



تأثير نظام الظل البنكي القائم على البنوك على النظام البنكي المنظم، دراسة حالة الأزمة المالية العالمية (2008)

The impact of the shadow banking system based on banks on the regulated banking system – case study of the global financial crisis (2008) -

د. سدره أنيسة

مخبر الصناعات التقليدية بجامعة الجزائر 3،
الجزائر

cedra.anissa@univ-alger3.dz

ط.د. راوتي شهرزاد*

مخبر الصناعات التقليدية بجامعة الجزائر 3،
الجزائر

raouti.chahrazad@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2023/12/31

تاريخ القبول: 2023/12/31

تاريخ الإرسال: 2023/10/02

ملخص:

سَعِينَا مِنْ خِلَالِ هَذِهِ الْوَرَقَةِ إِلَى تَوْضِيحِ التَّرَابُطِ الْوَثِيقِ بَيْنَ نِظَامِ الظِّلِّ الْبَنْكِيِّ الْقَائِمِ عَلَى الْبَنْوِكِ وَالنِّظَامِ الْبَنْكِيِّ الْمُنْظَمِ وَكَيْفِ تَسَبُّبِ ذَلِكَ فِي عَدَمِ الْاِسْتِقْرَارِ الْمَالِيِّ وَأَزْمَةِ مَالِيَّةٍ عَالَمِيَّةٍ إِلَى دَرَجَةِ أَنْ قَدْ أَوْشَكَ أَنْ يُؤَدِّيَ بِالنِّظَامِ الْمَالِيِّ الْعَالَمِيِّ إِلَى الْاِتِّخَايَارِ وَكَيْفِ كَانَتْ الْاِسْتِجَابَاتِ النَّظْمِيَّةِ بِخُصُوصِ هَذَا التَّرَابُطِ الْجَوْهَرِيِّ بَعْدَ الْأَزْمَةِ وَلِتَحْقِيقِ هَذَا الْمَسْعَى، اتَّبَعْنَا الْمَنْهَجَ الْوَصْفِيَّ التَّحْلِيلِيَّ وَتَوَصَّلْنَا إِلَى أَنَّ نِظْمَ صِنَادِيْقِ الـ MMMF بَعْدَ الْأَزْمَةِ قَدْ اِنْتَهَى دُونَ إِحْدَاثِ تَغْيِيرِ نِظْمِيٍّ أَسَاسِيٍّ وَبِالتَّالِي، فِي ظِلِّ عَدَمِ إِخْضَاعِ كِيَانَاتِ الظِّلِّ الْبَنْكِيِّ لِلنِّظْمِ الْبَنْكِيِّ، فَلَا بَدَّ مِنَ الْمَزْجِ بَيْنَ التَّدَابِيرِ النَّظْمِيَّةِ غَيْرِ الْمُبَاشِرَةِ الَّتِي تَنْطَبِقُ عَلَى الْبَنْوِكِ الرَّاعِيَةِ لِبَنْوِكِ الظِّلِّ وَبَيْنَ التَّدَابِيرِ الْمُبَاشِرَةِ الْمَحْدَدَةِ الَّتِي تَسْتَهْدَفُ هَذِهِ الْبَنْوِكِ، لِأَسِيْمَا فِيمَا يَتَعَلَّقُ بِإِشْرَافِ أَكْثَرِ صِرَامَةِ عَلَى صِنَادِيْقِ اِسْوَاقِ الْمَالِ.

الكلمات المفتاحية: قنوات الـ ABCP؛ نظام بنكي منظم؛ نظام ظل بنكي قائم على البنوك؛ مجلس استقرار مالي؛ أزمة مالية عالمية.

Abstract :

We sought, through this paper, to explain the close interconnection between the central part of the shadow banking system, which is the bank-based shadow banking system and the regulated banking system, and how this interconnection has caused financial instability and a global financial crisis to the point that it has almost led to the collapse of the global financial system. What were the regulatory responses regarding this fundamental interconnection after the crisis? To achieve this endeavor, we followed the descriptive analytical approach and concluded that the regulation of MMMF funds after the crisis had ended without bringing about a fundamental regulatory change. Therefore, in light of the shadow banking entities not being subject to the regulation of the regulated banking system, it is necessary a combination between indirect regulatory measures that apply to banks sponsoring shadow banks and direct regulatory measures targeting the latter, especially with regard to stricter supervision of money market funds.

Key Words: ABCP conduits ; Regulated banking system ; The global financial crisis ; The bank-based shadow banking system ; Financial Stability Board.

JEL Classification: G24 ; G21; G20 ; G15 ; G23.

* مرسل المقال: راوتي شهرزاد (chahrazad.raouti@gmail.com)



المقدمة:

بدأ استخدام مصطلح "نظام الظل البنكي" * (SBS) على نطاق واسع مع بداية الأزمة المالية العالمية (2008) وظهور هذا النظام كان نتاج الابتكار المالي والتغيرات التنظيمية التي أدت معاً إلى تراجع النموذج البنكي التقليدي في مواجهة المنافسة من جانب المؤسسات غير البنكية ومنتجاتها، حيث يوفر للمشاركين في السوق مصدراً بديلاً للتمويل والسيولة ومع ذلك وكما أظهرت الأزمة المالية، قد يكون أيضاً مصدراً للمخاطر النظامية، خاصة لو ارتبط بالأنشطة البنكية، كما أصبح هناك اعتراف واسع بأن نظام الظل البنكي مهم للاستقرار المالي، حيث لعب دوراً رئيسياً في الأزمة وعليه، من المهم تعزيز الإشراف والتنظيم له في المجالات التي لا تُعالج فيها المخاطر النظامية بشكل كاف.

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن العواقب السلبية للترابط بين البنوك وكيانات الظل البنكي القائمة عليها على الاستقرار المالي، الأمر الذي استدعى تدخلات تنظيمية عاجلة عقب الأزمة، لاسيما وأن أبعاد هذا التفاعل في ظل الروابط بين الأنظمة البنكية عبر الحدود (مثلاً: الروابط بين النظام البنكي الأوروبي ونظام الظل البنكي الأمريكي)، قد تُضعف من الآثار السلبية وتنتشر الأزمة خارجها ومنه، ضمن هذا الإطار وعلى ضوء ما تقدّم، تتضح ملامح الإشكالية الرئيسية، والتي يُمكن صياغتها كما يلي:

كيف أثر نظام الظل البنكي القائم على البنوك المنظمة قبل الأزمة المالية العالمية (2008)؟ وهل كان

للإصلاحات التنظيمية ما بعد الأزمة تغيير واضح في تنظيم وساطة القروض لهذا النظام؟

الدراسات السابقة:

Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia. (2015). The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy*, vol. 22 (n° 2), pp. 257-279.

