دور الإبتكار المالي في النظام المالي الحديث: مراجعة مفاهيمية

The Role of Financial Innovation in the Modern Financial System: A Conceptual Review.

نذير ياسين *

مخبر الاستراتيجيات والسياسات الاقتصادية في الجزائر،

جامعة المسيلة -الجزائر-

yacine.nadir@univ-msila.dz

تاريخ الاستلام: 01/04/2025 **تاريخ القبول: 01/05/2025** **تاريخ النشر: 30/06/2025**

الملخص:

تناقش هذه الورقة البحثية الدور الذي تلعبه الابتكارات المالية في النظام المالي الحديث، بهدف تحديد وتنظيم المشاكل والتعريفات الأساسية المتعلقة بهذه القضية. تصف الورقة أولاً أهمية النظام المالي والأسواق المالية في الاقتصاد، من خلال شرح وظائفها وعرض خصائصها المميزة، مع التركيز على قابليتها للابتكار. بعد ذلك، قمنا بمعالجة المفاهيم الأساسية المرتبطة بالإبتكارات المالية خاصة ما يتعلق بتعريف ، وكذا الدوافع المنشئة لها. في الأخير تم عرض تصنيف منهجي لأهم أنواع الابتكارات المالية، وكذا الوظائف التي تؤديها الابتكارات المالية داخل النظام المالي الحديث. هذا التحول في التركيز سمح لنا بالانتقال من مجرد وصف الظاهرة إلى فهم أسبابها وآلياتها تأثيراتها على النظام المالي في أداء وظائفه.

تشير النتائج إلى أن الإبتكارات المالية ليست مجموعة متجانسة من التطورات المالية، ولذا فإن أثارها على النظام المالي قد تتسم بالغموض. بحيث لا يُمكن تعميم التقييم النهائي لدورها، بل يتوجب إجراء هذا التقييم على أساس كل حالة على حدة. يمكن اعتبار المعلومات المقدمة في هذه الورقة بمثابة مقدمة تشجع على إجراء المزيد من البحوث، إذ أن تعقيدات الابتكارات المالية يجعلها منها محوراً بحثياً مهماً ومثيراً للاهتمام.

الكلمات المفتاحية: الإبتكار، الإبتكار المالي، النظام المالي، السوق المالي.

تصنيف *JEL*: O31 , G10.

Abstract :

This research paper examines the role of financial innovations in the modern financial system. It aims to identify and organize the fundamental issues and definitions pertinent to this topic. First, the paper outlines the significance of the financial system and financial markets within the economy, detailing their functions and highlights their distinctive characteristics, with a particular emphasis on their susceptibility to innovation. Newt, we address the core concepts associated with financial innovations, particularly concerning their definition, as well as the drivers behind their creation. Finally, the paper presents a systematic classification of the most important types of financial innovations, along with the functions they perform within the modern financial system. This shift in focus allows as to move to merely describing the phenomenon to understanding its causes, mechanisms, and impacts on how the financial system performs its functions.

The results indicate that the financial innovations are not a homogeneous set of financial developments, and thus their effects on the financial system can be ambiguous. Therefore, a definitive evaluation of their role cannot be generalized; instead, it must be performed on a case-by-case basis. The information provided in this paper serves as an introduction to encourage further research, as the complexities of financial innovations make them an interesting and compelling area of research.

Keywords: Innovation, Financial Innovation, Financial System, Financial Market.

JEL classification codes: G10 ; O31.

*المؤلف المرسل: نذير ياسين، yacine.nadir@univ-msila.dz .

مقدمة

لطالما كان دور التمويل في إرساء قواعد أداء إقتصادي سليم موضوع نقاش مستمر في ادبيات الاقتصاد المالي، ولقد أصبح هنالك شبه إجماع- خلال العقدين الأخيرين- بين الإقتصادين الأكاديميين وواضعي السياسات على أن أداء النظام المالي يعلب دورا رئيسا تحديد أداء كفاءة وإستقرار الأداء الاقتصادي ككل وذلك من خلال تخصيص الموارد المالية بكفاءة نحو الإستثمارات، ومع ذلك يمكن للنظام المالي أن يشكل أيضا مصدرا لهشاشة (ضعف) و عدم الاستقرار الاقتصادي لاسيما خلال فترات الأزمات، وذلك فإن كيفية إعادة تصميم وهيكلة النظم المالية لتحقيق الاستقرار المالي والحفاض عليه- دون التخلي عن وظائفه الأخرى- يعتبر إحدى أهم القضايا بالنسبة لواضعي السياسات.

تتميز النظم المالية المعاصرة بوتيرة متسارعة من الإبتكارات سواء من حيث عددها أو قيمتها، مما يحتم يفرض ضرورة تحليل أثارها على النظام المالي، وعلى الرغم من وجود العديد من الدراسات البحثية (النظرية والتجريبية) التي عالجت هذه المشكلة إلا أنها تركز بشكل أساسي على نوع واحد من الإبتكارات المالية، علاوة على ذلك فإن أدبيات الإبتكار المالي تفتقر إلى تعريف موحد (متفق عليه) للإبتكارات المالية ولا تصنيف محدد لأنواعها. ولهذا جاءت هذه الدراسة كمحاولة لتقديم مراجعة مفاهيمية شاملة ذات بعد تحليلي لدراسة تأثير الإبتكارات المالية على أداء النظام المالي من منظور كلي(شامل).

- **إشكالية الدراسة:**

ترتكز الإشكالية البحثية لهذه الدراسة حول الحاجة الملحة إلى فهم أعمق وأكثر شمولية لتأثير الإبتكارات المالية على أداء الأنظمة المالية، مع مراعاة التنوع الكبير في هذه الإبتكارات وتأثيرتها المتعددة، بما يتطلب تجاوز التحليلات الجزئية التي تركز على أنواع محددة من الإبتكارات، والسعي إلى تطوير إطار تحليلي شامل يأخذ في الإعتبار الديناميكيات المتعددة لنظام المالي الحديث. ضمن هذا الإطار يمكن صياغة الإشكالية الأساسية لدراسة في السؤال التالي:

ماهي مختلف التأثيرات التي يمكن تمارسها الابتكارات المالية على النظام المالي؟

- **هدف الدراسة:**

الهدف الأساسي لهده الورقة البحثية هو إجراء محاولة منهجية لدعم وتنظيم الوضعية المعرفية الراهنة والمتعلقة بالإبتكارات المالية، حيث يسعى هذا البحث هذا البحث إلى تقديم مساهمة نظرية في إطار تحليلي يهدف إلى تجميع وتصنيف المعارف المتفرقة حول الإبتكارات المالية وتحليلها في سياق يتيح تطوير فهم شامل لتأثيراتها على النظام المالي لاسيما فيما يتعلق بتعزيز كفاءة هذا الأخير والحفاظ على استقراراه.

- **منهج الدراسة:**

لمعالجة إشكالية الدراسة معالجة علمية موضوعية عمدنا في دراستنا إلى إستخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض الطرح والطرح المضاد في إطار تحليلي. وقد قسمت الدراسة إلى ثلاث أقسام رئيسية: القسم الأول يتناول النظام المالي ودوره في الاقتصاد الحديث، فيحين يعالج القسم الثاني المفاهيم الأساسية المتربطة بالإبتكارات المالية خاصة فيما يتعلق بتعريف وخصائص هذه الأخير. وكذا الدوافع المنشئة لها، أما القسم الأخير فيحلل وينظم التصنيفات التطبيقية للإبتكارات المالية، كما يتناول مسألة الوظائف التي تؤديها الابتكارات المالية وكذا تصنيفاتها هي الأخرى.

I- النظام المالي ودوره في الاقتصاد الحديث:

لا يمكن للإقتصاد الحديث أن يوجد بدون نظام مالي فعال، والذي يعرف بأنه مجموعة الأسواق والمؤسسات والأدوات واللوائح التنظيمية التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية وتحديد أسعار الفائدة والصرف، وإنتاج وتقديم الخدمات المالية على مستوى الإقتصاديات، ويعتبر النظام المالي أحد أهم إبداعات المجتمع الحديث، وذلك بوصفه بأنه جزء متكامل من النظام الاقتصادي، وبالتالي جزء مهم من النظام الاجتماعي.

