



الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية
مجلة بحوث اقتصادية عربية
Arab Society for Economic Research
Arab Economic Research Journal

Financial Innovation for Investment: Financing Transformations in the Gulf Cooperation Council (GCC)

الابتكارات المالية ودعم الاستثمار: تحولات التمويل في دول مجلس التعاون الخليجي

Heidi Aly

Faculty of Economics and Political Science Cairo University

هايدي علي فهمي

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة

Article Information

Received: December 18th 2023

Revised: January 9th 2024

Accepted: March 14th 2024

Published: March 30th 2024

Abstract: The rapid transformations in the global economy have had a profound impact on the financial sector. The rise of technology and innovation has led to the emergence of new financial instruments and sources, such as crowdfunding, peer-to-peer lending, and angel investment. These innovations have had a significant impact on traditional financial systems, changing the way investment is financed. In this context, the literature has emphasized the importance of a balanced financial system between the banking sector and non-bank financial institutions (NBFIs). For developing and emerging economies, technology-driven financial transformation (TDTF) is a key option for developing financial sources and addressing economic challenges.

The GCC countries have been at the forefront of TDTF in the MENA region. These countries have taken a number of steps to promote technology-based financial instruments and sources, including, developing enabling regulations and policies, creating favorable investment environments and supporting the growth of NBFIs. As a result of these efforts, the GCC has seen significant growth in TDTF in recent years. However, there are still a number of challenges that need to be addressed, including, the continued dominance of the banking sector, low levels of competition between financial institutions, high levels of credit concentration and inadequate regulations for new and innovative financial instruments.

The study concludes that TDTF has the potential to play a significant role in supporting investment and economic growth in the GCC. However, to fully realize this potential, the GCC countries need to address the challenges that they face, including, enhancing the integration between the banking and NBFIs sectors, promoting greater competition among financial institutions, developing appropriate regulations for new and innovative financial instruments, and supporting the growth of startups and innovative businesses.

Keywords: *Financial Technology – Financial Innovation – Alternative sources of Finance – GCC*

المخلص: تؤكد التحولات الحديثة في العالم الاقتصادي على أهمية تأثير التكنولوجيا والابتكار على القطاع المالي، وذلك حيث يشهد القطاع المالي تحولات جذرية بفضل التطور التكنولوجي، وظهور مفاهيم جديدة كالتصويل الجماعي، وتمويل النظراء، والاستثمار الملائكي. وقد نتج عن هذه التحولات تغييرات جوهرية في مفاهيم وآليات تمويل الاستثمار، وأثرت بشكل كبير على الأنظمة المالية التقليدية. في هذا الصدد، أكدت الأدبيات على أهمية التوازن بين القطاع المصرفي والمالي غير المصرفي لدفع عملية الشمول المالي والنمو الاقتصادي. وفيما يتعلق بالدول النامية والناشئة، فتعد التكنولوجيا المالية خياراً مهماً لتطوير المصادر المالية ومواجهة التحديات الاقتصادية. وتستعرض الدراسة تجربة دول مجلس التعاون الخليجي في تبني أدوات التكنولوجيا المالية، والمصادر التمويلية الحديثة لتنويع هيكلها الاقتصادية وتحقيق النمو الاقتصادي. وعلى الرغم من الجهود التي بذلتها تلك الدول، إلا أنها لاتزال تواجه عدد من التحديات التي يتمثل أهمها في استمرار هيمنة القطاع المصرفي على مصادر التمويل، وانخفاض مستويات التنافسية بين المؤسسات المالية والمصرفية وارتفاع نسب التركيز الائتماني سواء على صعيد الائتمان المقدم للأفراد أو الشركات، فضلاً عن عدم كفاية التشريعات المفعلة التي تتعلق بالأدوات التمويلية الجديدة والمبتكرة وخاصة الداعمة للشركات الناشئة والابتكارية. وقدمدت الدراسة في ضوء ذلك عدد من التوصيات والسياسات المقترحة لزيادة كفاءة المنظومة التمويلية بتلك الدول.

الكلمات الدالة: التكنولوجيا المالية - الابتكار المالي - مصادر التمويل الحديثة - دول مجلس التعاون الخليجي

1. المقدمة

في ظل التحولات المتسارعة التي يشهدها العالم في الفترة الاخيرة، يتجه الاهتمام المالي نحو عالم التكنولوجيا والابتكار، حيث بات القطاع المالي يستند بشكل كبير على التطورات التكنولوجية، حيث احدثت الابتكارات في هذا المجال تحولات جذرية في آليات تمويل الاستثمار. وهذه التحولات لا تقتصر على الاستخدام التقليدي للمصادر المالية، بل تتسع لتشمل الابتكارات المالية الحديثة، بدءاً من منصات التمويل الإلكترونية، واستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي، والتشفير، وسلاسل الكتل، وصولاً إلى تطوير واستحداث مفاهيم جديدة مثل التمويل الأخضر والمستدام. ومن ثم، فإذا كان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي هو المؤشر التقليدي الذي يتم الاعتماد عليه لقياس مقدار النمو الاقتصادي في الدولة فيما سبق، فإن الاتجاه الحديث من الأدبيات يقيس مدى التقدم من خلال التطور الذي وصلت إليه الدولة في التقنيات التكنولوجية في مختلف المجالات.

وقد ظهر اتجاه كامل من الأدبيات يتناول مختلف القضايا المتعلقة بالتكنولوجيا المالية وتطبيقاتها المختلفة، وما تتضمنه من الأدوات التمويلية الحديثة ومنها على سبيل المثال: التمويل الجماعي، وتمويل النظراء، والتأجير التمويلي، وغيرها من مصادر التمويل التي بدأت عديد من الدول النامية في تطبيقها والاستفادة منها. ويلاحظ أن ظهور وانتشار هذه الأدوات الحديثة لا يستبعد تأثير الأنظمة المالية التقليدية، التي تتباين وفقاً لطبيعة النظام المالي في كل دولة مع مدى التطور في كل من المؤسسات المصرفية (البنكية) وغير المصرفية على السواء، حيث لا يمكن إغفال الدور المهم الذي تقوم به تلك الأدوات في تمويل الاستثمارات.

في هذا الإطار، يمكن القول بوجود علاقة طردية بين مستوى تطور القطاع المالي ككل وعملية النمو الاقتصادي، ومن ثم يصبح هناك حاجة ضرورية لوجود هيكل مالي متوازن داخل الاقتصاد؛ بحيث يتكامل القطاع المالي المصرفي مع القطاع المالي غير المصرفي. وفي كثير من الأحيان، يكون لتدعيم القطاع المالي غير المصرفي وازدياد دوره وتطويره دوراً أكبر في عملية الشمول المالي والنفوذ إلى التمويل وتحقيق معدلات نمو شمولية ومستدامة.

وعند التطرق إلى الاقتصاديات النامية والناشئة، فعمل أهم ما يواجهه تلك الدول من تحديات في عملية النمو الاقتصادي هي تلك المرتبطة بالمنظومة التمويلية، ومدى كفاية وكفاءة مصادر التمويل المتاحة.

وبشكل عام، تعتبر التكنولوجيا المالية وما تقدمه من بدائل تمويلية حديثة إحدى الخيارات المناسبة لتلك الدول في حال توافر الضوابط والبيئة الملائمة لها، وذلك ما سيتم تناوله في هذه الدراسة.

في هذا الصدد، تم اختيار دول مجلس التعاون الخليجي، لعرض وتحليل التطور في المنظومة التمويلية بها، في ظل اعتبارها دول ريعية تعتمد بشكل أساسي على النفط كمصدر للدخل والتمويل، ومن ثم كانت في حاجة ماسة إلى إيجاد مصادر بديلة توفر النقد والسيولة لتمويل الاستثمارات وتنويع هيكل الاقتصاد. وقد تمكنت بالفعل عدد من دول مجلس التعاون الخليجي في السنوات الأخيرة من خلق جاذبية استثمارية عالية، وقوانين مرنة تدعم تبني التمويل الحديث والابتكار المالي، وتساعد في تعزيز النمو الاقتصادي بها. وعلى الرغم من ذلك، لا زال هناك عدد من التحديات الكامنة التي تحتاج الدول للتعامل معها، بما يتلاءم مع الطبيعة الاقتصادية لتلك الدول، وسماتها.

1.1. مشكلة الدراسة وتساؤلاتها:

تتمثل الإشكالية الرئيسية للدراسة في تحليل كيفية مساهمة المصادر الحديثة للتمويل في تعزيز النمو الاقتصادي، بشكل عام وفي دول مجلس التعاون الخليجي بشكل خاص. وبناءً على ذلك، تسعى الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هي أبرز أنواع الابتكارات المالية التي تمثل مصادر تمويلية حديثة؟
- ما هي الفرص والمخاطر المقترنة بتلك الابتكارات التمويلية الحديثة؟
- ما هي أهم التحديات التي تواجه الابتكارات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي؟
- ما هي السياسات الملائمة للتغلب على تلك التحديات، لدعم المنظومة التمويلية، وتعزيز النمو الاقتصادي في دول المجلس؟

1.2. أهمية الدراسة:

تلعب الابتكارات المالية والمصادر التمويلية الحديثة دورًا هامًا في تعزيز النمو الاقتصادي، وذلك من خلال توسيع نطاق الوصول إلى التمويل للأفراد والشركات، بما في ذلك الفئات التي كانت تواجه صعوبة في الحصول على التمويل من المصادر التقليدية، مثل الشركات الناشئة، والمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتساهم المصادر الحديثة أيضًا في رفع الكفاءة التشغيلية للمؤسسات المالية، نظرًا لإنخفاض تكلفتها، ومن ثم زيادة الربحية، والموارد المتاحة لتمويل الاستثمار. إضافة إلى ذلك، تساعد الابتكارات المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية،

وذلك من خلال توفير بدائل تمويلية جديدة ومبتكرة. ويؤدي ذلك إلى زيادة تدفقات رأس المال إلى الاقتصاد وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي.