تناول هذا المقال دور نظام الظل البنكي في الأزمة المالية العالمية في الفترة 2007-2009 ومن أجل القيام بذلك، عمل الباحثان بدايةً على شرح أسباب النمو الهائل لهذا النظام في الفترة ما قبل الأزمة ووجدوا أن ذلك يرجع إلى عوامل داخلية المنشأ للقطاع البنكي وأبرزها المراجعة التنظيمية والابتكار المالي وأيضاً إلى عوامل خارجية ولاسيما "البحث عن العائد" وبعدها، أجرا الباحثان دراسة مفصلة لنظام الظل البنكي واستنتجا أنه في حين لعبت بعض أجزاء النظام دوراً مهماً في مرحلة الرهن العقاري الأولية للأزمة من خلال مشاركتها في الأوراق المالية السامة التي كانت في مركزها، فإن أجزاء أخرى من النظام كانت أساسية في مراحل التمويل وما بين البنوك اللاحقة من الأزمة من خلال علاقاتها الوثيقة مع البنوك المنظمة وعليه، لعب هذا النظام غير المنظم دوراً فعالاً في الأزمة المالية.

Elias Bengtsson. (2016). Investment funds, shadow banking and systemic risk. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 24 (n° 1), pp. 60-73.

سعت هذه المقالة إلى المساهمة في فهم دور صناديق الاستثمار في عملية وساطة القروض ومناقشة الأشكال المختلفة للمخاطر النظامية التي قد تؤدي إلى ظهورها وتمت مناقشة كيف أن عدم الاستقرار في الجانب التمويلي لصناديق

* Shadow Banking System



الاستثمار قد يُهدد قدرتها على استبدال تحويل آجال الاستحقاق للبنوك وأن النقص المحتمل في سيولة التمويل لديها، إعادة تخصيص الأصول والرفع المالي قد يساهم في مساية التقلبات الدورية في القروض ويؤدي إلى تهافت السوق على الأموال النظامية وأسواق القروض قصيرة الأجل وأن الفصل غير الكافي بين المخاطر قد يفلت من الرقابة الإدارية والإشرافية ويجبر البنوك على الحد من وساطة القروض أو وقفها في فترات التوتر، كما أشارت الورقة إلى أن عدم وجود بيانات شاملة وفي الوقت المناسب للكشف عن المراحل والكيانات المشاركة في نظام الظل البنكي، يزيد من تحديات السياسة التي تواجه السلطات المكلفة بتنظيم نظام الظل البنكي.

Imad A. Moosa. (2017). The regulation of shadow banking. *Journal of Banking Regulation*, volume 18, issue 1, pp. 1-19.

الهدف من هذه المقالة هو الدعوة إلى تنظيم نظام الظل البنكي لأنه يوفر الفرصة للبنوك المنظمة للتحايل على التنظيم ولأنه يُشكل أيضًا مصدرًا رئيسيًا للمخاطر النظامية ومن ثم، فإن نظام الظل البنكي يُمثل على نحو فعال ثغرة في الإطار التنظيمي الذي تستخدمه البنوك والمؤسسات المالية المنظمة لتحقيق مصالحها وقصد إثراء المناقشة، فقد تم عرض الحجج المعارضة لتنظيم هذا النظام وتقييمها ووزنها مع الحجج المؤيدة له، كما تتم أيضًا مناقشة وتقييم المقترحات التنظيمية وما تم التوصل إليه في الأخير هو أنه ليس من المنطقي تنظيم مؤسسات الإيداع مع إعطاء كيانات الظل البنكي الحرية في فعل ما يحلو لها.

James R. Barth et al. (2015). China's shadow banking sector: beneficial or harmful to economic growth? *Journal of Financial Economic Policy*, vol. 7 (n° 4), pp: 421-445.

كان الغرض من هذه الورقة هو دراسة تطور قطاع الظل البنكي في الصين وإجراء تقييم حول ما إذا كان نظام الظل البنكي مفيدًا أو ضارًا للنمو الاقتصادي في هذه الدولة وخلص الباحثون إلى أن الاتجاه في حجم نظام الظل البنكي في الصين كان تصاعديًا خلال الفترة قيد البحث، كما أن هناك ترابط كبير بين قطاع الظل البنكي وقطاع الخدمات البنكية التجارية وكان انخفاض معدل الودائع وارتفاع نسب متطلبات الاحتياطي من العوامل الرئيسية التي أدت إلى نموه وخلص الباحثون نظام الظل البنكي في الصين قد ساهم، إلى جانب نمو التمويل، في النمو الاقتصادي، إلا أنه قد يكون أيضًا مساهمًا في عدم الاستقرار إذا لم تتم مراقبته وتنظيمه بشكل صحيح.

القيمة المضافة في دراستنا: ركزنا في هذا المقال على دور الجزء المركزي من نظام الظل البنكي القائم على البنوك (قنوات ال ABCP وصناديق ال MMMF) وكيف تسبب لوحده في إحداث أضرار جسيمة بالقطاع البنكي المنظم، كما امتدت الدراسة لتشمل الإصلاحات التنظيمية ما بعد الأزمة والتي كانت فعّالة بالنسبة لقنوات ال ABCP، إلا أنها اتسمت بالضعف بالنسبة لصناديق ال MMMF.

هيكل البحث:

- I. ماهية نظام الظل البنكي:
- II. ارتباط نظام الظل البنكي بالنظام البنكي المنظم:
- III. الإصلاح التنظيمي ما بعد الأزمة المالية العالمية (2008):



I. ماهية نظام الظل البنكي:

يرتبط ال SBS بالكيانات غير البنكية (أو ظل البنك) التي تشارك في أنشطة شبيهة بالبنك ويتم تنظيمه حول التوريق والتمويل بالجملة.

1. تعريف نظام الظل البنكي:

هناك تباين في تعريف ال SBS وينص التعريف "الرسمي" الذي صاغه مجلس الاستقرار المالي* (FSB) واكتسب اعترافًا عالميًا، على أنه "نظام وساطة القروض الذي يشمل كيانات وأنشطة خارج النظام البنكي المنظم" (Financial Stability Board, 12 April 2011, p. 2) وعلى حد تعبيره، هذا يعني التركيز على وساطة القروض التي تحدث في بيئة لا يتم فيها تطبيق المعايير التنظيمية الاحترازية والرقابة الإشرافية أو يتم تطبيقها بدرجة أقل أو مختلفة من الناحية المادية عن حالة البنوك المنظمة المشاركة في أنشطة مماثلة (Financial Stability Board, 12 April 2011, p. 3) ووصفه البنك المركزي الأوروبي أيضًا بأنه "وسيط قروض خارج النظام البنكي المنظم"، (Klára Bakk-Simon et al, APRIL 2012, p. 8) كما عرّف Ghosh, Gonzalez del Mazo et Ötker-Robe "الظل البنكي" على أنه يشمل مجموعة من الأنشطة، الأسواق، العقود والمؤسسات التي تعمل جزئيًا (أو كليًا) خارج القطاع البنكي التجاري التقليدي وعلى هذا النحو، فهو يكون إما منظم بشكل خفيف أو غير منظم على الإطلاق". (Swati Ghosh, Ines Gonzalez del Mazo, and İnci Ötker-Robe, September 2012, p. 1)

