

## دور بنوك الظل في الأزمة المالية لسنة 2008

الطالب/ الشرنبة سعيد \*

### Abstract:

En 2008, l'économie mondiale a connu l'éclatement d'une grave crise financière qui a affecté négativement les domaines économique, financier, social et même politique. Il est reconnu que cette tempête financière ait été, en particulier, le résultat d'un certain nombre de déséquilibres et de lacunes au niveau du système financier, à l'image des activités des banques de l'ombre qui se caractérisent par des risques élevés et le manque d'une supervision adéquate.

**Mots clés:** Crise financière, Banques de l'ombre, Prêts hypothécaires, Risques.

### ملخص:

شهد الاقتصاد العالمي سنة 2008 اندلاع أزمة مالية خطيرة ألقت بظلالها على مختلف المجالات الاقتصادية، المالية، الاجتماعية وحتى السياسية. ومن المسلم به بأن تلك العاصفة المالية كانت وليدة وجود عدد من الاختلالات وأوجه القصور على مستوى المنظومة المالية خاصة. وذلك على غرار العمليات التي تقوم بها بنوك الظل والتي تتسم بارتفاع المخاطر مع عدم الخضوع لأية رقابة أو إشراف كافيين.

**الكلمات المفتاحية:** الأزمة المالية، بنوك الظل، قروض الرهن العقاري، مخاطر.

\* طالب دكتوراه علوم - جامعة الجزائر 3

## مخطط المقال:

### مقدمة

- 1) مدخل لصيرفة الظل والأزمة المالية العالمية 2008  
1-1) تقديم صيرفة الظل
  - 2-1) نبذة عن الأزمة المالية العالمية 2008
  - 2) علاقة صيرفة الظل بالأزمة المالية العالمية 2008  
1-2) دور صيرفة الظل في الأزمة
  - 2-2) الرقابة على صيرفة الظل بعد الأزمة
- خاتمة

## مقدمة:

عصف بالاقتصاد العالمي منذ 2008 أزمة مالية خطيرة تضاهي في فداحتها أزمة الكساد العظيم لسنة 1929، انطلقت شرارتها الأولى من الولايات المتحدة الأمريكية أين انفجرت الفقاعة العقارية كنتيجة لعجز عدد متزايد من المقرضين عن دفع الفوائد والأقساط المستحقة في إطار ما عرف بقروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية أو المتدنية الجودة الممنوحة لزيائن ذوي قدرة ائتمانية محدودة. وبالنظر لمحورية الاقتصاد الأمريكي ضمن النظام الاقتصادي العالمي، فسرعان ما انتشرت الانعكاسات السلبية لتلك العاصفة المالية على كل الأصعدة الاقتصادية، المالية، الاجتماعية بل وحتى السياسية، دون أن تستثني أي دولة في العالم بطريقة أو بأخرى.

مما سبق، يمكن أن نطرح الإشكالية: على ضوء الأزمة المالية التي هزت الاقتصاد العالمي في 2008، ما هو الدور الذي لعبته صيرفة الظل في تفجر الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية ومن ثم انتقالها لشتى بقاع العالم؟

## (1) مدخل لصيرفة الظل والأزمة المالية العالمية 2008:

يعود بروز صيرفة الظل والتي لا تخضع لقواعد تنظيمية صارمة في عملها إلى المرحلة التي تم فيها التحول نحو التحرر المالي، أي سبعينات القرن الماضي، وهو التحول الذي ميزه أيضا تكرر ظاهرة الأزمات المالية والتي كان آخرها أزمة الرهن العقاري<sup>1</sup>.

### (1-1) تقديم صيرفة الظل:

جاء ظهور صيرفة الظل\* في سياق سياسة التحرير المالي التي سادت منذ سبعينات القرن الماضي في البلدان المتقدمة، والتي عرفت فيما بعد رواجاً حتى في البلدان النامية. إذ بمقتضى ذلك التوجه، القائم على إطلاق العنان للسوق على اعتبار أنها قادرة على ضبط نفسها بنفسها، برزت الأسواق بالتراضي والتي تتميز بغياب تام للشفافية وعدم وجود غرفة مقاصة، حيث يتم فيها تداول شتى المنتجات المالية بما فيها المشتقات المالية بالغة التعقيد<sup>2</sup>.

### - تعريف صيرفة الظل:

من الممكن تقديم صيرفة الظل بأنها مجموعة أعمال الوساطة الائتمانية التي تقوم بها المؤسسات والأنشطة، بشكل كلي أو جزئي، خارج إطار النظام البنكي التقليدي. وتشكل تلك الأعمال، في حال ما إذا أحسن تنفيذها، بديلاً عن التمويل البنكي التقليدي. كما أنها تؤدي بالتالي إلى مساندة ودعم أنشطة الاقتصاد الحقيقي. في حين يرى مجلس الاستقرار المالي بأن النظام المالي الموازي هو عبارة "نظام وساطة يضم هيئات وأنشطة خارج النظام البنكي التقليدي والتي من شأنها أن تشكل مخاطر نظامية و/أو تتطلب تحايلات قانونية"<sup>4</sup>.  
مما سبق، نرى أن بنوك الظل بأنها عبارة عن وسطاء ماليين يؤدون عمليات خارج النظام البنكي التقليدي أي خارج الموازنة في إطار تمويل الاقتصاد العالمي، من شأن تلك العمليات أن تشكل أحياناً مصدر خطر نظامي سيما وأنها لا تخضع للرقابة!

\* يعد الاقتصادي بول مكاييل هو أول من استخدم عبارة "بنوك الظل" بمناسبة كلمة ألقاها سنة 2007 أمام المنتدى المالي السنوي الذي استضافه بنك الاحتياطي الفيدرالي في كانساس سيتي بولاية أيومينغ، حيث قال في خطابه أن نظام الظل البنكي يشار إليه بشكل رئيسي كمؤسسات مالية غير بنكية والتي تعمل فيما يسميه الاقتصاديون على تحويل آجال استحقاق الأموال، على غرار البنوك التي تقوم بتحويل آجال الاستحقاق عندما تستخدم الودائع، التي عادة ما تكون قصيرة الأجل، لتمويل قروض تكون أطول أجلاً.  
أرجع إلى: كودريس لورا، «ما هو نظام الظل المصرفي»، مجلة "التمويل والتنمية"، دورية تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، واشنطن، عدد جوان 2013، ص ص 42-44.