وفي دول مجلس التعاون الخليجي، تواجه الاقتصادات تحديات عديدة، منها اعتمادها على النفط كمصدر رئيسي للدخل والتمويل، والحاجة إلى تنويع مصادر الدخل والأنشطة الاقتصادية. وتعد الابتكارات المالية والمصادر التمويلية الحديثة فرصة سانحة لدول مجلس التعاون الخليجي للتصدي لهذه التحديات، وذلك من خلال تقديم بدائل تمويلية حديثة داعمة للنمو، وللشركات الناشئة والابتكار.

1.3. أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في التعرف على المصادر التمويلية الداعمة للنمو الاقتصادي، وكيفية تطورها من المصادر التقليدية إلى المصادر الحديثة، وتحليل المزايا والمخاطر المقترنة بها، وأيضًا تحديد أفضلية كل منهما وفقًا لنوع وحجم المشروع أو الاستثمار. بالإضافة إلى ذلك الهدف الرئيسي، تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تحليل أهم أنواع المصادر الحديثة للتمويل في دول مجلس التعاون الخليجي.
- التعرف على العوامل التي تساهم / تعوق في انتشار المصادر الحديثة للتمويل في دول مجلس التعاون الخليجي.
- مناقشة التحديات التي تواجه انتشار المصادر الحديثة للتمويل في دول مجلس التعاون الخليجي.
- تقديم مجموعة من التوصيات والسياسات المقترحة لمواجهة تلك التحديات.

1.4. الدراسات السابقة:

تناولت عدد من الادبيات الحديثة المزايا المقترنة بمصادر التمويل البديل مقارنة بالمصادر التقليدية؛ والتي تصفها بعض الكتابات بإحداث ثورة في عالم التمويل ومن ضمنها خفض وتوفير الوقت اللازم للحصول على التمويل من حوالي 25 ساعة في المتوسط في حالة المصادر التقليدية، إلى أقل من 30 دقيقة بإستخدام المصادر البديلة. وتقترن السرعة أيضاً بسهولة التسويق، وسهولة الحصول على الأموال، والكفاءة في الإدارة Obiora (2017).

في هذا الإطار، يشير Rossi-Lamastara (2016) إلى المزايا الخاصة بالتمويل الجماعي من منظور مختلف ألا وهو الذكاء الجماعي الناتج عن القرارات التمويلية الجماعية للأفراد في مقابل الذكاء الفردي للمقرض الواحد. ولا يعني ذلك أن التمويل الجماعي لا يخلو من المخاطر التي يشتمل عليها التمويل البنكي التقليدي، ولكن تنقسم وتتوزع المخاطر على عدد أكبر من الأفراد (المقرضين)، وبالتالي انخفاض المخاطر التي يتحملها كل مقرض بمفرده (Obiora (2017). وأكد Rubanov (2017) أيضا على المزايا المقترنة بالتمويل البديل والتي على رأسها السرعة، والبساطة، وسهولة النفاذ في تمويل الاستثمارات المختلفة وعلى الأخص تلك المتعلقة بالمنشآت الصغيرة والناشئة.

وقد قام Sontakke and Sontakke (2016) بتحليل نمو التمويل الجماعي في عدة مناطق من العالم مثل أفريقيا، والشرق الأوسط، وشرق آسيا، وأمريكا اللاتينية، وجنوب آسيا، والصين. وأشارت الدراسة إلى تضاعف استخدامات التمويل الجماعي عبر تلك المناطق بحوالي 23 مرة خلال الخمس سنوات الأخيرة. ومن خلال المقارنات الدولية، توصل الباحثون إلى تزايد شعبية التمويل الجماعي في الصين، وتعتبر بذلك من التجارب الدولية الرائدة في تطبيق مثل هذا النوع من التمويل. وفي ذات السياق، أكد Obiora (2017) على الدور الذي يقوم به التمويل عبر الانترنت في دعم الاستثمارات المختلفة في الصين، والذي دفعها لأن تكون منذ عام 2017 الأولى على العالم في سوق تمويل النظراء P2P كنتيجة للجهود التي تقوم بها الدولة لدعم وتشجيع التمويل عبر الانترنت.

وعلى صعيد آخر، توصل Njegomir, Tepavac and Ivanišević (2017) إلى أهمية مصادر التمويل البديل والتي من ضمنها التمويل الملائكي والتمويل الجماعي في تقديم التمويل اللازم للإستثمارات في قطاع الزراعة في الدول النامية، وذلك بالتطبيق على دولة سيبريا. وتستند الدراسة في ذلك إلى زيادة القدرة على جمع الاموال، وتشجيع التنافسية والابتكار والتي تختص بها المصادر البديلة، في مقابل إرتفاع تكلفة الحصول على القروض التقليدية، وغياب الشفافية فيما يتعلق بتخصيص هذه القروض.

وفي دراسة عن أوكرانيا، قام Lavryk (2016) باستخدام أدوات التحليل المقارن للمقارنة بين الأهمية النسبية لمصادر التمويل المختلفة التقليدية والبديلة في تمويل الاستثمارات الخاصة. وتوصلت الدراسة إلى انخفاض مساهمة التمويل البنكي، في مقابل زيادة مساهمة تمويل النظراء والمؤسسات غير البنكية. ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل والتي من أهمها؛ انخفاض الثقة المجتمعية في البنوك مما أدى إلى قيام الأفراد بسحب الودائع والمدخرات من البنوك، وارتفاع تكلفة الحصول على القروض المصرفية في ظل الارتفاع المستمر في أسعار الفائدة،

وغياب الشفافية فيما يتعلق بعمل المؤسسات المالية. وعلى الرغم من تزايد شعبية المصادر البديلة في التمويل وارتفاع نسبة مساهمتها في تمويل الاستثمار، ودعم النمو الاقتصادي، إلا أن المصادر التقليدية لازالت تعتبر هي الأساس في التمويل وخاصة في الدول النامية التي لازالت تفتقد الدرجة المطلوبة من التطور المالي ومن التقنيات المالية الحديثة التي تمكنها من تفعيل تلك المصادر الحديثة والأستفادة منها على نطاق أوسع، (Cusmano, 2015) في حين أن التمويل البديل غالبًا ما يكون هو المصدر المهيمن لتمويل الاستثمارات الخاصة في الدول المتقدمة والاقتصادات سريعة النمو (Allen et. al, 2013).

1.5. فرضيات الدراسة:

تسعى الدراسة إلى إختبار الفرضية التالية: تقدم الابتكارات المالية بدائل تمويلية حديثة داعمة للنمو الاقتصادي.

1.6. منهجية الدراسة:

تتبع الدراسة المنهجية التحليلية الوصفية، من خلال استعراض التطور في الأدوات التمويلية من المصادر التقليدية، إلى المصادر الحديثة، ثم تحليل تلك المصادر في دول مجلس التعاون الخليجي، وعلاقتها بتطور معدل النمو الاقتصادي لتلك المجموعة من الدول.

1.7. خطة الدراسة:

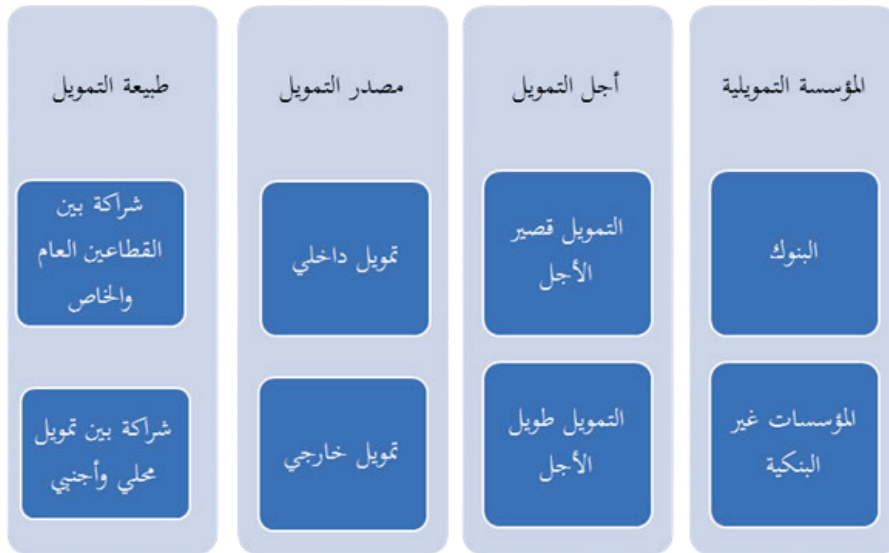
تنقسم هذه الدراسة إلى ثلاثة أقسام بخلاف المقدمة والنتائج والتوصيات. يتناول أولها: مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة بشكل عام سواء المصادر التقليدية أو الحديثة، ويختص ثانيها بتحليل مصادر التمويل الملائمة للشركات الصغيرة والمتوسطة وأيضاً الناشئة. ويوضح ثالثها تطور مصادر التمويل الحديثة في دول مجلس التعاون الخليجي، والتحديات التي تواجهها، وتوصيات للحلول الممكنة للتغلب على تلك التحديات.

2. مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة التقليدية والحديثة:

2.1. مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة التقليدية:

يعد (Schumpeter (1911) من الأوائل الذين أصلوا علميا لدور الخدمات المالية، ومساهمتها في النشاط الاقتصادي بما تشمله من نطاق واسع من الخدمات؛ مثل تعبئة المدخرات، وتمويل الاستثمار، وتقييم المشروعات، وإدارة المخاطر، وتسهيل المعاملات المالية والاستثمارية. من هذا المنطلق يمكن التمييز بين أنواع عديدة من مصادر التمويل التقليدية استنادا إلى أكثر من معيار؛ أولها معيار نوع المؤسسة التمويلية، ثانيها معيار أجل التمويل، أم ثالثها معيار مصدر التمويل، رابعها معيار طبيعة التمويل. وهذا ما يوضحه الشكل التالي رقم (1).

