

المحاضرة الأولى: مدخل النظرية المالية

تطورت النظرية المالية بشكل ديناميكي في السنوات الماضية، كان هناك تفاعل ملحوظ بين النظرية والتطبيق. فقد ساهم البحث الأكاديمي في فهمنا لسلوك المستثمرين وعمل الأسواق المالية. وحفزت الأبحاث الأكاديمية أيضًا الابتكار المالي والتي أدت إلى تطوير أدوات وأسواق مالية جديدة. فلقد كانت مجالات البحث المالي ذات الأهمية خاصة في العقود الخمسة الماضية وهي نظرية المحفظة، ونظرية تسعير الأصول الرأسمالية، ونظرية هيكل سعر الفائدة، ونظرية هيكل رأس المال، ونظرية الوكالة، ونظرية الأسواق الفعالة، ونظرية تسعير الخيارات.

النظرية المالية: هي قاعدة التفكير تجمع الاقتصاديين في مواضيع القضايا المالية وتأتي من جهة النظرية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية والممارسات المالية على مستوى الأسواق المالية وعلى مستوى المؤسسة. تتميز عن النظرية الاقتصادية ولكنها قريبة من النظرية النقدية وتحاول التقريب بين الجزئي والكلية.

موضوعها هو شرح (تفسير) وفهم مختلف الظواهر المالية مثلًا: خلق في المؤسسة، إلا أن مجال استقصاءها أو بحثها لا يتوقف على دراسة الأسواق المالية فقط ولكنها يتناول بالمساواة دراسة القرارات المالية لمجموع الأعوان الاقتصاديين وخاصة القرارات الشركات.

التطور التاريخي للنظرية المالية:

1. أوائل القرن العشرين: تميزت الإدارة المالية في أوائل القرن العشرين بالنهج التقليدي، الذي يركز على الأحداث الرئيسية للحياة المالية للشركات، بدلاً من مشاكل الإدارة الروتينية، فخلال هذه المرحلة، حدث تطور في وظيفة الإدارة المالية نتيجة لتوحيد الشركات ونمو السوق المحلي للولايات المتحدة الناتج عن إنشاء شبكات السكك الحديدية الرئيسية في أواخر ثمانينيات القرن التاسع عشر. علاوة على ذلك، ظهور التكتلات الصناعية الكبيرة التي تتطلب موارد مالية ضخمة لتمويل عملياتها، تحولت مخاوف المدير إلى قرارات متعلقة بهيكل رأس المال. خلص (1914) Dewing إلى أن تركيز المديرين الماليين كان ينصب على حماية الشركة من الإفلاس وتعزيز إعادة هيكلتها المالية.

2. من العشرينيات إلى الستينيات شهدت العشرينيات والثلاثينيات من القرن الماضي تطوير صناعات جديدة وازدياد حاجة المؤسسات للتمويل بدأ الاهتمام بطرق التمويل الخارجي عوضاً عن التسيير المالي الداخلي للمؤسسة، كما تمحورت حول الحفاظ على السيولة وقيمة المؤسسة وضرورة عرض ونشر الوثائق المالية. وبذلك برزت العديد من الدراسات حول السيولة، وتقنيات الموازنة، والانعاش المالي، خاصة بعد آثار انهيار عام 1929 وظل هذا النهج التقليدي هو النهج السائد حتى نهاية الحرب العالمية الثانية، ويتجلى ذلك الاهتمام بالمسائل المتعلقة بهيكل رأس المال وعمليات التمويل وبذلك التركيز على مصادر الموارد.

أما سنوات 1940 إلى 1950 تميزت بمقاربة تقليدية تركز على الأطراف الخارجية، والاهتمام بطرق اختيار الاستثمارات، تميزت أيضاً بظهور نماذج التقييم وأشهرها نموذج جوردن شابيرو Gordon et Shapiro وظهور العلاقات بين التسيير المالي وتسيير الأوراق المالية الذين كانا منفصلين من قبل، وظهور المجلة

الشهيرة سنة 1946 Journal of Finance. إذ تميزت المالية الأكاديمية قبل 1958 بأنها كانت وصفية وتفتقد لاهتمامات تفسيرية.

سنوات 1958 تمثل قطيعة في الفكر المالي بظهور كتاب Modigliani and Miller بعنوان تكاليف رأس المال، مالية مؤسسة، نظرية الاستثمار، فقد اهتم الباحثان بوضع نظرية للأثر الهيكلي المالي حيث حاولا ربط مالية المؤسسة بمالية السوق وإدخال منهجية الاقتصاد النيوكلاسيكي في مجال مالية مؤسسة وبالتالي نقل البحث المالي من الوصفي إلى التفسيري. كما أن إدخال عنصر الترجيح يسمح بالفصل بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل أي أن الاستثمار لا يتبع طريقة تمويلية.

