

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

هل الابتكارات المالية نعمة أو نقمة؟

الأستاذ الدكتور: زايري بلقاسم

جامعة وهران

الملخص:

أدى انتعاش طفرة المنتجات المالية في العالم في العقود الأخيرة نتيجة ما عرفه النظام المالي من ابتكارات مالية إلى طرح تساؤلات عديدة حول أثر هذه الأدوات المالية على بنية النظام المالي و استقراره. و من أجل محالة حصر إيجابيات و سلبيات هذه الابتكارات حاولت العديد من الأدبيات تقديم تأصيل نظري يحاول ربط وفرة هذه المنتجات بما أطلق عليه في بعض الأبحاث "لعنة الموارد" كإشارة إلى الدول الغنية بالموارد الطبيعية. و تحاول هذه الورقة البحثية تحليل مدى مصداقية هذه الأطروحات حول "لعنة الابتكارات المالية" و تقديم أهم التبريرات لنوعين من المقاربات النظرية بعضها متحمس و مؤيد لمثل هذه الابتكارات و بعضها الآخر مشكك و معارض لمثل هذه الابتكارات. و من نتائج هذه الورقة تحليل مستقبل هذه الابتكارات في ظل الأزمات المالية و محاولة إيجاد بعض التوافقات الدولية لضبط و إيجاد بعض اللوائح و التوجيهات و الاسترشاد ببعض المعايير التي تعمل على كبح الآثار السلبية لمثل هذه المنتجات المالية الجديدة لضمان استقرار النظام المالي الدولي.

Avec le boom des produits financiers dans le monde au cours des dernières décennies, résultats des innovations financières du système financier, Plusieurs chercheurs ont posé de nombreuses questions sur l'impact de ces instruments financiers sur la structure et la stabilité du système financier mondiale. Et afin de limiter les avantages et les inconvénients de ces innovations, Plusieurs littératures ont fourni un encrage théorique qui essaie de lier l'abondance de ces produits, ce que la recherche a appelé la «malédiction des ressources» pour les pays trop dépendante des ressources naturelles. Dans ce cadre, notre contribution va tenter d'analyser la crédibilité de ces thèses sur «la malédictions des innovations financières», et fournir des justifications les plus importants pour deux types d'approches théoriques, Certains partisans de ces innovations et d'autres sont sceptiques et opposés à de telles innovations. Parmi les résultats de cette contribution est d'analyser l'avenir de ces innovations à la lumière de la crise financière, et les tentatives mondiales pour trouver un consensus pour réguler le fonctionnement de ses innovations par des règlements et directives qui assurent la transparence et la gouvernance du



systeme financier international pour Limiter les effets négatifs de ces nouveaux produits financiers et assurer la stabilité du système financier international.

المقدمة:

عرف العالم في العقود الأخيرة تشكيلة متنوعة من المنتجات و الابتكارات المالية أكثر ما توصف به أنها منتجات " جد معقدة "، و كانت عاملا أساسيا و محوريا في حدوث الأزمة المالية الأخيرة بالولايات المتحدة (أزمة الرهن العقاري) و انتقال العدوى إلى مناطق أخرى من العالم. إلا انه إذا ما ابتعدنا نوعا ما عن مثل هذه الاتهامات، فان هذه المنتجات المالية ساهمت بشكل مباشر و غير مباشر في إعادة بناء تشكيلة و طبيعة المنظومة المالية الدولية و محركاتها، و دفعت بالعديد من السياسات الحكومية إلى محاولة إدماج هذه الابتكارات ضمن النسيج المالي للعديد من الدول حتى تستطيع الاستفادة من حجم التدفقات المالية المعتبرة التي تنتقل عبر قنوات و شبكات جد معقدة من خلال استعمال مثل هذه الابتكارات و المنتجات المالية.

و نشير إلى أننا لا نملك لحد الآن أرقام محددة تعبر حقيقة عن النمو الانفجاري في حجم هذه الأدوات المالية الجديدة، و ما يقدم من معطيات فهي مجرد أرقام تقريبية لا تعبر حقيقة عن وزنه الحقيقي على مستوى مختلف الأسواق المالية و المصرفية و في مختلف المراكز المالية الرئيسية في العالم. ان التطور المفاجئ و السريع في بنية المنظومة المالية الدولية و عملية الإحلال المستمرة من خلال استعمال التقنيات الحديثة لأدوات تقليدية تعود الجميع عليها سواء كانوا من أهل الاختصاص أو أناس عاديين، إلى أدوات أكثر تعقيدا و أكثر انعكاسا لما يطلق عليه في الأدبيات الكثيرة بالعمولة المالية، رغم أنها تبين لنا مدى قدرة الإبداع و الرغبة في روح الابتكار لدى شريحة كبيرة من علماء القطاع المصرفي في العديد من المراكز المالية المهمة في نيويورك بالولايات المتحدة (وول ستريت) و لندن و غيرها، إلا أنها تطرح تساؤلات كثيرة لدى الباحثين في مجال التمويل الدولي، و لكن كذلك لدى أصحاب القرار الذي يحاولون باستمرار و بكل جدية استيعاب الواقع الجديد من خلال العديد من المتتديات و التجمعات الاقتصادية و حتى على مستوى



المؤسسات المالية الدولية (مثل صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية...الخ)، و كذلك الاسترشاد ببعض التوجيهات التي تساعد على توسيع الاستفادة القصوى من المكاسب المنتظرة و الناتجة عن استعمال هذه المنتجات، و تجنب المخاطر التي يمكن ان تعرض استقرار النظام المالي الدولي إلى كارثة حقيقية لا تستطيع السياسات المالية و النقدية تفادي آثارها السلبية المدمرة.