شكل رقم (1) مصادر التمويل التقليدية



المصدر: من إعداد الباحث.

ويلاحظ من الشكل السابق ما يلي:

1- المعيار الأول نوع المؤسسة التمويلية: تختلف الدول فيما بينها في طبيعة النظام المالي؛ منها ما يعتمد على البنوك كمصدر رئيسي في التمويل، ومنها ما يعتمد على السوق أو المؤسسات المالية غير البنكية لتقديم خدمات مالية متنوعة ومتطورة، مع مرونة أكبر في التمويل خاصة للاستثمارات الصغيرة والمتوسطة. وبشكل عام تصبح البنوك، وأسواق الأوراق المالية أكبر وأكثر نشاطا وكفاءة كلما أصبحت الدول أكثر ثراء؛ أي أن تنمية القطاع المالي تتجه إلى أن تكون أكبر عند مستوى الدخل الأعلى. ومن ناحية أخرى، الدول ذات التشريعات القوية والمتكاملة، تميل إلى الاعتماد أكثر على أساس السوق، والتي تتمتع بالحماية القوية لحقوق المساهمين،

مع معايير المحاسبة الجيدة، بالإضافة لمستويات الفساد المنخفضة (Puatwoe, Tieguhong and Piabuo, 2017). وكذلك، فإن الأنظمة المالية القائمة على البنوك -خاصة في المراحل التنموية الأولى، وفي ظل بنية مؤسسية ضعيفة- تكون أفضل مقارنة بالأنظمة السوقية في تعبئة المدخرات، وفي السيطرة، وحفز الاستثمارات. وفي المقابل تظهر مزايا الأنظمة السوقية في تقديم الخدمات المالية، التي تشجع على الإبداع والتطوير (Levine, 2002). إضافة إلى ذلك، تظهر العلاقة العكسية بين التمويل عبر المؤسسات المالية غير البنكية وبين النمو الاقتصادي في ظل عدم رصانة الاجراءات التنظيمية، والتي تؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة في القطاع المالي وفي الاقتصاد ككل. وبشكل عام يجب التأكيد على أهمية التعامل مع كل من القطاعين المصرفي وغير المصرفي بمنظور تكاملي لأدوارهم في إدارة الاقتصاد، مع ضرورة أن تقترن الفاعلية والكفاءة مع الرقابة والإشراف. وذلك حيث أظهرت الأزمات المالية العالمية الأخيرة بوضوح أهمية الرقابة على القطاع المالي غير المصرفي، فالأدوات المالية غير المصرفية - التي كانت تخضع لرقابة ضعيفة مثل صناديق التحوط أو المشتقات على سبيل المثال- أثرت بشكل كبير على استقرار الأنظمة المالية وعرضتها لمخاطر كبيرة، حيث تساعد الرقابة والتشريعات الضعيفة على تدعيم فقاعة الائتمان والتي ما يتبعها انهيار في أسعار الأصول في الكثير من الأحيان (Hellwig, 2009).

2-المعيار الثاني معيار أجل التمويل: يشمل التمويل قصير الأجل القروض قصيرة الأجل والائتمان التجاري، في حين يشمل التمويل طويل الأجل القروض البنكية طويلة الأجل وصناديق رأس المال والأسهم. وعادة ما تدعم المؤسسات الدولية وبنوك التنمية هذا النوع الثاني، وتقوم بتوفير ضمانات للتيسير وتمديد فترات القروض. وعلى الرغم من ذلك، فغالبا ما تفتقد الاستثمارات الصغيرة في الدول النامية لوجود خطط إنتاجية طويلة الأجل، وبالتالي يتعذر معها الحصول على تمويل طويل، وعادة ما تلجأ للتمويل قصير الأجل كمصدر سريع للسيولة النقدية، وأيضا للحد من مخاطر عدم السداد.

3-المعيار الثالث معيار مصدر التمويل: يتضمن التمويل الداخلي الأرباح المحتجزة وبيع الأصول، بينما يشير التمويل الخارجي إلى القروض والديون. يقلل التمويل الداخلي من المخاطر بسبب عدم وجود مدفوعات دينية شهرية ثابتة، مما يجعله مفضلاً للشركات الناشئة. أما التمويل الخارجي فيحافظ على مرونة إدارة الشركة، حيث لا يتدخل المقرض في إدارتها، ولكنه يتطلب سداداً دورياً مع فوائد محددة.

4-المعيار الرابع معيار طبيعة التمويل: يجب هنا التأكيد على أهمية تكامل الأدوار في المنظومة التمويلية؛ فالشراكات بين القطاعين العام والخاص تعد قناة مالية فعالة لتمويل المشاريع الكبرى، مع اعتماد هياكل تمويل مختلفة تبعاً لاحتياجات المشروع ودرجة خطورته. وهذه الشراكات غالباً تستمر لفترات طويلة وتشمل استثمارات كبيرة ودورات حياة طويلة للمشروع. وتعتبر قطاعات الطاقة، والاتصالات من أكثر القطاعات التي تستخدم فيها الشراكة بين القطاعين في التمويل، وتظهر الشراكة أيضاً في تمويل الاستثمارات الخضراء والاستثمارات الخاصة بالتغير المناخي والحفاظ على البيئة (IFC, 2011). وفيما يتعلق بالشراكة مع المستثمر الأجنبي في تمويل الاستثمارات، ففي ظل العولمة المتزايدة للاقتصاد العالمي، تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة إحدى المصادر الرئيسية للتمويل الخارجي. وغالباً ما تقود تلك الاستثمارات الدافع نحو تحقيق أرباح طويلة الأجل في الدولة المستثمر فيها، وذلك بخلاف استثمارات المحافظ المالية والنقود الساخنة سريعة الدخول والخروج والهادفة نحو تحقيق أرباح سريعة قصيرة الأجل وليس أغراض تنمية طويلة الأجل.

2.2. مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة الحديثة والبديلة:

إذا كان الاتجاه السابق من الأدبيات ركز على المفاضلة بين المؤسسات البنكية وغير البنكية، بين التمويل طويل وقصير الأجل، التمويل بالدين أو بحقوق الملكية، أو بين الشراكة مع القطاع العام أو مع المستثمر الأجنبي كمصادر تقليدية للتمويل، فإن الاتجاه الحديث يستعرض مجموعة من مصادر التمويل البديلة؛ والتي تعتمد بدرجة كبيرة على الاستفادة من مخرجات التكنولوجيا المالية لتوفير مصادر تمويل مرنة، ومتواكبة مع التغيرات السريعة في التقنيات الحديثة، والتي تستفيد منها على الأخص المنشآت الصغيرة والمتوسطة، والشركات الناشئة والريادية.

وقد ظهر مفهوم مستحدث في الأدبيات الا وهو التمويل البديل **Alternative finance** كتعبير عن المصادر الحديثة في التمويل، والتي تختلف عن المصادر التقليدية والتي تمحورت حول التمويل من خلال الأسهم والسندات، والقروض المصرفية، والسحب على المكشوف، وخطوط وبطاقات الائتمان. في هذا الإطار يمكن تعريف التمويل البديل بأنه "مصدر التمويل الخارجي بخلاف البنوك وأسواق الأسهم والسندات" (Segal, 2015). ويمكن تعريفه أيضا بأنه من مصادر التمويل الحديثة التي ظهرت كنتيجة للأزمات المتكررة في النظام المصرفي، والتطور المتسارع لتكنولوجيا المعلومات، وبزوغ دور الشركات الابتكارية في إعادة توجيه الابتكارات من الشركات الكبيرة للشركات الناشئة، ومن ثم تحقق قفزة كبيرة في تطوير نماذج بديلة للتمويل تعمل من خلال المنصات والتطبيقات التكنولوجية. وبالتالي يعمل هذا النوع من التمويل على استخدام المنصات الإلكترونية عبر الإنترنت، والتي تتيح الوصول إلى الموارد المالية عن طريق آليات تتجاوز إجراءات النظام المصرفي أو الوسطاء الماليين التقليديين غير المصرفيين، وتقديم الروابط المباشرة بين المقترضين والمقرضين (مقدمي ومتلقي الموارد المالية) (Rubanov, 2017). وتتمثل أهم الاختلافات بين المصادر التقليدية والمصادر البديلة في اعتماد الأخيرة على المعاملات عبر الانترنت، وعدم وجود الضمانات التي تكفل القرض. ومن الاختلافات الرئيسية أيضا بين المصادر التقليدية والحديثة هي استناد الأولى لما يعرف باتجاه تقسيم الكعكة، والذي يشير إلى قيام البنوك بالاستناد إلى مجموعة من المعايير القياسية، التي تحصل عليها بشكل أساسي من القوائم المالية للمستثمرين لتحديد استحقاقية المستثمر للتمويل، وتعتمد على المستندات الرسمية للمستثمر مثل الائتمان الحاصل عليها الفرد، والقروض الحالية والسابقة، والحسابات المصرفية، وأرقام الهوية الخاصة بمصادر التمويل الأخرى، ومعلومات التأمين الشخصية، والبيانات المالية الكاملة بما في ذلك الميزانية العمومية، وبيانات الدخل، والحسابات الدائنة. أما المصادر البديلة فتعتمد في المقابل على اتجاه تحليل الشخصية، أي اعتماد المقرض في منح التمويل على شخصية المستثمر المقترض وليس على مستنداته وقوائمه المالية، والتي في كثير من الأحيان قد لا تكون مؤشرا جيدا عن الامكانيات المحتملة للاستثمار، ولا عن جدية المستثمر في السداد. وتظهر أهمية تحليل شخصية المستثمر على الأخص في حالة تمويل المنشآت الصغيرة والشركات الريادية والناشئة (Cole, Goldberg, and White, 2004). وتتناول بإيجاز أشهر مصادر التمويل البديل على النحو التالي:

شكل رقم (2): مصادر التمويل الحديثة



المصدر: من إعداد الباحث.

