

# ما هو نظام الظل المصرفي؟



كثير من المؤسسات المالية التي تتصرف كالبنوك لا تخضع للرقابة التي تخضع لها البنوك

لورا كودريس

## يقول

المثل ما ترجمته: «إذا كانت تشبه البطة، وصوتها كصوت البطة، وتتصرف كالبطة، فهي إذن بطة.» ولكن ماذا بشأن المؤسسة التي تشبه البنك وتتصرف كبنك؟ في كثير من الحالات لا تكون المؤسسة بنكا، وإنما بنك ظل.

يرمز نظام الظل المصرفي (الظلي) في الواقع إلى واحد من الإخفاقات الكثيرة التي شابت النظام المالي وأفضت إلى الأزمة العالمية. وقد ابتكر الاقتصادي بول مكالي عبارة «بنوك الظل» في كلمة ألقاها في عام ٢٠٠٧ في المنتدى المالي السنوي الذي استضافه بنك الاحتياطي الفيدرالي في كانساس سيتي في جاكسون هول بولاية وايومينغ. وقال مكالي في خطابه إن نظام الظل المصرفي له بؤرة أمريكية بصفة متميزة ويشار إليه بشكل رئيسي كمؤسسات مالية غير مصرفية التي تعمل فيما يسميه الاقتصاديون تحويل آجال الاستحقاق. وتعمل البنوك التجارية في تحويل آجال الاستحقاق عندما تستخدم الودائع، التي عادة ما تكون قصيرة الأجل، لتمويل قروض تكون أطول أجلا. وتقوم بنوك الظل بشيء مماثل. فهي تقوم بتجميع أموال قصيرة الأجل (أي تقترضها في أغلب الحالات) في أسواق المال وتستخدم تلك الأموال لشراء أصول ذات آجال استحقاق أطول. ولكن نظرا لأنها لا تخضع للتنظيم المصرفي التقليدي، فإنها لا تستطيع — كالبنوك — أن تقترض في أي حالة طارئة من الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) ولا يوجد لديها مودعون تقليديون بغطاء تأميني على أموالهم؛ فهي تعمل في «الظل».

## قروض الرهن العقاري

لفتت بنوك الظل العاملة في مجال قروض الرهن العقاري انتباه كثير من الخبراء إليها للمرة الأولى بسبب دورها المتنامي في تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية. وبدأت «سلسلة التوريق» بإنشاء قرض عقاري، يقوم بعد ذلك كيان مالي أو أكثر بشرائه وبيعه إلى أن ينهي جزءا من حزمة قروض عقارية مستخدمة لضمان ورقة مالية جرى بيعها لمستثمرين. وتتصل قيمة الورقة المالية بقيمة القروض العقارية في الحزمة، ويتم دفع الفائدة على الورقة المالية المضمونة بالرهن العقاري من أموال الفائدة والأصل التي يسدها ملاك المساكن على قروضهم العقارية. وكانت كل خطوة تقريبا، بدءا بإنشاء القرض العقاري وانتهاء ببيع الورقة المالية، خارج الرؤية المباشرة للجهات التنظيمية.

وقد قام مجلس الاستقرار المالي، وهو منظمة مؤلفة من السلطات المالية والرقابية من اقتصادات ومؤسسات مالية دولية كبرى، بوضع

تعريف أوسع لبنوك الظل يشمل جميع الكيانات التي تقع خارج نطاق النظام المصرفي الخاضع للتنظيم وتؤدي الوظيفة الرئيسية التي تقوم بها البنوك، وهي الوساطة الائتمانية (أي أخذ أموال من المدخرين وإقراضها لمقترضين). وتتمثل الجوانب الرئيسية الأربعة للوساطة فيما يلي:

**تحويل آجال الاستحقاق:** الحصول على أموال قصيرة الأجل للاستثمار في أصول أطول أجلا؛

**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؛

**نقل مخاطر الائتمان:** تحمل مخاطر عجز أحد المقترضين على السداد ونقلها من منشئ القرض إلى طرف آخر.

وحسب هذا التعريف تتضمن بنوك الظل شركات السمسرة التي تقوم بتمويل أصولها باستخدام اتفاقات إعادة الشراء (الريبو). وطبقا لاتفاق إعادة الشراء، يقوم الكيان المحتاج إلى أموال ببيع ورقة مالية لجمع تلك الأموال ويعد بشراء الورقة المالية مرة أخرى (أي يسد المال المقترض) بسعر محدد وفي تاريخ محدد.

وينظر أيضا لصناديق الاستثمار المشترك في سوق المال التي تقوم بتجميع أموال المستثمرين لشراء أوراق تجارية (كسندات دين الشركات) أو لأوراق مالية مضمونة برهن عقاري على أنها بنوك ظل. وتشمل بنوك الظل أيضا الكيانات المالية التي تباع أوراقا تجارية وتستخدم حصائل بيعها لتقديم ائتمان للأسر المعيشية (تسمى شركات تمويل في عدد كبير من البلدان).