إن التساؤلات التي تطرحها المنتجات المالية لا تتوقف فقط عند مسألة الربح و الخسارة بالنسبة للدول الرائدة، و إنما تجاوزت هذا التوصيف الجغرافي لتشمل كذلك دول أخرى أدركت ان هناك فجوة بينها و بين تلك الدول الصناعية التي كانت سباقة في الاستفادة من مكاسب التحولات المالية الدولية الراهنة. هذه التساؤلات المشروعة مرتبطة بمدى قدرة هذه الدول في تفكيك المنظومة الكلاسيكية كما وصفناها و استبدالها بمنظومة جديدة. ان هذا الطموح ينحصر فقط في عملية تجميلية تقتصر فقط على مجرد تبني أدوات مجردة و لا يتميز بالنظرة الشاملة للتغيير التي تحتاج إلى منظومة متكاملة من المؤسسات القانونية و البنية الجيدة من المؤسسات المصرفية و الإدارية و الموارد البشرية عالية التكوين و المؤسسات الثقافية و الاجتماعية الرافدة و المرافقة لعملية التغيير، مما يطرح تحديات كبيرة على المدى القدرة حول مدى قدرة هذه الدول على التكيف مع هذه البيئة الجديدة و ما هو حجم التكلفة المتعلقة بعملية الانتقال الكامل و ما هي المكاسب المنتظرة من طرف أصحاب المصالح.

أما على المستوى الأكاديمي، فقد حاول العديد من الباحثين و المتخصصين فهم آليات و آثار هذه المنتجات و الابتكارات المالية، حيث كان الاعتقاد السائد هو مدى "تعظيم" هذه المنتجات و اعتبارها الأدوات "السحرية" و أنها تعبر حقيقية عن "الهدم الخلاق" للعقلية البشرية حسب مفهوم شومبيتر. و لكن مع ظهور الأزمة المالية بدأت هذه التوصيفات تتناقض لتحل محلها لغة جديدة أكثر عنفا و أكثر نقدا لهذه المنتجات، لتصفها على أنها "الخراب" و أنها "السبب في كل ما يحدث" و أنها "أسلحة للدمار الشامل" أو أنها "لعنة أو نقمة" أو "العبث



المالي"، وأصبح مفهوم نقمة المال أو نقمة الابتكارات أو المنتجات المالية الجديدة يحظى بتأييد واسع لدى شريحة كبيرة من المتخصصين في مجال التمويل الدولي، وأصبح ينافس العديد من المصطلحات المالية التي تزخر بها القواميس. ولقد أكدت أزمة الرهن العقاري محدودية و خلل النظام الماليان استقرار المعاملات المالية يحتاج إلى دليل استرشادي لضبط عمل هذا النظام ووضع خطوط حمراء لا يمكن ان يتم تجاوزها، وهذا لا يتماشى مع فلسفة و جوهر عمل النظام الاقتصادي الحر الذي يؤمن منذ ادم سميث بمنطق "التصحيح التلقائي"، مما دعا صندوق النقد الدولي و رؤساء العديد من الدول بوضع أدوات رقابية جد صارمة و مجموعة من اللوائح تكون في حالات عديدة جد مفرطة و يمكن ان تؤثر بشكل سلبي على عملية الابتكار في المستقبل، و ذلك من أجل كبح التجاوزات التي تحدث في بنية النظام المالي الدولي، و هل يكون ذلك وسيلة للسيطرة على رغبة الابتكار لدى العديد من الباحثين في المجال المالي و المصرفي أم انه رغبة للحد أو السيطرة على الجشع الذي يتنامى مع الرغبة في الاستفادة من أفكار الإبداع المالي.

وفي ظل هذا الجدل الدولي و المؤسساتي، انتقل مستوى النقاش الأكاديمي بين العديد من الباحثين إلى محاولة تفسير ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية و في مناطق أخرى عبر فترات زمنية طويلة و هذا من خلال إسقاط بعض المفاهيم التي استعملت في فترات زمنية لشرح بعض الظواهر المرتبطة بمستوى اعتمادية الدول على مصدر إنتاجي واحد متمتع عادة ما يكون عبارة عن موارد طبيعة (نفط، غاز...) أو تحويلات مالية، أو منتجات زراعية. و في هذا المجال تم استعمال مفهوم جديد كما ذكرناه سابقا هو "لعنة أو نقمة الابتكارات أو المنتجات المالية" أو "لعنة المال" و تحاول هذه الأدبيات محاكاة ما جرى في هولندا مباشرة بعد اكتشاف الموارد الطبيعية و أصبح قطاع الموارد الطبيعية هو القطاع المتمتع مما اثر على القطاعات الأخرى، و كانت له تداعيات كبيرة على التنافسية و على سوق العمل و على قيمة العملة. و توسع مجال البحث ليشمل أعراض أخرى أكثر ارتباطا بالفساد و السلوكيات الريعية و مظاهر التبذير و الهدر المالي و مكافئات عوامل الإنتاج التي لا تعبر حقيقية عن التكلفة الحقيقية لهذه العناصر، و



امتد الجدل و النقاش العلمي إلى مدى علاقة استغلال الموارد الطبيعية مع مستوى الانفتاح السياسي و حجم التوترات السياسية و الاحتجاجات و الحروب و الانقلابات...الخ.