1- التمويل الجماعي Crowd Funding: يتحقق هذا النوع غالباً في شكل تمويل يحصل عليه المستثمر بشكل مباشر، من خلال المنصات الإلكترونية عبر الإنترنت بدون وجود وسيط مالي، وتقدم تلك المنصات أدوات لتقييم المقترض، والمستفيد من التمويل من حيث الجدارة، وحادثة وابتكارية الفكرة، فضلاً عن تقديم خدمات أخرى لحساب الدفعات مستحقة السداد. ويحصل المستثمر على التمويل في شكل دفعات صغيرة من مجموعة كبيرة من المقرضين / الممولين، حيث يحصل المستفيدين من هذا النوع من التمويل من ذوي التصنيف الائتماني المنخفض على التمويل اللازم بسرعة وبتكلفة منخفضة نسبياً. وبالنسبة للدائنين / الممولين، تتمثل ميزة هذا النوع في الحصول على عائد مرتفع نسبياً مقارنة على سبيل المثال بالودائع المصرفية. ويستخدم ذلك النوع غالباً لتمويل أفكار ابتكارية أو مشروعات ناشئة وليس شركات أو منشآت. وهناك عدة أشكال من التمويل الجماعي منها على سبيل المثال Equity Crowd funding والذي يحصل فيه المقرض على حصة أو أسهم في الاستثمار مقابل الاقراض، وهناك أيضاً Donations or reward based Crowd funding، والذي يقدم فيه المقرض التمويل كهدية / منحه لا ترد، أو يحصل في على مزايا عينية مثل سهولة الوصول إلى المنتج، أو الحصول عليه بأسعار مخفضة أو بدون مقابل.

2-تمويل النظراء Peer to Peer: يعتبر نوع من أنواع التمويل الجماعي، وفي حين يستخدم التمويل الجماعي في الأساس لتمويل المنشآت الناشئة والحديثة، يستخدم تمويل النظراء لزيادة رأس المال المنشأة، وعادة ما يحصل فيه المقرض على سعر فائدة كعائد على التمويل.

3-التخصيم Factoring: يشير إلى بيع الحسابات المدينة لمؤسسة مالية أو شركة تخصيم، وتلجأ المنشأة في بعض الأحيان لشركات التخصيم للمساعدة في إدارة تدفقات النقدية وتأخر المدفوعات من قبل العملاء، وتدفع شركات التخصيم جزءاً من الحسابات المدينة عادة ما بين 75% إلى 80%، وتحتفظ بالباقي كاحتياطي، مما يوفر لتلك الشركات السيولة اللازمة في الأجل القصير دون الحاجة إلى الانتظار حتى تاريخ استحقاق الحقوق المالية. وينعكس ذلك بشكل إيجابي على معدل دوران رأس المال العامل، كما يؤدي إلى انخفاض مخاطر الديون المعدومة والخسائر المؤثرة على أرباح الشركات. وكلما كانت الحسابات المدينة ذات جودة عالية، زادت القدرة على الاقتراض. ويعد نشاط التخصيم أحد الركائز لتوفير تمويل لدورة رأس المال العامل وتسريعها، وعلى وجه الخصوص عن طريق تخصيم الحقوق المالية قصيرة الأجل الناشئة عن أنشطة التصدير للخارج.

4-تداول الفواتير Credit Invoice: شكل من أشكال التمويل المستند إلى المستحقات، حيث يبيع المستثمر فواتيره بخصم لمجموعة من المستثمرين الأفراد أو المؤسسات مقابل النقد. ويعتبر هذا المصدر مشابه للتخصيم، باستثناء أن عدة أطراف بدلاً من مقرض واحد يشتري الفاتورة.

5-الاستثمار الملائكي Angel Investments: وهو التمويل الذي يقدمه فرد أو مجموعة من الأفراد ذوي قدرة تمويلية لمساعدة المستثمرين بأموال أولية، مقابل الحصول على حصة في الاستثمار. وبمجرد أن تصبح الاستثمارات مربحة، يمكن للمقرض الملائكي أن يبيع أسهمه لتحقيق ربح واستخدامه لتمويل استثمارات أخرى، والاستثمارات الملائكية من الأدوات الهامة المتعارف عليها بشكل خاص بالنسبة للشركات والمشاريع الريادية الناشئة، والتي يستفيد منها رواد الأعمال في مراحل النمو الأولية لمشروعاتهم.

6-التأجير التمويلي Leasing: وهو أحد أنواع التمويل المستند إلى الأصول يسمح فيه للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بالحصول على التمويل القصير والمتوسط الأجل. ويعتبر أحد المصادر المستخدمة لشراء المعدات الرأسمالية، حيث يتفق طرفان على التوقيع على عقد حيث يقدم طرف (المؤجر) أصلاً لطرف آخر (المستأجر) لاستخدام ذلك الأصل في فترة زمنية محددة / ثابتة مقابل المدفوعات العادية المحددة. وفي نهاية العقد يسمح للمستأجر بشراء تلك المعدات. في هذا الصدد، نتج عن تلك المصادر الحديثة ثورة في عالم التمويل، ومن ضمنها خفض وتوفير الوقت اللازم للحصول على التمويل من حوالي 25 ساعة في المتوسط في حالة المصادر التقليدية، إلى أقل من 30 دقيقة باستخدام المصادر البديلة. وتقترن السرعة أيضاً بسهولة التسويق، وسهولة الحصول على الأموال، والكفاءة في الإدارة (Obiora and Csordás, 2017).

في هذا الإطار، يمكن تناول المزايا الخاصة بالتمويل الجماعي من منظور مختلف، ألا وهو الذكاء الجماعي الناتج عن القرارات التمويلية الجماعية للأفراد في مقابل الذكاء الفردي للمقرض الواحد. ولا يعني ذلك أن التمويل الجماعي لا يخلو من المخاطر التي يشتمل عليها التمويل البنكي التقليدي، ولكن تنقسم وتتوزع المخاطر على عدد أكبر من الأفراد (المقرضين)، وبالتالي انخفاض المخاطر التي يتحملها كل مقرض بمفرده. وعلى الرغم من شيوع استخدام المصادر البديلة في التمويل وارتفاع نسبة مساهمتها في تمويل الاستثمارات المختلفة، إلا أن المصادر التقليدية لازالت تعتبر هي الأساس في التمويل، وخاصة في الدول النامية، التي لازالت تفتقد الدرجة المطلوبة من التطور المالي، ومن التقنيات المالية الحديثة التي تمكنها من تفعيل تلك المصادر الحديثة والاستفادة منها على نطاق أوسع. في حين أن التمويل البديل غالباً ما يكون هو المصدر المهيمن لتمويل الاستثمارات في الدول المتقدمة والاقتصادات سريعة النمو.

وعلى ذلك تعتبر أهم التحديات التي تواجه الدول النامية هي الكفاءة المؤسسية، والبنية التحتية التكنولوجية والمالية التي تمكنها من تقديم الخدمات التمويلية المتطورة على نطاق أوسع ولشبكة أكبر من المستفيدين. ومن ضمن التحديات أيضاً تلك المتعلقة بعدم كفاية اللوائح والتنظيمات المالية والرقابية التي تشرف على تلك المصادر، والتي تهدف إلى الحد من مخاطر وخسائر الاحتيال، التي قد يتعرض لها المقرضين إذا لم يتم إتباع إجراءات الرقابة الصارمة على نحو متسق، كما هو الحال مع المؤسسات المالية الخاضعة للتنظيم. وفي ذات السياق، فتجدر الإشارة إلى أهمية مراجعة وتحديث التشريعات اللازمة لاستيعاب وتشريع استخدام تلك الأدوات الاستثمارية والتمويلية.

3. مصادر تمويل المنشآت الصغيرة والناشئة:

بشكل عام تعتبر المصادر الحديثة هي الخيار التمويلي المناسب لكل من المنشآت الصغيرة والناشئة في مقابل المصادر التمويلية الأخرى، وذلك في ظل التحديات التي تتعرض لها المنشآت الصغيرة والمتوسطة في النفاذ إلى المؤسسات المصرفية، والحصول على القروض البنكية وذلك في ظل عدم قدرتها على تقديم الضمانات الكافية للقروض البنكية. وعلى الرغم من ذلك، لازالت تلك المصادر الحديثة تعتبر مكمل وليس بديل عن التمويل البنكي في ظل تفضيل بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة استخدام الموارد التقليدية. في هذا الإطار، تستخدم الشركات متوسطة الحجم في الغالب رأس المال القائم على الديون (قروض ائتمانية قصيرة الأجل، سحب على المكشوف من البنوك وخطوط الائتمان)، والتأجير، والأرباح المحتجزة، والمنح الحكومية. أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة ومتناهية الصغر، فإن مصادر التمويل من الأسرة والأصدقاء (Funds from Family Friends 3Fs) هي التي تهيمن على إجمالي رأس المال.

وفيما يتعلق بتمويل الاستثمارات الناشئة والريادية، والابداعية، فتختلف مصادر التمويل مع اختلاف المرحلة التي تمر بها تلك الاستثمارات. في هذا الإطار، تمر الشركات الناشئة والريادية وخاصة التكنولوجية بأربع مراحل رئيسية هي المرحلة الأولية Seed Stage، ومرحلة الفكرة والتطوير Idea stage، ومرحلة النمو الأولية Early stage، ومرحلة الانطلاق Growth Later stage، وتختلف الاستثمارات الموجه لكلاً من تلك المراحل. فعلى سبيل المثال، في المرحلة الأولية وللتغلب على السقوط فيما يعرف بوادي الموت [1] Death Valley، تتجه تلك المشروعات الناشئة إلى الحصول على التمويل المبدئي من الأهل والأصدقاء (3Fs)، أو الحصول على تحويلات ومنح من جهات حكومية وبحثية داعمة للابتكار والإبداع، بالإضافة إلى الحصول على الدعم الفني والمالي من حاضنات الأعمال (Markova and Perkovska-Mircevska, 2009).