1. مفهوم وهيكل النظام المالي:

المقاربة التقليدية في تعريف مفهوم النظام المالي هي تلك التي تصف دور النظام المالي في تخصيص الموارد من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى تلك التي لديها نقص في التمويل (). وفق هذه المقاربة فالنظام المالي هو:

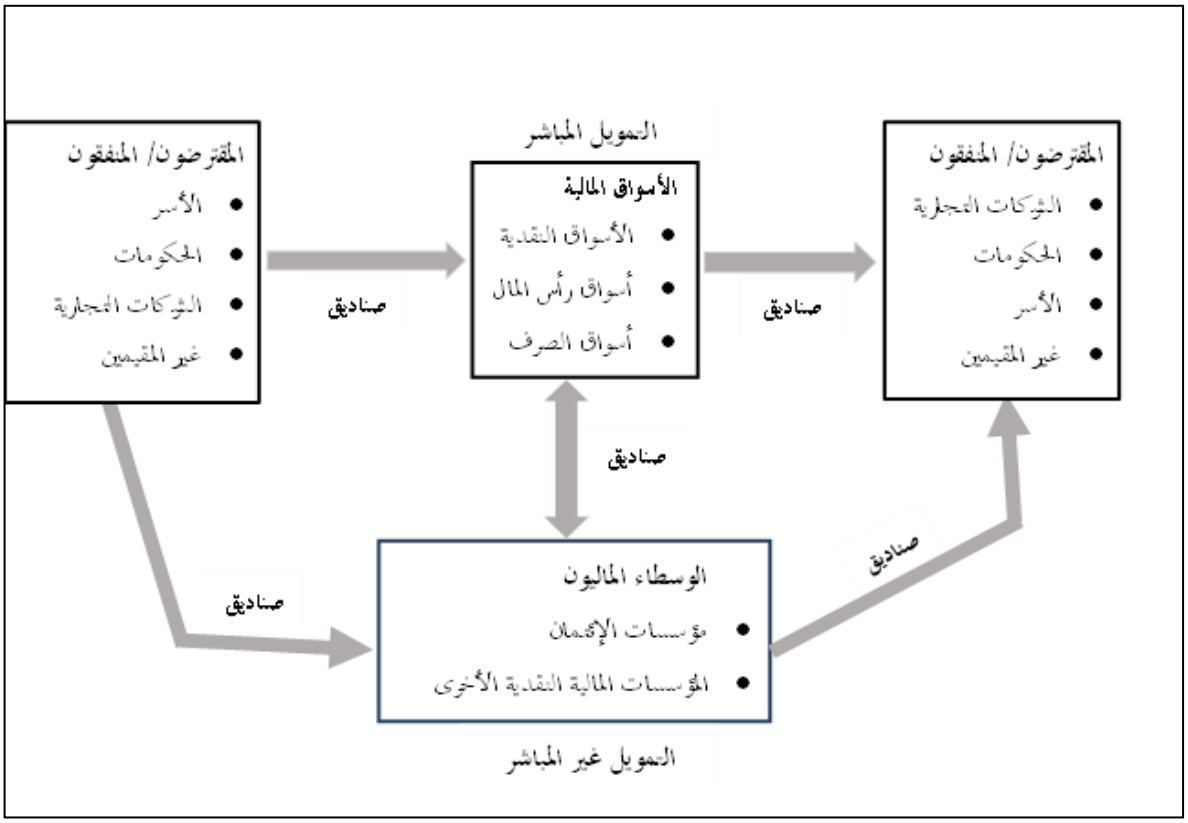
" مجموعة الأسواق والوسطاء الماليون، والبنى التحتية -بما فيها اللوائح التنظيمية -التي من خلالها تحصل الأسر والمؤسسات التجارية (غير المالية) والحكومات على القنوات الازمة لتمويل أنشطتها وإستثمار مدخراتها . (Levine, 2005)

قد ترى الشركات التجارية (غير المالية) فرص إستثمارية حقيقة مربحة ولكنها تفتقر إلى الأموال الداخلية الكافية لتمويلها، قد يكون لدى الأسر دخل أكبر مما ترغب في إستهلاكه خلال جزء من دورة حياتها، مما يدفعها إلى إستثمار هذا الفائض في أصول مالية (أسهم، سندات) تعيد الفرق مع تحقيق عوائد مستقبلية وهذا لتجنب الانخفاض المتوقع في الدخل المنتظم للتقاعد. كما ترغب الحكومات في زيادة الإنفاق الإستثماري خلال فترة الركود بالإعتماد على مدخرات القطاعات الأخرى وذلك لتمويل هذا الإنفاق إما من خلال الإقتراض منها أو على طريق طرح السندات حكومية. يجمع النظام المالي (الأسواق والمؤسسات المالية، البنى التحتية) بين الوحدات الاقتصادية الإستثمارية المقترضة (الشركات التجارية، الحكومات) والوحدات الاقتصادية الإدخارية المقرضة (الأسر والعائلات) كما في الشكل ().

إن الدور الاقتصادي الأساسي لنظام المالي يتمثل في توفير القنوات الازمة لتوجيه الأموال من المدخرين (المقرضين)إلى المستثمرين المقترضين (المنفقون)، ولكن لماذا يعد هذا الرابط بين المدخرين والمقرضين مهما جدا في الاقتصاد؟.

فبالنسبة للوحدات الاقتصادية المقترضة (وحدات العجز) من أصحاب المشاريع الإستثمارية المربحة والذين ليس لديهم موارد كافية لتمويلها فإن القدرة على الإقتراض من أصحاب الأموال الفائضة (وحدات الفائض، المدخرين) من خلال النظام المالي يجنبهم تفويت المشاريع المربحة نتيجة الوقت الازم للبحث عن أصحاب الأموال الفائضة والمستعدين لإقراضهم إياها. بالإضافة إلى ذلك فإن المقترضين، ومن خلال حصولهم على التمويل الازم من خلال النظام المالي يجنبهم التكاليف المتعلقة بالبجث عن المقرضين المتاحين، وهو ما يمكنهم من الحصول على تمويل أرخص لمشاريعم مما يزيد من ربحيتها. من جهة أخرى، وبدورهم يستفيد أيضا أصحاب الأموال الفائضة من خلال إقراضها عبر النظام المالي، فهم يحصلون على جزء من ربح أكثر المشاريع جاذبية وربحية على شكل فؤائد و/أو ملكية جزئية(أسهم) لهذه المشاريع، مما يزيد من ثرواتهم المستقبلية. وبالتالي سيكون كل من المقترضين والمقرضين في وضع أفضل بحيث يتم تخصيص الموارد بكفاءة عالية من خلال النظام المالي.

الشكل رقم (01): هيكل التدفق النقدي عبر النظام المالي



Source: (ECB, 2013)

تعد الشركات التجارية (غير المالية) والهيئات الحكومية عموما المجموعة الرئيسية المشكلة لوحدات العجز(المنفقين) الذين لديهم مشاريع إستثمارية جذابة ومربحة، على الرغم من أن الأسر والعائلات يمكن ان يكون مقترضين لتمويل مشترياتهم العادية (المنازل، السيارات، الأثاث...) وليس الإستثمارية. على العكس من ذلك فإن وحدات الفائض(المقرضون-المدخرون) هم أساسا وفي المقام الأول يتكونون من القطاع العائلي(الأسر)، ولكن يمكن لشركات التجارية والحكومات ان يجدو أنفسهم مع فائض من الموارد(مدخرين) فيقرضونها(مقرضين). يمكن إنشاء تدفق للمدخرات نحو الإستثمارت في الشركات والحكومات إما من خلال الأسواق المالية أو الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية).

تتدفق مدخرات الأسر إلى الشركات لإستخدامها في إستثمارت حقيقية مباشرة من خلال الأسواق المالية أو بشكل غير مباشر من خلال الوسطاء الماليون. في ظل التمويل المباشر يقرض المدخرون الأموال مباشرة للمقترضين مقابل أوراق مالية (أدوات مالية) وهي مطالبات على دخل المقترض أو أصوله المستقبلية. . في التمويل غير المباشر يقبل الوسطاء الماليون الودائع من المدخرين ثم يقرضون هذه الأموال المجمعة للمقترضين، لذا فإن الوسيط المالي هو محور العلاقة بين المدخرات والإستثمارت الحقيقية. إن وجود النظام المالي يعمل بشكل جيد سيسهل تحويل الأموال بطريقة فعالية من حيث التكلفة مما يشجع المدخرين على الإدخار بشكل أكبر والمنفقين (المقترضين) على الإستثمار بشكل أكثر، مما يؤدي إلى زيادة حجم الإدخارات والإستثمارت في الاقتصاد (Mishkin, 2008, pp. 18 -19)

2. وظائف النظام المالي:

هنالك مقاربات مختلفة لتصنيف وظائف النظام المالي، وفقا للمقاربة العامة يؤدي النظام المالي وظائف يمكن تصنيفها في ثلاث مجموعات (Błach, 2011, pp. 13-14):

1) **الوظيفة النقدية:** ترتبط الوظيفة النقدية أساسا بعملية خلق النقود في الاقتصاد وعملية تحويل الأموال بين مختلف الكيانات الاقتصادية من خلال تنظيم نظام الدفع.
2) **وظيفة تخصيص راس المال:** تتحقق وظيفة التخصيص الرأس مالي في بعدين؛ النظام المالي السوقي (Market Financial System) والنظام المالي العام (public financial system). في حالة البعد الأول يتيح النظام المالي السوقي نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز الواعدة (توجيه المدخرات نحو الإستثمارت المنتجة) مما يساهم في تعزيز القطاعات الإنتاجية والنمو الاقتصادي. أما في البعد الثاني فيمكننا النظام المالي العام من تجميع الأموال التي يمكن إستخدامها لتمويل السلع العامة (البنية التحتية، التعليم، الدفاع) والخدمات والمزايا الاجتماعية (الرعاية الصحية، الضمان الاجتماعي، برامج الإعانات والدعم المالي..) مما يساهم في تعزيز ودعم النمو الاقتصادي وإستدامته.

3) **الوظيفة الرقابية:** تمكننا الوظيفة الرقابية من مراقبة تدفق الأموال في الاقتصاد بين مختلف القطاعات الاقتصادية (الأسر، الشركات، الحكومات). فيما يتعلق بفعالية استخدامها، فهي ليست مجرد تنظيم، بل هي أداة لضمان كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد.