و تحاول هذه الورقة البحثية تحليل مستوى الجدل الذي يدور حول السؤال المتعلق بهل يمكن اعتبار الابتكارات و المنتجات المالية "نعمة" أم نقمة". و عن أسباب تأخر ظهور مثل هذه المفاهيم في مجال أصبح يمثل القاعدة الأساسية لتطور المنظومة السوقية في الدول المتطورة و الدول الناشئة و حتى بعض الدول الخليجية التي أصبحت تعتمد بشكل كبير على الخدمات المالية كركيزة أساسية للتنوع الاقتصادي. و إذا كان هذا المفهوم يعبر حقيقة عن الواقع الراهن للعملة المالية فما هي جوانب الخلل في عمل هذه المنتجات ؟. و ما هي قدرتها على تقديم صورة واضحة عن آليات و عمل المنتجات المالية؟. و لماذا تأخر العالم عن استيعاب حقيقة المنتجات المالية؟.

1- وزن المنتجات المالية في ظل التحولات المالية الدولية:

ترافق نمو "العملة المالية" مع ظهور كبير و معتبر من المنتجات المالية نتيجة للابتكارات أو التجديدات أو ما يطلق عليه "الهندسة المالية". و لقد أدى هذا التنوع في المنتجات التي تتميز بتعقيدها الفني و بارتفاع درجة مخاطر استخدامها إلى "سيطرة القطاع المالي" حسب تعبير جوزيف أي ستيفليتز، رئيس مجلس المستشارين الاقتصاديين في عهد الرئيس الأمريكي بيل كلينتون، كما أدى من جهة أخرى إلى زيادة الطلب على هذه المنتجات من طرف المستثمرين إلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة على مستوى أسواق الوساطة المالية (البنوك و الأسواق المالية). و من بين أهم هذه الأدوات الجديدة نشير إلى ما يطلق عليها بالمشتقات المالية إضافة إلى عقود الاختيار بمختلف أشكالها و أنواعها، و العقود المستقبلية و عقود المبادلات.

و لقد شهدت السنوات الأخيرة طفرة كبيرة على صعيد الابتكارات المالية، ساعدت من وجهة نظر العديد من الباحثين في خلق مظاهر للازدهار و الكساد في وقت واحد (جون أوثرز، 2013). و لا زال حجم الابتكار المالي يحظى بنسبة كبيرة من نشاطات البحث و التطوير على

مستوى المؤسسات المالية (و خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة)، مما يبين على الرغبة المتزايدة من طرف هذه المؤسسات في مزيد من الابتكار مما شكل حافزا قويا للنشاط المالي في ظل العولة المالية. و هذا التوجه من طرف هذه الدول ليس بغريب في الوقت الذي أصبحت فيه المصارف تسعى إلى تحقيق أكبر ربحية ممكنة. و لقد تزايد حجم التعاملات في هذه المنتجات المالية الجديدة و خاصة بالمشتقات و هي أنواع متعددة أهمها ما يطلق عليها " العقود المستقبلية " (Futures) و "الخيارات" (Options)، و هناك أشكال فرعية أخرى و تظهر أهمية المشتقات في انه يتم تداولها على أساس ما يسمى التعامل بالهامش (MarginTrading). و أصبح العالم مع تنامي حجم هذه الابتكارات من طرف مؤسسات استثمارية عملاقة أمام واقع جديد يتميز إضافة إلى وجود مثل هذه التشكيلة المعقدة من الأدوات المالية أمام "أسواق مغتربة بصورة متزايدة، و في أسواق غير منظمة بصورة متنامية، و يتضمن رافعة مالية كبيرة جدا هذا معناه ببساطة شديدة أن هناك كيانات ضخمة أصبحت قادرة على خلق سيولة، و أن هذه السيولة تتم بمعدلات لا يمكن التهوين من شأنها أو الاستهانة بها، و أنها لا تخضع لرقابة من جانب أي طرف حتى الآن هذا هو العيب أو القصور في بنية النظام المالي الدولي الراهن " (جودة عبد الخالق،). إلى جانب هذه الطفرة في الأصول المالية و المنتجات المالية الجديدة، دخلت استثمارات مؤسساتية جديدة مجال المنافسة، كما اتسعت دائرة نشاط شركات السمسرة و المضاربة و الوساطة المالية و صناديق المضاربة و شركات رأس المال الخاص.