يتبنى مجلس الاستقرار المالي نهج عملي من خطوتين في تحديد ال SBS، فمن جهة، يجب على السلطات النظر في جميع وساطة القروض غير البنكية التي يُتَعمَل أن تنشأ المخاطر التي تؤثر على الاستقرار المالي عنها ومن جهة أخرى، يجب عليها تضييق نطاق التركيز على المجموعة الفرعية من هذه الوساطة حيث توجد تطورات تزيد من المخاطر النظامية (تحويل آجال الاستحقاق/السيولة، نقل غير كامل (معيّب) لمخاطر القروض والرافعة المالية) و/أو مؤشرات على المراجعة التنظيمية التي تُقوِّض فوائد التنظيم المالي، (Fabrizio Malatesta, Sergio Masciantonio, Andrea Zaghin, March 2016) كما يُعتبر ال SBS، من بعض النواحي، نتاج المراجعة التنظيمية وبالتالي، يظهر بأشكال مختلفة في دول مختلفة. (Li Guo, Daile Xia, 2014)

تتخذ محاولات تعريف وقياس الظل البنكي مناهج أخرى، فعلى أساس النشاط (النهج الوظيفي) وحسب Pozsar et al، فإن ال SBS هو "شبكة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تُوجّه التمويل من المدخرين إلى المستثمرين من خلال مجموعة من تقنيات التوريق والتمويل المضمون وعلى الرغم من أن بنوك الظل تقوم بتحويل القروض وآجال الاستحقاق على غرار البنوك التقليدية، إلا أنها تفعل ذلك بدون المصادر العامة المباشرة والصرحة للسيولة والتأمين ضد المخاطر المتطرفة المتاحة من خلال الوصول إلى تمويل البنك المركزي وتأمين الودائع". (Zoltan Pozsar et al, December 2013). يمكن أن تنشأ عن هذا الجزء غير المنظم من النظام المالي آثار على الاستقرار المالي،

* Financial Stability Board

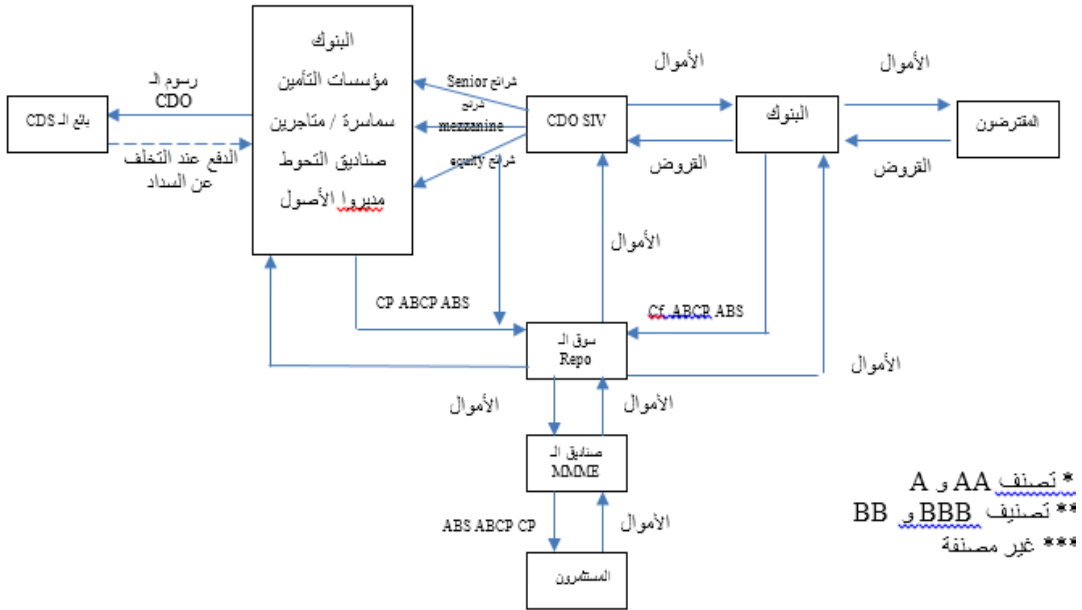


فقد تخلق اتفاقية بازل 3 مزيدًا من الحوافز للبنوك لمحاولة تجنب أوزان المخاطر الأعلى ومتطلبات رأس المال من خلال التوريق أو لتجنب القيود المفروضة على الرافعة المالية وفي ضوء هذه الاعتبارات، يشير ال SBS في هذه الورقة إلى "الأنشطة المتعلقة بوساطة القروض، تحويل آجال الاستحقاق والسيولة التي تحدث خارج النظام البنكي المنظم".

2. الآلية النموذجية لنظام الظل البنكي:

تعتمد وساطة القروض في الظل على سوق البيع بالجملة من أجل التمويل (Richard Comotto, March 2012, p. 6) وهي تتوافق مع إطار قانوني يتم فيه اعتبار القروض المقدمة للاقتصاد الحقيقي (في البداية) والأوراق المالية (في النهاية) أصولًا ستخضع لعملية تحويل القروض (يتم إجراؤها في كل مرحلة من مراحل العملية) (Lemma Valerio, 2016, p. 96) مثلما هو مبين في الشكل رقم 1.

الشكل 01: "آلية نموذجية لنظام الظل البنكي"



CDO : Collateraliser Debt Obligation (التزامات الدين المضمون)

CDS : Credit default swap (مقايضات التخلف عن السداد)

SIV : Structured Investment Véhicules (أدوات الاستثمار المهيكل)

ABS : Asset Backed Securities ;

CP : Commercial Papers (الأوراق التجارية)

Repo : Repurchase Agreements (اتفاقيات إعادة الشراء)

Sources: (Li Guo, Daile Xia, 2014)



II. ارتباط نظام الظل البنكي بالنظام البنكي المنظم:

إجمالاً، تتمثل القنوات الرئيسية التي تغذي الترابط بين النظام البنكي المنظم وال SBS وفقاً لل FSB فيما يلي:

(Financial Stability Board, 12 April 2011, p. 3)

- قد تكون البنوك المنظمة جزءاً من سلسلة ال SBS؛

- يمكن للبنوك المنظمة تقديم الدعم إلى ال SBS من خلال التعرضات المؤقتة (التخزين والتوزيع)، توفير الأموال وخطوط القروض الطارئة؛

- يمكن للبنوك المنظمة الاستثمار في المنتجات المالية الصادرة عن ال SBS؛

- يمكن تمويل البنوك المنظمة عن طريق صناديق ال MMMF أو الكيانات الأخرى التي تشكل جزءاً من ال SBS.

سنركز في هذه الورقة على الجزء المركزي من ال SBS، ألا وهو نظام الظل البنكي القائم على البنوك (قنوات ال ABCP وصناديق ال MMMF) بالنظر إلى ارتباطه المباشر بالنظام البنكي المنظم وما سببه من أضرار جسيمة.

