

## العلاقة بين النظام المصرفي الظل واستقرار معدل النمو الاقتصادي

فؤاد اسماعيل، كمال الحاج عبود \*

قسم الاقتصاد والعلاقات الاقتصادية الدولية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.

\* طالب دراسات عليا (ماجستير اقتصاد).

### الملخص

يعتبر النظام المصرفي الظل شبكة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تقوم بالوساطة الائتمانية بشكل مشابه للنظام المصرفي التقليدي، أي تقوم بتحويلات الاستحقاق والسيولة والائتمان، لكن دون وصول مباشر أو واضح للمصادر العامة للسيولة، ويستند بشكل رئيس إلى تقنيات التوريق واتفاقيات إعادة الشراء. وقد لفت هذا النظام الانتباه إليه خلال الأزمة المالية العالمية 2008 نتيجة دوره الكبير في إحداث الأزمة والنتائج التي أفرزتها. ويملك هذا النظام جملة من المخاطر التي تجعله يشكل تهديداً حقيقياً لاستقرار المالي والاقتصادي. ويتصف هذا النظام بأنه ذو طبيعة متقدمة على الدورة الاقتصادية، وقد تبين خلال البحث أن هذا النظام يملك كافة النتائج الضارة للطبيعة المتقدمة على الدورة الاقتصادية، ما يجعل نمو حجم النشاطات المصرفية الظل ينعكس في تقلبات الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر رئيس عن معدل النمو الاقتصادي.

**الكلمات المفتاحية:** النظام المصرفي الظل، التوريق، اتفاقيات إعادة الشراء، الاستقرار المالي، الاستقرار الاقتصادي، معدل النمو الاقتصادي.

ورد البحث للمجلة بتاريخ 2016/08/30

قبل للنشر بتاريخ 2016/12/06

# The Relationship between Shadow Banking System and Stability of Economic Growth Rate

**Fouad Ismail, Kamal Al Haj Abdo\***

Dept. Economics and International Economics Relations, Faculty of Economics,  
University of Aleppo.

\* Postgraduate Student (MSc.).

## Abstract

Shadow banking system is a network of specialized financial institutions that conduct credit intermediation similar to the traditional banking system, i.e., it conducts maturity, liquidity, and credit transformation, but without direct, or explicit access to public sources of liquidity, and it is based mainly to the securitization and repo techniques. This system has been drawing attention since global financial crisis in 2008 because of its large role in the crisis and outcomes that emerged then, and it has a set of risks that make it a real threat to financial and economic stability. The nature of this system is procyclical, and this research showed that this system has all harmful consequences of procyclicality nature, that making the growth of the size of shadow banking, as a share of total banking activities, reflected in the fluctuations of GDP, as a main indicator of the economic growth rate.

**Keywords:** Shadow Banking System, Securitization, Repurchase Agreements, Financial Stability, Economic Stability, Economic Growth Rate.

Received 30/08/2016

Accepted 06/12/2016

**1. المقدمة:**

لم يحدث الذعر الناجم عن أزمة الرهون العقارية الأميركية فقط في نظام تقليدي من المصارف، بل في نظام مصرفي جديد، ظهر في العقود الأخيرة ويات يعرف بالنظام المصرفي الظل، وترافق نموه مع انخفاض دور المصارف التقليدية في الوساطة الائتمانية، وخلق تحولاً نحو أسلوب وساطة ائتمانية أكثر تعقيداً من الأسلوب التقليدي، ويعتمد بشكل رئيس على تقنيات التوريق واتفاقيات إعادة الشراء. ونتيجة ذلك أصبحت إمكانيات الحصول على التمويل والائتمان للقيام بمختلف النشاطات الاقتصادية، تركز على الأسواق المالية أكثر من المصارف. ورغم أن الائتمان الذي يوفره هذا النظام، يتركز استخدامه في القطاع المالي، إلا أن المخاطر الناتجة عنه تتعكس على الاقتصاد ككل، وبرز ذلك بوضوح خلال أزمة 2008، والنتائج التي أفرزتها على صعيد تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. لذلك يعتبر هذا البحث محاولة لتسليط الضوء على النظام المصرفي الظل، ودراسة المخاطر والآثار الاقتصادية الناجمة عنه، وخصوصاً تلك المتعلقة باستقرار معدلات النمو الاقتصادي.