وفي المراحل اللاحقة الخاصة بالتطوير، يظهر الدور الذي يقوم به التمويل الملائكي ومسرعات النمو وذلك بعد التحقق من صلاحية الفكرة وتطوير نماذج أولية لمنتجاتهم أو تطبيقاتهم. وبلي ذلك مرحلة النمو والتوسع للشركات الناشئة، والتي تصبح فيها أكثر نضوجاً ودراية باليات ومتطلبات السوق مما يجذب استثمارات رأس المال المخاطر Venture Capital للدخول والاستثمار في شراكة مع تلك الشركات، وفي الأغلب يكون ذلك مقابل نسبة في الملكية.

أما المرحلة الأخيرة من دورة حياة الشركات الناشئة وهي مرحلة الانطلاق وتكون بالدخول إلى الطرح أو الاكتتاب العام IPO، ويتم فيها جذب المستثمرين من المؤسسات التمويلية المختلفة أو المساهمين من الأفراد. ويساعد ذلك المنشأة على الانتشار في السوق والنفاذ الي الأسواق العالمية. وتسويق منتجات أو خدمات الشركات الناشئة. ويلخص شكل رقم (3) تلك المراحل والمصادر الملائمة لها.

شكل رقم (3): مراحل تطور الشركات الناشئة ومصادر التمويل المناسبة

مرحلة النضج والاستقرار بالأسواق	التوسع / المراحل اللاحقة / النمو	المنح / المراحل الأولية	الملاك / حقوق الملكية
			المخبرات الشخصية والعائلة
			المنح الحكومية
			القروض لصحة
			تمويل الجماع
			الإرمان المستعدة
			الاقتراض
			العائلة والأصدقاء
			القروض الائتمانية المدينة
			قروض متناهية الصغر
			تمويل النظراء
			تمويل الميزانيات العمومية للتكنولوجيا المالية
			القروض الحكومية
			تمويل رأس المال المخاطر
			قروض المصرفية
			التأجير التكويني
			صناديق الاستثمار الخاصة
			القروض لتوسعية
			التمويل الثانوية / الميزانين
			سندات الشركات
			حقوق الملكية
			مسرعات النمو
			الاستثمار و التمويل الجماع لحقوق الملكية
			الاستثمار - تمويل ملائكي
			صناديق رأس المال المخاطر الخاصة
			صناديق رأس المال المخاطر لشركات
			صناديق رأس المال المخاطر الحكومية
			صناديق رأس المال المخاطر غير التقليدية
			الصناديق الخاصة / حقوق الملكية الموجهة للنمو
			الصناديق الخاصة
			صناديق العامة
			استثمارات حقوق الملكية لحالات / مواضع خاصة

المصدر: مأخوذة بتصريف من Cornelius (2020) / Global Innovation Index, 2020.

1 "وادي الموت" مصطلح شائع في عالم الشركات الناشئة، يشير إلى صعوبة تغطية التدفق النقدي في المراحل الأولى من بدء التشغيل، قبل أن تبدأ الشركة في جني إيرادات من بيع المنتجات أو الخدمات الجديدة.

وفي ظل العرض السابق لمصادر التمويل المختلفة، سواء تلك التقليدية أو الحديثة، ففي خلاصة الأمر، لا غنى عن تحقيق التوازن بينهما، بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة لكافة الأنشطة الاقتصادية. فإذا كان التمويل المصرفي أكثر ملاءمة لتمويل الصناعات الإنتاجية المستقرة والتقليدية، تميل الصناعات التكنولوجية بشكل أكبر للتمويل من خلال الأسواق المالية بسبب الدرجات العالية من حالة عدم التأكد التي تختص بها تلك الصناعة. وكذلك يعد القطاع المالي غير المصرفي مكملاً للقطاع المصرفي في تمويل المشروعات الإنتاجية سواء الصغيرة والمتوسطة من خلال خدمات التمويل متناهي الصغر، والتأجير التمويلي، أو الشركات العملاقة من خلال التمويل بواسطة سوق رأس المال. كما يتكامل القطاع المصرفي وغير المصرفي من خلال تمويل البنوك للشركات التي لديها مستويات عالية من الأصول الملموسة، أو لديها سجل تاريخي من الإيرادات والعوائد، في حين أن التمويل من خلال الأسواق المالية أو صناديق رأس المال المخاطر وكذا شبكات التمويل الملائكي، يتناسب أفضل مع الشركات ذات الطبيعة الابتكارية، أو منخفضة الأصول الملموسة.

4. مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي:

يستعرض هذا القسم تطور المصادر التمويلية المختلفة في دول مجلس التعاون الخليجي، وأهم التحديات المقترنة بها، فضلاً عن تقديم عدد من التوصيات أو السياسات المقترحة لمزيد من دعم القطاع المالي، وتدعيم دوره في مساندة الاستثمار، وذلك فيما يلي.

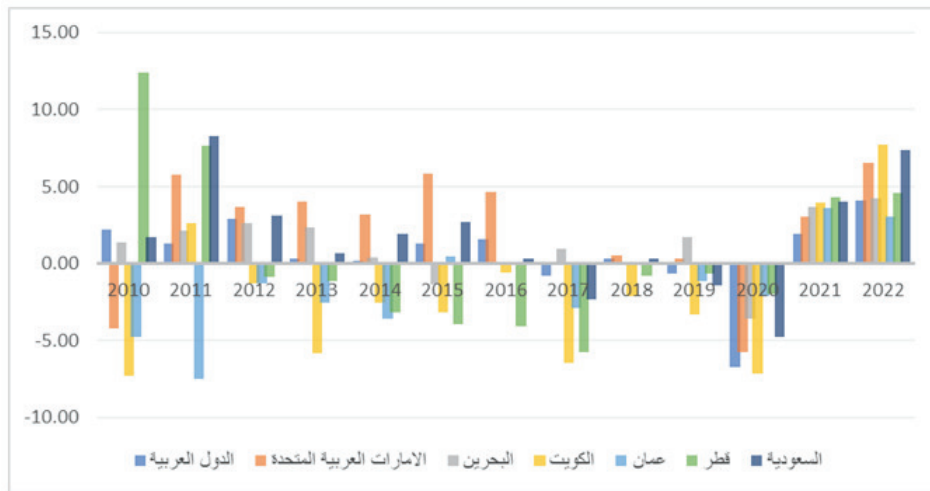
4.1 توصيف المنظومة التمويلية السائدة في دول مجلس التعاون الخليجي:

تمكنت دول مجلس التعاون الخليجي على مدار عدة عقود، من تحقيق نتائج اقتصادية قوية؛ حيث تعتمد تلك الدول على النفط كمصدر أساسي للدخل وللتصدير؛ مما مكنها من زيادة معدلات التوظيف والإنفاق على البنية التحتية والصحة والتعليم. كما ساعد ذلك في رفع مستويات المعيشة؛ حيث تمتلك دول الخليج نحو ثلث الاحتياطات عالمياً من النفط الخام والغاز الطبيعي، وتزود العالم بأكثر من 15% من الطلب العالمي على النفط الخام (عبد القادر، 2021).

وعلى صعيد آخر، لا تزال تلك الدول تواجه عديد من التحديات في تنوع مصادر الدخل والتحرر من الاعتماد على الاقتصاد النفطي. وقد أصبحت معضلة التنويع الاقتصادي لدول الخليج ضرورة حتمية وليست خيارا اقتصاديا، فمن المتوقع أن يشهد الاقتصاد العالمي تغيرات جذرية في السنوات القليلة القادمة. فمع الاتجاه الدولي نحو مصادر الطاقة المتجددة، أصبحت الدول التي تعتمد في اقتصادها على النفط في حاجة ماسة للبحث عن مصادر تمويلية جديدة لكل من الاستثمارات العامة والخاصة على حد سواء. في هذا الإطار، لا زال نشاط القطاع الخاص في دول مجلس التعاون الخليجي يعتمد بشدة على الاستهلاك والمشاريع التي تمويلها الحكومة والتي تدعمها في النهاية عائدات النفط والغاز.

ومن التحديات الأخرى التي تواجهها دول مجلس التعاون الخليجي كما أكد عليها البنك الدولي (2021) هي تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي في ظل جائحة كوفيد-19؛ والتي ظهرت آثارها جليا في ظل انخفاض الطلب العالمي على النفط وأسعاره، مما نتج عنه إصابة دول المنطقة بأزمة اقتصادية وخيمة هزت أسواق السلع الأولية، مما أدى إلى انكماش إجمالي الناتج المحلي بنسبة 4.8% في عام 2020. يوضح شكل رقم (4) معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لدول المجلس، وأيضا لمتوسط الدول العربية، ويبرز انخفاض النمو حتى عام 2020، ثم بداية التعافي بعد ذلك في عامي 2021، و2022 بعد انكسار الأزمة.