1. ارتباط أدوات التمويل المهيكل وقنوات ال ABCP بالنظام البنكي المنظم:

نتج عن ارتباط النظام البنكي المنظم بال SBS، من خلال أدوات التمويل المهيكله والقنوات، سلسلة من الميزانيات العمومية المترابطة والمعدّلة حسب المخاطر وبدايةً، نسلط الضوء على أنشطة البنك خارج الميزانية العمومية.

الجدول 01: " خارج الميزانية العمومية البنكية (غير خاضعة للتنظيم)"

أسواق المال	كيانات الظل البنكي	البنوك
	الخصوم	الأصول
	SPE _s :	SPE _s :
	ABS	القروض المطابقة
	ABCP	القروض غير المطابقة
مشترو الأوراق المالية	موارد مالية من أسواق مالية	بائعوا القروض
مديرو الأصول	أخرى	
كيانات الظل البنكي الأخرى	Siv _s :	
صناديق سوق المال	CDO _s	
أمناء خزينة المؤسسات	ABCP	
	موارد مالية من أسواق مالية	
	أخرى	
	القنوات:	القنوات:
	ABC	القروض
		ABC
		CDO _s

Source: (Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia, 2015)



تعمل بنوك الظل كوسطاء من خلال إصدار الالتزامات وحيارة الأصول مثل: البنوك التقليدية، (Stijn Claessens, Lev Ratnovski, February 2014, p. 4) إلا أنه لا غنى عن أسواق المال لوساطة القروض ووظائف تحويل آجال الاستحقاق والسيولة التي تقوم بها الكيانات ذات الأغراض الخاصة (SPEs)، أدوات الاستثمار المهيكل (SIVs) والقنوات ومثلما يظهر في الجدول رقم 1، شكلت هذه الأنواع الثلاثة الرئيسية من الأدوات خارج الميزانية العمومية التي كانت تعمل في وقت أزمة الرهن العقاري الوسيط المركزي الذي تم من خلاله دمج الأنشطة البنكية الأساسية المتمثلة في قبول الودائع وتقديم القروض بشكل لا ينفصم مع أنشطة سوق المال. لا يمكن تجاهل الترابط بين البنوك (كموردين للمواد الخام للتوريق) وأدوات الظل البنكي التي تُخزّن القيمة أو تستخرجها من هياكل التوريق، كما أُعتبرت الـ SPEs والـ SIVs الكيانات الوحيدة التي وُقِّرت فعلياً الأوراق المالية المدعومة بالقروض بمشاركة البنوك في إنتاج هذه الأوراق من خلال توفير المواد الخام (الرهن العقاري وأنواع أخرى من القروض) اللازمة لهذه العملية (Anastasia Nesvetailova, 2015) وبالتالي، يمكننا معرفة ارتباط هذه الكيانات بالبنوك في تشكيل شبكات القروض المشتركة من خلال التركيز على الأوراق المالية (المنتجات) المحددة التي أنشأتها.

الجدول 02: "كيانات الظل البنكي الرئيسية (الكيانات ذات الأغراض الخاصة)"

الكيانات ذات الأغراض الخاصة (المؤسسات الأم: البنوك التجارية)	
سوق الـ ABS المؤسسات غير البنكية؛ صناديق المعاشات؛ صناديق الاستثمار المشتركة؛ مؤسسات التأمين. المؤسسات البنكية: SIVs القنوات	القروض ← SPEs ← ABS الوظيفة الرئيسية: التوريق التمويل: ABCP; Repos; MTNs

MTN : Medium Term Notes (السندات متوسطة الأجل)

Source: (Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia, 2015)

استخدمت الـ SPEs، كما هو مبين في الجدول رقم 2، مجموعة متنوعة من أدوات التمويل قصيرة الأجل لتمويل مشتريات الرهن العقاري طويل الأجل والقروض الأخرى التي سيتم توريقها بعد ذلك، مع تسويق الـ ABS الناتج خارج القطاع البنكي لمجموعة متنوعة من المستثمرين المؤسسيين وداخل القطاع تحديداً لـ SIVs والقنوات على حد سواء وأدى إنتاج التزامات الدين المضمونة (CDOs) من أجل المساعدة أيضاً في حل مشكل انخفاض عائدات سندات الخزانة والشركات بالنسبة للمستثمرين وقد مثلت الـ SIVs التي تديرها البنوك الاستثمارية، (Adrian

* Special Purpose Entities



(Pop, 2014, p. 92) كلالنال ظل البنكلا الأساسية المكلفة بمهمله وهلا كلالنال قانونلة تقوم بلورلها بلإسلار أورال ماللة مئصئفة مرلبللة بمحافل القروس. (Gary Gorton, Andrew Metrick, 2010)

السلول 03: " كلالنال ظل البنكلا الرلئسللة (أسلالال الاسئللار المهلكل)"

أسلالال الاسئللار المهلكل (المؤسلالال الأم: البنوك الللارللة، بنوك الاسئللار)	
سوق ال CDO المؤسلالال للر البنكلة: صلناقل المعاشال؛ صلناقل الاسئللار المشلرللة؛ مؤسلالال اللأملا. صلناقل اللللو المؤسلالال البنكلة: القلنال	$CDO_s \leftarrow SIV_s \leftarrow ABS$ الوللللة الرلئسللة: (إعالة اللورلق) الللللل: ABCP; Repos; MTNs

Source: (Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia, 2015)

اسئللار ال SIVs، كما هو مللل فلل السلول رقم 3، أبلضاً مملولة مللولة من أسلالال الإقراض قصلرلة الألل لللللل مشلرللال الرلل العقارلل وللرلها من الأورال المالللة الملعومة بالقروس من ال SPEs ثم للل مللل هله الأورال المالللة معاً كضمان لاعم للضمانال ال CDOs (الأورال المالللة الملعومة بالأورال المالللة الملعومة بالقروس) اللل للألل الللر الأكبر منلها من شرائل مصلللة AAA، (Gary B. Gorton, October, 2008, p. 13) خاصة مع سعلل المسللرللل إلى الللل عن أسلالال اسئللار بلللة (Thomas Goda, Photis, 2014) ولسلل هلا السوق كلاً من المؤسلالال المالللة للر البنكلة، فلل الملام الأول صلللل اللللو ولكن أبلضاً مؤسلالال إلالرلة الأصول ومؤسلالال بنوك ظل الألرل، لاسلما القنالل.

شكلل القنالل بلورلها اللل كلالنال للر بنكلا وظام ظل البنكلا وكما هو اللال مع الكلالنال الألرل سالللة اللر، أسل أنسللة اللول سللولة وألل الاسئللار لهله القنالل إلى أورال ال ABCP اللل اللل مبللها لمملولة واسعة من المسللرللل وقلل ولسلل البنوك أن هله القنالل للللة بشكل خاص، اللل اللل إنشاء هله الأصول اللالللة من المللار بلأس مال ضئلل لللاً فلل المللرللة العموملة من الللال الللر ضمانال للقلنالل فلل شكل "لعلز سللولة".