**2. أهمية البحث:**

يعتبر تحقيق الاستقرار المالي أبرز تحديات السياسات الاقتصادية الساعية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وضمان معدلات نمو مستقرة له. وهذا يؤكد أهمية دراسة اضطرابات القطاع المالي، وخصوصاً في ظل تنامي الابتكارات المالية. والتغيرات الكبيرة التي أحدثتها على صعيد الوساطة الائتمانية وتوفير مصادر التمويل.

**3. أهداف البحث:**

تتركز أهداف البحث في دراسة المخاطر والآثار الاقتصادية الناجمة عن تنامي حجم النشاطات المصرفية الظل، وتحديد تأثير هذه المخاطر في استقرار معدلات النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى تحليل العلاقة بين هذه النشاطات ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، باعتباره مؤشراً رئيساً للنمو الاقتصادي.

**4. مشكلة البحث:**

يمكن التعبير عن مشكلة البحث بالتساؤلات التالية:

- ماهي المخاطر والأثار الاقتصادية التي تتجم عن نمو النشاطات المصرفية  
الظل؟
- ماهي العلاقة بين النشاطات المصرفية الظل ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي،  
كمؤشر عن معدل النمو الاقتصادي؟

## 5. فرضيات البحث:

تتمثل فروض البحث بالتالي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم النشاطات المصرفية الظل،  
واستقرار معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، في ظل عدم وجود فترات إبطاء،  
وذلك عند مستوى دلالة 0.05.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم النشاطات المصرفية الظل،  
واستقرار معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، في ظل وجود فترات إبطاء، وذلك  
عند مستوى دلالة 0.05.

ولاختبار الفرضيات تم التعبير عن النشاطات المصرفية الظل بحجم هذه  
النشاطات نسبةً إلى إجمالي النشاطات المصرفية، وتم استخدام معدل نمو الناتج  
المحلي الإجمالي للتعبير عن النمو الاقتصادي. وقد عبر عن استقرار هذا المعدل  
بالانحراف المعياري وفق طريقة الوسط المتحرك لخمس سنوات، وذلك لسلسلة زمنية  
من عام 1999 لغاية عام 2016\*، وذلك بما يسمح بتغطية الفترة المدروسة التي  
تتوفر فيها بيانات عن النشاطات المصرفية الظل، وذلك من عام 2000 لغاية عام  
2014. وقد تمت الدراسة في عينة مكونة من منطقتين، هما الولايات المتحدة  
الأميركية، ومنطقة اليورو، باعتبارهما مركزاً للنشاطات المصرفية الظل.

## 6. منهجية البحث:

في الجانب النظري: تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال الوقوف

---

\* على اعتبار أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لعام 2016 غير متوفر، لذلك لجأ الباحث إلى تقديره  
بالاستناد إلى معادلة انحدار خطية.

على الأدبيات الاقتصادية، التي تناولت موضوع النظام المصرفي الظل، والآثار الاقتصادية الناجمة عنه. أما في **الجانب العملي**: تم تحليل البيانات المعبرة عن الحالة المدروسة، باستخدام الإحصاءات الوصفية، ومن خلال البرنامج الاحصائي SPSS;V.20، تم اختبار العلاقة بين المؤشرات المعبرة عن متغيرات الدراسة.

#### 7. الدراسات السابقة:

1. VON DER BECKE S., SORNETTE D., 2015- **An Asset-Based Framework Of Credit Creation (Applied To The Financial Crises)**.

جاء هذا البحث بهدف دراسة آليات خلق الائتمان في النظام المصرفي الظل، والمخاطر التي نتجت عن ذلك، تحديداً في فترة الأزمة المالية العالمية. وخلص إلى أن هذا النظام بات يشكل مكوناً رئيساً من مكونات النظام المالي، وأنه يملك جملة من المخاطر، التي جعلته السبب الرئيس في الاضطرابات المالية، التي شهدتها العقود الأخيرة، وخصوصاً خلال فترة الأزمة المالية العالمية.