## لماذا توجد مشكلة؟

ما دام المستثمرون يفهمون ما يحدث، وما دامت هذه الأنشطة لا تمثل مخاطر غير مبررة للنظام المالي، فليس هناك شيء ظلي متأصل في الحصول على أموال من مختلف المستثمرين الذين قد يريدون استعادة أموالهم في غضون فترة قصيرة واستثمار تلك الأموال في أصول ذات آجال استحقاق أطول. إلا أن المشكلات نشأت أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة، حين أصبح المستثمرون قلقين بشأن القيمة الحقيقية لتلك الأصول الأطول أجلا وقرر عدد كبير منهم سحب أموالهم فوراً. وحتى يتسنى لبنوك الظل سداد أموال المستثمرين، اضطرت إلى بيع أصول. وأدى ذلك البيع البخس بوجه عام إلى خفض قيمة تلك الأصول، مما أرغم عدا

نظام الظل المصرفي على النظام المالي. ولا يقيس المجلس كذلك مقدار الديون المستخدمة لشراء الأصول (المسمى غالباً «الرفع المالي»)، ولا الدرجة التي يمكن عندها أن يعظم النظام المشكلات، ولا القنوات التي تنتقل من خلالها المشكلات من قطاع إلى آخر. وثمة خطط لدمج العملية الأصلية «للتخطيط الكلي» مع المعلومات التي يتم جمعها من التقارير الصادرة عن الهيئات

## لفتت بنوك الظل العاملة في مجال قروض الرهن العقاري انتباه كثير من الخبراء إليها للمرة الأولى بسبب دورها المتنامي في تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية.

التنظيمية والرقابية والمعلومات التي يتم تجميعها تدريجياً من الأسواق بشأن الاتجاهات العامة والأدوات والصلاوات الجديدة. ويعتزم المجلس استخدام أي معلومات يعرفها عن بنوك الظل وربط تلك المعلومات بالأنشطة الأربعة التي يقوم بها نظام الظل المصرفي (تحويل أجل الاستحقاق والسيولة، ونقل مخاطر الائتمان، والرفع المالي) لوضع «خطة للمخاطر النظامية» لتحديد الأنشطة التي يمكن أن تفرض مخاطر نظامية، إن وجدت. وأشار المسح الأول الذي قام به المجلس إلى أن الأنشطة المحلية لنظام الظل المصرفي ليست مؤثرة في معظم مناطق الاختصاص، وإن كان لم يأخذ في الاعتبار الأنشطة المنفذة عبر الحدود. ولم يتمكن المسح كذلك من بيان كيفية ارتباط هذه الأنشطة عبر أنواع مختلفة من الكيانات. وعلى سبيل المثال، تقوم شركات التمويل في بعض البلدان فيما يبدو بتوسيع نطاق عملها ودورها في مجال الوساطة الائتمانية. وحتى الآن لم تتحدد المخاطر الحقيقية التي تنطوي عليها هذه الأنشطة وما إذا كانت مؤثرة على النظام المالي.

### تدخل السلطات

يقوم القطاع الرسمي في الوقت الراهن بجمع قدر أكبر وأفضل من المعلومات والبحث عن مواطن الضعف الخفية. وتقوم هيئات الرقابة المصرفية حالياً أيضاً بفحص انكشاف البنوك التقليدية لبنوك الظل وتحاول احتواءه بسبل مثل وضع قواعد تنظيمية تتعلق برأس المال والسيولة - ذلك أن هذا الانكشاف أتاح لبنوك الظل التأثير على القطاع المالي التقليدي والاقتصاد بوجه أعم. وعلاوة على ذلك، فنظراً لأن عدداً كبيراً من الكيانات المنتسبة لنظام الظل المصرفي كانت إما خاضعة لرقابة خفيفة أو خارج اختصاص الهيئات التنظيمية، تفكر السلطات في الوقت الراهن في توسيع نطاق إبلاغ المعلومات والقواعد التنظيمية - لكل من الكيانات والأسواق التي تستخدمها. وتقوم السلطات حالياً بوضع تدابير تكفل خضوع جميع الكيانات أو الأنشطة التي يحتمل أن تكون جزءاً من نظام الظل المصرفي للإشراف بطريقة تنبئ بنوك الظل عن تفصيل سلوكها بحيث تخضع لرقابة أضعف الهيئات التنظيمية (أو لا تخضع لأي رقابة) - على الصعيد المحلي أو العالمي. وتحرز السلطات تقدماً، إلا أنها تعمل في الظل هي ذاتها - إذ تحاول تجميع بيانات غير متجانسة ولا مكتملة لمعرفة ما إذا كانت هناك مخاطر نظامية مرتبطة بالأنشطة والكيانات والأدوات المختلفة التي تشكل نظام الظل المصرفي، وتحديد تلك المخاطر. ■

لورا كودريس مساعد مدير في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.