وعملها، تتولى بنوك الظل القيام بتجميع أموال قصيرة الأجل، تقتربها في أغلب الحالات من السوق، وليست ودائع، وتستخدم تلك الأموال لشراء أصول ذات آجال استحقاق أطول. وعلى اعتبار أنها لا تخضع للتنظيم البنكي التقليدي، فإنها بالمقابل لا تستطيع - على عكس البنوك - أن تقترب عند أية حالة طارئة من الاحتياطي الفيدرالي، كما لا يوجد لديها مودعون تقليديون بغطاء تأميني على أموالهم؛ فهي تعمل إذن في "الظل"<sup>5</sup>. وما ساعد على تطور هذا النوع من الصيرفة هو وضع معايير رقابية على عمل البنوك التقليدية في أعقاب الأزمات المالية التي تلت التحرير المالي وهو الأمر الذي فرض عليها ضغوطا كبيرة خاصة في ظل دفع المساهمين نحو تعظيم المردودية ووفرة السيولة في آن واحد. إذ لجأت البنوك إلى تنوع عروض التمويل وطورت ما يعرف بوساطة السوق. كما أنه من أجل تحقيق معايير الحيطة وخاصة معدل كفاية رأس المال، قامت بإخراج جزء من أصولها والمخاطر المرتبطة بها من ميزانيتها. وذلك من خلال استعمال مكثف للمشتقات المالية وخاصة التوريق<sup>6</sup>.

#### - أنشطتها:

بالتعريف من غير الممكن تحديد لائحة معينة للأنشطة أو الهيئات التي تندرج في إطار صيرفة الظل، حيث أن هذه الأخيرة، التي تعد ردة فعل على الضغوط التنظيمية التي تخضع لها المؤسسات البنكية التقليدية، هي ذات طابع تطوري وغير متجانس. وتتمثل أهم الجوانب الرئيسية لأنشطتها فيما يلي<sup>7</sup>:

- تحويل آجال الاستحقاق: من خلال الحصول على أموال قصيرة الأجل واستثمارها في أصول ذات آجال أطول؛
- تحويل السيولة: مفهوم مشابه لتحويل آجال الاستحقاق يعني ضمنا استخدام خصوم شبه نقدية لشراء أصول يكون بيعها أصعب مثل القروض؛
- الرفع المالي: استخدام أساليب مثل اقتراض أموال لشراء أصول ثابتة لتعظيم المكاسب (أو الخسائر) المحتملة لأي استثمار؛
- ونقل مخاطر الائتمان: ونقضي بتحمل مخاطر عجز أحد المقترضين عن السداد ونقلها من منشئ القرض إلى طرف آخر.

#### - أشكالها:

من أهم صور الكيانات الشائعة عالميا التي تتخذها بنوك الظل ككيانات قانونية لممارسة أنشطتها المالية والبنكية الصيغ التالية:

#### - صناديق التحوط:

وهي عبارة عن صناديق استثمار تستخدم سياسات وأدوات استثمارية متطورة لتحقيق معدلات عائد أعلى نسبيا مقارنة بمتوسط العائد على الاستثمارات السائد في السوق، حيث يتم

الاستثمار في مختلف التقنيات المالية كالمشتقات المالية، البيع على المكشوف والرفع المالي من أجل اقتناص فرص الاستثمار المتاحة<sup>8</sup>. وهي تتميز بأنها تعرض أرباح أكبر من المعدلات السائدة في السوق، مما يعكس ذلك يعكس بالدرجة الأولى حجم المخاطرة<sup>9</sup>.

#### - صناديق الائتمانية:

وهي عبارة عن الترتيبات أو الهيئات التي تسمح للأفراد بتحقيق منافع دائمة لشخص آخر أو كيان آخر. على غرار ما يفعله بعض الآباء من إنشاء صندوق ادخاري لتوفير قدر من الأمن المالي لأبنائهم يسمح لهم بتوفير الموارد الضرورية لتلبية الاحتياجات الأساسية لهم في حالة رحيل الوالد، كما يمكن أيضا أن ينشأ الصندوق الائتماني لصالح جمعية خيرية. ويمكن أن يستوعب هذا النوع من الصناديق مجموعة واسعة من الأصول بالإضافة إلى الأموال السائلة، ويتم إدارته من قبل وصي أو مجموعة تكون مجلس وصاية<sup>10</sup>.

#### - صناديق المعاشات أو التقاعد:

وهي تكمن في صناديق تقوم على تجميع أموال يقدمها موظفون خلال فترة نشاطهم، للاستفادة من مدخول في المستقبل عند تقاعدهم يسمح لهم بتمويل متطلبات الحياة. وتدار هذه الصناديق من خلال مؤسسات للوساطة المالية، وتستخدم الأموال المجمعة لأغراض متباينة كتقديم قروض استهلاكية أو استثمارية للمؤسسات، للأفراد أو حتى الحكومات<sup>11</sup>.

#### - صناديق الاستثمار:

هي عبارة عن وعاء مالي يملكه عدد كبير من المستثمرين يتكون من رأس مال كبير. ويتم تسييره من طرف متخصصين يقومون بعمل الدراسات والأبحاث عن أفضل المؤسسات والمؤسسات التي يمكن الاستثمار بها، وهي وسيلة تمكن حتى صغار المستثمرين من تنويع استثماراتهم. وتزيد قيمة استثمارات بالصندوق أو تنقص تبعا لأسعار الأسهم والسندات التي يتكون منها الصندوق ويعتمد عائد هذا الوعاء على عاملين أساسيين هما نسبة الزيادة في سعر الوثيقة والتوزيع النقدي الذي يحدده مدير الصندوق<sup>12</sup>.

#### - الهيئات ذات الأهداف الخاصة:

وهي عبارة عن مؤسسة ذات هيكلية قانونية خاصة، تتمتع بالاستقلالية عن المؤسسة الأم التي أنشأتها، ويكمن هدفها في تملك وتمويل موجودات معينة. ومن جهتها، تطرقت المفوضية الأوروبية في ورقة تحليل صادرة في 2012 إلى "الهيئات ذات الأهداف الخاصة" كشكل من أشكال صيرفة الظل لدورها في تحويل الأجل أو السيولة<sup>13</sup>.