إن التفاعلات بين هذه الوظائف هي متداخلة (ذات تأثيرات متبادلة) ومتعددة الأبعاد، ويحدد تحقيقها الفعال تطور النظام الاقتصادي بأكملة.

في ذات السياق حددت مقاربة التحليل الوظيفي لـ **(Merton , 1992, 1993)** ست وظائف أساسية وجوهرية يؤديها النظام المالي، في إلإطار الأكثر تجميعا للوظيفة الأساسية الوحيدة والمتمثلة في التخصيص الفعال للموارد، ووفقا لهذه المقاربة يوفر النظام المالي آلية لـ: (Bodie, Merton, & Cleeton, 2009, pp. 26-34)

1) **نقل وتحويل الأموال مكانيا وزمانيا:** يملك النظام المالي طرقا لنقل الموارد الاقتصادية عبر الزمن وعبر المناطق الجغرافية وعبر الصناعات. حيث يتيح النظام المالي بنقل الأموال عير الزمن (عبر فترات زمنية) سواء في الإتجاه الرجعي عبر الاقتراض أو في الإتجاه المستقبلي بواسطة الإقراض، على سبيل المثال، يمكن لأي شخص أو شركة تفتقر إلى الأموال اللازمة للاستهلاك أو الاستثمار الفوري حاليا، ولكن لديها آفاق جيدة للادخار المستقبلي، أن تنقل دخلها المستقبلي إلى اليوم بالاقتراض من وسائل النظام المالي. وعلى العكس، يمكن تحويل الفائض الحالي من الأموال، الذي لا يُستخدم استخداما مفيدا أو منتجا، إلى أموال مستقبلية متزايدة من خلال آلية الإقراض. بالإضافة إلى ذلك يلعب النظام المالي دورا مهما في تحويل الموارد من مكان إلى أخر، ففي بعض الأحيان يكون موارد رأس المال المتاحة لأداء نشاط إقتصادي ما بعيدة عن المكان الذي تستخدم فيها بكفاءة، ويوفر النظام المالي أليات متنوعة لتسهيل إنتقال موراد رأس المال عير مختلف الدول إحدى هذه الآليات هي إستثمار المواطنين الأجانب في أسهم الشركات الإستثمارية المحلية، وكذا إقراض البنوك الأجنبية لهذه الشركات والعكس صحيح.
2) **إدارة المخاطر:** يعمل النظام المالي على تجميع وإعادة هيكلة (تنظيم) المخاطر من خلال إنشاء وبيع أصول ذات مخاطر منخفضة لطرف ما بهدف شراء أصول ذات مستوى مخاطر مرتفع من طرف أخر، حيث تتيح الأدوات المالية (مثل الخيارات والضمانات وكذا العقود الآجلة وعقود التامين) وقدرة النظام المالي على التنويع من تقاسم المخاطر.
3) **تجميع الموارد:** يوفر النظام المالي ألية لتجميع الأموال للقيام بمشاريع واسعة النطاق(كبيرة) قابلة للتجزئة أو لتقسيم الأسهم ذات الملاك المتعددين، ففي الإقتصاديات الحديثة غالبا ما يكون الحد الأدنى للإستثمار المطلوب لإدارة بعض المشروع التجارية يتحاوز إمكانية فرد ما أو أسرة، يوفر النظام

المالي مجموعة متنوعة من الأليات (مثل سوق الأسهم، أو البنوك) لتجميع(تكديس) الثروات لتشكيل رؤوس أموال ضخمة وتقسيم الملكية في مختلف الكيانات الإقتصادية .

4) توفير المعلومات لدعم عملية إتخاذ القرار:

يوفر النظام المالي معلومات عن الأسعار (أسعار الأصول المالية، أسعار الفائدة، أسعار الصرف) تساعد على تنسيق عملية إتخاذ القرارات اللامركزية في مختلف قطاعات الاقتصاد، فالكثير من الكيانات الاقتصادية (بعض الأسر والشركات التجارية) من الذي ليس لديهم حاجة متوقعة للتعامل في الأسوق المالية يستخدمون المعلومات الناتجة -والمتأتية من النظام المالي - حول أسعار الأوراق المالية، وأسعار الفائدة لإتخاذ أنواع أخرى من القرارات، حيث توفر أسعار الأصول وأسعار الفائدة في السوق إشارات مهمة لمديري الشركات في إختيارهم لمشاريع الإستثمار وترتيبات التمويل ، وتلك المتعلقة بمقدار الدخل الحالي الذي يجب إدخاره وكيفية إستثماره بالنسبة للقطاع العائلي.

5) تسهيل شراء وبيع السلع والخدمات من خلال نظام الدفع:

يوفر النظام المالي طرقا لمقاصة وتسوية المدفوعات لتسهيل تبادل السلع والخدمات والأصول من خلال وسائل الدفع المختلفة، حيث أدى التطور التكنلوجيا المالية في وسائل الدفع كبطاقات الإئتمان والتحويل الإلكتروني للأموال كوسيلة دفع بديلة إلى كفاءة النظام التجاري العالمي.

6) حل أو تخفيف مشاكل الحو افر الناتجة عدم تماثل المعلومات وعلاقات الوكالة:

يوفر النظام المالي طرقا كثيرة للتعامل مع مشاكل الحوافر (incentive problems) عندما يكون لدى أحد أطرف المعاملة المالية معلومات أكثر من الطرف الأخر، او عندما يكون أحد الأطراف وكيلا يتخذ القرارات نيابة عن الطرف الأخر، وتتخذ مشاكل الحوافز أشكالا متعددة من بينها الخطر الأخلاقي (moral hazard) والإختيار المعاكس (adverse selection) ومشاكل العلاقة بين الموكل والوكيل (Principal-Agent Problem).

من خلال تحليل الوظائف المذكورة أعلاه، يمكن ملاحظة أنها تتحقق بشكل أساسي عن طريق الأسواق المالية التي تشكل الجزء الأهم من النظام المالي. ويتمثل الدور الأساسي للأسواق المالية في نقل الأموال الفائضة من الوحدات ذات الفائض (الأسر والمؤسسات) إلى الوحدات ذات العجز (بشكل رئيسي الشركات والحكومات) في عملية تحويل المدخرات إلى استثمارات. وبالتالي، فإن الأسواق المالية تجذب المدخرات وتخصصها ((**1**) وظيفة الإستثمار، (**2**) وظيفة التمويل)، تحديد أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية ((**3**) وظيفة التسعير)، تسهيل المعاملات ((**4**) وظيفة الدفع)، و (**5**) إدارة المخاطر.

من جهة أخرى يمكن النظر لأداء النظام المالي في بعدان أساسيين: **كفاءته، واستقراره**. ويمكن فهم **كفاءة النظام المالي** على أنها الحالة التي يتم فيها تخصيص الموارد المتاحة في النظام المالي لتحقيق أفضل

فرص الاستثمار، وبأقل تكلفة ممكنة. ففي النظام المالي الكفؤ، تكون الأسواق تنافسية، والمعلومات متاحة وموزعة على نطاق واسع، وتُحَلُّ نزاعات الوكالات من خلال عقود تُنفِّذها الأنظمة القانونية. تؤدي إخفاقات السوق إلى انعدام الكفاءة، وعادةً ما يؤدي نقص الكفاءة إلى إضعاف مساهمة التمويل في النمو. على عكس الكفاءة المالية، يمكن فهم **الاستقرار المالي** على أنه حالة يكون فيها النظام المالي – الذي يشمل الوسطاء الماليين والأسواق والبنى التحتية للسوق – قادرًا على تحمل الصدمات وحلّ الاختلالات المالية، مما يخفف من احتمالية حدوث اضطرابات في عملية الوساطة المالية تكون شديدة بما يكفي لإضعاف تخصيص المدخرات لفرص الاستثمار المربحة بشكل كبير. إن الأشكال الحادة من عدم الاستقرار المالي (الأزمات المالية) تعيق عملية الوساطة التي تخصص المدخرات لفرص الاستثمار الحقيقية، وبالتالي عادة ما يكون لها آثار سلبية قوية على النمو والرفاهية. على العكس من ذلك، عادةً ما يُعزز النظام المالي الأكثر كفاءة الاستقرار، لا سيما على المدى الطويل. (Hartmann , Heider, Elias , Marco , & Lo Duca, 2007, pp. 11-12)

لأجل الإعتبارين السابقين، وإعتبارات أخرى تتعلق أساسا بتبسيط التحليل، يمكن اعتبار هذه الوظائف الخمس للأسواق المالية هي بمثابة الوظائف الأساسيات للنظام المالي بأكمله، حيث يمكن من خلالها تعزيز التنمية الاقتصادية. ومع ذلك، ولتحقيق هذا الهدف، يجب أن تتسم الأسواق المالية بعدة خصائص مهمة، مثل: **(1)** الموثوقية، **(2)** الشفافية، **(3)** الكفاءة، **(4)** السيولة، **(5)** النزاهة و **(6)** الابتكار . (Błach, 2011, p. 15)

ترتبط **الموثوقية** بالطريقة التي تُقدم بها الجهات المُصدرة للأوراق المالية المعلومات للمستثمرين في الأسواق المالية. في حين تُعرّف **الشفافية** بأنها طريقة إبرام المعاملات ونشر المعلومات المتعلقة بها. ويمكن للأسواق المالية أن تكون **فعّالة** في أحد الأبعاد الأساسية الثلاثة: **(1)** كفاءة التخصيص (تحويل رأس المال لتمويل أفضل المشاريع الاستثمارية)، **(2)** كفاءة المعاملات (إتمام عمليات البيع والشراء بأقل تكلفة)، و**(3)** كفاءة المعلومات (حصول جميع المشاركين في السوق على نفس القدر من الوصول إلى المعلومات المهمة التي تؤثر على تقييم الأدوات المالية). وتُعرَّف **سيولة** الأسواق المالية بأنها إمكانية إجراء عمليات البيع والشراء في أي وقت، وبالسعر المحدد، ودون تكاليف معاملات إضافية. وتنبع **نزاهة** الأسواق المالية من العلاقات بين المؤسسات المالية المشرفة على نشاطها، والتي تُهيئ الظروف المناسبة لتطورها والعمل فيها. ومن أهم سمات الأسواق المالية اليوم قدرتها على **الابتكار**، وهو ما ينعكس في عدد التطورات المالية الجديدة المُطبقة فيها.) (Damodaran, 2001, pp. 143-145) Ehrhardt & Brigham, 2009, pp. 290-294)

إن السمات المشتركة لكل من لنظام المالي والأسواق المالية التي لوحظت مؤخرًا هي: تسارع وتيرة عملية العولمة والنمو السريع للابتكارات المالية. لذا ينبغي يجب تحليل هذه الأخيرة بعناية.