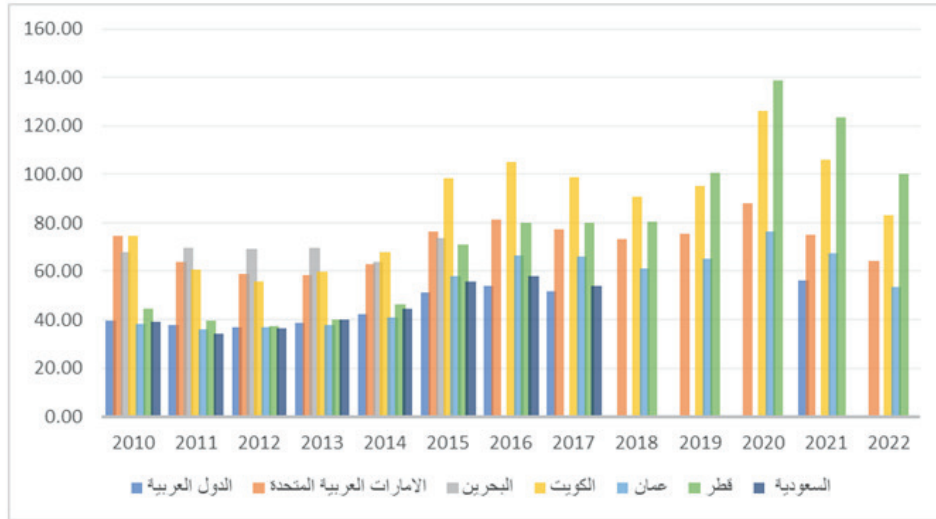
شكل رقم (4): معدل النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2010-2022)



المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحث باستخدام قاعدة بيانات البنك الدولي.

ويتوقع التقرير الصادر عن صندوق النقد الدولي (2020) انخفاض ثروات دول مجلس التعاون الخليج بشكل كبير بحلول عام 2034، وذلك في ظل تذبذب أسعار النفط مع التغييرات العالمية، واعتماد تلك الدول عليه بشكل رئيسي كمصدر أساسي للتمويل. ويعكس ذلك ضرورة توسيع وتيرة الاصلاحات الاقتصادية وتنويع مصادر التمويل باعتباره مولد أساسي للنمو الاقتصادي والتنمية؛ وذلك على الاخص في ظل عدم كفاية مصادر التمويل التقليدية - المالية العامة أو المساعدات الإنمائية أو القروض المصرفية - لتمويل أهداف التنمية المستدامة. وفي خضم التطورات الي يشهدها الاقتصاد العالمي في ظل الجائحة، أصبح هناك اتجاه متزايد في العديد من الدول المتقدمة والنامية على السواء نحو التحول إلى أسواق رأس المال لإيجاد مصادر جديدة وبديلة للتمويل واجتذاب موارد القطاع الخاص التمويلية واستثماراته وخبراته، وذلك كما سبق الإشارة في القسم السابق من الدراسة. أما بالنسبة لدول المجلس، فلازالت العديد منها يعتمد على التمويل من خلال القطاع النقدي المصرفي كمصدر رئيسي وتقليدي لتمويل الاستثمار.

شكل رقم (5): الائتمان النقدي الموجه للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2010-2022)

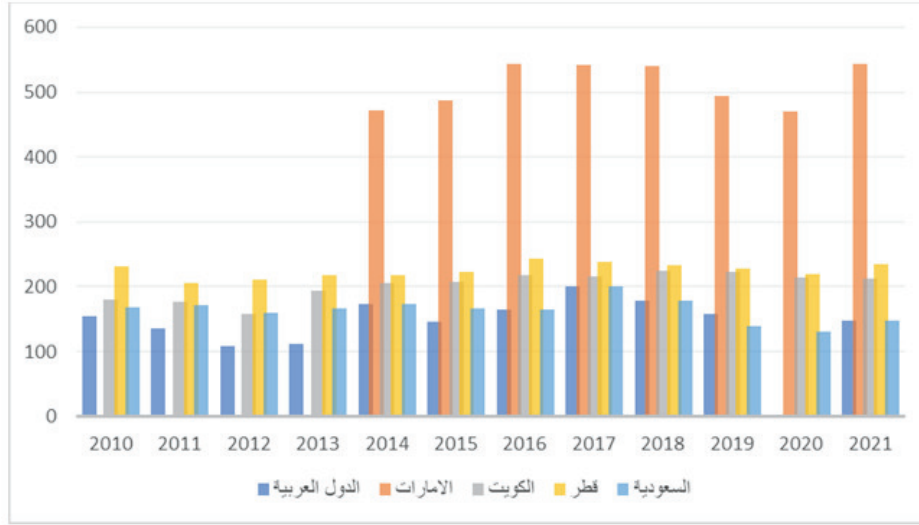


المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحث باستخدام قاعدة بيانات البنك الدولي.

في هذا السياق، يمكن القول بوجود عدد من العوامل المؤدية إلى هيمنة القطاع النقدي والمؤثرة على التوجه نحو مصادر التمويل البديلة؛ من ضمنها غياب قانون الإفلاس في بعض دول الخليج والذي يؤثر سلباً في جذب أو خلق الانواع المختلفة من رأس المال العامل. وكذلك فإن مفاهيم مثل رأس المال المغامر، والتمويل المتعدد، ومنصات التمويل المبتكرة كمصادر بديلة عن التمويل المصرفي التقليدي، لازالت مفاهيم جديدة في المجتمع الخليجي،

ولا تزال ردود الفعل تجاهه متباينة. وفي كثير من الأحيان، قد لا يشعر المستثمر الخليجي التقليدي بالارتياح تجاه هذه المفاهيم الجديدة من التمويل. يضاف إلى ذلك أن العديد من الشركات ليست راغبة في قبول تدخل خارجي في إدارة الشركة، وهو أمر لا مفر منه في حالة قبول استثمار خاص أو مشروع استثماري برأس مال مغامر.

شكل رقم (6): عدد المقترضين من البنوك التجارية (لكل ألف من السكان البالغين) خلال الفترة (2010-2022)



المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحث باستخدام قاعدة بيانات البنك الدولي.

في هذا الصدد، يمكن القول إن التنويع الاقتصادي الناجح والنمو الاقتصادي المستدام يتطلب القدرة على تمويل استثمارات مستقلة. وترتكز القدرة على تمويل هذه الاستثمارات على ثلاثة أسس: (1) اعتماد إطار عمل مالي يخصص عائدات النفط والغاز للأجل قصير الأمد أو للاستثمارات الطويلة الأمد مع الحد الأدنى من التشوهات الاقتصادية، و(2) تمكين قطاع خاص موجه نحو التصدير لا يعتمد على النفط والغاز لكي ينمو ويزدهر، و(3) اعتماد مصادر تمويلية حديثة مكملة للمصادر التقليدية تشجع وتمكن رواد الأعمال والشركات الصغيرة والمتوسطة. وقد حققت الدول الخليجية بعض التقدم في هذه الجبهات الثلاثة كلها، ولكن لازالت هناك عدد من التحديات التي تقابلها، والتي نركز في هذه المقالة على تلك المتعلقة منها بالتمويل.

ومن المتوقع ومن المرغوب أن يقوم قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بدور رئيسي في عملية التنويع الاقتصادي، نظراً إلى دوره الفاعل الذي يلعبه في دعم الناتج المحلي الإجمالي عبر زيادة حجم الإنتاج السلي والخدمي، والمساهمة في تعزيز النمو الاقتصادي، وتوفير فرص العمل المنتجة، وتنشيط دورة الدخل محلياً. إذ يمثل هذا القطاع أكثر من 90% من مجموع مؤسسات الأعمال في المنطقة، ويساهم في بعض دول المجلس بنسبة تصل إلى 50% من عمليات التوظيف و70% من إجمالي الناتج المحلي (قباني وبن ميمون 2021).

وإذا كانت القروض المصرفية، والبنوك التجارية، والمبادرات الحكومية هي المصدر الأساسي لتمويل المشروعات الناشئة في دول مجلس التعاون؛ إلا أن هذه المصادر تمول مشروعات وليست أفكار. ومن ثم قد لا تكون هي الخيار المناسب فيما يتعلق بتمويل الأفكار الجديدة، والناشئة، والمبتكرة، والتي تعتمد في كثير من الأحيان على الابداع، والتكنولوجيا، والتطوير، وبالتالي تتطلب مصدر تمويل مختلف يتبنى الفكرة، ويشارك المخاطرة، ويتقاسم العائد. في هذا الإطار، فإن رأس المال الممول للأفكار يختلف تماماً عن التمويل العادي.

وعلى ذلك يمكن القول إن المصادر المتاحة حالياً للتمويل لها محدوديتها وسلبياتها حتى في تمويل المشروعات الناشئة، وذلك لمجموعة من الأسباب، من أهمها أولاً، تقدم البنوك التجارية الجزء الأكبر من التمويل في شكل قروض، عادة ما تكون قصيرة الأجل، بأسعار فائدة مرتفعة، مع قدر كبير من الإجراءات الروتينية التي لا مفر منها. وثانياً، على الرغم من أن العديد من دول مجلس التعاون الخليجي قد نجحت في خلق مؤسسات داعمة تهدف إلى مساعدة أصحاب المشاريع وكذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة على النمو (منها علي سبيل المثال، المبادرات الحكومية مثل "هيئة المنشآت الصغيرة والمتوسطة" في المملكة العربية السعودية، و"صندوق خليفة" في أبوظبي، و"مؤسسة محمد بن راشد لتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة" في دبي، و"بداية" في قطر)، والتي تضطلع بمهام ملموسة لتدريب وتطوير أصحاب المشاريع وتمويل الشركات الوليدة؛ إلا أن الخدمات التي تقدمها هذه المبادرات لا تزال محصورة في عدد قليل من الشركات الناشئة. وبالتالي، يصبح من الصعب الحكم على دور هذه المبادرات وفعاليتها، وحتى لو كانت المبادرات فعالة، فهذه المنظمات لا تملك رأس المال المطلوب لتمويل الأفكار المبتكرة وتطويرها.

