإبداع المالي، فزادت الديون وحدثت تغيرات كبيرة في السياسات الضريبية للدول.

لقد اعتبرت سنة 1980 بمثابة النقلة 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، وإن الحديث عن فائدة تلك التطورات يمكن إدراك فحواه ومضمونه من مراجعة النتاجات الفكرية لتلك الفترة، فقد كان بلورة عدد كبير من المفاهيم لمتخذى القرار المالي أمراً غاية في الأهمية، مما يؤشر هدفاً واضحاً ومنهجية دقيقة وإطاراً عاماً حددت أبعاده سلفاً، مما يكون عقبة

وتحدياً يعد أمراً مهماً يجب الانتباه له بوصفه المدخل إلى نظرية الإدارة المالية.

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

- 1- تلخيص النظريات الأهم وعلاقتها .
- 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 معنى بالأمر لابد أن يضع إطاراً مفاهيمياً لعمله وكتاباته)، إن هذا يعكس حالة إرباك تعيشها الإدارة المالية بسبب تنوع مواجهاتها، 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 لابد من الأخذ بالحسبان بأن سنة 1981 وضمن الرؤية الحديثة للنظرية المالية تطرح سؤالاً مفاده: كيف للفرد والشركة والمجتمع أن يصنع قراراته، ويوزع موارده النادرة ويفهم 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 وكفة المعلومات⁷⁵.

لقد كان منهج المالية قبل عقد الخمسينات منهجا علميا وصفيا إلى سنة 1958 حيث نشر Tobins بحثه الموسوم " Liquidity Preference Review of Economic as behavior Toward Risk" Studies ، الذي أشار تطورا مشهودا في تطبيق نظرية الطلب على الموجودات المالية Financial Assets في ظل الخطر بوصفه النقطة الأساسية في التحليل؛ أما مقالة " On Hirshleifer" المسومه بـ The Theory of Optimal Investment Decisions" 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 الرأسمالية، ومبدا الدخل، وأن أسس نظرية الأفضليات Preference Theory التي ظهرت إبان تلك الفترة وكذلك كتاب Markowitz في اقتصاد المحفظة⁷⁷ الذي مثل تقدما حقيقيا وأساسيا في تحليل الخطر في القرار الاستثماري، ومساهمات

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

وثلتها نظرية المنفعة بوصفها من أساسيات النظرية الحديثة في المالية، ومنها اعتمدت صيغة - الوسيط - التباين mean- variance في نظرية المحفظة ونظرية الأفضليات State – Preference ومفهوم التصادفية ونظرية التسعير، وقد بدأت نظريات توازن السوق بدءً من نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (CAPM) Capital Asset Pricing Model (CAPM) ونظرية الترجيح APT (Arbitrage Pricing Theory) ، وهما تطبيق لنظرية المنفعة القائمة على الانتقاء من بين البذائل الخطرة، ومن خلال تفاعل أفضليات الفرد في السوق لبذائل 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 و مهمة ضمن النظرية التقليدية، وقد تضمنت المدخل الحديثة، ومنها تحليل كلف الوكالة، وتبالين المعلومات ووضع إشارات السلوك علماً

بأنَّ أبعاد مضامين كل تلك الاعتبارات تؤطر من خلال سؤال مضمونه كيفية تقدير الشركة وتتأثرها بتغيرات الأنظمة التي تحتوي عدة تشكييلات 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 وشيوخها 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 مقسمة 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 محاضرته 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 بُرِزت في السنوات الأخيرة، وإن

مراجعة وتحليل التاريخ المالي يستلزم وجود وضمان خمس قضايا رئيسة
عامة 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 والتتبؤ 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 حلقة
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 الرأسمالية)

لقد فصل Fisher بين القرار الاستثماري والاعتبارات المعتمدة على أفضليات الفرد، فإذا كانت أسواق رأس المال كاملة (Perfect) فإن المدراء يعزمون ثروة المالك من خلال الاستثمار الجديد الذي يخلق معدل عائد مساوياً لتكلفة 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 مساوياً إلى معدل الخصم المعتمد في السوق وتنافسيتها أو ما يمكن أن يعتمد عليه من معايير للتقدير في صناعة القرار الاستثمارية ضمن المفهوم التقليدي وضمن مفهوم Fisher بالإضافة إلى ما يمكن اعتماده من صيغ ضمن ذلك المفهوم .