II- الإبتكار المالي: المفهوم والدو افع

يتناول جزء كبير من العمل النظري والتجريبي في الاقتصاد المالي في عالم شديد التبسيط، حيث يوجد عدد قليل من أنواع الأوراق المالية (عادةً الديون والأسهم) وربما عدد محدود من المؤسسات المالية التقليدية (عادةً البنوك أو البورصات). غير أن الواقع يظهر تنوعًا هائلاً في المنتجات المالية المختلفة، وتعددًا في أنواع المؤسسات المالية، بالإضافة إلى مجموعة واسعة من العمليات التي تستخدمها هذه المؤسسات في ممارسة أعمالها. تحاول الأدبيات المتعلقة بالابتكار المالي تصنيف بعض هذا التنوع، ووصف الأسباب التي تجعلنا نلاحظ تنوعًا متزايدًا في الممارسة، وتقييم الآثار الخاصة لهذا النشاط.

1. مفهوم الإبتكار المالي:

إن فهم عملية الإبتكار المالي يتطلب تحديدا دقيقا لمفهوم الإبتكار، بعبارة بسيطة يمكن تعريف الإبتكار المالي بأنه إدخال الإبتكار في قطاع الخدمات المالية، وهذا ما يستلزم بدوره ضرورة إستعاب مفهوم الإيتكار في جوهره بشكل عام، وكذا كيفية تجليه(تطبيقه) في القطاع المالي وذلك بإعتبارهما عنصرين أساسين يحددان-من الناحية التقنية- مصطلح "الإبتكار المالي". (Khraisha & Arthur, 2018, p. 3)

1.1 الإبتكار بالمفهوم العام:

وفق قاموس التراث الأمريكي (The American Heritage Dictionary)؛ يعود أصل مصطلح **"الإبتكار"** (innovation) إلى الكلمة اللاتينية "novus" والتي تعني **"جديد"**، وهي مشتقة من الفعل (in+novate) والذي يعني **"صنع أو إنشاء شيء جديد"**. لذلك -وفي السياق الأوسع- يعني فعل "إبتكر"، البدء بشيء جديد أو تقديمه لأول مرة، في حين يعني **"الإبتكار"**، القيام فعلا بتقديم شيء جديد. (The American Heritage Dictionary of the English Language, 2000)

في ذات السياق، يعرف **"الإبتكار"** في قاموس ويبستر الجامعي بأنه **" تقديم شيء جديد أو كأنه جديد"**(to introduce as or as if new) يرى **(Tufano, 2003)**، أن الإضافة المعجمية لعبارة **" كأنه" (** if new) لتعريف الإبتكار تعكس إحدى الصعوبات التي تواجه أي دراسة لهذه الظاهرة، فتقريبا لا شيء جديد تماما، حيث أن درجة الحداثة أو التجديد هي نسبية بطبيعتها. من جهة أخرى فإن إضافة هذه العبارة إلى تعريف الإبتكار يشير إلا أن مفهوم الإبتكار- بالمفهوم الواسع- لا يقتصر على تقديم شيء لم يكن موجودا من قبل، بل يشتمل أيضا على تقديم شيء موجود ولاكن بطريقة جديدة أو في سياق جديد (Tufano, 2003, p. 313)..

يدرس **(Leonard and Swap ,1999)** الإبتكار من خلال ربطه **"بالإبداع"** (creativity). ويريان أن الإبتكار هو النتيجة النهائية لنشاط الإبداعي، وفي هذا الإطار يعرفان "الإبداع" بأنه عملية إنشاء وتطوير

أفكار جديدة والتي يحتمل أن تكون مفيدة. إن هذا التعريف لا يركز على الخصائص الجديدة والمبتكرة والغير مألوفة، بل أيضا على الخصائص "المفيدة" لنشاط الإبداعي والتي تؤدي إلى إمكانية تحقيق منفعة. من هذا المنظور، وإعتباره النتيجة النهائية للعملية الإبداعية؛ فإن الإبتكار هو تجسيد المعرفة ودمجها و/أو توليفها في منتجات، عمليات أو خدمات جديدة ذات قيمة ومنفعة (Swap & Leonard, 1999).

في الأدبيات الاقتصادية أستخدم مصطلح " الإبتكار" في البداية ضمن إطار التحليل النيوكلاسيكي لوصف التغيرات في الحلول التكنلوجية (التقنية) التي تنشئ توليفات مختلفة أو جديدة في العوامل الإنتاجية (عوامل الإنتاج) بهدف تحقيق معدلات عائد تفوق المستويات المتوسطة، وتعزيز النمو الديناميكي للإقتصاد، ويعتبر الاقتصادي **(Schumpeter ,1934)** أول من أشار لمصطلح الإبتكار بمفهومه الحالي. ففي رفضه لتحليل النيوكلاسيكي لتنمية الاقتصادية، بإعتلارها عملية تدريجية ومتجانسة وتراكمية؛ طرح شومبيتر "نظرية الإبتكار" كبديل لتفسير دينامكية النمو الاقتصادي، حيث يرى أن الإبتكار يؤدي إلى طفرات في النمو الاقتصادي (Mutlu & Alpay , 2003, pp. 4-5).

وفقا لـ **(Schumpeter ,1942)** فإن الإبتكارات هي القوة الدافعة التي تقود الاقتصاد الرأسمالي، كما يفترض أن الدافع الأساسي(الإبتكارات)-الذي يحافظ الديناميكية الرأسمالية ينبع أساسا من: السلع الإستلاكية الجديدة، طرق الإنتاج والنقل الجديدة، الأسواق الجديدة والأشكال الجديدة لتنظيم الصناعي التي تخلقها المؤسسات الرأسمالية (Mutlu & Alpay , 2003, p. 5).

تميز المقاربة التقليدية للإبتكارات التكنلوجية التي قدمها شومبيتر بين خمس أنواع من الإبتكارات تم تصنيفها في فئتين رئيسيتين هما (Mutlu & Alpay , 2003, p. 5):

1) **إبتكار العلميات:**
   1. طرق وأساليب إنتاج جديدة
   2. مصادر جديدة لإمدادات المواد الأولية (الخام أو النصف مصنعة)
2) **إبتكارات المنتجات:**
   1. منتجات (سلع وخدمات) جديدة
   2. إختراق وفتح أسواق عمل جديدة
   3. إيجاد وخلق هيكل صناعي جديد

على الرغم من أن **(Schumpeter ,1934)** أدرج "الإبتكارات التنظيمية" ضمن إبتكار العمليات، إلا أن الدراسات التي تلت شومبيتر حول نظرية الإبتكار تشير إلى الإبتكارات التنظيمية كفئة إبتكار متميزة. (Mutlu & Alpay , 2003, p. 5).

في ذات السياق، -وفي الممارسات العملية- تصنف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **(OECD)** الإبتكار أيضا إلى "إبتكارات المنتجات" و "إبتكارات العمليات"، لكنها تميز "الإبتكارات التكنلوجية" كفئة متنوعة من الإبتكارات، تشمل كل من المنتجات والعمليات. فحسب **(OECD,2005)**، فالإبتكارات التكنلوجية شأنها شأن الإختراعات (inventions) يجب أن تسجد في منتج أو عملية لتصبح ابتكارا ذات قيمة تجارية، وتعرف الفئات الثلاثة من الإبتكارات كتالي (OECD, 2005, pp. 48-52):

1) **الإبتكار في المنتجات:** الإبتكار في المنتج هو تسويق منتج تم تعديله تكنولوجيا، ويحدث التغير من الناحية التكنولوجية عندما تتغير خصائص تصميم المنتج وكذا خصائص أدائه بطرق تمكنه من تقديم خدمات جديدة أو محسنة لمستهلكيه.
2) **الإبتكار في العمليات:** يحدث الابتكار في العملية عندما يكون هناك تغيير كبير في تقنيات إنتاج منتج ما، وقد يشمل ذلك معدات جديدة، أو أساليب إدارية وتنظيمية جديدة، أو كليهما. وتهدف هذه التقنيات إلى إنتاج منتجات جديدة أو محسنة -لم يكن بالإمكان إنتاجها بإستخدام التقنيات أو الطرق التقليدية- أو زيادة كفاءة إنتاج المنتجات الحالية.
3) **الإبتكارات التكنلوجية:** تشمل الابتكارات التكنولوجية منتجات وعمليات جديدة وتغييرات تكنولوجية جوهرية في هذه المنتجات والعمليات. ويُعتبر الابتكار مطبقا إذا طرح في السوق (إبتكار المنتج).