و لقد ساهم الابتكار المالي بشكل كبير في توفير تشكيلة متنوعة من الأدوات ساعدت على تحقيق العديد من المكاسب لمستعمليها من الدول أو الأفراد، كما أدى استخدام هذه الأدوات إلى تحسين العديد من الخدمات المصرفية و المالية، و كانت مصدر لراحة و رضا العديد من الزبائن و المستثمرين، إضافة إلى أنها ساهمت في تقليص تكلفة الخدمات و الصفقات و المعلومات. و رغم هذه المزايا و المنافع فهناك من يرى أنها تورطت بشكل كبير في العديد من الأزمات المالية و الفضائح المالية التي عرفتها كبرى المصارف و المؤسسات المصرفية.



2- جدل حول الابتكار المالي: هل هو نعمة أم نقمة؟

هل الابتكار المالي شيء إيجابي أم سلبي؟. و هل بعد التحولات الجذرية التي عرفتھا المنظومة المالية الدولية الحذر من التجديدات و الابتكارات المالية. لو قمنا بإحصاء حجم ما كتب و قيل عن الابتكارات المالية، فان الاتجاه الذي يرى أنها قنوات إيجابية يظهر انه هيمن لعقود على مستوى التأصيل النظري و التطبيق العملي، و لكن لكل شيء استثناء، و الخدمات المالية لا تخرج عن هذه القاعدة. و يدور النقاش العلمي على مستوى الأدبيات الاقتصادية و المالية المتعلقة بالدور الذي تمارسه الابتكارات و المنتجات المالية حول تيارين متعارضين و هذا أمر بديهي و منطقي نظرا لعدم القدرة على قياس أثر الابتكارات و المنتجات المالية على الرفاهية الاقتصادية، كما ان هناك رغبة ما زالت قائمة و مستمرة منذ مدة طويلة لدى العديد من الباحثين و الممارسين من اجل تقديم أدلة مقنعة حول فائدة هذه الابتكارات. و يرى التيار المؤيد ان الأدوات المالية الجديدة حصيلة مجهودات كبيرة من الابتكار تعمل على تخفيض تكاليف العمليات و تكلفة المعلومات، و تجعل الأسواق كفوءة، و تساعد على حل المشكلات الاجتماعية و تساهم في النمو الاقتصادي. كما ان دورها في مجال إدارة المخاطر يأخذ ثلاثة أشكال، إمكانية تنويع المخاطر مما يسمح بالاستثمار في مشاريع جد خطيرة، إمكانية تحويل الخطر ما بين الأجيال و السيولة. و على هذا الأساس، نجد ان العديد من الدراسات التجريبية تؤكد على الدور الإيجابي للتجديدات و الابتكارات المالية في تعزيز النمو الاقتصادي، و ذلك من خلال وجود علاقة سببية بين حجم القطاع المالي و النمو الاقتصادي في عينة تتكون من 77 دولة خلال الفترة 1960 و 1989 (king& Levine,1993). كما قامت أبحاث أخرى بطريقة مباشرة باختبار العلاقة على مستوى القطاعات الصناعية من خلال التمييز بين الصناعات الأكثر استهلاكاً للتمويل الخارجي، و الصناعات الأقل استهلاكاً للتمويل الخارجي و تبين هذه الدراسات التجريبية ان الصناعات تتطور بشكل أسرع في الدول التي تتميز بوجود نظام مالي تتطور (Rajan&Zingales, 1998) و (Wurgler, 2000). أما إذا أخذنا بعين الاعتبار المواقف



السياسية المؤيدة، نشير في هذا المجال إلى ما قاله الرئيس السابق للاحتياطي الفيدرالي ألان جرينسبان (Alan Greenspan) الذي أكد على أن " الابتكار المالي كان يعمل على توزيع المخاطر على أولئك الأقدر على تحملها ضمن النظام المالي " (جون بلندر، 2009). كما أن النظام المالي من خلال التجديدات المالية سيساعد على اتخاذ قرارات متعلقة بالادخار والاستثمار و بالتالي على النمو اعتمادا على الوظائف الخمسة الأساسية: إنتاج المعلومات من أجل تخصيص رأس المال ما بين مختلف فرص الاستثمار، مراقبة (Monitoring) الاستثمارات، تنويع وإدارة المخاطر، تعبئة الادخار و تسهيل مبادلات السلع و الخدمات. كما يمكن للابتكارات المالية أن تساعد على "زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية" (أحمد قندوز، عبد الكريم، 2010). و نشير إلى أنه رغم أهمية ما كتب حول آثار الابتكارات المالية يبقى أقل من المستوى الذي يطمح إليه المستعملون و المتخصصون و حتى أصحاب القرار السياسي و هذا ما أكد عليها العديد من الباحثين مثل (Scoott Frame W, 2006) من خلال دراسته القيمة و التي عنوانها "الدراسات التجريبية حول الابتكار المالي: الكثير من الكلام و القليل من التطبيق".