#### - والصناديق النقدية أو صناديق سوق النقود:

ظهرت في سنوات السبعينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية لتجاوز اللوائح التي كانت تحدد آنذاك مكافأة الودائع البنكية. تلعب اليوم دورا مهما في مجال التمويل قصير الأجل. فعلى سبيل المثال، 22% من سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة عن الفاعلين الاقتصاديين هي بحوزة الصناديق النقدية والتي تحوز أيضا على 38% من المستحقات قصيرة الأجل على القطاع البنكي<sup>14</sup>.

## 1-2) نبذة عن الأزمة المالية العالمية 2008:

شهد العالم منتصف سنة 2008 هزة مالية شديدة. مثلت الولايات المتحدة الأمريكية، وبالتحديد القطاع العقاري، منطلق تلك الأزمة، والتي سرعان ما انتقلت لتمس قطاعات أخرى مع انتشار عدوها لمختلف اقتصاديات العالم وفق قنوات شتى. وأمام هول الكارثة اضطر ساسة وحكومات تلك الاقتصاديات للتدخل من أجل الحد من آثارها السلبية<sup>15</sup>.

### - نشأة وتطور أزمة الرهن العقاري:

على غرار الأزمات المالية الكبرى التي عرفها العالم فيما مضى، نشأت الأزمة المالية الأخيرة في ظروف اقتصادية اتسمت بالرفاهية والنمو الاقتصادي الكبير، الأمر الذي أدى في غالب الأحيان إلى الإفراط في التفاؤل وقلّة الحذر من المخاطر وبالتالي المبالغة في الاستثمار والإنفاق بدرجة غير عقلانية ثم تمويل هذه الاستثمارات باللجوء إلى الاستدانة من الخارج، في ظل غياب رقابة صارمة وقواعد احترازية تضبط في المعاملات الائتمانية<sup>16</sup>.

ففي ظل انفجار فقاعة أسهم مؤسسات الانترنت وعقب أحداث 11 سبتمبر 2001، لجأت السلطات النقدية الأمريكية، لتقادي الركود الاقتصادي، إلى تشجيع البنوك على التوسع في الإقراض خاصة الموجه للقطاع العقاري عن طريق تخفيض أسعار الفائدة إلى مستويات جد متدنية من 2002 إلى نهاية 2005، حيث بلغ سعر الفائدة 1% سنة 2003<sup>17</sup>.

ويكمن السبب في تعطل هذه الديناميكية في ما عرف بالرهن العقاري الأقل جودة Subprime الموجه لأفراد لا يملكون القدرة على السداد والتي تتوقف سلامتها على فرضية استمرار ارتفاع أسعار العقارات استنادا لكون أسعار المساكن ظلت ترتفع بوتيرة منتظمة ولم تتراجع في مختلف أنحاء الولايات المتحدة منذ الثلاثينات من القرن الماضي. وتحديدًا عندما اضطر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، تحت وطأة الضغوطات التضخمية، إلى تطبيق سلسلة من الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة، حيث ارتفعت من 1.25% سنة 2003 إلى 5.25% سنة 2007<sup>18</sup>. ومن هنا لاحت أولى بوادر الأزمة المالية، فرفع أسعار الفائدة انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، ومع تدني معايير الاقتراض، زادت القروض العقارية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من مؤسسات الرهن العقاري. وبدأت تظهر بشكل جلي حالات التخلف عن السداد والحجز على الرهن<sup>19</sup>. وعندما عجز أحد أكبر البنك الأمريكي "ليمان بروذرز" عن الوفاء بالتزاماته وأعلن إفلاسه في سبتمبر 2008، فشاعت أجواء من الذعر المالي وعدم اليقين وانعدام الثقة في كبرى البنوك وتعطل نظام التمويل. كما سارعت البنوك إلى الاحتفاظ بالسيولة ومحاولة استرجاع الأموال من خلال بيع القرض في الأسواق المالية. ومع تعذر بيعها، اضطرت البنوك إلى أن تحتفظ بمزيد من القروض في دفاترها، مما ترتب عنه شح في السيولة غير مسبوق في أسواق ما بين البنوك، سرعان ما أنتشر خارج الولايات المتحدة الأمريكية<sup>20</sup>.

### - انعكاساتها:

بدأت أولى تداعيات الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية، أين وقع انهيار مجموعة كبيرة من البنوك التي كانت تعطيها مؤسسات التصنيف تصنيفا عاليا، إذ انهار (25) بنك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الربع الأخير من سنة 2008 و(140) بنكا سنة 2009 و(30) بنكا حتى منتصف شهر مارس 2010<sup>21</sup>. وعلى مستوى الاقتصاد الحقيقي، دخل الاقتصاد الأمريكي في حالة تراجع وانكماش منذ ديسمبر 2007، حيث كانت تقلص الناتج الداخلي الخام بنسبة 2.7% سنة 2009<sup>22</sup>. وسرعان ما ألقت الأزمة المالية العالمية بظلالها على آفاق النمو الاقتصادي العالمي وتطور التجارة العالمية، إذ انتقل الاقتصاد العالمي من مرحلة من النمو القوي بقيادة البلدان الصاعدة إلى حالة من عدم اليقين، فحسب التقارير فإن نمو الناتج المحلي العالمي الإجمالي كان 2.5% سنة 2008 مقابل 0.9% فقط سنة 2009<sup>23</sup>. كما تسببت الأزمة المالية العالمية في تراجع حاد في أسواق الأسهم في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بلغ متوسط قيمة هذا التراجع حوالي 50% في نهاية 2008. في حين بلغت أكثر من 60% في أسواق الأسهم لبعض الدول (مثل الصين)، مقابل حوالي 30% في أسواق الأسهم لدول أخرى<sup>24</sup>.

وبعد حوالي ثمان سنوات من نشوب الأزمة المالية الأخيرة وبالرغم من الخروج من حالة الكساد، لا يزال مسار التعافي هشاً ولم يبلغ المستوى الذي سجله قبيل الأزمة، كما تعترضه العديد من العقبات والتي هي من مخلفات تلك الأزمة<sup>25</sup>.