2- فرضيات السوق الكفؤة

تعتمد تلك الفرضيات على أن الأسعار الجارية تعكس كل المعلومات المتاحة، وأن أي 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) فان أي مستثمر يعتمد المحفظة لتجنب الخطر، فإن هذه المحفظة تضم ورقتين أو أكثر ، وهناك الأوراق ذات العائد الحالي من المخاطرة، والتي تظهر ببيانها 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 تسرع وفق آليات معينة ويتم تداولها في سوق معدة لها وفق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

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

7. التقييم وتمامي 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 بُرِزَ من نظريات تعامل مع تلك الأخطار ومعطياتها المالية.
9. الوكالة، المزادات، الألعاب، المعلومات، إعادة التعاقد تعد عناوين مهمة بُرِزَتْ في العقود الأخيرة، وما حققته من أطر نظرية دعمت النظريات المالية وفي منهجية واحدة.
10. الحكومة، الرقابة، السيطرة وكلها تعد عناوين هيمنت في تسعينيات القرن الماضي وما بعده بسبب التغيرات الاقتصادية والمالية وانتشار بيئة التحرر وبيئة العولمة.
11. توقيت التدفقات الداخلة والخارجية ، وقد بُرِزَ 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 أساس 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	نظريّة فيشر ⁸⁴
	(الموازنة الرأسمالية)	نظريّة التفضيل الزمني ⁸⁵
	83(Rate Theory
		نظريّة المنفعة Utility Theory
		نظريّة القرار Decision Theory
		وغيرها من النظريات
2	فرضيات كفاءة الأسواق	نظريّة كفاءة السوق وفرضياتها ⁸⁶
3	قرارات المحفظة	نظريّة المحفظة ⁸⁷
	(العوائد والتوزيع)	
4	تسعير مشتقات الأوراق المالية	نظريّة الخيارات ⁸⁸
5	الخطر والعائد	نظريّة العائد - الخطر ⁸⁹
6	الهيكل المالي قرارات	نظريّات ⁹⁰ الهيكل التمويلي و مقسم الأرباح وكلفة رأس المال (نظريات قرار التمويل)
	مقسم الأرباح	
7	التقييم ونمو الفرص	نظريّة القيمة والتقييم ⁹¹
8	التمويل الدولي	نظريّات التمويل الدولي ⁹²
9	الوكالة ، المزادات ، الألعاب ، المعلومات	نظريّة الوكالة ⁹³ ، المزادات ⁹⁴ ، والألعاب ⁹⁵ ، المعلومات ⁹⁶ و إعادة التعاقف ⁹⁷

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

شكل العرض السابق عناوين عامة ورئيسة بلغتها العلوم المالية، ومما لا شك فيه أنَّ علوم كثيرة ساهمت في تطوير هذه الباقة 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 والتقويم 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 الحقوق المالية الفرعية ومنها الإدارة المالية التشغيلية (قصيرة الأجل)، والإستراتيجية المالية والنمو والمالية الدولية والمعرفة .

وهناك من قسم نشوء وتطور النظرية المالية إلى حقبتين زمنيتين أطلق على الأولى: النظرية التقليدية، والتي هيمنت على البحث الأكاديمي والممارسات

المهنية لمدة امتدت من عقد الثلاثينيات من القرن الماضي لغاية عقد الخمسينيات من القرن نفسه، واعتمد الباحثون على تجاربهم وممارساتهم في دراساتهم تلك، فكانت النظرية المالية أكبر من تجميع القواعد المستخدمة من قبل المستثمرين والمديرين في عملية اتخاذ القرارات بل بدت توضيحات كاملة عن الأسباب والنتائج لقرارات المالية¹⁰¹، واعتبرت النظرية التقليدية في تحليلها بأن الناس طبيعيون في ممارساتهم، وليسوا عقلانيين، وبدت قواعد وأسس الاستثمار بسيطة عن من يستثمر ويشتري بسعر أقل، وأن من يبيع لابد أن يبيع بسعر أكبر، هذا يعني أن هناك قيمة حقيقة للأوراق التي يبحث وأن تكون مختلفة عن القيمة السوقية، وهنا بدا الباحثون بعيدين عن الرؤية الشاملة وكانوا أسرى السوق وتقديراته وظروفه وبنية أفكارهم على السلوك الكلي للمستثمر.