في هذا الإطار، من الممكن أن تتيح التكنولوجيا الرقمية فرصاً جديدة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة بحيث تستطيع تسريع نموها،

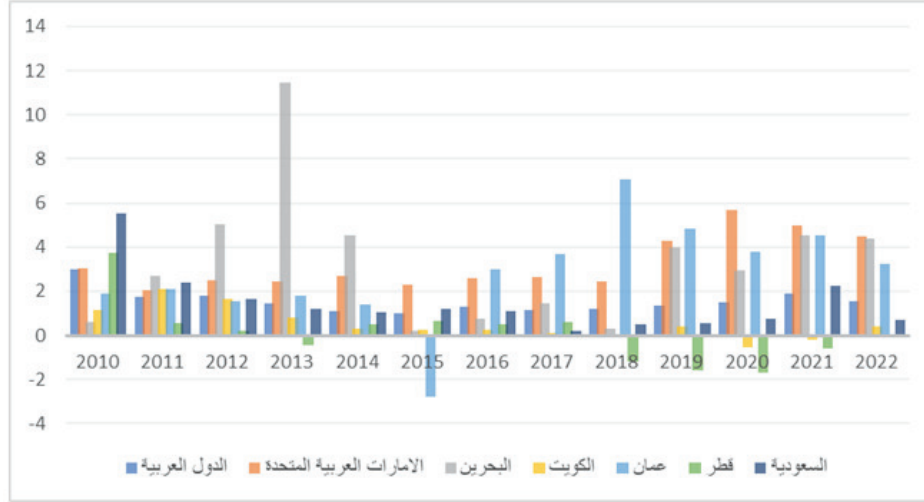
فمن الممكن للتكنولوجيات الناشئة وخدمات الإنترنت أن تسهل تحقيق كفاءات تشغيلية، ودفع الابتكار، والنفوذ إلى الأسواق والتمويل. وذلك حيث تملك دول المجلس مقارنة مع بقية دول المنطقة ميزات تنافسية جعلتها سباقة في تبني التكنولوجيا الرقمية، منها البنية التحتية التكنولوجية، الإمكانيات الكبيرة في الوصول إلى خدمات شبكة الإنترنت ذات السرعة العالية والنطاق العريض، مما يسهل استخدام الإنترنت في خلق الأعمال التجارية. بالتالي يمكن أن تعزز التكنولوجيا الرقمية فرص الاستفادة من مصادر التمويل البديلة والحديثة لتوفير الموارد المالية اللازمة لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، والتي عانت بدرجة كبيرة في ظل سياسات الإغلاق وتداعيات جائحة كوفيد الاقتصادية.

وبالفعل برز قطاع الخدمات المالية كأحد القطاعات ذات الأولوية في إطار الجهود التي تبذلها دول مجلس التعاون الخليجي؛ فقد دعمت المنطقة تأسيس شركات التكنولوجيا المالية الناشئة؛ وقامت بتوظيف استثمارات مهمة لتطوير البنية التحتية اللازمة لها. ولكن لازالت الأنظمة الرقابية في دول المجلس - باستثناء الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين - في حاجة إلى مزيد من التطوير والتفعيل.

وتعمل دولة الإمارات من خلال سوق أبو ظبي العالمي ومركز دبي المالي العالمي على اتخاذ بعض الخطوات لتشجيع خدمات التكنولوجيا المالية. وبذلك تعد الدولة بالفعل تجربة رائدة في مجال التمويل البديل مع إصدار سلطة دبي للخدمات المالية أول تشريع منظم على مستوى المنطقة في عام 2017. وقد رخصت السلطة ثلاث منصات التمويل الجماعي بدأت ممارسة أعمالها. إلي جانب ذلك، نشطت البحرين أيضا في اعتماد التطوير والابتكار في مجال الخدمات المالية في إطار الجهود التي تبذلها لتعزيز مكانتها كمركز مالي. كما أظهرت المملكة العربية السعودية تقدما واعدة من خلال خطط التنمية الوطنية ورؤية المملكة 2030 نحو اتخاذ الخطوات الضرورية للسماح بتطور التكنولوجيا المالية في السنوات القادمة (KFAS, 2019).

وعلى صعيد آخر، لا يمكن إغفال الدور الذي تشارك به الاستثمارات الأجنبية في تمويل الاستثمارات من خلال تقديم الموارد الأجنبية الخارجية. في هذا الإطار، يلاحظ أن الاستثمار الأجنبي المباشر لم يرقى للمكانة المستحقة أيضا في دول مجلس التعاون الخليجي. فبين العامين 2015 و2019، لم تبلغ التدفقات الصافية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مجلس التعاون الخليجي ككل سوى 1,1 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي. ويمثل هذا الرقم أقل من نصف المتوسط العالمي وأقل بثلاثة أضعاف تقريبا من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصادات عالية الدخل. ولم يتغير الوضع بعد ذلك بدرجة كبيرة في الأعوام القليلة الأخيرة.

شكل رقم (7): صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر (نسبة من الناتج المحلي الإجمالي) خلال الفترة (2010 - 2022)



المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحث باستخدام قاعدة بيانات البنك الدولي.

وترتبط نسبة الاستثمار الاجنبي المباشر المنخفضة ببعض القصور القائمة في بيئة الأعمال في معظم دول المجلس والتي من ضمنها صعوبة الدخول الي الاسواق والمنافسة فيها، والتغيرات المفاجئة في السياسات مثل الحد من تراخيص العمل من دول معينة، أو الحد من تحويل الأموال إلى الخارج، أو توتر العلاقات الاقتصادية مع الدول المجاورة. هذه السياسات من شأنها التأثير سلبا على مناخ الاستثمار بتلك الدول. في هذا الصدد، من شأن التطورات المقترنة بالتحول نحو التكنولوجيا المالية أن تساهم بشكل كبير في تحسين بيئة الأعمال، وزيادة كفاءة الخدمات المالية، واتساع رقعة انتشارها، ومن ثم المساهمة في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية على السواء

4.2. التحديات التي تمويل الاستثمارات الخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي:

على الرغم من الجهود المبذولة لتنويع الاقتصاد، ودعم وتعزيز فرص التمويل المتاحة للاستثمارات المختلفة، لازالت هناك مجموعة من التحديات سواء على مستوى الاقتصاد الكلى أو على مستوى القطاع المالي، أو الأشكال الأخرى من مصادر التمويل السابق تناولها، وفيما يلي أبرز تلك التحديات مايلي:

1-عدم كفاية الموارد التمويلية نتيجة لتدني معدلات الادخار والاستثمار للناتج المحلي الإجمالي، مما أدى إلى خلق فجوة تمويلية، ومن ثم انخفاض القدرة على التكوين الرأسمالي وإضافة الأصول الإنتاجية اللازمة لرفع معدل الإنتاج والنمو في كافة مجالات النشاط الاقتصادي.

2-هيمنة القطاع المصرفي على مصادر التمويل، والذي يوفر موارد قصيرة الأجل بالأساس قد لا تكون ملائمة لسد الاحتياجات التمويلية متوسطة وطويلة الأجل للأفراد والشركات، وذلك في ظل عدم التطور الكافي للمؤسسات المالية غير المصرفية وبوجه خاص مؤسسات الادخار التعاقدية وصناديق الاستثمار، ومحدودية أدوات وأسواق الدين المحلية، وبوجه خاص أسواق السندات والصكوك.

3-انخفاض مستويات التنافسية بين المؤسسات المالية والمصرفية وارتفاع نسب التركيز الائتماني سواء على صعيد الائتمان المقدم للأفراد أو الشركات، بالإضافة إلى ضعف تبنى القطاع المالي غير المصرفي لسياسات الاستدامة، وضعف نظام إدارة المخاطر، وعدم كفاية الوعي بالأدوات المالية غير المصرفية.

4-انخفاض القدرات الفنية والإدارية لدى أصحاب المشروعات المتوسطة والصغيرة، ومنها القدرة على إعداد دراسات جدوى، وخطط عمل ملائمة من أجل الحصول على التمويل اللازم.

5-هيمنة القطاع المصرفي على مصادر التمويل، والذي يوفر موارد قصيرة الأجل بالأساس قد لا تكون ملائمة لسد الاحتياجات التمويلية متوسطة وطويلة الأجل للأفراد والشركات، وذلك في ظل عدم التطور الكافي للمؤسسات المالية غير المصرفية وبوجه خاص مؤسسات الادخار التعاقدية وصناديق الاستثمار، ومحدودية أدوات وأسواق الدين المحلية، وبوجه خاص أسواق السندات والصكوك.

6-على الرغم من بدء البنوك في وضع برامج وخطط إقراض للشركات الصغيرة والمتوسطة، فإنها لا تزال تفضل منح قروض للشركات الكبيرة أو لتمويل العجز الحكومي، وعدم تفضيل عدد من البنوك لتمويل قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، يرجع لعدم توافر القدرات والخبرات لديهم لتعامل مع هذه الفئة من المشروعات.

6-عدم كفاية التشريعات المفعلة تتعلق بالأدوات التمويلية الجديدة والمبتكرة وخاصة الداعمة للشركات الناشئة والابتكارية.

7- تراجع معدل الاستثمار العالمي نتيجة انكماش انتقال رؤوس الأموال من دولة إلى آخر وفقا للتقارير الصادرة عن البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، ومنظمة الأكتاد بالإضافة إلى الاضطرابات وحالة عدم الاستقرار التي تشهدها الدول العربية والمؤثرة على الاستثمارات المشتركة مع هذه الدول.

8- التحديات المتعلقة بجذب الاستثمار الأجنبي، بالإضافة إلى عدم وضوح الرؤية للقطاعات المستهدفة ترويجها لجذب الاستثمارات الأجنبية عدا قطاعات البترول والطاقة مع الحاجة إلى رؤية وإستراتيجية واضحة في القطاعات الأخرى مثل القطاعات الصناعية.