### - أهم التدابير العلاجية المتخذة:

أمام فداحة الخسائر التي نجمت عن الأزمة والتي أتت على مختلف مجالات الاقتصاد العالمي، أقبلت السلطات الوطنية، الإقليمية والدولية التي تسهر على استقرار المنظومة المالية على اتخاذ جملة من التدابير للحيلولة دون تفاقم الأمور أكثر<sup>26</sup>.

#### - الخطط الوطنية:

بعد اندلاع الأزمة المالية 2008 قامت الحكومات بوضع خطط الإنقاذ المالية من أجل إنقاذ اقتصادياتها المتداعية أمام تهديدات هذه الأزمة. ومن أهم هذه الخطط تلك التي رسمها وزير الخزانة الأمريكي، هنري بولسون، ووافق عليها الكونغرس الأمريكي في أكتوبر 2008 بعد إدخال عدد من التعديلات عليها. وتبلغ قيمة هذه الأخيرة 700 مليار دولار تم استخدامها في: تقديم مساعدات للعائلات للتقليل من ارتفاع حالات عد القدرة على التسديد، اعتماد سياسة نقدية مرنة بضخ السيولة والتأثير على معدل الفائدة، التدخل من قبل الاحتياطي الفيدرالي للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير، ومن الخزانة الأمريكية للقيام بدور المشتري الأخير، تخفيض الضرائب على المؤسسات والطبقات المتوسطة وضمن الوادئ<sup>27</sup>.

كما نحت العديد من الدول المتقدمة نفس النحو، حيث اعتمدت مثلا فرنسا خطة بمبلغ 360 مليار أورو، وأنشأت ألمانيا صندوق بمبلغ 400 مليار أورو، في حين أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل 250 مليار جنيه. وهي كلها تسعى إلى إنهاء أزمة الثقة في الأسواق وضمان إعادة تمويل البنوك في شكل ضمانات قروض مثلا، مقابل بعض الالتزامات من جانب البنوك كالحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين وتخفيض التوزيعات النقدية<sup>28</sup>. وفي نفس الإطار، انتهجت الدول كذلك سياسات نقدية توسعية قصد تعزيز السيولة البنكية، إذ قام عدد من البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بتخفيض أسعار الفائدة، حيث قام مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة بمقدار نصف في المائة من 2% إلى 1.5% وإلى 1% خلال نوفمبر 2008، كما خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة من 4.25% إلى 3.75% ثم إلى 3.25% خلال نوفمبر 2008<sup>29</sup>.

#### - وعلى الصعيد الإقليمي والدولي:

بادرت مجموعة العشرين، من أجل مجابهة التحديات التي فرضتها الأزمة المالية العالمية، باتخاذ عدة تدابير للحد من تبعاتها على النظام البنكي والمالي العالمي، في إطار دولي عالمي مشترك مع تشجيع تبني أطر تحفيزية على الصعيد الوطني متسقة مع بعضها البعض فيما يتعلق بتأمين السيولة التي يتطلبها النظام البنكي والمالي المحلي أو فيما يخص برامج التحفيز المالي الرامية لدفع عجلة النمو والتشغيل. فمثلا حددت المجموعة قيمة الخطط المالية التحفيزية بنحو 2% من الناتج المحلي الإجمالي لكل الدول الأعضاء<sup>30</sup>. ولقد أوكلت أيضا مجموعة دول العشرين لبنك التسويات الدولية وصندوق النقد الدولي ومجلس الاستقرار المالي مهمة سن القواعد التي تعزز دور الهيئات المالية في تفعيل السوق المالية العالمية، مع الحد من الترابط الممكن عند إخفاقها للحيلولة دون انتشار تبعات ذلك إلى بقية المؤسسات المالية في العالم<sup>31</sup>. واستجابة لهذه الدعوة، أعلنت لجنة بازل في سبتمبر 2010 عن تبني قواعد أكثر صرامة بشأن إدارة البنوك بغية جعلها أكثر قدرة على مواجهة الأزمات في إطار اتفاق بازل 3 والتي يطلق عليها بـ "دعائم الصد". وتخص القواعد الجديدة معايير كفاية رأس المال والمديونية والسيولة من أجل تعزيز قدرة النظام البنكي على تحمل الأزمات وتحسين تسيير المخاطر وزيادة الشفافية<sup>32</sup>. وفيما يخص سياسات صندوق النقد الدولي، يمكن أن نذكر كأهم المجالات التي أدخلت عليها تعديلات منذ اندلاع الأزمة المالية ما يلي: مراجعة السياسة الاقراضية، تحسين سياسة تقديم المساعدات الفنية، تسريع عملية إصلاح نظام الحصص والتصويت بما يعزز دور بلدان الأسواق الصاعدة والنامية ضمن عملية الإدارة متعددة الأطراف، تعزيز المصادر التمويلية<sup>33</sup>.



## (2) علاقة صيرفة الظل بالأزمة المالية العالمية 2008:

في خضم الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية انصب اهتمام المحللين على تحديد أهم مسبباتها من أجل معالجتها تقاديا لتكرر نفس الكارثة لاحقا. ومن هنا اعتبرت صيرفة الظل، لعدة نقاط، من بين العوامل التي أسهمت في اختلال الاستقرار المالي ونادى الكثير بضرورة إصلاحها<sup>34</sup>.

### (1-2) دور صيرفة الظل في الأزمة:

يمكن القول بأن أصابع الاتهام توجهت لصيرفة الظل بلعب دور كبير في حدوث الأزمة المالية الأخيرة وكذا تفاقمها وانتشارها عبر العالم. وعموما يسود الاعتقاد بأن ذلك النوع من الوسطاء غير التقليديين جعل من الصعب عملية الرقابة وبالتالي ضمان الاستقرار المالي، لعدة أسباب أهمها<sup>35</sup>:

#### - عدم خضوعها لقواعد تنظيمية أو إشراف رقابي:

على عكس البنوك التي تعمل وفق النموذج التقليدي وتعد مقيدة بمجموعة متطورة من الأنظمة الإشرافية والرقابية الاحترازية وغيرها من القواعد، فإن صيرفة الظل تنشط في ظل أنظمة وقواعد أقل تشددا بكثير وأحيانا دون أي رقابة على الإطلاق. وهو الوضع الذي سمح لها بالقيام بممارسات تتسم بدرجة عالية من المخاطرة في سبيل تحقيق عوائد مرتفعة للمستثمرين. ومن بينها يمكن أن نذكر عمليات الاندماج والاستحواذ وشراء المؤسسات الموجودة بدل إنشاء أخرى جديدة، المضاربة في أسواق الصرف، الاستثمار في المشتقات المالية، إعادة شراء الأسهم بعد تعويم أسعارها. وهي كلها معاملات مالية تسهم في دعم دور التشويش الذي تلعبه المالية الحديثة الشاملة والمباشرة على الاقتصاد الحقيقي<sup>36</sup>.