ويسجل عقد الخمسينيات من القرن الماضي نقلة نوعية في مسيرة تطور النظرية المالية الحديثة، والتي استندت بمضامينها على النظرية الاقتصادية التقليدية ثم تبنت واعتمدت الرياضيات بشكل كبير ونماذجها، واعتبر الإنسان عقلانياً في سلوكياته وكفؤاً في قراراته، وأن الموجودات المالية تحتل بدائل مناسبة بين بعضها البعض وأن 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

النظيرية ذرورتها في عقد السبعينات في مرحلة نظرية كفاءة السوق، والتي تضمنت جانبين أساسيين:

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

The History of Finance An eyewitness account

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

ويمكن القول إنّ ما ذكره Melton H. Miller حول التطور الذي شهدته حقل المالية انطلاقاً من رواده الأوائل، وهم غالباً اقتصاديون قد وجدوا صالتهم في طلاب الأعمال فكان التطور الكبير في تلك الأقسام والكليات في إدارة الأعمال، وانحصر ما جاء به الاقتصاد ودوره، وإنّ هذا ليس مهماً 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 لتنمية حاجة أقسام الاقتصاد. ولما كانت في كليات الأعمال أم في أقسام الاقتصاد فإن

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 متذبذب القرار سواء كان فرداً مستثمراً أم مديرًا لشركة، والهدف هو تطهير المنفعة والعائد المتوفع 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 ميداناً لها، وهنا لابد من الوقوف عند مسألة البحث العلمي في المالية وضمن المسارين الكلي والجزئي، فلقد كان التركيز البحثي في المالية وبالمسارين ضمن المنهجية الوضعية Positive هذه الفلسفة التي تعنى بالظاهرة واقعياً 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 حقيقة تشكل النموذج وتحتبره، وإن التفاعل بين مسار كليات الأعمال وأقسام الاقتصاد ضمن المنهجيتين الجزئية المعيارية والكلية المعيارية هي من يحكم في الحقيقة تاريخ حقل المالية العالمية اليوم على حد ما قاله Miller ، تأسيساً 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 يلي¹⁰⁵:

المرحلة الأولى : ماركوتز ونظرية المحفظة .

المرحلة الثانية : وليم شارب ونظرية نموذج تسعير الموجود الرأسمالي .

المرحلة الثالثة : فرضية كفاءة السوق .

المرحلة الرابعة : هيكل رأس المال ومقترنات ميلر ومودلاني .

المرحلة الخامسة : الخيارات .

لقد خلص Miller في مقالته إلى استنتاج مهم مفاده: إن الإدارة المالية قد بلغت ذروتها وبدأت أهميتها بالتناقص ولاسيما في إطار نظريات تسعير الموجود ويؤشر الكاتب بأن مرحلة جديدة قد بدأت في ظل نظرية الوكالة، مع الأخذ بنظر الاعتبار أن ما تهتم به الإدارة المالية هو الخيارات، والتي شكلت عاملاً جاذباً خلال عقد السبعينيات 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 شهدته العقد الأول من القرن الحادي والعشرين يكاد يكون قد شكل انحرافاً كبيراً ضمن مسار الإدارة المالية، وإذا كانت توصية Miller في سنة 1999 حول التركيز على نظرية الوكالة التي كان التركيز يتم عليها منذ بداية عقد التسعينيات إلا أنها قد استطاعت أن تضع لبنات أساسية في أفكار ونظريات مهمة ضمن نظريات الإدارة المالية،

وما إدارة الوكالة ومشاكل الوكالة والحكمة 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 أساساً لمسار جديد للإدارة المالية يمكن عكس آثارها في حاجات لديهم.

سابعاً: نظرية المعلومات اللامتماثلة :

Information

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

Imperfect information

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

perfectly competitive ضمن حالة المنافسة التامة مما يعني أن البائعين والمشترين حصلوا على معلومات تامة وكاملة أو أن يكون هؤلاء لم يحصلوا على المعلومات كاملة فتكون معلوماتهم ناقصة

imperfect information ، أما اللامتماثل 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 تناافية، فقد لا تناح 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 تمايز المعلومات فقد يكون الأمر في هذه الحالة غير كفاء اقتصادياً وهنا تدخل الكفة الحدية كمعامل في صيغة العلاقة. وتأتي مرحلة تقييم المعلومات والغريلة ووضع المؤشر ومن ثم الدفع والتنفيذ.

ولسنا هنا بصد نظرية المعلومات، ولكن لا بد من التأكيد على أمر مهم يتمثل في أن نظرية المعلومات استطاعت أن تهيمن على معظم نظريات المالية طيلة عقد 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 اللاتماش في المعلومات فهذه القرارات الاستثمارية في ظل اللاتماش المعلوماتي¹⁰⁶، واستندت نظرية كفاءة السوق على نظرية اللاتماش المعلوماتي¹⁰⁷ وكذلك الحال في نظرية القرار التمويلي والمفاضلة بين القروض والملكية، وهيكل رأس المال إذ تناولت نظرية اللاتماش المعلوماتي كل هذه العناوين في تفسير ظواهرها¹⁰⁸. والأمر كذلك في تحليات العائد والخطر¹⁰⁹، والمحفظة وتسعير الموجود الرأسمالي¹¹⁰ والتقييم¹¹¹ ونظرية الوكالة¹¹² والتمويل الدولي والمصارف¹¹³، وبقية العناوين التي شكل هيكل العلوم المالية. واستطاعت نظرية اللاتماش المعلوماتي أن تجد لها أرضية ساندة وداعمة في بيئة القرن العشرين، ولكن ما هي الاتجاهات الحديثة في هيكل وشكل ومضمون النظرية في بداية القرن الحادي والعشرين؟ علما 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 تدعى لتقدير النظرية ونقدتها ولاسيما تجاه كفاءة السوق، ومن هنا