الجدول 04: "كيانات الظل البنكي الرئيسية (القنوات)"

القنوات (المؤسسات الأم: البنوك التجارية)	
صناديق أسواق المال؛ الشركات؛ صناديق المعاشات.	سوق ال ABCP ← القنوات ← ABCP الوظيفة الأساسية: استغلال عدم تطابق الآجال بين الأصول والخصوم (التمويل 100% ABCP)

Source: (Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia, 2015)

لم تنخرط قنوات ال ABCP عادةً في التوريد وكانت وظيفتهم الأساسية، كما هو موضح في الجدول رقم 4، تعظيم الأرباح التي يمكن جنيها من استغلال الفرق في الفوائد المستلمة على مجموعة متنوعة من الأصول طويلة الأجل التي يحتفظون بها والفوائد التي دفعوها على التزاماتهم قصيرة الأجل. صحيح، كان هناك طلب قوي على أوراق ال ABCP الصادر عن القنوات ولكن، الدافع الرئيسي وراء نمو هذه الأدوات الاستثمارية التي تديرها البنوك التجارية كان الاستفادة الكاملة من الابتكار المالي والتنظيم المتراخي للكيانات والأنشطة خارج الميزانية العمومية من أجل تعظيم أرباح البنوك، فقد اكتسبت البنوك الأمريكية وغيرها من البنوك ذات الاقتصاد المتقدم أرباحًا كبيرة من استغلال المراجعة التنظيمية لإنشاء قنوات أصدرت هذه الأوراق التي تسعى إليها صناديق ال MMMF في جميع أنحاء العالم. (Viral Acharya, Philipp Schnabl, 2009)

2. نظام الظل البنكي القائم على البنوك والأزمة المالية العالمية (2008):

تعد القنوات الكيانات التي تسببت بالضرر للقطاع البنكي المنظم وأدت به إلى حافة الانهيار، حيث توقفت أسواق المال يوم إعلان بنك BNP Paribas في 9 أوت 2007 عن تجميد ثلاثة من صناديق الاستثمار لديه مُشيرًا بذلك إلى عدم قدرته على تقييم المنتجات المهيكلة (Markus K. Brunnermeier, 2009)، مما أدى إلى حالة هلع بخصوص مخاوف من حدوث عدوى عامة نتج عنها مباشرة ارتفاع المعدلات ما بين البنوك وبداية أزمة سيولة (Mathieu Plane, Georges Pujals, 2009) وبمجرد انهيار إعادة تمويل سوق المال في صيف عام 2007، انطلقت ديناميكية الأزمة حيث كانت سوق ال ABCP في قلبها ونظرًا لأن المستثمرين صاروا لا يثقون في الأوراق المالية الأساسية المدعومة بالأصول والمخزنة في هذه القنوات، فقد رفضوا شراء أوراق ال ABCP وعليه، انهارت السوق، بحيث انخفضت بمقدار 411 مليار دولار من 30 جوان 2007 إلى جوان 2008 (Yeva 2008) (Nersisyan, 2015) وأزمة الثقة التي اندلعت في السوق ما بين البنوك كانت نتيجة سحب السيولة من القنوات



وليس من أدوات الاستثمار المهيكل وعلى إثر ما حدث، تلقت البنوك التجارية ضربة هائلة في أعقاب الانهيار المالي لهذه القنوات لأنها امتلكت أو رعت الغالبية العظمى منها (270 من 300 أو نحو ذلك عام 2007)، بحيث لما جف التمويل قصير الأجل لديها فجأة، كانت الأصول التي بحوزتها تُقدر بـ 1.4 تريليون دولار وكان لابد من إعادتها إلى الميزانيات العمومية للبنوك الأم وذات حجم كافٍ لتُسبب انهيار الثقة بين البنوك تمامًا. (Lysandrou, Photis, Nesvetailova Anastasia, 2015)

بلغت الأزمة ذروتها مع إفلاس بنك ليمان براذرز في 15 سبتمبر 2008 و"كسر الدولار" لصندوق الاحتياطي الرئيسي في 16 سبتمبر 2008 وبما أن هذا الأخير استثمر بكثافة في الديون قصيرة الأجل للبنك، فقد كان عليه الإبلاغ عن الخسائر التي جعلت من المستحيل ضمان صافي قيمة الأصول الثابتة* (CNAV) للصناديق، حيث يضمن هذا الأخير التكافؤ في قيمة أسهم صناديق ال MMMF التي يحتفظ بها المستثمرون مع الأموال التي دفعوها وهذا يسمح لهم بمعاملتها كحساب إيداع بنكي بسعر فائدة صغير، مما يسهل إدارة النقد (Investment Company Institute, March 2009) وأدى كسر الدولار إلى طلبات استرداد ضخمة من هذا الصندوق (وصناديق سوق المال الأخرى)، مما أدى إلى تعطيل سوق الأوراق التجارية وأسواق المال الأخرى بشدة وأضعف قدرة الجهات المصدرة على تجديد التزاماتها قصيرة الأجل. (Russ Wermers, September 2010)

على إثر هذه التطورات، ارتفعت التزامات البنوك الأمريكية والأوروبية الكبرى في الفترة من أوت 2007 إلى مارس 2009 بنسبة 32 في المائة (يرجع ذلك جزئيًا إلى أنها أدخلت أيضًا أدوات الاستثمار المهيكل في ميزانيتها العمومية) وانخفضت قيمتها السوقية الإجمالية بنسبة 74 %، كما بلغت الخسائر المتوقعة المتضمنة في التزاماتها (أي خيارات البيع الضمني مع آفاق ثلاث سنوات) ذروتها عند 550 مليار دولار في مارس 2009 وبلغ متوسطها 395 مليار دولار بين سبتمبر 2008 وأوت 2009 وقد ساهمت آليات التوريق كثيرًا في حدوث هذه الصدمة المالية السلبية الشديدة التي تعرضت لها البنوك. (International Monetary Fund, 2014, p. 71)

أوضحت الأزمة المالية عن الترابط المتبادل بين البنوك الكبرى والجهات الفاعلة في سوق المال، حيث اعتمدت الجهات الفاعلة في السوق على البنوك لضمان سلامة الأصول الخاصة قصيرة الأجل وفي المقابل، وفرت الجهات الفاعلة في سوق المال السيولة لكل من القنوات غير المتوازنة والبنوك نفسها وأصبح هذا الاعتماد المتبادل أكثر تعقيدًا بالنظر إلى الارتباط الثلاثي بين البنوك، قنوات ال ABCP وصناديق ال MMMF التي اشترت العديد من أوراق ال ABCP، كما أن البنوك لم تتدخل فقط لشراء هذه الأوراق من أجل منع خسائر الصناديق ولكن دعمتها أيضًا بشكل مباشر ورعتها عندما كانت معرضة لخطر فرض خسائر على المستثمرين، (Naohiko Baba, Robert N McCauley, Srichander Ramaswamy, March 2009) بدأت في التركيز بشكل أكثر تحديدًا على موارد الجهات الراعية وقدراتها لدعم صناديق الاستثمار في سوق المال

* Constant Net Asset Value



الخاصة بهم. (Patrick E. McCabe, 2010, p. 11) إذن، كانت هناك علاقة تكافلية بين البنوك ونظام الظل البنكي القائم عليها، حيث اعتمد هذا الأخير على الدعم الضمني من جانب الأول وهذه الحقيقة لا تنطبق فقط على سوق ال ABCP ولكن أيضاً على صناديق ال MMMF (Stijn Claessens, Lev, Ratnovski, February 2014, p. 6) مما يعني أن وساطة القروض التي تقوم بها هذه المؤسسات غير البنكية تعتمد على الميزانيات العمومية للبنوك لتحقيق استقرارها.