ومن أهم المساهمات في الفكر المالي خلال هذه الفترة:

- نظرية الأسواق المرتقبة (المنتطرة) Arrow 1953
- دور أسواق البورصة Debreu 1959
- نظرية الحافظة Markowitz 1952
- نموذج Modigliani and Miller 1958: العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة
- نظرية التقييم بالترجيح Ross 1976 APT
- نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF لكل من Sharpe 1964 و Lintner 1965

3. **فترة السبعينات:** تميزت السبعينات بركود عالمي مما أدى الى الحالة الخطيرة للاقتصاد الأمريكي إلى انهيار اتفاقيات بريتون وودز؛ هذا لم يمنع الضغوط التضخمية المحلية من إحداث تموجات على المستوى الدولي. وما جعل الوضع أسوأ ، واجه السيناريو الاقتصادي العالمي أزمة نفطية في عامي 1973 و 1979، مع زيادة كبيرة في أسعار برميل النفط بعد أن قلصت الدول الأعضاء في منظمة أوبك إنتاجها. بالإضافة إلى ذلك، انهيارت بورصة نيويورك في عام 1974، مما زاد من المخاطر وعدم يقين البيئة المالية. بالرغم من ذلك كان هناك انتعاش في النماذج الكمية التي تم إنشاؤها قبل السبعينات من قبل ماركويتز Markowitz وتوبين Tobin وشارب Sharpe، والتي أصبحت أسهل بطبيعتها العملية، والتي سمحت بمعالجة مجموعة واسعة من البيانات في المجالات الاقتصادية والمالية. فقد قام فاما (1970) بنشر بحثه الشهير "كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي" والذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق، وهي واحدة من أهم المساهمات في نظرية التمويل في العقد، إذ تفترض الفرضية أنه في الأسواق الفعالة، تعكس أسعار الأصول المالية مجموعة المعلومات المتاحة ذات الصلة. كما ظهرت أيضا أهم النظريات وهي نظرية عقود الخيار (Black and scholes, Merton 1973) لتسعير الخيارات المالية في السوق المالي.

4. **فترة الثمانينات:** خلال هذه الفترة، تميز النمو الاقتصادي الأمريكي بعجز في الميزانية، وارتفاع الواردات من المنتجات الأوروبية واليابانية، واعتماد سياسات نقدية تقييدية. وقد أدى ذلك إلى زيادة في أسعار الفائدة الدولية، إلى جانب انخفاض أسعار السلع الأساسية، وهذا ما صعب على البلدان النامية سداد مدفوعات القروض المقدمة خلال فترة السبعينات، عندما كانت السيولة الزائدة في النظام المالي العالمي -التي وفرتها

فوائض الدول المصدرة للنفط مما شجعت البنوك الدولية على منح تمويلات كبيرة للمشاريع الاستثمارية للدول النامية-.

إذ شهدت هذه الفترة تأجيل سداد ديون البلدان النامية - بما في ذلك البرازيل، التي بدأت في التخلف عن سداد مدفوعاتها في عام 1987. في المقابل، سعت الدول المصدرة للنفط إلى استرداد استثماراتها، ووضعت البنوك الدولية في وضع غير مريح بشكل واضح. وهكذا بدأت عملية نزح الوساطة في السوق، من خلال عملية التوريق وهي أداة مهمة لتحويل الديون غير القابلة للتداول بشكل جيد إلى أصول جذابة لسوق رأس المال . وهنا أصبحت دراسة المخاطر أكثر أهمية، وبرزت العديد من الأبحاث التي تشمل أسواق العقود الآجلة والخيارات. فقد توسع استخدام النماذج الرياضية بشكل أكبر، وتم استخدام النمذجة الرياضية من قبل بنوك الاستثمار، وكذلك المستثمرين الأساسيين في السوق. يعتبر ميرتون أن نموذج تسعير Black and Scholes، الذي تم تقديمه في عام 1973 بعنوان "تسعير الخيارات والتزامات الشركات"، كان الأكثر تأثيرًا في الثمانينيات، ففي مقالهم طور Black and Scholes صيغة لتقييم خيارات الشراء، موضحين أن قيمة هذه الخيارات تتأثر بسعر الممارسة، ووقت الاستحقاق، والسعر الفوري للأصل، وسعر الفائدة الخالي من المخاطر، وتقلب السعر السهم. كما تم تطوير استراتيجيات جديدة ومعقدة للتخفيف من المخاطر تعتمد على المشتقات المالية خلال فترة الثمانينيات. وعلاوة على ذلك، يجب أن نؤكد على أهمية لجنة بازل، التي قامت في عام 1988 بصياغة أول اتفاقية بازل (بازل 1)، والتي وضعت إطارًا تنظيميًا لحساب الحد الأدنى من رأس المال الذي يجب أن تمتلكه المؤسسات المالية، وأصبح اتفاق بازل علامة بارزة في التنظيم والإشراف المصرفي.