برز التأكيد على ما يطلق عليه بالتضييبيت **Regulation**

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

معطيات ونتائج مرحلة الاتصال المعلوماتي

اتجه الفكر المالي عبر عطاءات ونتائج مالية كثيرة وتتفق 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 طرجه 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 والحكومة والخيارات¹¹⁴، وأيضاً ما طرح من انتقادات وتقديرات لنظريات مالية سادت وهيمت 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 للجانب الأسباب والمسببات والنتائج والآثار والتداعيات، وقد برزت في السنوات الأخيرة عناوين لظاهرة 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 نتاجات الفكر المالي المعاصر وبالتحديد الفترة بعد الحرب العالمية الثانية حيث تأسיס النظام المالي الدولي وكما سبق الحديث عن هذا الموضوع في صفحات سابقة، أنه يمكن تقسيم المدة ما بعد الحرب العالمية إلى فترتين اثنتين: الفترة الأولى : 1944 – 1989 وال فترة الثانية 1990 – الآن، وملخص هذا التصنيف الذي تم الحديث عنه أنها تشكل عصرتين الأول أطلق عليه عصر التدوير Internationalization Era والثاني أطلق عليه عصر العولمة Globalization Era ، وبنظرة فاحصة مقارنة بين العصرتين يمكن الوقوف على أن عصر التدوير قد شهد أزمات مالية عقدية فكل عقد من عقود العصر الأول كان هناك أزمة مالية ولاسيما بعد الخمسينات من القرن الماضي، فعقد السبعينات كان هناك أزمة سيولة وعقد السبعينيات كان هناك أزمة سعر الصرف وعقد الثمانينيات 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 تعربياً مناسباً باللغة العربية لمصطلح Financialization وقد اعتمدت مصطلح مالية لتكون اسمأً وليس صفة مالية مما يعني مالية أسواق السلع وتقليدية أسعار السلع وهنا يكون المعنى بغلبة الجانب المالي على سوق السلع أي أن أسواق السلع أصبحت تمارس العمل المالي اي ممولة الاسواق.

تضرب هذه الدولة وتنتقل عدواها للإقليم وقد يسيطر عليها وقد لا يسيطر عليها، فتنتشر وتنتقل عدواها، مثل ذلك أزمة النمور الآسيوية وأزمة دول أمريكا اللاتينية، أو قد تضرب دولة معينة مثل أزمة روسيا وأزمة تركيا وأزمة دبي ، مما يؤشر أن طبيعة الأزمات المالية قد تغيرت في عصر العولمة عنه في عصر التدوير والأخر من ذلك يتمثل في الانتشار الكبير للأزمات وتتنوعها 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 صفت الأزمات المالية إلى أجيال ، وقد 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 الهيكلـي و عدم استقرار السياسة الاقتصادية الكلية " ¹¹⁵ . الجيل الثاني: ويسمى جيل: " صعوبة توقعات الإنجاز Krugman, Paul الذاتي و عدم التوازن " و يركـز على التفاعل بين النتائج المتوقـعة ، والفعـلية وهو الجوهر الأساس الذي يقوم عليه هذا الجيل من الأزمة المالية ¹¹⁶ ، والجيل الثالث: Hak Pyo، يـعد جـيلاً جـديـداً من نـظرـية الأـزمـات المالية¹¹⁷ ، أما نـظـريـات الأـزمـة المـالـيـة فـهـنـاك عـدـة نـظـريـات فـسـرـت الأـزمـات المـالـيـة مـنـهـا تـحلـيل هـيـوـمـان مـينـسـكـي¹¹⁸ .

وتحليل ديمسكي¹¹⁹ Jan Dymski Analysis. وتحليل جان كريكل¹²⁰ Jan Kregal Analysis. وقد تناولت دراسة Lance Taylor Analysis نظريات الأزمات المالية وحدتها 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 الترجمات الإلاداعية والأدواتية التي كان لها الدور الأهم في الأزمة وتداعياتها وأثارها¹²².