أما التيار المعارض ، فيشكك في الأدلة التي يستند عليها التيار المتعاطف مع الأدوات و المنتجات المالية الجديدة، و يركزون على قضية التكاليف الواضحة، و في هذا المجال نشير إلى ما قاله جالبرايت (John Kenneth ،Galbraith) في كتابه "تاريخ قصير من النشاط و الخفة" على الدور السلبي للدين " يتضمن كل الابتكار المالي، بشكل أو بآخر، خلق الدين المضمون بملاءة أكبر، أو اصغر من جانب الموجودات الحقيقية. و تضمنت جميع الأزمات دينا أصبح بصورة أو بأخرى خارج نطاق الحجم المقبول، و ذلك بصورة خطيرة، مقارنة لما يتوافر من وسائل للسداد" (جون بلندر، 2009). كما قال في يوم من الأيام بول فولكر (Paul Volcker)، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي السابق للولايات المتحدة الأمريكية و هو يدعو المصرفيين إلى الاستيقاظ و التنبه للعواقب السلبية للابتكارات "أود أن يعطيني أي شخص دليلا



يربط بين الابتكار المالي بأي فائدة للاقتصاد" (جون أوثرز، 2013). كما يشير هؤلاء المعارضين إلى مساهمة الابتكار المالي في هشاشة النظام المالي، وبتالي تطرح إشكالية كيف يمكن إدارة كثافة الابتكار المالي. كما ان زيادة نمو المشتقات المالية قد يؤدي إلى ثقة مفرطة في هذه الابتكارات، فالسيارات القوية و الحديدية و التي تتميز بتقنيات عالية قد تمنح صاحبها مزيد من الإفراط في الثقة تجعله يزيد من السرعة بشكل مفرط. و يعزز هذا المثال بين السلامة التي يبحث عنها مستعملو المشتقات المالية و سلامة الطرق، مما يتطلب ضرورة وجود قوانين تضبط هذا الإفراط مثل ما يتطلب الإفراط و الثقة في الابتكارات المالية وجود قوانين تفرض نوع من الخطوط الحمراء بالنسبة لمن يستخدم هذه الأدوات. و لقد تضخمت و تشابكت هذه المنتجات و تجاوزت مئات المليارات من الدولارات (ألف تريليون دولار في العالم) في حين بلغ الناتج المحلي الإجمالي العالمي سبعين تريليون دولار أمريكي، و بما أن "المشتقات هي بيع و شراء لحقوق وهمية فقد كانت برأي العديد من المحللين اقرب ما تكون إلى القمار من أي عمل آخر، الأمر الذي دفع الكونجرس الأمريكي في مداولاته في بداية التسعينات إلى البحث في إصدار قانون يمنع فيه التعامل بالمشتقات المالية على هذا الاعتبار" (عدنان معمر، 2008)، و لكن كل ما قام به الكونجرس في هذا المجال ذهب هباء منثورا مع إقرار "ألان جرينسبان" رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي آنذاك لسوق التعامل في المشتقات و شجع عليها بدافع أنها تقوم بتنشيط سوق المخاطر الإدارية. و في هذا المجال، قامت العديد من الشركات الاستثمارية بابتكار أشكال جديدة و متنوعة من المشتقات مما أدى إلى مزيد من التعقيد و لهذا " كثيرا من الأدوات المبتكرة تعد سيفاً ذو حدين، فالبطاقات البلاستيكية التي تفيد زبائن البنوك بطرق متعددة، يمكن ان تؤدي إلى زيادة المديونية التي تعد مشكلة اجتماعية متزايدة، و يمكن استخدام المشتقات للإسراف في الإنفاق، أو للتحوط، و تم تطوير مقايضات العجز الائتماني كضمان لحماية المستثمرين من الإخفاق في سداد الديون، أو دفع قيمة السندات" (جون بلندر، 2009). و تشير بعض المعطيات ان ميزانية شركة "ليمان برذرز" تذكر في الصفحة 62 من ميزانيتها تحت بند

"حسابات جانبية" إلى وجود مبلغ 768 بليون دولار كنشاطات تعاقدية متحققة من خلال المشتقات المالية" (عدنان معمر، 2008). و لقد وصف رجل الأعمال الأمريكي المعروف "وارت بوفيت" المشتقات المالية بأنها "سلاح الدمار الشامل في عالم المال"، مما يدل على استناد المنظومة المالية إلى عالم افتراضي اثر بشكل كبير و سلبي على الاقتصاد العالمي. كما يشير الاقتصادي بيرتون مالكيل (Burton Malkiel) على أن "الابتكارات أداة تم تصميمها لتقليل المخاطر ولكنها تحولت إلى وحش كاد يدمر النظام المالي برمته". و تتزايد في ظل هذه الطفرة من الأدوات و الابتكارات المالية احتمالات حدوث الأزمات المالية و التي يعجز النظام المالي مهما كان مستوى الابتكار من خلال الهندسة المالية عن مواجهتها، حتى ان هذا النظام في حد ذاته أصبح يعاني العديد من المشاكل البنوية التي تحتاج إلى حلول و ربما يعود هذا الخلل في انعدام معايير الحوكمة و الشفافية، و ما لم يتم لجم هذا القصور في طبيعة النظام المالي الراهن فانه سيصبح ضحية أزمات مالية ربما اشد مما عرفه العالم في عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية. و هكذا أصبح النظام المالي الحديث بآلياته و أدواته الحديثة أقرب إلى ما أطلق عليه كينز في الثلاثينات "اقتصاد الكازينو".