ضف إلى ذلك لعبت المضاربة التي قامت بها بنوك الظل، دورا مهما في تشكل الفقاعة العقارية. فحسب الاتحاد العام للباة في الولايات المتحدة الأمريكية فإن نسبة العقارات المشتراة لأغراض المضاربة تمثل 28% من إجمالي المبيعات سنة 2005 و22% سنة 2006. تعتبر هذه النسب هائلة بالنظر لحجم إجمالي المبيعات في الولايات المتحدة الأمريكية الذي يقدر بحوالي 5 ترليون دولار سنويا<sup>37</sup>.

وكما هو الحال بالنسبة إلى البنوك، فإن ارتفاع معدلات الاستدانة أو الاعتماد على الرافعة المالية، وازدياد الفجوة بين استحقاقات الخصوم واستحقاقات الأصول لديها، من شأنه أن يقود إلى تعثر أو إفلاس هذه المؤسسات المالية غير البنكية الضالعة بهذه الأنشطة وأن يحرك

مخاطر العدوى في الأسواق المالية وأن يضخم بالتالي المخاطر النظامية العامة، خاصة وأنها لا تستفيد من إعادة تمويل من طرف البنك المركزي. علاوة على أن نشاط هذا النوع من البنوك يؤثر على الائتمان بما يزيد من حدة تقلبات الدورات الاقتصادية. فقد يزيد عرض الائتمان في الأسواق، وبالتالي يرفع حجم السيولة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وذلك في فترات الرواج الاقتصادي. كما يساهم في المقابل في أوقات التباطؤ الاقتصادي بالإحجام عن عرض الائتمان، مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الطلب على الأصول، ويقود ذلك بالتالي إلى تدهور أسعار أكثر هذه الأصول مع ما يرافق ذلك من انعدام للثقة بين المتعاملين ويعمق من حدة الأزمة<sup>38</sup>.

### - علاقتها الوطيدة بالتوريق:

سعيًا منها لتجاوز القيود المفروضة عليها من خلال معدلات كفاية رأس المال في إطار اتفاقيات بال والتمكن بالتالي من التوسع في منح القروض قامت البنوك بالتخلص من القروض وإبعادها من ميزانيتها عن طريق عملية التوريق. وهو ما أدى إلى ازدهار نظام بنكي موازي يستثمر في تلك الأوراق المالية ويبالغ في أعمال مبدأ الرافعة المالية<sup>39</sup>. ويقصد بالتوريق أن تقوم البنوك أو الجهات المقرضة ببيع أصل مثل قرض معين في أسواق رأس المال على شكل قيم منقولة، كما يعتبر إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول من خلال بيع مجموعة متجانسة من الديون لهيئة خاصة، تأخذ على عاتقها مسؤولية إصدار أوراق مالية موجهة إلى المستثمرين في السوق المالية<sup>40</sup>. وفي ظل مناخ مالي تميزه وفرة السيولة، فإن المستثمرين لم يستشعروا المخاطر التي تنطوي عليها المنتجات المهيكلة التي كانت تتمتع بتصنيف من طرف وكالات التقييم<sup>41</sup>. ولكن في الواقع فقد أدت هذه العملية إلى زيادة تركيز المخاطر فيها وفقدان جزء كبير من قيمة السندات التي يتم تجميعها عند التصفية، مقارنة بمجموع السندات قبل حزمها وبيعها ككتلة واحدة، ينحصر التعامل بها في صيرفة الظل أساساً<sup>42</sup>.

### - أسواق المعاملات خارج البورصات:

تجري بنوك الظل تعاملاتها ضمن هذه الأسواق وهي أماكن يتم من خلالها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، ويكون التداول فيها ثنائياً بين الزبائن والسماسرة، ولا يتم الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول، ولا تتسم بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز الكبرى والمعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناع السوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة أخرى لتحديد قيمة الشرائح<sup>43</sup>. إن الأسواق خارج البورصة هي عبارة عن شبكات من علاقات التداول التي تركز على وسيط أو أكثر. ويعمل الوسطاء على تحديد الأسعار التي يبيعون بها - طلب - أو يشترون بها -

عطاء - للوسطاء الآخرين وإلى عملائهم أو زبائنهم. ولا يعني ذلك أنها يتقدمون بالضرورة للوسطاء الآخرين بنفس الأسعار التي يتقدمون بها للزبائن. وعلاوة على ذلك فإنه يمكن للوسطاء في الأوراق المالية خارج البورصة أن ينسحبوا من السوق، مما يتسبب في نضوب السيولة. وبعبارة أخرى، فإن الأسواق التي تعمل خارج البورصة هي أقل شفافية وتعمل بقدر أقل من القواعد مما تعمل به البورصات<sup>44</sup>.

### - التوطين في الجنات الضريبية:

تعتمد بعض المؤسسات إلى نقل كيائها القانوني إلى ما يسمى بالجنات الضريبية مع الإبقاء على كيائها الفعلي في نفس البلد والعمل كمستثمر أجنبي، وذلك للاستفادة من الإعفاء الضريبي الذي تتيحه مثل هذه الواحات والتكتم على جميع أعمال المؤسسات سواء أكانت أعمالاً شرعية أم غير شرعية كعمليات غسل الأموال. وتتجلى أيضاً سرية المعاملات من خلال عد إلزام المؤسسات المعنية بالاحتفاظ بسجلات هوية الزبائن/المستثمرين أو العمليات المنجزة وغياب ترخيص قانوني يسمح لسلطات تنفيذ القانون بالحصول على الملفات إضافة إلى عدم تمكين السلطات من تبادل المعلومات مع نظيراتها الأجنبية<sup>45</sup>. وعلى اعتبار أن العديد من المؤسسات بما فيها التي تعمل أصلاً في الظل والتي استثمرت في المشتقات المالية كانت اتخذت من تلك الجنات الضريبية مقراً لها، فإنه ساد الاعتقاد أن هذه الأخيرة قد لعبت دوراً في نشوب الأزمة المالية لسنة 2008 وتعالقت الأصوات من أجل تنظيم أكبر لها<sup>46</sup>.