تجدر الإشارة في هذا الصدد على أن التطورات الجديدة في هذه الفئات الثلاث تعامل على أنها إبتكارات إذا تم إعتبارها جديدة بالنسبة للجهة المنفذة لها، وهذا حتى لو كانت هذه الحلول(الإبتكارات) معروفة ومطبقة من قبل في مؤسسات أو منظمات أخرى.

2.1. تعريف الإبتكار المالي:

إن الإبتكارات المالية ليست بالموضوع المستحدث تماما. ومع ذلك فقد إزدادت أهميتها مؤخرا، حيث لوحظ منذ منتصف التسعينات تسارع في وتيرة ونطاق الإبتكارات المالية، وكذا الأبحاث المتعلقة بدورها سواء في النظام المالي أو النظام الاقتصادي ككل. وترتكز الكثير من الأبحاث على مقاربة نظرية الابتكارات التكنلوجية في تقديم مفهوم الإبتكارات المالية مع مراعاة خصوصية هذه الأخيرة. وفي هذا الصدد ونظرا لعدم وجود تعريف موحد للإبتكارات المالية كما هو الحال مع الإبتكارات التكنلوجية، فإن تنظيم وتحديد هذا المصطلح هو أمر ضروري.

في معظم التعريفات التطبيقية يتم تقديم "الإبتكارات المالية" بالمعنى الضيق للمفهوم، **حيث يتم وصفها على أنها إبتكارات في المنتجات بشكل أساسي**، ومن خلال تحليل هذه التعريفات يمكن إدراج الميزات الرئيسية للإبتكارات المالية المتعلقة بالمنتجات على النحو التالي (Anderloni & Bongini, 2009, p. 41) (Frame & White, 2012, p. 489) (Fabozzi & Modigliani, 2003, pp. 27-28):

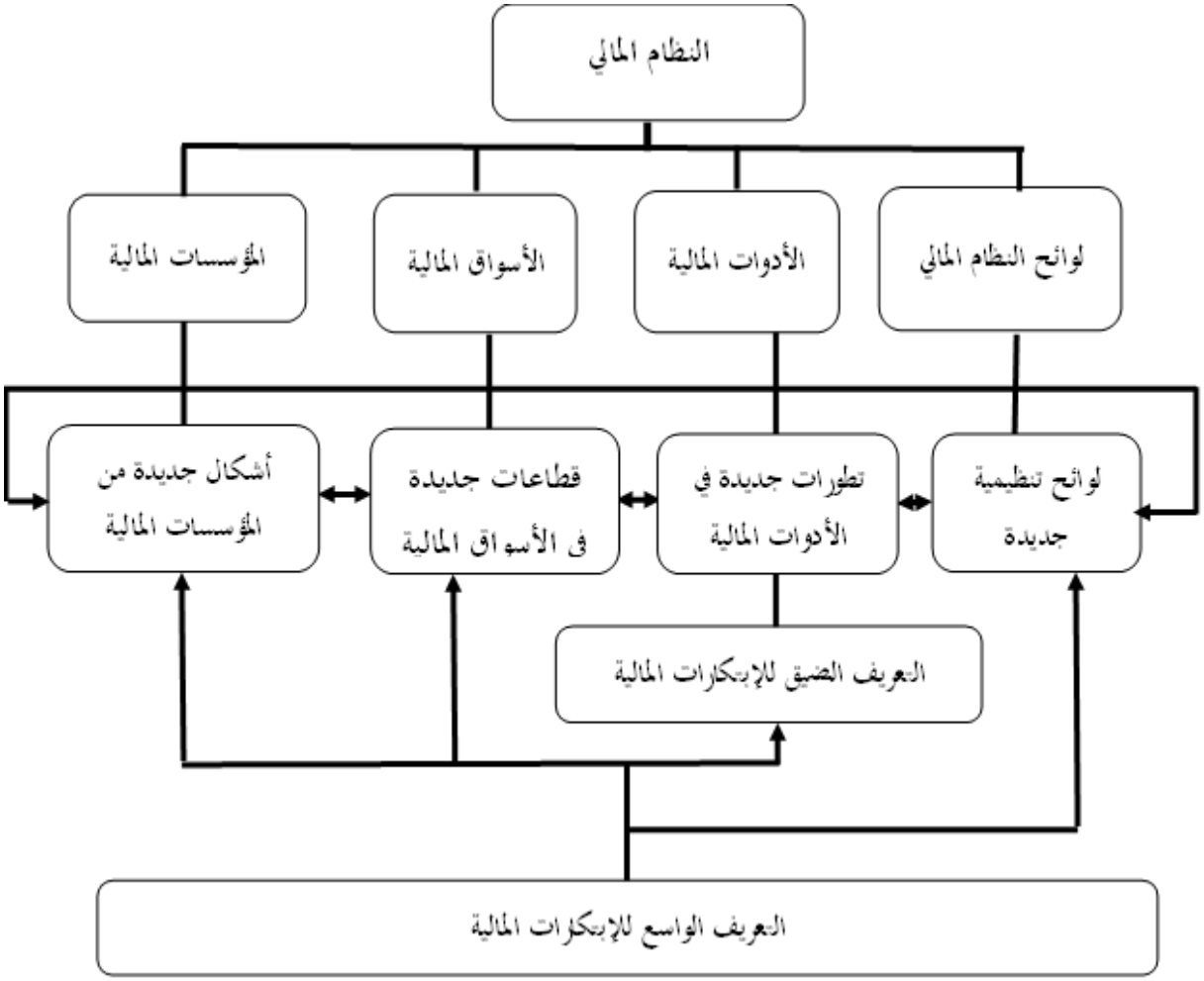
- يمكن أن تكون حلولا جديدة تماما أو مجرد أدوات تقليدية أدخلت عليها تعديلات أو عناصر هيكلية جديدة بهدف تحسين سيولتها وزيادة تطبيقاتها المحتملة، مما يجعلها أكثر توافقا مع التغيرات الاقتصادية والتكنلوجية والتنظيمية السائدة في الوقت الراهن.
- يمكن إستخدامها كبدائل للأدرات المالية التقليدية، مما يساهم بتحسن الوضع المالي (تكلفة أقل، كفاءة أعلى، مرونة أكبر، وصول أسهل لتمويل....) للكيانات التجارية التي تعتمد عليها.
- لا يمكن تخصيصها بسهولة لقطاع معين من السوق المالية.
- يمكن إستخدامها كأدوات تحوط فعالة للتقليل من أثر التقلبات الحادة في مُعاملات السوق.
- تُستَخدَم هذه الابتكارات في صورة أدوات مركبة تشتمل على عدة أدوات مالية تقليدية وبسيطة.
- يمكن استخدامها في شكل عمليات أو تقنيات مالية جديدة أو استراتيجيات تستخدم هذه المنتجات الجديدة بشكل أساسي.

تشير مقاربة أخرى شائعة لتعريف الابتكارات المالية إلى أنه يمكن تصنيفها على النحو التالي: **(1)** ابتكارات المنتج، **(2)** ابتكارات العملية و**(3)** ابتكارات تحويل المخاطر. تشمل الفئة الأولى (ابتكارات المنتج) الأدوات المالية الجديدة، وكذا العقود والتقنيات وألأسواق الجديدة. أما المجموعة التالية (ابتكارات العملية) فهي مرتبطة بتحسينات في عمليات توزيع الأوراق المالية، أو مدفوعات المعاملات، أو تقييم الأصول. من ناحية أخرى، تنشأ ابتكارات تحويل المخاطر عن طريق فصل أو دمج أدوات مالية فردية مختلفة بهدف الحصول على أدوات جديدة ذات خصائص مخاطر مختلفة. وفي هذه المجموعة الأخيرة من الابتكارات المالية، يتم تمييز فئتين: **(1)** ابتكارات الأدوات و **(2)** ابتكارات ما بعد التعاقد (Llewellyn, 2009, pp. 4-5).

تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أنه إذا كان بالإمكان اعتبار أي أدوات مالية أخرى بخلاف الأسهم التقليدية والسندات المباشرة ابتكارات مالية، فيمكن تقسيمها هذه التطورات الجديدة إلى فئتين رئيسيتين: **(1)** ابتكارات مرتبطة بالأسهم و **(2)** ابتكارات مرتبطة بالدين.

بالرغم من ان هذه المقاربات هي الأكثر شيوعا في تعريف الإبتكارات المالية ضمن الأدبيات المالية، ومع ذلك توجد مقاربة جديدة في تعريف الإبتكار المالي تستند إلى مفهوم النظام المالي. تميز هذه المقاربة بين تعريف الإبتكارات المالية بالمعنى الواسع وكذا تعريفها وفق المعنى الضيق (أنظر الشكل(02)).