3- لماذا يتم توصيف الابتكارات المالية على أنها " لعنة أو نقمة":

مباشرة بعد حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، و حدوث الانفجار الكبير في الفقاعات شعر الكثير من الباحثين البارزين بعدم الانسجام و الاتساق ما بين المنظومة المالية و الابتكار أو المنتجات المالية الجديدة. و على هذا الأساس، عبر الاقتصادي جون كينيث جالبرايت عن هذه الحقيقة بكل صراحة و موضوعية عندما أشار إلى ان " كل أداة مالية جديدة هي دون استثناء تغيير بسيط في تصميم راسخ يستمد سمته المميزة له من قصر الذاكرة المالية... وان عالم التمويل يعمل على تكرار ثنائه على الإبداع، و غالبا ما يكون ذلك في صورة اقرب قليلا إلى عدم الاستقرار" (جون بلندر، 2009).



و لقد أثار العمل الذي صدر مؤخرا عن *Tax Justice Network* والذي ألفه كل من *Nicholas Shaxson* و *John Christensen* حول "لعنة المالية" (*FinanceCurse*) جدلا و نقاشا كبيرين حول إشكالية هل الابتكار و التجديد المالي نعمة أو نقمة؟. و تكمن الفكرة الأساسية للعمل ان المالية ليست سيئة في حد ذاتها، و لكنها تؤدي في الأماكن التي تتوسع و تنتعش فيها ما يعادل نقمة الموارد الطبيعية. ولهذا، فانه عند مستوى معين فان نمو القطاع المالي يمكن ان يكون عنصر غير مرغوب فيه و بالتالي تكون له أعراض سلبية، و يعد التحرير المالي من بين أهم العناصر التي أدت إلى تضخم القطاع المالي، و إبعاده عن القيام بوظائفه المفيدة و تحويله إلى "نقمة حقيقية". و يبين العمل ان الدول التي تتمتع بتواجد قوي و كثيف لقطاعات الموارد الطبيعية و المالية نتيجة التجديدات و الابتكارات المالية و توسع المعاملات المالية من خلال مختلف المنتجات المالية هي الدول التي سوف تتعرض لبعض الأعراض السلبية متشابهة مع أعراض الدول التي تعتمد بشكل كبير على الموارد الطبيعية، حيث يتميز كلا الوضعين بمستوى عالي من هيمنة المالية (*Financiarisation*) و تطور أعراض العلة الهولندية، هروب الموارد البشرية، تزايد مظاهر اللامساواة و الفقر، ارتفاع في مستوى الفساد و تفشي الرشوة و تزايد سلوكيات البحث عن الربح. كما ان الدول التي تعتمد على الصناعة المالية تتواجد في مستويات متدنية ضمن تصنيفات مؤشر التنمية البشرية مقارنة بمستوى ناتجها المحلي الإجمالي حسب كل فرد. و هذا ان دل على شيء فإنما يدل على عدم قدرة هذه الدول في ترجمة ما تملكه من ثروات إلى رفاهية حقيقية، مستويات جيدة من التعليم، و تغطية صحية و إلى تطور حقيقي في مستوى التنمية البشرية، و عندما تعجز السياسات الحكومية في التحكم في هذه الصناعة المتنامية الحجم من خلال آليات شفافة و منضبطة، فان الابتكار المالي يتحول من نعمة (أدوات للتوزيع، التنظيم و تقييم الاستثمارات) إلى نقمة و يصبح الاقتصاد اقل تنوعا و تدور كل مفاتيح التنمية و الرفاهية حول المؤسسات المالية، و تتحول القرارات السياسية لتتكيف مع الواقع الاقتصادي الجديد. و يقدم *Nicholas Shaxson* و *John Christensen* (2013) بعض التبريرات التي تؤكد على



الآثار السلبية التي تنتج عن التجديدات و الابتكارات المالية. و من بين أهم الإخطار التي يشير إليها الباحثان نذكر:

أولاً: كبح النمو الاقتصادي: تؤدي المالية عند مستويات معينة إلى آثار سلبية بالنسبة للنمو الاقتصادي، و من اجل التأكيد على هذه الفرضية يشير الباحثان إلى العديد من الدراسات، أشهرها تلك الدراسة التي قدمها صندوق النقد الدولي بعنوان (*Too Much Finance ?*) (2012)، و التي من بين نتائجها ان الارتباطات الخاصة بالآثر الايجابي لتواجد المالية على النمو الاقتصادي ليست دائماً ذات معنوية إحصائية عندما يتجاوز القرض للاقتصادي معدل 42 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، و يصبح سلبي عندما يصل هذا المستوى إلى 90 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي و يصبح سلبي و ذو معنوية إحصائية عندما تصل حجم المساهمة إلى 113 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. و تتكون قائمة الدول التي تتجاوز هذا المستوى الأخير كل الدول التي تأثرت بشكل كبير بالأزمة المالية الأخيرة مثل أيسلندا، الولايات المتحدة الأمريكية، إيرلندا، المملكة المتحدة، اسبانيا و البرتغال و الاستثناء الوحيد هو اليونان التي تتمتع بتواجد غير كثيف للقطاع المالي و لكن تعاني من مشاكل كبيرة خاصة بالمالية العمومية. و كل هذه النتائج تبين عدم قدرة الانحذارات السببية على مستوى كل الفحوصات و الاختبارات التطبيقية تفسير العلاقة ما بين حجم القطاع المالي و مستوى النمو الاقتصادي، مما يبين ان انتعاش القطاع المالي لا يترجم دائماً إلى نمو اقتصادي.