2. HARUTYUNYAN A., MASSARA A., Et Al., 2015-**Shidding Light on Shadow Banking**. International Monetary Fund.

سعت هذه الدراسة لإيجاد مقياس يعبر عن النشاطات المصرفية الظل، كما سعت لدراسة الآثار المحتملة لنمو هذه النشاطات، وخلصت إلى أن النشاطات المصرفية الظل ذات طبيعة متقدمة على الدورة الاقتصادية.

وتجدر الإشارة إلى أنه تم الاستناد بشكلٍ رئيس إلى الدراسة الثانية وعلى البيانات المقدرّة فيها، وذلك لعدم توفر بيانات رسمية، أو أية بيانات أخرى تقيس حجم النشاطات المصرفية الظل بشكل إجمالي. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن البحث هنا لا يتوقف عند الإشارة لطبيعة التقدم على الدورة الاقتصادية، كما هو حال الدراسة الثانية، فهذه الحالة لها آثار لاحقة، تظهر في استقرار متغيرات الاقتصاد الكلي، وخصوصاً معدل النمو الاقتصادي، وهذا ما سيتم الوقوف عليه خلال هذا البحث.

#### 8. الأعمال المصرفية الظل Shadow Banking:

خضعت الصناعة المصرفية في العقود الأخيرة للعديد من التطورات، ونمت في القطاع المصرفي شبكة واسعة من المصارف المتحررة من القيود، وفي قلبها

المصارف العالمية المتنوعة الكبرى، التي تقوم بكل شيء من الأعمال المصرفية التقليدية إلى الأعمال المصرفية الاستثمارية والتأمين. ولم يدرك المنظمون والسياسيون بشكل تام وجود هذه الشبكة إلى أن تعرضت للانهايار، وقد أصبحت تعرف بالنظام المصرفي الظل. ويعود هذا المصطلح للاقتصادي بول مكالي، الذي يعتبر أن "نظام الظل المصرفي له بؤرة أميركية بصفة متميزة" [1]. وتحت تأثير الانهيار الحاصل، تعالت الأصوات المطالبة بضرورة مراقبة التدفقات المالية خارج النظام المصرفي التقليدي، وذلك بهدف إدراك المخاطر سلفاً. وكان أبرزها دعوة الاقتصادي بول كروغمان لإصلاح النظام المالي عبر "إخراج الأعمال المصرفية لغير المصارف Non-Bank Banking من الظل" [2]. وكذلك الأمر استجاب مجلس الاستقرار المالي لطلب قادة مجموعة العشرين، بتشكيل لجان عمل في نيسان 2011، هدفها وضع توصيات من شأنها تقوية الرقابة والاشراف على هذا النظام [3]. وبحسب مجلس الاستقرار المالي، فالنظام المصرفي الظل هو نظام يؤدي الوظيفة الرئيسة التي تقوم بها المصارف وهي الوساطة الائتمانية، ويشمل الكيانات والنشاطات خارج النظام المصرفي النظامي [4]. وحسب هذا التعريف، يتضمن هذا النظام، شركات المسرة التي تقوم بتمويل أصولها باستخدام اتفاقيات إعادة الشراء، وصناديق الاستثمار في أسواق النقد التي تقوم بتجميع أموال المستثمرين لشراء أوراق تجارية (كسندات دين الشركات)، أو أوراق مالية مضمونة برهن عقاري، بالإضافة للكيانات المالية التي تتبع أوراقاً تجارية وتستخدم حصيلة بيعها لتقديم ائتمان للأسر المعيشية وتسمى شركات تمويل في عدد كبير من البلدان [5]. ويعرف النظام المصرفي الظل أيضاً، بأنه شبكة من المؤسسات المالية المتخصصة، التي تنقل التمويل من المدخرين إلى المقترضين أو المستثمرين، عبر التوريق واتفاقيات إعادة الشراء. وتقوم هذه المؤسسات بتحويلات الائتمان والاستحقاق والسيولة بشكل مشابه للمصارف التقليدية، لكن دون وصول مباشر أو واضح إلى المصادر العامة للسيولة، والوسائل العامة للتأمين كالتي تقوم بها شركات تأمين الودائع الفيدرالية [6]. وحقيقةً فإن وضع تعريف محدد للنظام المصرفي الظل ليس بالأمر السهل، فالنظام المصرفي الظل ليس نظاماً مالياً يختلف بوضوح