III. الإصلاح التنظيمي ما بعد الأزمة المالية العالمية (2008):

دخلت التغييرات التنظيمية حيز التنفيذ منذ عام 2009 وقد أثرت بشكل كبير على سوق ال ABCP، إلا أنها لم تُحدث أثراً ملموساً على صناديق ال MMMF.

1. تنظيم سوق ال ABCP:

أثرت بعض التدخلات التنظيمية المبكرة بشكل مباشر على البنوك كراعية للقنوات، لاسيما سوق ال ABCP أو كمستثمرين في معاملات التوريق وفي هذا الإطار، أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية معيارين محاسبيين جديدين (167/166) في جوان 2009، حيث أزال المعيار الأول إعفاء الكيانات ذات الأغراض الخاصة المؤهلة وأعتبر المعيار الثاني بمثابة مراجعة للمعيار المالي 46 (FIN (R)، الذي تم تصميمه لمعالجة مسألة الكيانات خارج الميزانية العمومية من خلال إزالة الاختبار الكمي لهذا المعيار المالي، ليستند القرار إلى أحكام تنظيمية نوعية ومن ثم، جعل معيار المحاسبة المالية 167 تحقيق الوضع القانوني لقنوات ال ABCP خارج الميزانية العمومية أكثر صعوبة بالنسبة للبنوك وإن لم يكن مستحيلاً، (Matthias Thiemann, 2018, p. 206) كما أصدرت لجنة بازل في جويلية 2009 مراجعة لاتفاقية بازل 2، مما جعل عملية إعادة التوريق، بما في ذلك تلك الموجودة في قنوات ال ABCP، أقل جاذبية من خلال زيادة متطلبات رأس المال الأساسي لها وهذا راجع إلى زيادة تكلفة توفير خطوط السيولة لقنوات مراجعة الأوراق المالية والهجينه وبالتالي، خفض الحوافز لإنشاء مثل هذه الكيانات، كما سُحح للراعي باستخدام نهج التقييم الداخلي لقنوات ال ABCP غير المدججة أو يتم إجبارها على نهج الصيغة الإشرافية (Tobias Adrian, Adam B. Ashcraft, 2012, p. 119) وفي حالة تعرضات التوريق أو لقنوات ال ABCP، فإن متطلبات رأس المال تتزايد بشكل واضح بالنسبة للتعرضات سواء في دفتر البنكي أو دفتر التداول (Basel Committee on Banking Supervision, 2011) وهكذا، اختفت بالفعل رغبة المستثمرين في إعادة التوريق ولم يستعد سوق ال ABCP أبداً حجمه السابق وجاذبيته للبنوك في الولايات المتحدة بسبب ارتفاع التكاليف.

اقترحت لجنة بازل كذلك متطلبات سيولة جديدة للبنوك، فبالإضافة إلى متطلبات رأس المال، يتعين على البنوك تلبية معيارين للسيولة: نسبة تغطية السيولة* (LCR) ونسبة صافي التمويل المستقر** (NSFR) وسيكون لقواعد

* Liquidity Coverage Ratio

** Net Stable Funding Ratio



السيولة هذه تأثير على تكاليف توفير ضمانات السيولة لقنوات ال ABCP، حيث تهدف نسبة ال LCR إلى تعزيز مرونة مخاطر السيولة لدى البنك على المدى القصير من خلال التأكد من أن لديه ما يكفي من الأصول السائلة عالية الجودة للتغلب على سيناريو الضغط الكبير الذي يستمر لمدة شهر واحد وتهدف نسبة ال NSFR إلى تعزيز المرونة على مدى فترة زمنية أطول من خلال خلق حوافز إضافية للبنوك لتمويل أنشطتها بمصادر تمويل أكثر استقراراً على أساس مستمر. (Basel Committee on Banking Supervision, 2011)

2. إعادة تنظيم ال MMMF:

مَيَّز إعادة تنظيم ال MMMF بعد الأزمة، على عكس سوق ال ABCP، بأنه كان محتشماً وهذا بالنظر إلى صناعة صناديق ال MMMF العالمية التي بلغت في يناير 2009 حوالي 4 تريليون دولار (مقابل 600 مليار دولار قيمة سوق ال ABC في نفس السنة) (Investment Company Institute, March 2009) وقد لعبوا دوراً أساسياً فيما يتعلق بالسيولة في الأسواق المالية الأمريكية الرئيسية، إذ اعتبرت هذه الصناديق مزودين مهمين للتمويل لسوق الأوراق التجارية، سوق ال Repo وكذلك أسواق الديون البلدية، (Jan Schildbach, 2015, p. 16) مما جعل شن حملة مماثلة أمراً مستبعداً.

بعد عمليات السحب الجماعي لأرصدة السيولة على صناديق ال MMMF في خريف 2008، بدت إصلاحات هذا القطاع حتمية وأفضت التدخلات التنظيمية في الولايات المتحدة عن مُقترح إستراتيجية مزدوجة مفاده إما إزالة ال CNAV أو فرض متطلبات رأس المال الأساسي، حيث يسمح الاحتياطي المؤقت (من رأس المال) لل CNAV بالتعامل مع التقلبات التي تتعرض لها، إلا أن هذا الاحتياطي أُعتبر بمثابة هجوم مباشر على قابلية الصناعة ككل للاستمرار والتي كانت تستند إلى توفير الأصول الآمنة قصيرة الأجل مع دعم ضمني من الراعي. (Matthias Thiemann, 2018, pp. 213-215)

كشفت ال FSB، في إطار تنسيق الجهود التنظيمية العالمية للتعامل مع ال SBS، عن مسارات لتعزيز هذا النظام: تنظيم غير مباشر من خلال تنظيم التفاعلات (الترايط) بين البنوك وكيانات الظل البنكية؛ تنظيم صناديق الاستثمار في سوق المال؛ الإطار التنظيمي لكيانات الظل البنكية الأخرى؛ إجراءات تنظيم التوريق والإطار التنظيمي لإقراض الأوراق المالية وإعادة الشراء (Financial Stability Board, 12 April 2011, pp. 4-5) وعليه، كان ال FSB يدعم بشكل مباشر الإجراءات التنظيمية التي تسعى إلى الرد على الوضع الغامض لصناديق ال MMMF والمخاطر الناتجة عنه من خلال تنظيم شبيه بالبنك، لأن هذه الصناديق تقدم خدمات شبيهة بالبنك ولكن لا يتم تنظيمها مثله، الأمر الذي يُمكن المستثمرين من تحقيق عائد إضافي.