إدارة العوائد Earning Management

الظاهرة التي رافقت العمل المالي ما أطلق عليه بإدارة العوائد وقد عرفها Charles W. Mulford & Eugene E. Comiskey الأنشطة التي تتلاعب بالعائدات باتجاه هدف محدد سلفاً من قبل الإدارة بناءً على تنبؤات محل مالي أو تحويل مبالغ معينة وتكيفها من أجل استمرارية وديومة العوائد¹²³، وقد أضاف الكاتبان للمفهوم تفسيراً مهماً وهو أن التلاعب في النتائج المحاسبية لغرض خلق تغيير كبير في الانطباع عن أداء الأعمال، وباعتماد المقوله بأن المديرين يمكن لهم أن يختاروا سياسات محاسبية مستمدة من المعايير المحاسبية الدولية، فهذا يعني أن من 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 الإداره 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 هيكلة 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 التعريفات 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 دراسة كيفية تضليل مستخدمي تلك القوائم وركزت على الزيادة في الدخل وتشعباته ومدى القدرة على مواجهة التوقعات والتبؤات ومحاولة تجنب خفض العوائد

⁵ لقد أطلق 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 الأساسية 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 على 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 مسؤولة عن الأداء التنفيذي والتشغيلي للشركة، وانحسار دور المالك أو حملة الأسهم في الهيئة العليا للشركات. ولقد اختلفت الآراء في مكمن 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

تهديدٍ عنفٍ أو قوةٍ ما بل هي عملية ارتكاب تلك الأفعال المشينة من قبل الأفراد والمنظمات للحصول على المال، أو الخدمات؛ لتقادي الدفع أو الخسارة؛ أو ربما لضمان شخصٍ أو فائدة معينة¹²⁷.

ثامناً: **نظريّة التضييّط Regulation Theory** وحماية النظام المالي

تمتاز الدول المتقدمة بأنها دول منضبطة وأن التضييّط أحد أهم سماتها وأحد أهم سمات الدول الديموقراطية الحرة، وأن معاييرها في التضييّط عالية المستوى، وتحكمها نظم مؤسسيّة في مختلف مناحي الحياة على الرغم من أن التضييّط الحكومي يثير عدداً من التساؤلات، وفيما إذا كان التضييّط ظاهرة إيجابية أم سلبية ومن هنا كانت هناك دراسات كثيرة تصب في تقييم

التضييّط من منظور الكلف والمنافع Cost – Benefit .

وغالباً ما أشار التضييّط الحكومي للتساؤلات وعن أهميته ودوره وأسسه وجزوره وقانونيته وما هي العلاقة بين التضييّط من جهة والنمو الاقتصادي والتنمية أو العلاقة بين نمو الدخل القومي وبين التضييّط من جهة ثانية، وكانت التساؤلات الأهم تدور حول اعتبار التضييّط معوقاً اقتصادياً واجتماعياً، وفيما إذا كانت المجتمعات المتقدمة ذات أطر تضييّطية أكبر من المجتمعات الدول النامية؟ والأهم من كل هذا هل أن التضييّط يعد نتاجاً اجتماعياً اقتصادياً وخياراً مجتمعاً في القرن الحادي والعشرين؟

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

ثلاث نظريات مهمة فسرت ظاهرة التضييبيط: 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 ب Coase 1960 والنظرية الثالثة نظرية الأسر Stigler 1971¹²⁹ ، وهنا بصدق عرض وتصنيف النظريات التي تفسر الظاهرة التضييبيطية، 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 تسلیط الضوء على التباينات الكامنة في أنماط التضييبيط هنا وهناك في هذا العالم¹³⁰.

لقد ركزت نظرية بيجو على المنفعة العامة واستندت على افتراضين اثنين الأول : أن السوق يمثل قناة وألية 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 التضييبيط؟ إن نظرية التضييبيط استخدمت غالبا في اتجاهين يرکزان على عمل الحكومة وإدراکها للعمل والأهم من ذلك وهو الاتجاه الثاني ماذا تعمل الحكومة والحديث ينصب على الحكومات الديموقراطية الليبرالية ومن هنا كانت نظرية النفع العام هي الأساس الذي استندت عليه الاقتصادات الحديثة¹³¹ .

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

الكلفة الاجتماعية وما طرح عن التضييبيط الذاتي self-regulation وقد كانت وما زالت النقاشات حول تلك الأطارات قائمة تحت عنوان المدخل التقليدي ومحورها يدور حول مقاربة الأسواق بواقع ضبطها وليس مثالية ضبطها، فيما طرح المدخل الحديث للتضييبيط الذي وضع أرضية عامة له مضممين وأسس ومقومات منها الإخلاص وحدود التضييبيط وأدبيات تنفيذه ومشاكله وتحدياته وابتعاده عن العفالية أو عن الكفاءة أو غير ذلك¹³².