عن النظام المصرفي التقليدي، ومنذ نموه كان مرتبطاً بالقواعد الصارمة الخاصة بالنظام التقليدي، ويرتبط كلا النظامين بشبكة واسعة من إقراض السندات وعمليات التوريق، واتفاقيات إعادة الشراء، وأسواق المشتقات. وهذا يجعل هناك صعوبة في عزل مؤسسات النظام المصرفي الظل عن النظام المصرفي التقليدي، وبدلاً من ذلك يجري التركيز دائماً على النشاطات المالية مباشرة، مثل التوريق، واتفاقيات إعادة الشراء، وإقراض السندات، أكثر من التركيز على المؤسسات. وقد تبينت أهمية هذه النشاطات خلال الأزمة المالية العالمية، حيث لفتت مصارف الظل\* العاملة في مجال قروض الرهن العقاري انتباه الكثير من الخبراء إليها للمرة الأولى، بسبب دورها المتنامي في توريق قروض الرهن العقاري. وكانت كل خطوة تقريباً من خطوات التوريق، بدءاً بإنشاء القرض العقاري وانتهاءً ببيع الورقة المالية، خارج الرؤية المباشرة للجهات التنظيمية [7]. وقد قامت المصارف بتلك الخطوات في ظل نقص المعلومات والإفصاح عن قيمة الأصول (أو حتى ماهية الأصول أحياناً)، وانعدام قدرتها على الحصول على دعم رسمي لتوفير السيولة، بما يساعد على الحيولة دون بيع الأصول اضطرارياً بثمن بخس في وقت الأزمة. ونظراً لانعدام شفافية هذه المصارف بصورة شبه كلية، لم يتضح في العديد من الحالات من يدين بماذا أو سيدين فيما بعد لمن؟

حيث وصلت قيمة النشاطات المصرفية الظل الرئيسية، والمتمثلة بالتوريق، واتفاقيات إعادة الشراء، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار في سوق النقد، إلى مستويات غير مسبوقه خلال فترة الأزمة المالية العالمية. وتشير التقارير إلى أن حجم سوق السندات المالية المضمونة بالأصول، والسندات المالية المضمونة بقروض الرهن العقاري، وكذلك التزامات الدين المضمونة، بلغت في أميركا 10 تريليون دولاراً بنهاية عام 2007، وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات [8]. كما أنه ووفقاً لبنك التسويات الدولية فإن أسواق الريبوز تضاعفت في الحجم، ووصلت لقيمة كبيرة جداً في نهاية 2007، لما يقارب 10 تريليون دولاراً في كل من أميركا وأسواق الريبوز

\* تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هناك ما يسمى بالمصارف الظل، لكن استخدم هذا المصطلح في سياق البحث للدلالة على المصارف والمؤسسات التي تقوم بالنشاطات المصرفية الظل.

الأوربية، و 1 تريليون دولاراً في بريطانيا [9]. وأخيراً وفي عام 2008 وصلت صناديق الاستثمار للذروة، حيث بلغت 3.8 تريليون دولاراً في أميركا [10]، أما في منطقة اليورو فقد بلغت ميزانية صناديق الاستثمار حوالي 1.1 تريليون يورو [11].