### (2-2) الرقابة على صيرفة الظل بعد الأزمة:

في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة التي كان لها انعكاسات خطيرة جمة على الاقتصاد العالمي وأسواق المال والتي لا تزال إلى يومنا هذا نلقى بظلالها على الآفاق الاقتصادية العالمية، تم تبني عدد من المبادرات لتصحيح الاختلالات التي مهدت للأزمة<sup>47</sup>. وبشأن صيرفة الظل تم اتخاذ عدة تدابير.

### - على الصعيد الوطني:

بالنظر إلى الانهيارات البنكية والمالية التي هزت الولايات المتحدة الأمريكية منذ 2008 قامت السلطات الرسمية بدراسة الأسباب والمبررات التي تكمن وراءها وكيفية تلافيها في المستقبل. وفي هذا الإطار قام الرئيس أوباما في منتصف سنة 2010 بالتوقيع على «قانون إصلاح

وول ستريت وحماية المستهلك» والمعروف باسم «قانون دود - فرانك». ويهدف هذا القانون المكون من 848 صفحة، حسب الفقرة الأولى منه، إلى «ترقية الاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تعزيز مسؤولية وشفافية النظام المالي، إنهاء فكرة "أكبر من أن تقش" كما يهدف إلى حماية دافعي الضرائب بوقف الإنقادات المالية والمستهلك الأمريكي من التعسفات المالية»<sup>48</sup>.

وهو يتضمن إجراءات ترمي إلى الحد من المخاطرة من طرف البنوك وخاصة علاقتها بالنظام البنكي الموازي. نذكر منها منع المفاوضة من أجل حساب الخاص، تحديد المساهمة في صناديق التحوط بـ 3% من الأموال الخاصة والحد من إنشاء فروع في أسواق المشتقات المالية بالتراضي.

من جهتها، تبنت السلطات البريطانية في 2012 تنظيم جديد للصناعة البنكية بناء على ما اقترحه لجنة Vickers الذي يقضي بحماية أنشطة بنوك التجزئة ضمن المجموعات البنكية بهدف حمايتها من المخاطر المرتبطة بنشاط بنوك الاستثمار<sup>49</sup>.

#### - على الصعيد الأوروبي:

أطلقت المفوضية الأوروبية ورشة من الإصلاحات بهذا الصدد. من بينها توجيهة صادرة في 2010 تفرض على صناديق التحوط الالتزام بالشفافية مقابل الاستعادة من الترخيص لها بالعمل في الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي. كما تم سنة 2011 مراجعة التعليمات المتعلقة بأسواق الأدوات المالية التي سمحت بظهور أسواق التراضي من أجل فرض تداول المشتقات المالية عبر أسواق منظمة.

بالإضافة إلى ذلك تقدم تقرير ليكانن باقتراحات في 2012 من أجل عزل الأنشطة المضاربة داخل الهيئات البنكية ضمن هيئات قانونية منفصلة<sup>50</sup>.

#### - وعلى الصعيد العالمي:

تتمثل الغاية من المبادرات الدولية التي أطلقت بعد الأزمة المالية العالمية وخصوصاً تلك التي يقودها مجلس الاستقرار المالي في التأكد من أن صيرفة الظل ستكون خاضعة مستقبلاً للرقابة والإشراف وللتشريعات والأنظمة التي تكفل التصدي للمخاطر شبه البنكية التي تنشأ خارج القطاع البنكي. وليست الغاية منها منع أدوات التمويل غير البنكي بصورة شاملة، خصوصاً تلك الأدوات والأنشطة التي لا تساهم في خلق المخاطر ذات الأثر على القطاع المالي، وإنما الغاية هي تكمن في ضبط المخاطر التي يمكن أن تنشأ عن هذه الأنشطة.

- ويتأتى ذلك من خلال تحسين الرقابة على أنشطة بنوك الظل وقياس مدى إمكانية تأثيرها على النظام المالي عن طريق الخطوات التالية<sup>51</sup>:
- العمل على جمع أكبر قدر ممكن من المعلومات التي تخص أنشطة بنوك الظل انطلاقاً من التقارير الصادرة عن الهيئات التنظيمية والرقابية المعدة على أساس معطيات الأسواق، قصد تقدير المخاطر النظامية المرتبطة بالأنشطة والكيانات والأدوات المختلفة التي تشكل نظام الظل البنكي؛
  - القيام بفحص مدى انكشاف البنوك التقليدية على بنوك الظل ومحاولة احتوائه من طرف هيئات الرقابة البنكية، عن طريق وضع قواعد تنظيمية تتعلق برأس المال والسيولة، ذلك أن هذا الانكشاف أتاح لبنوك الظل التأثير على القطاع المالي التقليدي والاقتصاد بوجه عام؛
  - وتوسيع نطاق الرقابة وتطبيق المبادئ والأدوات الرقابية على حسب الوظيفة الاقتصادية التي تقوم بها مؤسسة الظل المعنية. وهي تشمل مبادئ رئيسية ومجموعة من الأدوات الرقابية الخاصة بكل وظيفة اقتصادية على حده. مع القيام بتبادل المعلومات مع السلطات الإشرافية والرقابية في الدول المضيفة لتأمين الانسجام في تطبيق المعايير الرقابية الخاصة بأنشطة صيرفة الظل.
- في إطار هذه المبادرات تقدمت مجموعة العشرين، بعد دراسة صيرفة الظل بالتعاون مع هيئات إشرافية أخرى، بالاقتراحات التالية<sup>52</sup>:
- فرض متطلبات إضافية من رأس المال والحد من انكشاف البنوك على هيئات صيرفة الظل ودخول هذه الإجراءات حيز التنفيذ منذ جانفي 2017؛
  - تحويل صناديق سوق النقد ذات القيمة السائلة الثابتة إلى صناديق سوق النقد ذات القيمة السائلة المتغيرة، كما أوصت به المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية؛
  - وتعزيز الشفافية فيما يخص التعامل بمنتجات التوريق من خلال إيجاد معايير ووضع آلية للاحتفاظ بالمخاطر على مستوى ميزانية البنوك.