ثانياً: الأثر السلبي على باقي القطاعات الاقتصادية: إن الأجور الممنوحة في القطاعات المالية تجذب أحسن الموارد البشرية، مما يؤدي إلى التأثير السلبي على الاقتصاد. و يشير كل من *Nicholas Shaxson* و *John Christensen* إلى ان حصة أصحاب الشهادات الجامعية على مستوى الإدارة و القطاع المالي يرتفع بشكل كبير في كل العالم (ما بين 16^{أ5} في المائة إلى 19^{أ0} في المائة في مقاطعة الكيبك بكندا ما بين عامي 1999 و 2011) أما في الجئات الجبائية فان النسبة ترتفع إلى نسبة 40 في المائة و خاصة في قبرص. و يقدر الباحثين أرقام حول انخفاض



أهمية القطاعات الأخرى غير المالية في الدول التي يتواجد فيها القطاع المالي بقوة، و هذا يعادل نفس التأثير الذي يمارسه قطاع الموارد الطبيعية المتعش على باقي القطاعات الأخرى حسب نموذج كوردن (Corden).

ثالثا: التنقيد (Financiarisation): يقدم *John* و *Nicholas Shaxson* و *Christensen* عدة حالات من انخفاض استثمارات المؤسسات غير المالية من اجل القدرة على استعمال سيولتها من اجل المضاربة. و نفس الشيء تخصص البنوك جزءا من أصولها في شكل قروض للمؤسسات، التي تفضل بدورها العوائد المرتفعة من المضاربة. هذه الظاهرة تساهم في نمو الاقتصاد القائم على الربح، حيث ان "الثروة" تراكم بدون المساهمة في إنتاج السلع و الخدمات، و هذا ما يعادل منطق السلوكيات الربعية التي ركزت عليها النظريات أثناء تحليل ظاهرة "لعنة الموارد الطبيعية".

رابعا: التذبذبات، عدم الاستقرار و الأزمات: يشيّر *John* و *Nicholas Shaxson* و *Christensen* في الصفحة 52 العلاقة القوية ما بين التذبذبات (تغيرات الناتج المحلي الإجمالي) و وجود القطاع الماليّ نضيف إلى ذلك ان الأزمات المالية بدأت تظهر بقوة بدلالة قوة و حجم القطاع المالي، كما يبين العمل ان فترات نمو القطاع المالي تؤثر نسبيا على النمو الشامل، أما فترات عدم النمو فإنها تؤثر سلبيا على الاقتصاد الحقيقي.

خامسا: عدم المساواة و الفقر: هناك أمثلة كثيرة حيث ان أعضاء القطاع المالي الذين تتزايد ثرواتهم و مداخلهم من تزايد نشاط القطاع المالي، ففي المملكة المتحدة فإنها تمثل حوالي 60 في المائة بينما عدد العاملين لا يمثل سوى 5 في المائة، و نفس الحالة تنطبق على الولايات المتحدة الأمريكية. و هذا يعادل نفس الأثر الذي يمارسه القطاع النفطي الذي يعتبر قطاع متعش في ظل النظريات المفسرة لليلة الهولندية و هو يوصف بأنه قطاع معزول حيث انه لا يساهم إلا بنسبة ضئيلة في خلق مناصب الشغل لا تتجاوز نسبة 2 في المائة في العديد من الدول النفطية.



سادسا: تؤدي الابتكارات المالية إلى الفساد و العديد من الفضائح: رغم مسؤوليته في الأزمة المالية الأخيرة و العديد من الفضائح التي ارتكبت أثناء العشرين سنة الأخيرة (فضيحة شركة Enron المتورطة في إقامة عدد كبير من الفروع الوهمية للشركة)، أو (البنك الانجليزي (Barings) الذي تعرض لفضيحة كبرى بسبب موظف لم يتجاوز الثلاثين من عمره. فان القطاع المالي دائما يخرج كقطاع بريء رغم الآثار السلبية و الجرائم المرتكبة من طرف العديد من أصحاب المصلحة، و يشيّر Nicholas Shaxson و John Christensen إلى الفضائح الناتجة عن استعمال غير القانوني لكل من Libor و Euribor، و هما مؤشرات مرجعية تساعد في الاقتراض ما بين البنوك، الممارسات غير القانونية للبنوك في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب عمليات الغش، و كانت معظم العقوبات لا تتجاوز الغرامات المالية، و قد ولدت هذه الممارسات نوع من ثقافة عدم الخضوع للعقوبة بحث ان الأشخاص الذين يتعاملون في هذا القطاع تولد لديهم إحساس بأنهم غير معنيين بأي عقوبة و يمكن القيام بأي شيء. كما يشير الباحثان إلى دور القطاع المالي في التأثير السياسي من خلال الحملات الانتخابية و رقابتها على وسائل الإعلام و الاتصال التي ساعدت بشكل كبير في صناعة الرأي العام الاقتصادي و التأثير النفسي على الزبائن، و تظهر هذا التأثير في الدول الصغيرة كإيرلندا، قبرص و العديد من الجنات الجبائية، و يعتقد الباحثان ان القطاع المالي يهدد بطريقة أو بأخرى للديمقراطية، كون ان دور الطبقة السياسية يتقاطع في أحيان كثيرة مع مصالح العديد من المهيمنين على الصناعة المالية.