الشكل رقم (02): الإبتكارات المالية بالمنعى الواسع والضيق



Source : (Błach, 2011, p. 19)

من خلال الشكل (01) يمكن الوصول إلى تكوين إستنتاج صلب حول مفهوم الإبكار المالي. ونجد في هذا الصدد أنه يمكن تطبيق مصطلح الإبتكارات المالية بمعنيين:

1) وفقا للمقاربة الضيقة للمصطلح، تعرف الإبتكارات المالية بأنها أي تطورات في الأدوات المالية والتي قد تشمل أدوات جديدة تماما، أو مزيج جديد من الأدوات التقليدية، أو تطبيق جديد للأدوات الحالية بإستخدام تقنيات مالية جديدة، وما إلى ذلك.
2) تصف المقاربة الواسعة الإبتكارات المالية، بأنها تشمل أي تغيرات في الأداء والحلول جديدة لعناصر النظام المالي (الأسواق المالية، المؤسسات المالية، الأدوات المالية، اللوائح التنظيمية لنظام المالي).

في هذا السياق يرى **(Frame and White , 2009)** أن تشغيل النظام المالي يتطلب تكاليف وموارد حقيقة من قبل الوسطاء والمسيرين الماليين. جزء كبير من هذه الموارد ينفق على جمع البيانات وتحليلها لمعالجة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية. بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود الفجوات الزمنية كسمة متأصلة في النظام التمويلي (الإستثمارات طويلة الأجل والقروض) ينتج تكاليف إضافية للمشاركين في

النظام المالي مرتبطة أساسا بالمخاطر المتعلق بالشكوك حول المستقبل. هذا الوضع يجعل إمكانية من وجود منتجات / خدمات أو أدوات مالية جديدة تلبي إحتياجات المشاركين في النظام المالي بشكل أفضل قائمة دائما. وفق هذا المنظور، يعرف **(Frame and White , 2009) "الإبتكار المالي"**، بأنه أي شيئ جديد يخفض التكاليف و/أو يقلل المخاطر، أو يوفر منتجا/ خدمة أو أداة محسنة تلبي إحتياجات المشاركين في النظام المالي بشكل أفضل(Frame & White, 2012, pp. 488-449) .

هذا التعريف يفترض ضمنيا بأن الإبتكار المالي يجب أن ينبع بالضرورة من المؤسسات المالية، في حين العديد من الإبتكارات مثل أجهزة الصراف الآلي وتقنيات البلوك تشين (Blockchain) وبطاقات الدفع الإلكتروني، كلها إبتكارات مالية جاءت من مؤسسات غير مالية. ولهذا الغرض يقدم البنك المركزي الأوربي (ECB) تعريف أكثر شمولية للإبتكار المالي كما يلي:

"الإبتكار المالي هو عملية يتم تنفيذها من قبل أي مؤسسة، ويشير إلى كل التطورات التكنلوجية التي تسهل الوصول إلى المعلومات والتداول ووسائل الدفع وإلى ظهور أدوات وخدمات مالية جديدة وأشكال تنظيمية جديدة وأسواق مالية أكثر تطورا وشمولا، ولكي يكون الإبتكار المالي ناجحا يجب أن يخض التكاليف والمخاطر أو يقدم خدمة محسنة تلبي الإحتياجات الخاصة للمشاركين في النظام المالي بشكل أفضل" (ECB, 2013).

2. دو افع الإبتكارات المالية:

بما أن مصطلح "الابتكار المالي" محدد بوضوح ينبغي التركيز على هو تحديد وفهم العوامل التي تدفع وتشكل مسار تطور الابتكارات المالية الجديدة. هذا التحول في التركيز يسمح لنا بالانتقال من مجرد وصف الظاهرة إلى فهم أسبابها وآلياتها وتأثيراتها.

يرى **(Pantalone and Welch, 1987)** أنه يمكن التمييز بين حالتين يتم فهما استحداث وتطبيق الابتكارات المالية. **أولاً** - تُطبَّق الابتكارات المالية عندما تصبح الحلول المالية التقليدية غير قابلة للتطبيق أو غير متاحة. **وثانياً** - عندما تكون تكاليف إدخال التطورات المالية الجديدة أقل من التكاليف المرتبطة باستخدام الحلول التقليدية القائمة (Pantalone & Welch , 1987).

في ذات السياق تشير مقاربة أخرى، إلى أنه يمكن تحليل مصادر الإبتكارات المالية من منظورين؛ إما من خلال نظرية الطلب على الإبتكارات، أو من خلال نظرية عرض الإبتكارات.

2.1. الإبتكارات المالية المدفوعة بالطلب:

وفقا لنظرية الطلب تنشأ (تستحدث) الإبتكارات كإستجابة لطلب الكيانات التجارية(الشركات) التي تسعى إلى إكتساب ميزة تنافسية في بيئة أعمالها، ويمكن أن يتأثر هذا الطلب إما بالاحتياجات الداخلية للكيان التجاري (الشركات) التي تهدف إلى تحسين أنشطته، أو بالتغيرات في بيئته التي تتطلب تعديلا مناسبا

في استراتيجية أعماله (Fabozzi & Modigliani, 2003, p. 27) . وتشير نظرية جانب الطلب للابتكارات المالية إلى أن الأسباب الرئيسية للتطورات الجديدة هي (Anderloni & Bongini, 2009, p. 42) (Frame & White, 2012, pp. 490-495) (Fabozzi & Modigliani, 2003, p. 27):

1- **عيوب السوق المالية خاصة المعلومات غير المتماثلة وتكاليف الوكالة وتكاليف المعاملات**. بحيث تخلق أوجه القصور هذه طلبًا على الحلول التي تمكن المشاركين في السوق من تقليل تبعاتها السلبية.
2- **الأنظمة الضريبية غير المناسبة**. حيث يمكن النظر إلى الإبتكارات المالية (أدوات، ممارسات) الجديدة كإستجابة لتخفيف القيود المالية المفروضة على الشركات، كما يمكن تفسير حوافز الإبتكار المالي على أنه زيادة في تكلفة الالتزام بالقيود المالية. فاللوائح الضريبية غير المناسبة، تجبر المشاركين في السوق على البحث عن حلول تمكنهم من تجنب دفع ضرائب مرتفعة للغاية - على سبيل المثال، باستخدام **الابتكارات الدفاعية أو الوقائية** (مثل أدوات استثمارية جديدة في شكل منتجات مهيكلة) يمكن للشركات أن تقلل أو تؤجل من دفع الضريبة.
3- **التوسع المتزايد للعولمة وتنامي مستويات إدراك المخاطر**، فالتقلبات المتزايدة في معايير السوق المالية تشجع الكيانات المختلفة على البحث عن حلول جديدة تمكنها من تقليل مستوى المخاطر. إن تصاعد مستويات تقلبات أسعار الفائدة والصرف، وحالة عدم اليقين السائدة في الأسواق، تولد من جهة احتياجات عملاء مستجدة، ومن جهة أخرى حلول إدارية مبتكرة تتبناها المؤسسات المالية الوسيطة. فبالرغم من أن حالة عدم اليقين في البيئة المالية العالمية قد تسبب في العديد من المشاكل والإظطرابات الاقتصادية، إلا أنها في المقابل وفرت حافزا كبيرا للإبتكار المالي، فقد مكن هذا الأخير المؤسسات المالية الوسيطية بسرعة من تقديم منتجات لعملائها بهدف إدارة المخاطر المستجدة أو حتى إستغلالها.
4- **المتطلبات التنظيمية الجديدة**، فقد تجبر اللوائح الجديدة المشاركين في السوق على تبني تطورات جديدة في الإدارة المالية والمحاسبة والتقارير المالية، وغالبًا ما تتخذ هذه التطورات شكل ابتكارات تكيفية تهدف إلى تحقيق الامتثال للمتطلبات التنظيمية الجديدة، على سبيل المثال الابتكارات التكيفية في شكل أنظمة جديدة للتقارير المالية.

باختصار، فالابتكارات المالية المدفوعة بالطلب تأتي كاستجابةً لاحتياجات المشاركين في السوق بهدف تلبية أهدافهم الفردية.

2.2. الإبتكارات المالية المدفوعة بالعرض:

تؤكد هذه المقاربة على دور جانب العرض حيث يتم إنشاء الإبتكارات أولا من قبل مقدمي الإبتكارات ثم يتم تنفيذها في كيانات الأعمال (المستخدمين النهائيين للإبتكارات) تسمى هذه الفئة من الحلول الجديدة بالإبتكارات القائمة على العرض ويتم تحقيقها نتيجة لعملية تتكون من ثلاث مراحل: **(1)** مرحلة

الإبداع(الإختراع)، **(2)** مرحلة الإبتكار، **(3)** مرحلة الإنتشار (التي تتحقق إما عن طريق التقليد أو تسويق الحلول المبتكرة). وقد شهد هذا النوع من الإبتكارات إنتشار كبير مع بداية ثمانينيات القرن الماضي، حيث لوحظ نشاط مكثف للمؤسسات المالية في استحداث تطورات مالية جديدة، تقدمها لعملائها بهدف زيادة ميزتها التنافسية، وهي بشكل أساسي **ابتكارات هجومية** في مختلف مجالات النشاط المالي، وتشمل أدوات ووسائل استثمارية وادخارية وتمويلية ودفعية جديدة (Dabic, González, & Cvijanović, 2011) . وفقا لهذه المقاربة هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على زيادة نشاط المؤسسات المالية في ابتكار وتنفيذ الابتكارات المالية، من أهمها (Fabozzi & Modigliani, 2003, p. 27) (Llewellyn, 2009, p. 7). (Anderloni & Bongini, 2009, p. 42) :

عولمة الأسواق المالية وتراجع دور الوساطة المالية فيها.