الحقيقة، سعت هيئة الأوراق المالية والبورصات، بدلاً من تغيير هذا الوضع الغامض لصناديق ال MMMF والمخاطر الناتجة عنه إلى تثبيت تدابير لجعل نظام الظل البنكي أكثر أماناً دون تغييره بشكل أساسي، مما يسمح للمستثمرين بالاستمرار في الاستفادة من عائدات أعلى وتم تصوّر صافي قيمة الأصول المتغيرة للصناديق المؤسسية الرئيسية، فمن الواضح أن الإصلاحات كانت تهدف إلى الحفاظ على الوضع الجذاب لصناديق الاستثمار في سوق المال للمستثمرين،



مع السعي إلى تقليل مخاطر السحب وألغت القواعد الجديدة الـ CNAV بالنسبة لصناديق الـ MMMF التي تستثمر في الديون الخاصة وتبيعها للمستثمرين المؤسسيين، - (Matthias Thiemann, 2018, pp. 215-216) لتنتهي بذلك المساعي التنظيمية بتدخل تنظيمي ضئيل وتكمن أسباب ذلك في صعوبة التنسيق الدولي، بالإضافة إلى قوة الضغط المستمرة للصناعة المعنية ومن ثم، فإن وساطة القروض، خارج المحيط البنكي، تواصل قيادة الـ SBS العالمي الذي ينجح في تجنب التغيير الجذري للتنظيم وهكذا، يفشل الـ FSB في تحقيق تدخلات تنظيمية ذات مغزى.

قامت لجنة بازل في عام 2015 بمحاولة أخيرة للتعامل مع مشكلة مخاطر السمعة ودعم الراعي الضمني لصناديق الـ MMMF وذلك في سياق مسار عمل الـ FSB الذي يسعى إلى الحد من الروابط بين الظل البنكي والخدمات البنكية، حيث اقترحت اللجنة أن الدعم الضمني الذي تمنحه البنوك لهذه الصناديق وكذلك لقنوات الـ ABCP، يجب أن يؤدي إلى أعباء رأس المال الأساسي عندما يُنظر إلى هذا الدعم على أنه محتمل بسبب مخاطر السمعة، كما تم الإشارة بشكل حاسم إلى دعم الراعي لصناديق الاستثمار في سوق المال ويقترح التعامل معه إما من خلال الإشراف النوعي أو القواعد. (Basel Committee on Banking Supervision, 2015)

في عام 2017 وكرد فعل على انتقادات الصناعة، اقترحت لجنة بازل مبادئ توجيهية لتحديد وإدارة المخاطر التدريجية، حيث بمقتضاها يُطلب من البنوك إجراء تقييم ذاتي لمدى تعرضها للتدخل في المخاطر والذي سيتم تقييمه من قبل المنظم ودون أعباء إضافية لرأس المال الأساسي وبدلاً من ذلك، يتم تكليف البنوك بدمج الكيانات التي يوجد بها خطر تدريجي كبير أو إذا كان من غير المناسب، تطبيق عامل خطر لتقييم درجة التعرض (Basel Committee on Banking Supervision, 2017) ولكن، أعتبرت هذه النسخة خجولة إلى حد ما من تنظيم مخاطر التدخل في المناخ التنظيمي الحالي والتي تُصرّ على أن عمل التنظيم بعد الأزمة قد أُكتمل (Mark Carney, 2015) ومن ثم، ليس هناك فرصة أخرى لإعادة تنظيم العلاقة بين صناديق الـ MMMF والبنوك وهي علاقة حيوية داخل الـ SBS، دون إحداث تغيير تنظيمي أساسي.



خاتمة:

توصلنا، من خلال الورقة البحثية، إلى النتائج التالية:

- لا يوجد تعريف لنظام الظل البنكي متفق عليه ويقتصر تعريفه الواسع على "وساطة القروض" التي تتضمن كيانات وأنشطة خارج النظام البنكي المنظم وقد اقترح ال FSB مزيداً من العناصر الإضافية للظل البنكي، لاسيما من خلال تحويل القروض، آجال الاستحقاق والسيولة، خاصة إذا اقترنت برافعة مالية عالية، مما يثير مخاوف نظامية ويستحق اهتماماً متزايداً من قبل السلطات؛

- تعمل بنوك الظل على تحليل وساطة القروض إلى سلسلة من العمليات المنفصلة التي تقوم بها مؤسسات متخصصة ونتيجة لذلك، فإن البنية التحتية المؤسسية لهذه البنوك معقدة من الناحية التنظيمية، كما شكّل استخدام التوريق نقطة ارتكاز لنظام الظل البنكي ويعتمد على سوق البيع بالجملة من أجل التمويل؛

- كشفت تطورات الأزمة المالية عن عمق الترابط بين البنوك المنظمة ونظام الظل البنكي القائم عليها، خاصة أن هذا الأخير قد اعتمد على الدعم الضمني من جانب الأول وهذه الحقيقة لا تنطبق فقط على سوق ال ABCP ولكن أيضاً على صناديق ال MMMF وعن شدة الخسائر البنكية كذلك عندما ضمنت البنوك أدوات خارج ميزانيتها العمومية والتي انخرطت في البحث عن العائد الذي يعتمد على التمويل قصير الأجل بدعم من البنوك الأم؛

- أثرت لجنة بازل من خلال اتفاقية بازل 3 إلى جانب التغييرات في محاسبة الأدوات خارج الميزانية العمومية (المعيارين الماليين 167/166) بشكل مباشر على البنوك كراعية للقنوات، لاسيما سوق ال ABCP أو كمستثمرين في معاملات التوريق واختفت بذلك رغبة المستثمرين في إعادة التوريق ولم يستعد سوق ال ABCP أبداً حجمه السابق وجاذبيته للبنوك في الولايات المتحدة بسبب ارتفاع التكاليف؛

- اتسمت المساعي التنظيمية لصناديق ال MMMF بتدخل أقل صرامة وتكمن أسباب ذلك في صعوبة التنسيق الدولي، بالإضافة إلى قوة الضغط المستمرة للصناعة المعنية وتم فقط إلغاء ال CNAV بالنسبة لصناديق ال MMMF التي تستثمر في الديون الخاصة وتبيعها للمستثمرين المؤسسيين وفشل ال FSB في تحقيق تدخلات تنظيمية ذات مغزى؛

- لم يلق مقترح لجنة بازل الذي ربط الدعم الضمني الذي تمنحه البنوك لهذه الصناديق وكذلك لقنوات ال ABCP بأعباء رأس المال الأساسي، عندما يُنظر إلى هذا الدعم على أنه محتمل بسبب مخاطر السمعة، ترحيباً من قبل الصناعة، كما أُعتبرت نسخة تنظيم مخاطر التدخل للجنة بازل خجولة إلى حد ما وانتهى تنظيم صناديق ال MMMF بعد الأزمة دون إحداث تغيير تنظيمي أساسي.