4.3. السياسات المقترحة لتمويل الاستثمارات الخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي:

لتفادي تحديات تمويل الاستثمارات الخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي، فإنه يجب على دول مجلس التعاون الخليجي أن تطبق مجموعة من السياسات المقترحة لزيادة مصادر التمويل الحديثة والبديلة لتمويل الاستثمارات الخاصة، ولعل من أهم هذه السياسات مايلي:

1. يتعين على الدولة ضرورة تهيئة البنية التحتية للقطاعات المالية بالقدر الذي يكفل زيادة فرص النفاذ للتمويل.

2. ضرورة وجود نظم كفاء للاستعلام الائتماني بمايسر الإقراض المضمون وضمان حقوق الدائنين.

3. يجب تفعيل الإطار الرقابي والاشرافي على تنظيم التمويل متناهي الصغر، من خلال زيادة الشفافية في نشاط هذا القطاع لزيادة قدرته على تعبئة الموارد المالية اللازمة لعملياته المختلفة، من خلال استقطاب الودائع أو الاقتراض.

4. يجب على الدولة ضرورة زيادة برامج التوعية ورفع الوعي بأهمية الشمول المالي والتحول الرقمي بين مختلف فئات المجتمع.

5. ضرورة دعم إنشاء والتوسع في مسرعات النمو وحاضنات الأعمال المتخصصة في التكنولوجيا المالية، وتفعيل وحوكمة الإجراءات الخاصة بها بما يساعد على دعم الابتكار، وتهيئة البيئة التكنولوجية للشركات الناشئة والريادية.

6- يتعين على الدولة ضرورة تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية، التي تمكن من النفاذ للخدمات المالية بدون عقبات سعرية أو غير سعرية من خلال المصارف التجارية، بالإضافة إلى تيسير الإجراءات القانونية والتنظيمية، التي تحفز التوسع في استخدام الخدمات المصرفية والمالية من خلال التقنيات الحديثة والابتكارات والداعمة للتكنولوجيا المالية.

7- يجب على الدولة ضرورة تهيئة البيئة التشريعية اللازمة لجذب ودعم الترويج للمصادر البديلة للتمويل، ومن أهمها التمويل الجماعي وتمويل النظراء والاستثمارات الملائكية... الخ.

8- يتعين على الدولة ضرورة زيادة التنسيق فيما بين جهات التنظيم المالي والهيئات الحكومية الأخرى، التي قد تؤثر مسؤولياتها على مؤسسات التمويل وخاصة متناهي الصغر.

بالإضافة إلى تلك السياسات المقترحة، يقدم كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مجموعة من التوصيات المتعلقة بالحد من تأثير جائحة الكوفيد-19 على الاستثمارات وفرص تمويلها. ومن أهم هذه التوصيات مراعاة المرونة في إتاحة التمويل مع الالتزام بالإطار التنظيمي والرقابي، وبمعايير الحد الأدنى الاحترازية والاتساق مع المعايير الدولية. وكذلك، تيسير القيام بتدخلات جيدة التصميم لتقديم دعم موجه للمقترضين والقطاعات المتضررة، والحد من فرص الخطر المعنوي والحفاظ على الالتزام بالممارسات السليمة في إدارة مخاطر الائتمان، مع تيسير التخصيص الكفاء للائتمان الجديد.

5. النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية:

5.1. النتائج

تناولت الدراسة أهم المفاهيم المتعلقة بالأدوات التمويلية المختلفة الداعمة للنمو والاستثمار. وذلك من خلال استعراض التطور في تلك الأدوات من المنظور التقليدي بمحاوره المختلفة، مثل نوع المؤسسة التمويلية، وأجل التمويل، ومصدر التمويل، وطبيعته، إلى المنظور الحديث القائم على الابتكار والتكنولوجيا المالية. ولعل من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة ما يلي:

1. شهدت تحولات التمويل في دول مجلس التعاون الخليجي تطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، حيث اتجهت تلك الدول إلى تبني أدوات التكنولوجيا المالية، والمصادر التمويلية الحديثة لتنويع هيكلها الاقتصادية وتحقيق النمو الاقتصادي.

2. لاتزال تواجه مصادر التمويل الحديثة عدد من التحديات، وذلك على الرغم من الجهود التي بذلتها تلك الدول، والتي يتمثل أهمها في استمرار هيمنة القطاع المصرفي على مصادر التمويل، وانخفاض مستويات التنافسية بين المؤسسات المالية والمصرفية وارتفاع نسب التركيز الائتماني سواء على صعيد الائتمان المقدم للأفراد أو الشركات.

3. عدم كفاية التشريعات المفعلة تتعلق بالأدوات التمويلية الجديدة والمبتكرة وخاصة الداعمة للشركات الناشئة والابتكارية.

5.2. التوصيات

وفي ضوء ذلك، قدمت الدراسة عددًا من التوصيات والسياسات المقترحة لزيادة كفاءة المنظومة التمويلية في دول مجلس التعاون الخليجي. وتتمثل أهم تلك التوصيات في

1- تعزيز التكامل بين القطاع المصرفي وغير المصرفي، وذلك من خلال تشجيع الشركات المالية غير المصرفية على تطوير خدماتها ومنتجاتها التمويلية، وتوفير البيئة التنظيمية المناسبة لها.

2- زيادة التنافسية بين المؤسسات المالية والمصرفية، وذلك من خلال تطبيق المعايير الدولية للحوكمة والشفافية، وتعزيز دور الجهات الرقابية في مراقبة الأسواق المالية.

3- تطوير التشريعات المتعلقة بالأدوات التمويلية الحديثة، وذلك من خلال إصدار تشريعات وتنظيمات مناسبة تدعم تبني تلك الأدوات، وحماية حقوق المستثمرين.

4- دعم الشركات الناشئة والابتكارية: وذلك من خلال توفير التمويل المناسب لها، وتطوير الحاضنات والبرامج الداعمة لنموها.

وتعد هذه التوصيات والسياسات من أهم الخطوات التي يمكن اتخاذها لتعزيز كفاءة المنظومة التمويلية في دول مجلس التعاون الخليجي، ودعم الاستثمارات وتنويع الهياكل الاقتصادية.

5.3. البحوث المستقبلية:

إستكمالاً إلى التحليل والنتائج التي تم عرضها، يمكن إقتراح عدد من الدراسات المستقبلية لتكمل الدراسة الحالية، سواء كان ذلك بالتطبيق على دول مجلس التعاون الخليجي أيضاً، أن على غيرها من الاقتصاديات الناشئة، وذلك كالتالي:

- تقييم تأثير الابتكارات المالية على الشمول المالي
- دور الابتكارات المالية في دعم الشركات الناشئة، والصغيرة والمتوسطة
- أثر الابتكارات المالية على الاستدامة البيئية
- دور الابتكارات المالية في تمويل الاستثمارات في البنية التحتية

المراجع

أولاً، المراجع باللغة العربية

البنك الدولي (2021). تقرير المستجدات الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي.

صندوق النقد الدولي (2020). مستقبل النفط واستدامة الأوضاع المالية العامة في منطقة مجلس التعاون الخليجي. سلسلة دراسات صندوق النقد الدولي

عبد القادر، سنية (2021). بين الضرورة الملحة والخيار، التحولات الاقتصادية لدول الخليج، المركز العربي للبحوث والدراسات.

قباني، نادر ونجلاء بن ميمون. التنوع الاقتصادي في الخليج آن الأوان لمضاعفة الجهود. 2021. النشرة الدورية لمركز بروكنجز الدوحة.

(2019) KFAS. "فينتك: الابتكارات المالية التقنية". دراسة مقدمة إلى مؤسسة الكويت للتقدم العلمي.

ثانياً، المراجع باللغة الإنجليزية

Allen, E. Carletti, J. Qian, and P. Valenzuela, (2013). "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors," Handb. Econ. Financ., no. PA, pp. 759–798, 2013.

Cusmano, L. (2015). "New approaches to SME and Entrepreneurial Financing: Broadening the Range of Instruments," OECD Anal. Rep., pp. 1–109, 2015.

Cole, R. A., Goldberg, L. G., & White, L. J. (2004). Cookie cutter vs. character: The micro structure of small business lending by large and small banks. Journal of financial and quantitative analysis, 227-251.

Cornelius, Peter (2020). Sources of Funding Innovation and Entrepreneurship. Chapter 2 in "Global Innovation Index: Who will finance innovation, 13th edition, Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent (Editors).

Hellwig, M.F. Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis. *De Economist* 157, 129–207 (2009).

IFC (2011). Public Private Equity Partnerships: Accelerating the Growth of Climate Related Private Equity Investment. IFC Advisory Services in Sustainable Business.

Lavryk, A. (2016). P2P lending as an alternative to bank lending in Ukraine. *Banks & bank systems*, (11, Iss. 4), 20-30.

Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better?. *Journal of financial intermediation*, 11(4), 398-428.

Markova, S., & Perkovska-Mircevska, T. (2009). Financing options for entrepreneurial ventures. *Economic Interferences*, 11(26), 597-604.

Njegomir, V., Tepavac, R., & Ivanišević, N. (2017). Alternative sources of financing entrepreneurial undertakings in agriculture. *Economics of Agriculture*, 64(1), 295-306.

Obiora, S. C., & Csordás, T. (2017). The case of alternative versus traditional financing: A literature review. *Archives of Business Research*, 5(9).

Puatwoe, Janice Tieguhong, and Serge Mandiefe Piabuo. "Financial sector development and economic growth: evidence from Cameroon." *Financial Innovation* 3, no. 1 (2017): 25.

Rossi-Lamastra (2016), "Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries", *California Management Review*, 58(2), 44–71.

Rubanov, P. M., & Marcantonio, A. (2017). Alternative finance business-models: Online platforms.

Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1911).

Segal, M. (2015). Peer-to-peer lending: A financing alternative for small businesses. *Issue Brief*, 10.

Sontakke, K. A., & Sontakke, C. A. A. Study of Alternative Finance—Review of global literature.