- إلغاء القيود وتحرير تدفقات رأس المال.
- التطور الديناميكي لتكنلوجيا الاتصالات.
- المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية.
- التركيز على النتائج المالية قصيرة الأجل.
- البحث عن مصادر جيدة للإيرادات (إلى جانب إيرادات الفوائد) .

بالرغم من الاختلافات بين نظريتي الطلب والعرض في تفسير الدوافع الرئيسية لاستخدام الابتكارات، يمكننا أن نميز بين مجموعتين من العوامل المؤثرة في عملية استحداث وتطبيق الابتكارات المالية في النظام المالي. تشمل **المجموعة الأولى** العوامل الداخلية الناشئة عن احتياجات وأهداف وقرارات وتغيرات في أسلوب إدارة المشاركين في النظام المالي (سواء المؤسسات المالية أو الكيانات الأخرى). وتغطي **المجموعة الثانية** العوامل الخارجية الناتجة عن عيوب السوق، والتغيرات في بيئة الأعمال، وتحديات الاقتصاد الحديث.

III- تصنيف ووظائف الإبتكارات المالية:

بما أن مصطلح "الابتكار المالي" محدد بوضوح ينبغي التركيز على تحليل التصنيفات التطبيقية للابتكارات المالية وتنظيمها وفقًا لأهم المعايير. مسألة أخرى يتم مناقشتها في هذا القسم وهي تلك التي تتعلق بالوظائف التي تؤديها الابتكارات المالية داخل النظام المالي الحديث. هذا التحول في التركيز يسمح لنا بالانتقال من مجرد وصف الظاهرة إلى المساهمة في فهم أسبابها وآلياتها تأثيراتها على النظام المالي في أداء وظائفه.

1. تصنيف الإبتكارات المالية:

بناءً على التحليل المقدم لتعريفات الابتكارات المالية وآلية إنشائها، يمكن ملاحظة أن الابتكارات المالية ليست مجموعة متجانسة من التطورات المالية الجديدة. لذلك، سيكون تنظيم تصنيفاتها أمرًا منطقيًا .

يمكن تصنيف الابتكارات المالية وفقًا لمعايير متنوعة، وتشمل أهم معايير(تم مناقشة معظمها في القسم الثاني أعلاه) تصنيف الابتكارات المالية ما يلي: (1) مصادر الابتكارات، (2) العوامل المؤثرة في عملية استحداث وتطبيق الابتكارات، (3) دوافع استخدام الابتكارات المالية، (4) عناصر النظام المالي التي تحدث فيها الابتكارات، (5) أنواع الابتكارات، و (6) الأصول الأساسية (في حالة ابتكارات الأدوات) (أنظر الجدول).

الجدول رقم (01): تصنيف الإبتكارات المالية

المعيار	أنواع الإبتكارات المالية
مصادر الإبتكارات	– الإبتكارات القائمة على العرض – الإبتكارات القائمة على الطلب
عوامل الإبتكارات	– الإبتكارات المدفوعة بعوامل خارجية – الإبتكارات المدفوعة بعوامل داخلية
دو افع الإبتكارات	– إبتكارات تكيفية – إبتكارات هجومية – إبتكارات دفاعية(وقائية) – إبتكارات إستجابية
عناصر النظام المالي	– إبتكارات في الأسواق المالية – إبتكارات في المؤسسات المالية – إبتكارات في الأدوات المالية – إبتكارات في التنظيمات المالية
أنواع الإبتكارات	– إبتكارات المنتجات – إبتكارات العمليات – إبتكارات تحويل المخاطر
الأصول الأساسية	– إبتكارات مرتبطة بالديون – إبتكارات مرتبطة بالأسهم

المصدر: من إعداد الباحث

تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن معايير التصنيف المعروضة أعلاه ليست متعارضة (حصرية بشكل متبادل)، وهذا يعني أنه يمكن تصنيف كل ابتكار مالي ضمن مجموعات متنوعة من الابتكارات المالية وفقًا للمعايير المختارة.

2. وظائف الإبتكارات المالية:

واحد من أهم القضايا المطروحة عند دراسة الإبتكار المالي هي تلك التي تتعلق بتصنيف وظائف الإبتكارات المالية، ونجد في هذا الصدد أنه تم الإعتماد على مقاربات مختلفة لحل هذه المشكلة .

وفقًا للمجلس الاقتصادي الكندي، يمكن تصنيف الابتكارات المالية إلى ثلاث فئات واسعة فيما يتعلق بوظائفها: **(1)** أدوات توسيع السوق، **(2)** أدوات إدارة المخاطر، و **(3)** أدوات وعمليات التحكيم. تعزز الفئة الأولى من الابتكارات المالية سيولة الأسواق المالية، وتحسن توافر الأموال للوحدات التي تعاني من عجز، كما تضمن الوصول إلى فرص استثمارية جديدة لوحدات التي تتمتع بفائض. أما الفئة الثانية من الابتكارات المالية فإنها تمكن من إعادة توزيع المخاطر المالية على المشاركين في السوق الأقل تأثرًا بها أو الأكثر استعدادا للتعامل معها. وتتيح الفئة الأخيرة من الابتكارات المالية للمشاركين في السوق الاستفادة من فروق التكاليف والعوائد بين الأسواق (Fabozzi & Modigliani, 2003, p. 27).

قام **(Llewellyn, 2009)** بتطوير منهجية مقدمة من قبل بنك التسويات الدولية (BIS) وتوسيع نطاقها، ووفقا لهذه المقاربة المعدلة يمكن للإبتكارات المالية أن تعلب الأدوار التالية (Llewellyn, 2009, pp. 5-7) :

1- **تحويل المخاطر:** من خلال تخفيض المخاطر أو الحماية ضد جميع أنواع مخاطر السوق التي تواجه المشاركين في النظام المالي (مخاطر الأسعار، مخاطر الصرف، مخاطر أسعار الفائدة أو مخاطر الائتمان)، ويتم ذلك -على سبيل المثال- عن طريق استخدام المشتقات، عمليات التوريق أو الضمانات).
2- **تسعير المخاطر:** يمكن فصل المخاطر الكامنة في أداة مالية معينة، وتسعيرها، والاحتفاظ بها، وتداولها بشكل منفصل عن المخاطر الأخرى لهذه الأداة(على سبيل المثال، من خلال المعاملات في الأسواق الثانوية لأدوات الدين المضمونة (CDOs) أو الأوراق المالية المدعومة بالأصول.(ABSs)) .
3- **تعزيز السيولة :** زيادة سيولة الأصول أو الأدوات(على سبيل المثال، من خلال عملية التوريق يمكن تداول القروض في الأسواق الثانوية مما يسهم في تحسين هيكل أصول مؤسسة الإقراض).
4- **تعزيز توليد الائتمان:** توسيع نطاق الوصول إلى أسواق الائتمان أو زيادة القدرة الائتمانية لكل من المقترضين والمقرضين. فإذا قام بنك ما، بتوريق بعض قروضه، أو أصبح مشتريًا لحماية ائتمانية، فإن قدرته الإقراضية الخاصة تزداد إما لأنه يحرر رأس مال أو لأن الصفقة تخفض من حجم الخسائر المحتملة التي قد يتكبدها في حال تعثر مقترض معين أو تدهور أداء فئة معينة من الأصول (ويتم ذلك مثلا من خلال مقايضات العجز الإئتماني "CDSs"، أدوات الدين المضمونة "CDOs ").
5- **توليد حقوق الملكية (رأس المال):** زيادة الوصول إلى التمويل عن طريق حقوق الملكية بالإضافة إلى المرونة العالية في هيكل رأس المال. ويتم ذلك -على سبيل المثال- باستخدام مقايضات الدين بالأسهم أو السندات القابلة للتحويل.
6- **التأمين:** تمكن بعض الأدوات من التأمين على المخاطر مقابل دفع قسط. (على سبيل المثال، يمكن تأمين مخاطر الائتمان من خلال إصدار مقايضة العجز الإئتماني"CDS").

7- **إدارة الأصول والخصوم:** بطريقة أو بأخرى، تعمل جميع الأدوات تقريبًا على توسيع نطاق إدارة البنوك لأصولها وخصومها من خلال توفير نطاق لإدارة المخاطر (على سبيل المثال، التوريق، شهادات الإيداع"CDS"، سندات الدين المضمونة" CDOs").

8- **تمويل المؤسسات المالية:** توسيع مصادر تمويل المؤسسات المالية (على سبيل المثال، يتيح التوريق تنويع مصادر الأموال التي تستخدمها المؤسسات المالية لتمويل أنشطتها).