آخر من كيانات نظام الظل المصرفي (وبعض البنوك) التي لديها أصول مشابهة على خفض قيمة تلك الأصول على دفاترها لتبيين السعر السوقي الأدنى، مما خلق حالة أكبر من عدم اليقين بشأن سلامتها. وفي ذروة الأزمة، كان عدد المستثمرين الذين قاموا بسحب أموالهم أو رفض تمديدها (إعادة استثمارها) كبيراً إلى الحد الذي أوقع عدداً كبيراً من المؤسسات المالية - بنوك ومؤسسات غير مصرفية - في مشكلات خطيرة.

ولو كان ذلك قد حدث خارج النظام المصرفي، لربما أمكن عزله وإغلاق تلك الكيانات بطريقة منظمة. إلا أن البنوك الحقيقية طالتها الظلال هي أيضاً. فقد كانت بعض بنوك الظل تحت سيطرة بنوك تجارية، ولأسباب تتعلق بالسمعة، جرى إنقاذها من قبل البنك الأم الأقوى. وفي حالات أخرى، كانت الصلاوات محكومة بألية السوق الحرة، ولكن نظراً لأنه كان يتعين على بنوك الظل الانسحاب من الأسواق الأخرى - بما في ذلك الأسواق التي كانت البنوك تباع فيها الأوراق التجارية والديون الأخرى قصيرة الأجل - تعرضت مصادر تمويل البنوك هذه أيضاً للضعف. ونظراً لانعدام شفافية هذه البنوك بصورة شبه كلية، لم يكن من الواضح في حالات كثيرة من يدين بماذا (أو سيدين فيما بعد) لمن.

وبإيجاز، كانت كيانات نظام الظل المصرفي تتسم بنقص في الإفصاح والمعلومات عن قيمة أصولها (أو أحياناً حتى ماهية الأصول)، وانعدام الشفافية فيما يتعلق بالحكومة وهيكل الملكية بين البنوك وبنوك الظل؛ وعدم خضوعها إلا في حدود ضيقة لإشراف الجهات التنظيمية أو الرقابية من النوع المرتبط بالبنوك التقليدية؛ وافتقارها بصورة شبه تامة إلى رأس المال لاستيعاب الخسائر أو النقد اللازم للتعويض؛ وانعدام القدرة على الحصول على دعم رسمي لتوفير السيولة بما يساعد على الحيلولة دون بيع الأصول اضطرارياً بثمن بخس.

### استمرار المشكلات

يمكن أن تبعث الظلال على الخوف من حيث أنها تخفي أشكال الأشياء الموجودة بداخلها وأحجامها. ويصدق الشيء نفسه على بنوك الظل. فتقدير حجم نظام الظل المصرفي ينطوي على صعوبة بالغة لعدم قيام عدد كبير من كياناته بإبلاغ بياناته إلى الهيئات التنظيمية الحكومية. ويبدو أن نظام الظل المصرفي أكبر ما يكون في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن الوساطة الائتمانية غير المصرفية موجودة في بلدان أخرى - وأخذة في النمو. وفي مايو ٢٠١٠، بدأ الاحتياطي الفيدرالي في جمع ونشر بيانات عن الجزء الواقع في نظام الظل المصرفي الذي يتعامل في بعض أنواع إقراض الريبو. وفي عام ٢٠١٢، أجرى مجلس الاستقرار المالي ثاني عملية مراقبة «عالمية» له لفحص جميع عمليات الوساطة الائتمانية غير المصرفية في ٢٥ منطقة اختصاص ومنطقة اليورو، بتكليف من الاقتصادات المتقدمة الكبرى واقتصادات الأسواق الصاعدة التابعة لمجموعة العشرين. وعلى الرغم من عمومية النتائج بسبب استخدامها فئة تجمع فيها كل «المؤسسات المالية الأخرى»، فإنها تبين بالتأكيد أن نظام الظل المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية لا يزال هو الأكبر، برغم تراجعته من ٤٤٪ من مجموع البلدان المشمولة بالعينة إلى ٣٥٪. وفي كل مناطق الاختصاص التي أسهمت في عملية مجلس الاستقرار المالي، بلغ نظام الظل العالمي ذروة عند مستوى ٦٢ تريليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٧، وتراجع إلى ٥٩ تريليون دولار أمريكي أثناء الأزمة، وشهد ارتداداً إيجابية ليصل إلى ٦٧ تريليون دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠١١. وكانت حصة نظام الظل المصرفي في مجموع الوساطة المالية في حدود ٢٥٪ في الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١، هبوطاً من نسبة ٢٧٪ في عام ٢٠٠٧.

إلا أن العملية التي قام بها مجلس الاستقرار العالمي، التي تستند إلى مقاييس بشأن مصادر الأموال ووجهاتها، لا تقيس المخاطر التي يفرضها