4- تساؤلات عن مستقبل المنتجات المالية في ظل المخاوف و التحديات التي تطرحها "نقمة الابتكارات المالية"؟

لقد أدى الانتشار الواسع إلى الابتكارات المالية إلى العديد من التخوفات حول عدم القدرة في التحكم في هذه المنتجات المالية و آثارها السلبية على الاقتصاديات و على استقرار الأنظمة المالية بصفة خاصة. فهل الابتكار المالي عمل سلبي بهذا الوصف "نقمة المالية و الابتكارات المالية". إن المالية من خلال الابتكارات المالية تمثل سلعا وسيطة و ليست منتجا نهائيا



كالسيارات و المواد الغذائية أو غيرها. و لهذا، فهو عبارة عن تكلفة، و ليس مكسباً، تشير العديد من الدراسات ان هذه التكلفة ارتفعت عبر السنوات الأخيرة. و إذا كانت مختلف الحجج المقدمة تبين الأبعاد المختلفة لنقمة المالية أو الابتكارات المالية، و هذا لا ينفي أن جزءاً كبيراً من القطاع المالي هو مهم و ضروري فأى اقتصاد لا يمكن أن يزدهر و يحقق الرفاهية المنتظرة بدون وجود للخدمات المالية. ان هذا التبرير يتطلب من السياسات العمومية تفعيل الجوانب الايجابية من هذه الابتكارات و تفادي الجوانب السلبية من خلال تطبيق قواعد و معايير الحوكمة على المؤسسات المالية و غير المالية من اجل ضمان نوع من الشفافية و الانضباط الذي سيمنع كل الممارسات و التلاعبات على مستوى هذه الأسواق، كما يطالب الدول بتبني نوع من الإجماع و التنسيق فيما يخص التشريعات و الأنظمة القانونية الصارمة و اللوائح التي تراقب الدور الذي تقوم به الابتكارات المالية. كما ان دور المالية الإسلامية شجع العديد من الدول الأوروبية و غيرها بتكييف المنظومة المالية مع المعايير الإسلامية في مجال المالية مما يوضح درجة الانضباط الكبير الذي يتميز به النظام المالي الإسلامي في هذا الجاني و قدرته على القضاء على كل ممارسات المضاربة التي تضر بالنظام المالي. ونظراً لدخول كثير من البنوك الاستثمارية الأجنبية إلى العالم العربي و الإسلامي الذي تتمتع دوله بطفرة مالية كبيرة نتيجة ما حصلت عليه من العائدات النفطية و اعتمادها الواسع في تنويع اقتصادياتها على الخدمات المالية، إلى جانب توسع نشاط التمويل الإسكاني والتأميني في العديد من دول مجلس التعاون الخليجي، و تترافق هذه الطفرة عادة مع طفرة أخرى في المنتجات المالية، مما يستعدي الكثير من الحذر و مزيد من الانضباط و الشفافية لهذه الأنشطة حتى لا تتحول الدول العربية فريسة للممارسات الاحتكارية و التلاعبات المضاربة و تتعرض لما تعرضت له العديد من الدول في أماكن عديدة من العالم.

المراجع:



- جون بلندر (2009)، "خطيئة مبدعة تسببت في دمار مالي شامل: هل الابتكار نعمة أم نقمة أم الاثنان معا"، مجلة الاقتصادية الالكترونية، العدد 5578 (الأحد 21-01-2014 الموافق: 18-01-2009)

متاح في: http://www.aleqt.com/2009/01/18/article_185690.print

- جون أوترز (2013)، حتى لا يسقط العالم في دوامة جديدة: الابتكار المالي بحاجة إلى كوابح تمنع التهور، الصفحة الرئيسية "دراسات وأبحاث"، السبت 30 مارس 2013، متاح في:

<http://www.Eqttesadia.ps/studies/opinions/4334.html>

- عدنان معمر، (2008)، المشتقات والمضاربات واقتصاد الوهم"، 20-09-2008، متاح في الموقع الالكتروني:

- http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=3829
- Jean Louis Arcaud , Enrico Berkens and UgoPanizza, (2012), Too Much Finance?, IMF Working Paper, WP/12/161, June.
- Nicholas Shaxson and John Christensen, (2013), The Finance Curse, Tax Justice Network, Mars.
- Wurgler J., (2000), Financial markets and the allocation of capital, Journal of Financial Economics, 58, 102, pp 102-214.
- Rajan R &L.Zingales, Financial Dependence and growth, American Economic Review, N°88,1998, PP 559-586.
- King R. G & R. Levine, Finance Entrepreneurship and Growth: Theory and evidence, Journal of Monetary economics, N°32-1993, pp513-542.
- Scoott Frame W, (2006), Empirical Studies of Financial Innovation : Lots of talk, little action, Research Departement, Federal Reserves , Bank of Atlanta.
- <http://www.Philadelphiafed.org/econ/conf/innovations/files/framewhite.pdf>