إن هذا التصنيف معقد للغاية، مما قد يؤدي إلى مشاكل في تطبيقه العملي. لذا، ولتجنب هذا النوع من المشاكل، وفي الوقت نفسه أخذ الاعتبارات القائلة بأن الابتكارات المالية يجب أن تعزز كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه الأساسية، يمكن تصنيف وظائف الابتكارات المالية بنفس طريقة تصنيف وظائف النظام المالي. وفقا لهذا الاقتراح، يمكن وصف وظائف الابتكارات المالية على النحو التالي: **(1)** وظيفة الدفع (زيادة سيولة النظام المالي)، **(2)** وظيفة الاستثمار (زيادة تنوع فرص الاستثمار التي تتكيف بشكل أفضل مع ملف المخاطرة والعائد للمستثمر)، **(3)** وظيفة التمويل (زيادة توافر مصادر الأموال - سواء كانت حقوق ملكية أو رأس مال مدين، لكل من الفترات الطويلة والقصيرة)، **(4)** وظيفة التسعير (تحسين عملية تقييم الأصول وتسعير المخاطر من خلال الأساليب الإحصائية المتطورة) و **(5)** وظيفة إدارة المخاطر (زيادة إمكانيات نقل المخاطر بين المشاركين في النظام).

بغض النظر عن الاختلافات في تصنيف وظائف الابتكارات المالية، يجب أخذ مشكلتين رئيسيتين في الاعتبار عند تحليل تأثير الابتكارات المالية على النظام المالي - التغيرات المحتملة في كفاءته واستقراره (Llewellyn, 2009, p. 23). بحيث يجب أن تحقق الابتكارات المالية فوائد في تقليل العناصر السلبية للنظام المالي من خلال: خفض مستوى المخاطر، وسد فجوة المعلومات، وتقليل تكلفة المعاملات، وتقليل المدفوعات الضريبية. وفي الوقت نفسه، يجب أن تعزز العناصر الإيجابية للنظام المالي من خلال: الحفاظ على استقراره، وزيادة كفاءته في أداء وظائفه الأساسية، وتوفير خدمات وأدوات تتناسب بشكل أفضل مع احتياجات وأهداف المشاركين في النظام.

بالإضافة إلى ذلك، فإنه يمكن تحليل آثار الابتكارات المالية من منظور زمني. فالابتكارات قصيرة الأجل تُحقق فوائد مؤقتة لمستخدميها، بينما تُسبب في الوقت نفسه آثارًا سلبية على المشاركين الآخرين في السوق. من ناحية أخرى، تُحسّن الابتكارات طويلة الأجل كفاءة النظام المالي بشكل عام. في ذات السياق، هنالك مشكلة أخرى نوقشت على نطاق واسع في الأدبيات ذات الصلة، وهي تلك التي تتعلق بالنتائج التطبيقية للإبتكارات المالية، فغالبا ما تكون هذه الأخيرة غامضة وغير واضحة. فعلى الرغم من أن الابتكارات المستدامة تساعد النظام المالي على أداء وظائفه الأساسية بتكاليف أقل وكفاءة أعلى. ولكن ليس لكل التطورات الجديدة هذا التأثير الإيجابي على النظام المالي. فبعضها له آثار جانبية غير متوقعة وغير مرغوب

فيها، مما يؤدي إلى عدم استقرار النظام المالي وزيادة مستوى المخاطر المالية. (Anderloni & Bongini, 2009, p. 42) (Lumpkin, 2010, pp. 92-94) . وبالتالي يجب إيجاد توازن مناسب بين السماح للمؤسسات والأسواق المالية بأداء وظائفها وكذا الحفاظ على سلامة النظام المالي. إن مثل هذه المقاربة تتطلب، أولًا ضمان وجود القواعد الازمة لضبط السوق وتحسينه، ثم إنشاء هيكل ملائم لمراجعة الابتكارات المالية. الخطوة الأولى في هذه العملية تتمثل في المراقبة، مع التركيز بشكل خاص على بعض التطورات التي تُنذر بالخطر والتي ارتبطت بمشاكل سابقة. أما الخطوة التالية فتتضمن تحليلًا دقيقًا، يتطلب من الجهات التنظيمية والإشرافية امتلاك الخبرة والمهارات اللازمة لفهم الإبتكارات التي قد تبدو معقدة.

IV- الخاتمة

يتميز النظام المالي الحديث بوتيرة عالية من الابتكارات التي يمكن أن تحدث في أي من عناصره: الأسواق، والمؤسسات، والأدوات، واللوائح التنظيمية. ويمكن تصنيف الابتكارات المالية الملاحظة في النظام المالي وفقًا لمعايير متنوعة، مما يشير إلى عدم تجانسها. وعلى الرغم من الاختلافات في التصنيفات المطبقة، تركز نظرية الابتكارات المالية بشكل أساسي على تأثيراتها على النظام المالي.

إن الابتكارات المالية المستدامة ضرورية، لأنها تعزز كفاءة النظام المالي، وبالتالي يمكنها تحسين النمو الاقتصادي وزيادة الثروة الاجتماعية. ومع ذلك، قد تُخلّف بعض الابتكارات المالية- خاصة قصيرة الأجل- آثارًا جانبية سلبية على النظام المالي، فهي قد تعود بالنفع على بعض المشاركين بينما تلحق الضرر بفئات أخرى.

إن بعض الإبتكارات المالية قد تخلف آثارًا جانبية مفاجئة وسلبية، تفضي إلى زعزعة استقرار النظام المالي وتفاقم المخاطر المالية. لذا ينبغي التحكم الشامل في الابتكارات المالية الضارة والقضاء عليها من خلال الإجراءات المناسبة التي تتخذها المؤسسات التنظيمية. وعليه، فإن الاستفادة الفعالة من أي ابتكار مالي تستوجب إلمامًا واسعًا بطريقة عمله ودراسة متأنية لعواقبه المحتملة.

يشير هذا البحث، أن مشكلة الابتكارات المالية ودورها في النظام المالي شديدة التعقيد ويمكن أن تكون موضوعًا مهمًا ومثيرًا للاهتمام لمزيد من البحث، سواء النظري أو التجريبي.

V- المراجع:

- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. Dans A. P, & D. S, *Handbook of Economic Growth* (p. 865 934). Amsterdam: North Holland.
- Błach, J. (2011). Financial Innovations and Their Role in the Modern Financial System – Identification and Systematization of the Problem. *Financial Internet Quarterly, 7*(3), 13 26.
- Ehrhardt, M., & Brigham, E. (2009). *Corporate Finance: A Focused Approach* (éd. 3). Cengage Learning.

- Hartmann , P., Heider, F., Elias , P., Marco , L., & Lo Duca, M. (2007). *THE ROLE OF FINANCIAL MARKETS AND INNOVATION IN PRODUCTIVITY AND GROWTH IN EUROPE*. Frankfurt Germany: European Central Bank. Récupéré sur http://ssrn.com/abstract_id=1005850.
- Tufano, P. (2003). Financial Innovation. Dans G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, p. 307 355). Elsevier.
- Anderloni, L., & Bongini, P. (2009). Is Financial Innovation Still a Relevant Issue? Dans L. Anderloni, D. Llewellyn, & R. Schmidt, *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking* (p. 41 62). Edward Elgar Publishing.
- Błach, J. (2011). Financial Innovations and Their Role in the Modern Financial System dentification and Systematization of the Problem. *Financial Internet Quarterly, 7*(3), 13 14.

Bodie, Z., Merton, R., & Cleeton, D. (2009). *FINANCIAL ECONOMICS* (éd. 2). New Jersey: PEARSON Prentice Hall.

- Dabic, M., González, M., & Cvijanović, V. (2011). Keynesian, post-Keynesian versus Schumpetenan, neo-Schumpeterian An integrated approach to the innovation theory". *Management Decision, 49*(2), 195 207.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice.* (2, Éd.) John Wiley & Sons.
- ECB. (2013, February). *Financial innovation and monetary policy*. Récupéré sur European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030213.en.html
- ECB. (2013, September 10). *Financial Structure*. Récupéré sur European Central Bank: http://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/structure/html/index.en.html
- Fabozzi, F., & Modigliani, F. (2003). *Capital Markets: Institutions and Instruments* (éd. 3). Pearson Education International.
- Frame, S., & White, L. (2012). Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking. Dans A. Berger, P. Molyneux, & J. Wilson, *Oxford Handbook of Banking* (p. 486 507). Oxford University Press.
- Khraisha, T., & Arthur, K. (2018). Can we have a general theory of financial innovation processes? A conceptual review. *Financial Innovation, 4*(4), 1 27.
- Llewellyn, D. (2009). Financial innovation and the economics of banking and the financial system. Dans L. Anderloni, D. Llewellyn, & R. Schmidt, *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking* (p. 1 40). Edward Elgar Publishing.
- Lumpkin, S. (2010). Regulatory Issues Related to Financial Innovation. *OECD Journal: Financial Market Trends*(2), 91-121.
- Mishkin, F. (2008). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets.* (7, Éd.) Pearson.
- Mutlu, B., & Alpay , E. (2003). Design Innovation: Historical and Theoretical Perspectives on Product Innovation by Design. *the 5th European Academy of Design Conference*. Barcelona.
- OECD. (2005). Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data. Eurostat.
- Pantalone, C., & Welch , J. (1987). Innovative Financing. How New Financial Strategies Have Reshaped American Business. *Financial Executive*(4), 33 35.

Pantalone, Jonatha.B, Welch Coleen.C .(1987) .Innovative Financing. How New Financial Strategies . *Financial Executive*.(4)*3* ،

- Swap, W., & Leonard, D. (1999). *When Sparks Fly: Igniting Creativity in Groups.* Boston Massachusetts: Harvard Business School Press.
- *The American Heritage Dictionary of the English Language* (éd. 4). (2000). United States: Houghton Mifflin Company.