لقد كانت النظرية التقليدية للتضييبيط ولاسيما ما طرحته Pigou موضع جدل ونقاش ونقد وتقدير وتركيز الانتقادات على صلب النظرية، فكان هناك طرح مفاده بأن المشاركين في السوق هم المعنيون بفشلهم، 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 التضييبيط قد يقود لصيغ أسوأ قد تفسر سلبية عليه. أما المدخل الحديث لنظرية التضييبيط فقد كان مدخلاً تقويمياً يقوم على حساب الكلفة والمنفعة منه، فعائد التضييبيط مرتبط بكافة¹³³.

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

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

إلا أن الأمر قد أعيد طرحه في بداية السبعينيات في القرن الماضي من قبل ريفيل Revell وقد ركز على المصارف، وقد ناقش الموضوع من عدة زوايا: الأولى التضييّط في الولايات المتحدة الأمريكية واعقب ذلك طرح موضوع التضييّط في المملكة المتحدة وبعدها ناقش التضييّط في دول السوق الأوروبية¹³⁶. فيما ركز Bain على موضوع الرقابة وربطها بالتضييّط¹³⁷. 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 متتالية 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 الأوروبي والتكميلية دور كبير ومساهمة ثرية في التأكيد على التضييّط بوصفه السمة التي لا بد أن يتسم بها أي مجتمع ديمقراطي متحرر مالياً.

استند التضييّط 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 التضييبيت من خلال الواضحة والعقلانية والتعامل مع النظام المالي ككل ولكن هذا لا يعني أن التضييبيت كمنظومة عمل لا تشمل الجوه بل العكس هناك منظومة جزئية تضييبيت بوصفها جزءاً من النظام المالي ضمن كل مبادئه ومقوماته الكلية والتي تربط بهيكلية هرم النظام المالي وضمن أسس الشفافية والمساءلة والإصلاح المعتمدة من النظام المالي ومشرفه¹³⁹.

غالباً ما يتم التأكيد على سلطة التضييبيت المالي فهي غير الجهة التي تضييبيت العمل ومن هنا كان هناك تطوير وإصلاح لنظم التضييبيت المالي من خلال وضع التشريعات والقوانين التي تجعل النظام المالي في مأمن من الصدمات والتحديات وأن تكون الوائع في مأمن مضمون وحماية كاملة وهذا ما قد يتحقق وفي أحيان أخرى قد لا يتحقق فيع الخطر النظامي وقد يقود لأزمة مالية يخسر منها الجميع. لقد ساهمت جهود علمية بحثية في تأصيل ظاهرة التضييبيت 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 تقافمه لأمة مالية لا محالة تمحك الاقتصاد والمجتمع.

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

والإشراف وبروز مقررات بازل بعد أزمة أسعار الصرف والمديونية، وكذلك الحال في عقد التسعينات واستمر الحال فكانت هناك مساهمات كبيرة في إثراء منظمات التضييّط مؤسسات وعمليات وأدوات بعد أزمات النمور الآسيوية وروسيا وتركيا، وأخيراً كانت الأزمة العقارية في الولايات المتحدة، وأزمة عدد من دول أوروبا التي أعادت التذكير للتفكير مرة أخرى وكانت أحد أهم أسباب الأزمات وعدواها الإهمال والإهمال المتعتمد والتخييف من الضوابط وعدم الالتزام بها والتمادي بمنح القروض والأهم من كل هذا تسامي البنود خارج الميزانية على مستوى المؤسسات والمصارف ومن أهمها عقود المبادلة SWAP كما حصل مع مصرف ليمان براذر¹⁴⁰، وهكذا كان التضييّط منظومة مرادفة لنظم السوق الليبرالية الديمقراطية تعمل في ظل إصلاح وشفافية ومساعدة في إطار الحكم المؤسسي Governance .

تاسعاً: الإبداع المالي ونظرية الخيارات: نتاج الفكر المالي المعاصر إن المبادرة الفردية في نظم التحرر المالي لقدر مواجتها للتحديات والأخطار المالية ضمن بيئات تتسم بعدم التأكيد وأسواق مالية شكلت سجلاً تاريخياً يطرح دروساً يمكن أن يتعلّمها من يرغب بها وتوثيقاً ورقياً أصبح اليوم إلكترونياً وشبكيّاً يجمع الأسواق المالية صبحها بليها وضحاها بغضّها من أهمها الإبداع المالي Financial Innovation وهو مسار مستمر لتنليل حالات الخطر وعدم التأكيد وتوفير آليات التحوط وحماية اللاعبين في المالي من أي خسارة محتملة أو متوقعة وما يعني به هذا الموضوع المال، آخذين بالحسبان أن الإبداع كمفهوم عام أكبر مما يطرح في العلوم المالية إنه برأي بيتر دراكر Peter Druker