5. فترة التسعينات إلى القرن الواحد والعشرون: اكتسبت عملية العولمة زخمها في التسعينيات، والتي شهدت زيادة في التدفق الدولي لرأس المال والمنتجات والخدمات. يعتقد فرانكو (1996) أن "عملية العولمة تقودنا إلى ربطها بنمو التدفقات التجارية - للسلع والخدمات والاستثمار الدولي - بمستويات تفوق باستمرار نمو الإنتاج". أدى تكثيف التدفقات الدولية لرأس المال والمنتجات والخدمات إلى زيادة الترابط بين الاقتصاديات، وبالتالي، زيادة في احتمال أن يؤدي الانهيار الاقتصادي لبلد ما إلى "إصابة" الاقتصاديات الأخرى؛ وأصبح هذا واضحًا فيما بعد في الأزمة المكسيكية والآسيوية والروسية والأرجنتينية التي حدثت بين عامي 1994 و 2001. أدت عملية عولمة السوق إلى زيادة الاهتمام بإدارة المخاطر في التسعينيات، سواء أن كانت إدارة مخاطر الشركات أو المخاطر في القطاع المالي، فبالنسبة للحماية من المخاطر للقطاع المالي فقد ركزت على دراسات أنظمة الدفع، ففي عام 1990، أنشأ بنك التسويات الدولية (BIS) لجنة أنظمة الدفع والتسوية (CPSS)، والتي تضم البنوك المركزية لدول مجموعة العشر، وتركز CPSS على إجراء الدراسات ونشر التوصيات حول التقليل من مخاطر المقاصة والائتمان التي تميزت بها هياكل أنظمة الدفع. أما سنة 1998، أعادت لجنة بازل صياغة اتفاق عام 1988، مما أدى إلى إتقان صيغتها لحساب الحد الأدنى التنظيمي لرأس المال بما في ذلك جوانب انضباط السوق والشفافية، بالإضافة إلى الإشارة بوضوح إلى دور الإشراف المصرفي والمؤسسات المالية في تحديد مستويات الحد الأدنى لرأس المال.

شهد أوائل القرن الحادي والعشرين العديد من فضائح المحاسبة التي تورطت فيها شركات أمريكية معروفة على نطاق واسع، مثل Enron و WorldCom و Xerox و Tyco و Arthur Andersen و Merck. وتم تسليط الضوء في هذه الفضائح على وجود تضارب حاد في المصالح داخل المنظمات، وادعت الحاجة إلى توسيع آليات الرقابة. لذلك اكتسبت مفاهيم حوكمة الشركات والشفافية في العلاقات بين المدير والمساهمين مكانة بارزة. أما في منتصف عام 2002 سن الكونجرس الأمريكي قانون Sarbanes-Oxley (SOX)، الذي يسعى إلى توفير حماية أكبر للمستثمرين.

كما بدأت الدراسات التي تناقش صلاحية CAPM وفرضية السوق الفعال في اكتساب أرضية في التسعينيات، ومن الأعمال الذي قام به علماء عمل (1992) Famá and French -التشكيك في نموذج Sharpe - وعمل (1995) Haugen -ينتقدون فكرة أن الأسواق فعالة -، فهي أمثلة على الأفكار التي كانت تثير الجدل في الأوساط الأكاديمية.

كما سعى خط بحث آخر ينمو وهي فكرة ربط السلوك البشري بالمفاهيم الاقتصادية، من أجل فهم تأثير العامل البشري على القرارات المالية، ويُعرف هذا الحقل بالتمويل السلوكي. وفي الواقع، تتطلب اللحظة الاقتصادية الحالية -التي تتميز بتقلبات السوق المتزايدة وتموجات أزمة الائتمان - قدرة أكبر على إدارة المخاطر في وظيفة الإدارة المالية، بالإضافة إلى فهم أعمق للجوانب السلوكية التي تنطوي عليها القرارات المالي والعوامل التي تؤثر على ظهور فقاعات السوق.