بناءً على النتائج التي توصلنا إليها، نقدم التوصيات التالية:

- لتحسين التنظيم والإشراف على كيانات الظل البنكي، لا بد من مزيج بين التدابير التنظيمية غير المباشرة (التي وضعتها لجنة بازل)، أي التدابير التي تنطبق على البنوك الراعية لبنوك الظل وأيضاً بين التدابير المباشرة المحددة التي



تستهدف هذه الكيانات، خاصة وأن إخضاعها للتنظيم البنكي لم تعد قضية مطروحة، على أن يتم تفويض مهمة وضعها إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، لاسيما ما يتعلق بإشراف أكثر صرامة على صناديق أسواق المال؛ - الأمر المؤكد هو أن قرارات الهيئات التنظيمية، مع متطلبات رأس مال أعلى وإدخال نسب السيولة أو القواعد المحاسبية مثلا، يجب تحويلها إلى قوانين وطنية لدخولها حيز التنفيذ، فالتنفيذ المحلي والامتثال أمران حاسمان في تطبيق تنظيم ورقابة أكثر صرامة محليا على كيانات الظل البنكي وتجنب تحوّل التدابير المحلية إلى مجرد إصلاحات تدريجية تفشل في معالجة أوجه القصور؛

- التنسيق بين المشرفين الوطنيين هو أمر غير كاف وسيحتاج الإشراف الصارم إلى كفاءات فوق وطنية، مما يضمن أن المشرفين الوطنيين لن يغضوا الطرف عن الأنشطة العابرة للحدود لبنوكهم، بما في ذلك ارتباطها ببنوك الظل؛ - يمكن للسلطات الإشرافية الاحترازية الكلية المنشأة حديثا (مثل: مجلس مراقبة الاستقرار المالي في الولايات المتحدة ومجلس المخاطر النظامية الأوروبي في الاتحاد الأوروبي) التي تجمع بين منظمي السوق والبنوك أن تخفف من عواقب شبكة الحوكمة المجزأة من خلال تطبيق منظور نظامي على نمو القروض ومخاطر السيولة وأن تُحدّر من المخاطر الوشيكّة وتطلب تنظيمًا أكثر صرامة، إضافة إلى المشاركة في الإشراف بشكل مباشر بدلا من الاكتفاء بوضع القواعد فقط وهناك أيضًا مجلس الاستقرار المالي، المخوّل بمعالجة مثل هذه القضايا على المستوى العالمي، الذي ينبغي أن يتمتع بسلطة إنفاذ تنظيمية واسعة.

قائمة المراجع:

- Adrian Pop. (2014). *Risque systémique et crise de subprimes, symptomes et mécanismes de propagation*. France: Université de Nantes.
- Anastasia Nesvetailova. (2015). *A Crisis of the Overcrowded Future: Shadow Banking and the Political Economy of Financial Innovation*. Taylor & Francis Journals, vol. 20 (n° 3), pp. 431-453.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Switzerland: Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2015). *Identification and measurement of step-in risk*. Switzerland: Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *Identification and Management of Step- in Risk*. Switzerland: Bank for International Settlements.
- Fabrizio Malatesta, Sergio Masciantonio, Andrea Zaghin. (March 2016). *The Shadow Banking System in the Euro Area: Definitions, Key Features and the Funding of Firms*. Italian Economic Journal, Vol. 2(N° 2), pp. PP: 217–237.
- Financial Stability Board. (12 April 2011). *Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note of the Financial Stability Board*. Switzerland: FSB.
- Gary B. Gorton. (October, 2008). *The subprime panic*. United States: National Bureau Of Economic Research.



- Gary Gorton, Andrew Metrick. (2010). *Regulating the Shadow Banking System*. Washington: Brookings Institution Press.
- International Monetary Fund. (2014). *Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking-Curbing Excess while Promoting Growth*. Global Financial Stability Report, IMF, Washington.
- Investment Company Institute. (March 2009). *Submitted to the Board of Governors of the Investment Company Institute*. Consulté le 09 03, 2023, sur https://www.ici.org/doc-server/pdf%3Aappr_09_mmwg.pdf
- Jan Schildbach. (2015). *Money market funds—an economic perspective: Matching short-term investment and funding needs*. Frankfurt am Main: Deutsche Bank Research, Deutsche Bank AG.
- Klára Bakk-Simon et al. (APRIL 2012). *Shadow Banking In The Euro Area*. Frankfurt Am Main: European Central Bank.
- Lemma Valerio. (2016). *The Shadow Banking System- Creating Transparency in the Financial Markets*. UK: Palgrave Macmillan.
- Li Guo, Daile Xia. (2014). The Shadow Banking System with Chinese Characteristics. *European Business Organization Law Review, Vol. 15(N° 3)*, pp. PP: 387-418.
- Lysandrou Photis, Nesvetailova Anastasia. (2015). The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy, vol. 22 (n° 2)*, pp. 257-279.
- Markus K. Brunnermeier. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives, vol. 23(n° 1)*, pp. 77-100.
- Mark Carney. (2015). *Financial Reforms – Achieving and Sustaining Resilience for All, Chair's letter to the G20*. Switzerland: FSB.
- Mathieu Plane, Georges Pujals. (2009). Les banques dans la crise. *Revue de l'OFCE, vol. 3(n° 110)*, pp. 179-219.
- Matthias Thiemann. (2018). *The Growth of Shadow Banking-A Comparative Institutional Analysis*. Cambridge University Press, UK.
- Naohiko Baba, Robert N McCauley, Srichander Ramaswamy. (March 2009). *US dollar money market funds and non-US banks*. BIS Quarterly Review, Switzerland.
- Patrick E. McCabe. (2010). *The cross section of money market fund risks and financial crises*. United States: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Richard Comotto. (March 2012). *Shadow banking and repo*. Zürich: ICMA European Repo Council.
- Russ Wermers. (September 2010). *Money Fund Runs*. Consulté le 09 02, 2023, sur September 2010. <https://www.uts.edu.au/sites/default/files/Wermers.pdf>
- Stijn Claessens, Lev Ratnovski. (February 2014). *What Is Shadow Banking?* Washington: International Monetary Fund.
- Swati Ghosh, Ines Gonzalez del Mazo, and İnci Ötker-Robe. (september 2012). *Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Banking in Emerging Markets?* The World Bank,.



- Thomas Goda, Photis Lysandrou. (2014). The contribution of wealth concentration to the subprime crisis: a quantitative estimation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38 (n° 2), pp. 301–327.
- Tobias Adrian, Adam B. Ashcraft. (2012). *Shadow Banking Regulation*. the Annual Review of Financial Economics, US.
- Viral Acharya, Philipp Schnabl. (2009). Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09. *Paper presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference*. Washington: the International Monetary Fund.
- Yeva Nersisyan. (2015). The repeal of the Glass–Steagall Act and the Federal Reserve’s extraordinary intervention during the global financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 37(N° 4), pp. 545-567.
- Zoltan Pozsar et al. (December 2013). Shadow Banking. *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 19(N° 2), pp. PP: 1-16.