## خاتمة:

في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أشارت الدراسات إلى مساهمة صيرفة الظل في نشوبها وتأزمها وهو ما استدعى إعادة النظر في تنظيمها. إلا أنه يمكن القول بأن الإصلاحات المتخذة إلى حد الساعة لم ترق إلى المستوى المطلوب ألا وهو الفصل التام بين الأنشطة البنكية التقليدية والأنشطة عالية المخاطر المضاربة والتي تضطلع بها عادة بنوك الظل.

كما يتخوف المراقبون من أن تطبيق المزيد من القواعد على النظام البنكي في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة سوف يكون له الأثر العكسي ويزيد من اللجوء إلى النظام البنكي الموازي لتجاوز الضغوط الرقابية، كما حدث بالفعل في الماضي. وبالفعل تشير التقارير الصادرة عن مجلس الاستقرار المالي أن حجم نظام صيرفة الظل لم يتناقص في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة. بل على العكس من ذلك، انتقل من 62 ترليون دولار في 2007 أي عشية الأزمة إلى 80 ترليون دولار نهاية 2014.

وهو ما يعني أن بعض الاختلالات التي سمحت بنشوب الأزمة الأخيرة لا تزال على حالها ويقودنا هذا للقول بأن صيرفة الظل سوف تلعب دورا محددًا في الأزمة القادمة.

- من النتائج المتوصل إليها: من خلال هذه الدراسة يمكن استخلاص النتائج التالية:
- كنتيجة لعملية التحرر المالي، ظهرت كيانات أخرى إلى جانب البنوك التقليدية تقوم بدور تمويلي دون الخضوع لضوابط ورقابة مناسبة، أطلق عليه بنوك الظل؛
  - تقوم تلك المؤسسات بعمليات عالية المخاطر من أجل تحقيق عائد أعلى وهو ما يعد مصدر عدم استقرار خاصة في ظل عدم قدرتها على اللجوء للبنوك المركزية من أجل إعادة التمويل؛
  - ولعبت صيرفة الظل دورا مهما في اندلاع الأزمة الأخيرة لإقدامها على المخاطرة بشكل كبير والترويج للمشتقات المالية والأصول السامة.

بناء على نتائج التحليل، هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن أن تأخذ بها الهيئات التي تعني بالاستقرار المالي العالمي:

- ضرورة الاستفادة من الدروس التي تم استخلاصها من أزمة الرهن العقاري وسابقتها قصد وضع نظم وتدابير تمكن من تجنب ارتكاب نفس الأخطاء وبالتالي الوقوع في نفس الأزمات؛
- تطوير وتحسين آليات الرقابة المطبقة على بنوك الظل وخاصة صناديق التحوط لما لها من دور في زعزعة أو استقرار النظام المالي، بالنظر لبلوغها قدرا معتبرا من الأهمية وتعاملها بأصول طائلة تزداد يوما بعد يوما؛
- ضرورة تحسين فعالية المؤسسات المالية الدولية والتنسيق فيما بينها من جهة وفيما بينها وبين مؤسسات الرقابة المحلية فيما يخص هذا النوع من الصيرفة.

## الهوامش والمراجع:

- 1 العقريب كمال، «القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية-دراسة نماذج من البلدان العربية»، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص ص 171-172.
- 2 وصاف عتيقة، «دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية (حالة الدول العربية)»، مجلة "أبحاث اقتصادية وإدارية"، جامعة بسكرة، العدد 14، 2013، ص ص 1-20.
- 3 صندوق النقد العربي، «الرقابة على صيرفة الظل»، اللجنة العربية للرقابة المصرفية، أبوظبي، 2014، ص 1.
- 4 MARC François, «Rapport d'information sur l'amélioration de la transparence et de la régulation du système financier parallèle», Etude pour le Sénat, Paris, 12 mai 2016, p 8.  
<https://www.senat.fr/rap/r15-607/r15-6071.pdf>
- 5 كودريس لورا، «ما هو نظام الظل المصرفي»، مجلة "التمويل والتنمية"، دورية تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، واشنطن، عدد جوان 2013، ص ص 42-44.  
<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf>
- 6 ESTHER Jeffers & PLIHON Dominique, «Le shadow banking system et la crise financière», In Cahiers Français n°375, la documentation française, 2013, pp. 50-57.
- 7 كودريس لورا، مرجع سبق ذكره، ص 42.
- 8 كرماني هدى، «دور صناديق التحوط في الأسواق المالية»، مجلة "العلوم الإنسانية"، جامعة قسنطينة، العدد 44، ديسمبر 2015، ص ص 73-83.
- 9 NAULOT Jean-Michel, « Crise financière, pourquoi les gouvernements ne font rien », Editions du seuil, Paris, 2013, pp. 43-44.
- 10 أحمد الألفي، «النظام المصرفي الموازي وبنوك الظل»، 2016/05/10،  
<http://www.cashnewseg.com/مقال-النظام-المصرفي-الموازي-وبنوك-الظل/>
- 11 DAVIS E Philip, «Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Landscape», Study for The Pensions Institute, July 2000, pp. 2-3.
- 12 البورصة المصرية وبورصة النيل، «نبذة عن صناديق الاستثمار»، الكتيبات التعليمية بعنوان البورصة خطوة خطوة، 2016، ص ص 1-2.  
<http://www.egx.com.eg/arabic/Brochures.aspx>
- 13 صندوق النقد العربي، «قاموس مصطلحات الرقابة المصرفية»، اللجنة العربية للرقابة المصرفية، أبوظبي، 2015، ص 34.
- 14 MARC François, Op.cit., p. 9.

15 العقون نادية، «العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج» دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية»، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2013، ص 141.

16 بلطاس عبد القادر، «تداعيات الأزمات المالية العالمية، أزمة Sup-prime»، دار النشر légende، الجزائر، 2009، ص 15.

17 مفتاح صالح، «الأزمة المالية العالمية»، مجلة "أبحاث اقتصادية وإدارية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 08، ديسمبر 2010، ص ص 1-18.

18 بن ساعد عبد الرحمان، «اتجاهات وآليات الاستقرار المالي العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية»، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 160.