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

يقول Charles W. Calomiris بأنَّ الإبداع المالي هو استجابة أو ردَّ فعل على التضييُّط فكلما اتجه التضييُّط باتجاه التقيد 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 قد جيد مشتق ، أوراق مالية جديدة أو شكل متجمع من المنتجات الاستثمارية، والعملية عبارة عن تكنولوجيا جديدة أو معالجة معينة أو صفقة سعرية ، هذه المفاضلة والتمايز بين الاثنين يجعلهما مرتبطين ، ويتضمن الإبداع أفعال لاختراعات وانتشارات واسعة لمنتج أو خدمة جديدة¹⁴² .

الخاتمة والاستنتاجات

قدمت الدراسة عرضاً ومراجعة منهجية لأهم النظريات التي شكلت الفكر المالي مسندة بالدراسات والبحوث ومدعاة 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 اعتمدتها النظريات المالية ، وابتعدت عن الدخول في تفاصيل تلك النظريات وكانت المقاربة بين الظاهرة المالية وما يقف وراءها من تعليلات ومبررات وحجج وبراهين شكلت الأساس المعتمد في تركيبة 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 وقوى وأرضية صلبة ومبنية، والأهم من ذلك مساهمات المجتمع الإنساني عبر التاريخ في إثراء الظاهرة المالية منطلاقاً من أهمية المال ودوره المجتمعى وهذا ما عكسته الجوانب التراثية والتشريعية والدينية والفلسفية للمجتمعات الإنسانية.

ولقد كان الإبداع المالي خلال العقود الأخيرة نعمة للاقتصادات والحكومات والمجتمعات أفراداً وشركات، وفي الوقت نفسه أصبح نعمة عليها، وذلك لدوره الكبير في إدارة المخاطر المالية وخلق المشتقات من خيارات ومستقبليات وعقود مبادلة وكان للإبداع دور في الآليات والعمليات من تدفقات داخلة وخارجية وتخطي الاستثمارات الأجنبية الحدود شركات تابعة وشركات أُم وهكذا، فكان كلما ضيق الخناق على المال وحركته بحجة التضييبي أو ربما التدخل؛ برع الإبداع المالي في خلق المزيد من الأدوات والعمليات والهيكل، وكلما أصاب منظومة المال أزمة أو كبورة في العالم هنا أو هناك، واحتاج للتضييبي والتدخل ودعوات لكينر جيد أو فكر كينزي معالج؛ كان الإبداع المالي كفيلاً بخلق مسارات جديدة تقود للشفاء، وخلق أعراف وممارسات جديدة، وهذا ما كان في العقود الأربع الأخيرة، وكان التطور التكنولوجي المعلوماتي والاتصالاتي دعماً ومساندة للظاهرة المالية. إن من أهم الاستنتاجات التي يمكن الوقوف عندها تتمثل بشيوع ظاهرة Financialization Fund والمالية أو كما ترجمت بالمملولة

وتوسعاها 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 والاتصالاتية، أو أرقام في كشوفات محاسبية، وكذلك الحال على مستوى الشركات والأفراد والمجتمعات .

إن الظاهرة المالية كانت وما زالت وستبقى بعيدة عن الأدلة، 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، وقد كانت كل دروس القرن الماضي تسعى من أجل تفسير الظاهرة وحركتها، فقد تذهب في المسار المضلل والاتجاه الخاطئ فتقود لأزمات وفساد وتحايل وتلاعب، تكون نتائجه مؤلمة على الفرد والشركة والمجتمع، وقد تكون نتائجه رفاهية وعمل وتقه عالية تحقق المزيد من النمو والتطور. وأخيراً، لا بد من إدراك فحوى ومضمون هذه الظاهرة المالية عبر تأصيل فكري عالي بدءاً من أعلى درجة في سلم تطوره، وانتهاءً ببداية 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, Hutenisin ,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 EEE symposium Explorations in Economic History, 43, (2006), 1-12.

¹¹ للمزيد عن التنمية المالية انظر :

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 انظر

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 فمنها Harry Markowitz

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 & Modigilani 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 بعد 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 بعد 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 المزيد عن النظام المالي وعاصره أنظر :

Aslō Demirgūc-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 موضوع نقاش ودراسة طيلة عقود من الزمن منذ سنة 1934 عندما أصدر جومنيتر (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 سيناقش 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 الدراسات مؤشرات بالماهش 28 . وهم 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.