19 يوسفات علي، «أزمة الرهن العقاري»، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، العدد 02، 2009، ص ص 92-107.

20 زروق جمال الدين، «الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيرها على اقتصادات الدول العربية»، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، صندوق النقد العربي، سبتمبر 2010، ص 4.

<http://www.amf.org.ae>

21 مراد رايق رشيد عودة، «أسباب الأزمة الاقتصادية القريبة والبعيدة رؤية إسلامية»، بحث قدم لمؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها جامعة جرش، 14-16 ديسمبر 2010، ص 12.

22 VERICK Sher & IYANATUL Islam, «The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses», Institute for the Study of Labor, discussion paper series, IZA DP No. 4934, may 2010, p 21.

<http://ftp.iza.org/dp4934.pdf>

23 حسين عبد المطلب الأسرج، «الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية»، مجلة "دراسات اقتصادية"، سبتمبر 2009، العدد 13، ص ص 10-25.

24 يوسف أبو فارة، «ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية»، الملتقى الدولي الرابع حول "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، الجزائر، 08 و 09 ديسمبر 2009، ص 20.

25 صندوق النقد الدولي، «مستجدات آفاق الاقتصاد العالم»، حالة عد اليقين عقب استفتاء المملكة المتحدة»، نشرية للصندوق، جويلية 2016، ص 2.

<http://www.imf.org>

26 LACOSTE Olivier, «Comprendre les crises financières», Eyrollles, Paris, 2009, p. 107.

27 قدي عبد المجيد، «الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية»، مجلة "بحوث اقتصادية عربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 46، ربيع 2009، ص ص 8-28،



- 28 محمد أحمد زيدان، «فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية»، مؤتمر «الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي»، جامعة الجنان، طرابلس (لبنان)، يومي 13 و14 مارس 2009.
- 29 بوعتروس عبد الحق، «تحليل الأزمة المالية الراهنة 2008، مقاربة إسلامية»، مؤتمر «الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها وعلاجها» جامعة جرش، 14-16 ديسمبر 2010.
- 30 علة مراد، «الأزمة المالية العالمية... تأمل ومراجعة»، مجلة "بحوث اقتصادية عربية"، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 48، 2009، ص ص 8-34.
- 31 زروق جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 13.
- 32 بريش عبد القادر، «إدارة المخاطر المصرفية وفقا لمقررات بازل II و III ومتطلبات تحقيق الاستقرار المالي والمصرفي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية»، مجلة "العلوم الإنسانية"، جامعة بسكرة، العدد 39، فيفري 2013، ص ص 27-43.
- 33 محمد الأمين وليد طالب، «انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على سياسات صندوق النقد الدولي»، مجلة "الاقتصاد والمجتمع"، العدد 06، 2010، ص ص 1-24.
- 34 عيساوي سهام، «دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي»، أطروحة دكتوراه ل.م.د. في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015، ص ص 203-227.
- 35 بن نعمون حمادو & بو عشة مبارك، «إشكالية التحرير المالي في القطاع البنكي: من بنوك تقليدية إلى بنوك الظل»، مجلة "الاقتصاد الصناعي"، جامعة قسنطينة، العدد 11، ديسمبر 2016، ص ص 583-602.
- 36 عماني لمياء & شهرزاد زغيب، «الأزمة المالية من المتضرر ومن المتسبب»، مؤتمر «الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية»، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بجاية، يومي 11-12 أكتوبر 2009، ص 7.
- 37 وشاح رزاق، «الأزمة المالية الحالية»، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 18.
- 38 صندوق النقد العربي، «الرقابة على صيرفة الظل»، دراسة للجنة العربية للرقابة المصرفية، أبوظبي، 2014، ص 1.
- 39 DE LAROSIÈRE Jacques, «La crise financière actuelle pourquoi le système a-t-il déraillé? Réflexions sur la titrisation», In Revue d'économie financière, Numéro hors-série, 2008, p. 12,  
<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/hs08-crise-financiere-re-analyses-et-propositions/2129-la-crise-financiere-re-actuelle-pourquoi-le-syst-egrave-me-a-t-il-d-eacute-raill-eacute-r-eacute-flexions-sur-la-titrisation>
- 40 خاسف جمال الدين، «فلسفة التوريق والأزمات المالية العالمية»، الملتقى الدولي حول «الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية»، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر 2009.

- 41 لورا كودرس، «ثقة أو أكثر من ذلك»، مجلة "التمويل والتنمية"، دورية تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، واشنطن، عدد جوان 2008، ص ص 9-13.  
<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/kodresa.pdf>
- 42 نبال قصبية، «أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة»، مؤتمر «الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها»، جامعة جرش، جرش، 14-16 ديسمبر 2010.
- 43 يوسفات على، مرجع سابق، ص 2.
- 44 راندال دود، «الأسواق التي تعمل خارج البورصة: ما هي؟»، مجلة "التمويل والتنمية"، دورية تصدر كل ثلاثة أشهر عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، واشنطن، عدد جوان 2008، ص ص 34-35.  
<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/basicasa.pdf>
- 45 الشرنه سعيد، «ظاهرة غسل الأموال وآليات مكافحتها، دراسة حالة الجزائر»، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009، ص 99.
- 46 LOOMER Geoffrey & others, «Tax havens and financial crisis», Oxford University, Centre for Business Taxation, April 2009, p. 5.  
<http://eureka.sbs.ox.ac.uk/3554/1/TaxHavensandtheFinancialCrisis.pdf>
- 47 ارجع إلى:  
MARGOT Sève, «la régulation financière face à la crise», Editions Bruylant, Bruxelles, 2013, pp. 399-568.
- 48 JACQUILLAT Bertrand & LEVEY-GARBOUA Vivien, «les 100 mots de la crise financière», PUF (5ème édition), Paris, 2013, p. 114.
- 49 EDMONDS Timothy, «The Independent Commission on Banking: The Vickers Report», Library of the House of Commons, SNBT 6171, December 2013, p. 5.  
<http://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN06171/SN06171.pdf>
- 50 ESTHER Jeffers & PLIHON Dominique, Op.cit., p. 56.
- 51 بن ساعد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 206.
- 52 MARC François, Op.cit., p. 21.