⁴⁵تناول الجوانب الاجتماعية عدد غير قليل من الماليين والاقتصاديين في إطار المسئولية الاجتماعية للمؤسسات المالية والوسطية والنظام المالي.

⁴⁶سيتم 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 Pennsylvania.PP3-10.

⁵⁴ المزيد أنظر

Bert seholten 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. Harvey, 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.

⁶²Chang, *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 Edition1982.
- 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.

77 انظر

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

78 انظر

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.

أنظر ⁸⁶

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.

أنظر ⁸⁷

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.

⁸⁹ انظر

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

⁹⁰ للمزيد انظر

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.

⁹¹ انظر

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

⁹² للمزيد انظر

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 المصادر 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. Harveya, 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 Contanion: 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.

انظر¹²⁴

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.

انظر¹²⁶

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

انظر¹³⁵

Efraim Benmelech and Tobias 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.

انظر¹⁴⁰

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

انظر¹⁴¹

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.

المراجع

- 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 DemirgùÈ 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, Hutenis in.
- Bert seholten 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 Edition1982.
- 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. Harveya, (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 Contanion: 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, RandolphW. 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,,

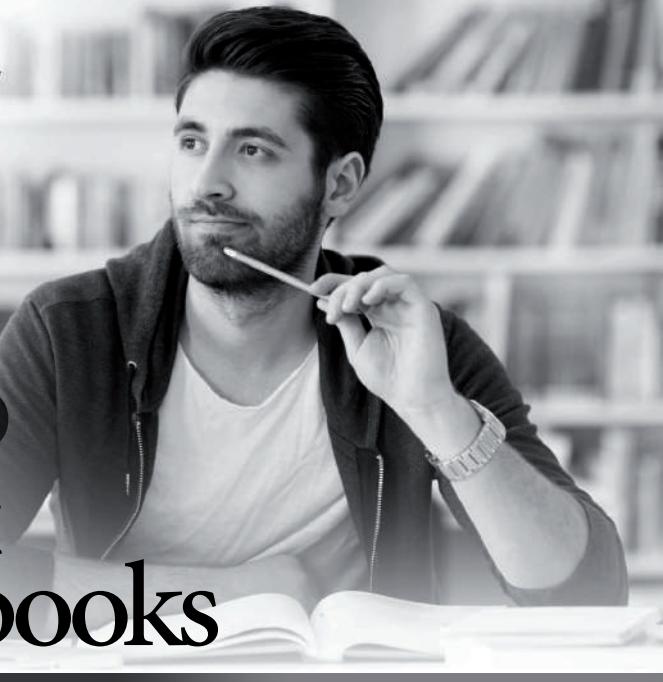
-United Nations , (1998) World Investment Report 1998 .

-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



اشتري كتب سريعا و مباشرا من الأنترنيت، على أسرع متاجر الكتب الالكترونية في العالم
بغضن تقنية الطباعة عند الطلب، فكتبنا صديقة للبيئة

اشتري كتبك على الأنترنيت

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@omniscriptum.com
www.omniscriptum.com

OMNI Scriptum

مراجعة منهجية في الفكر المالي

لقد شكل الكم الكبير من النتاجات المالية الأكاديمية منها والمهنية تدفقاً هائلاً كل من نتاجه مزيد من الإبداع، ومزيد من التطور، فكانت عقود النصف الثاني من القرن العشرين منبعاً للنظريات والنمذج والكتب والدراسات، وقد منيَّ عدد من الماليين جواز قيمه مثل جائز نوبل فقد كانت مساهمات أصيلة أثرت المعرفة الإنسانية، ومن هنا لا بد للباحث أن ينظر بعياديَّة لهذا النتاج الإنساني الكبير، ومنها من يتخذ موقفاً معيناً من أزمة مالية أو رد فعل معين من ظاهرة سلبيَّة منها: التحليل، والفسد، وغسل الأموال وغيرها لينظر بنتائج معينة من غير حرج أو برهان، ولقد شكل بالمقابل تدفقاً معرفياً تحدَّم المسؤولية العلمية توثيق هذا الكم الكبير من النظريات والنمذج والمعطيات والتي شكَّلت مضمون هذا الكتاب .

الاستاذ الدكتور سردم كوكب الجميل هو من ولادة الموصل ودرس في مدارسها وتخرج من جامعة الموصل وجامعة بانكر البريطانية ونال درجة الاكاديمية سنة 2007 درس في جامعة الموصل وعدد من الجامعات العراقية والعربية، وثُبِّرَ على عدد من طلاب الدراسات العليا للماجستير والدكتوراه ونشر عدداً من الكتب والبحوث العلمية وله العديد من المقالات في دوريات عربية ومحليَّة



NOOR
PUBLISHING



978-3-330-80263-6