## 9. الوساطة الائتمانية الظل:

تقوم المصارف بوصفها قناة وساطة ائتمانية بأداء ثلاث وظائف أساسية تعبر عن الوساطة الائتمانية هي **تحويلات آجال الاستحقاق**: وتشير إلى استخدام المصرف الودائع قصيرة الأجل لتمويل قروض ذات أجل أطول. **وتحويلات السيولة**: وتعني استخدام خصوم سائلة (الودائع) لتمويل أصول تكون أقل سيولة (القروض). **وتحويلات الائتمان**: أي نقل مخاطر الائتمان وتوزيعها عبر الإقراض لأكبر قدر ممكن من المقترضين. وحتى يتسنى للمصرف القيام بدوره في الوساطة الائتمانية بما تتطوي عليه هذه العملية من وظائف، وبما تؤدي إليه من خلق للنفود، لابد وأن يتم ذلك في ظل الثقة والأمان، ومن أجل ذلك تم تعزيز الثقة في المصارف من خلال آليات إضافية، تتمثل بنظام تأمين الودائع، ودور المصرف المركزي كمقرض أخير.

لكن عبر الوقت تغيرت الأعمال المصرفية من النموذج التقليدي السابق حيث التركيز فيه على إنشاء القروض والاحتفاظ بها لحين استحقاقها، إلى نموذج جديد يرتكز على إنشاء القروض من أجل توزيعها وتداولها، وذلك بفضل النظام المصرفي الظل، الذي أعاد بناء آلية الوساطة الائتمانية بشكل مشابه من حيث الوظائف، لكن ضمن آلية أكثر تعقيداً، ولم يعد يعتمد إنجاز هذا العمل على قناة وساطة وحيدة هي المصارف، بل أصبح يعتمد على مجموعة من الكيانات والمؤسسات المالية المترابطة فيما بينها عبر الأسواق المالية، أي تتم عملية الوساطة عبر خطوات متعددة أكثر من مجرد حدوثها في ميزانية مصرف أو مؤسسة وحيدة. حيث في النظام المصرفي الظل ينجز التوريق عبر بيع الديون تحويلات الاستحقاق والسيولة، بينما تُنَجَز تحويلات الائتمان عبر التقسيم إلى شرائح والتوزيع للأقسام الجديدة من الديون المضمونة. وفي كل خطوة من الوساطة الظل تصبح النوعية الحقيقية للضمانات الأساسية مشوشة أو محجوبة بشكل أكبر، وبإضافة روابط أكثر لهذه القنوات ستكون هناك قروض أكثر،

والمشتري الأخير يحتفظ بجزء بسيط من أعداد هائلة من القروض [12]. وفيما يلي الجدول رقم 1 الذي يلخص الفروقات الأساسية بين نوعي الوساطة.

الجدول رقم 1: الفروقات الأساسية بين الوساطة التقليدية والوساطة الظل

الخصائص	النظام المصرفي التقليدي	النظام المصرفي الظل
التنظيم	بسيط	معقد
مصدر التمويل	الودائع	أدوات دين متنوعة
العلاقة بين المؤسسات	عبر الميزانية	عبر السندات
المخاطر الرئيسية	مخاطر الائتمان	مخاطر السوق
شكل العوائد	سعر الفائدة	الرسوم

المصدر: من إعداد الباحث.

بالتالي مع بروز النظام المصرفي الظل، أصبح هناك تحولاً في نمط التمويل، من التمويل المبني على المصارف Banks-Based Finance، وفيه تكون قناة الوساطة الرئيسية هي المصارف، وتعتمد وبشكل رئيس على الودائع لتوسع من ميزانيتها وتوسع من نشاطاتها، إلى نمط التمويل المبني على الأسواق Market-Based Finance، الذي يركز على توريق القروض والديون، في سبيل التوسع بالتمويل ومختلف النشاطات والاستثمارات، ما يجعل القدرة هنا على توفير السيولة تفوق بكثير قدرة النظام المصرفي التقليدي، لكن السيولة الناتجة ستستخدم للمضاربة في أسواق المال، أكثر من أن تتجه نحو الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما ينتج أثراً ضاراً على الاقتصاد الكلي.

## 10. الآثار الاقتصادية للأعمال المصرفية الظل:

ساهمت الأعمال المصرفية الظل من خلال تنوع مصادر السيولة بتوفير العديد من البدائل التي تمكن المستثمرين من الاستثمار بأموال أعلى، عبر الحصول على الائتمان الذي يكاد يتجاوز بشكل كامل الأعمال المصرفية التقليدية. وخلال فترة ما قبل الأزمة، كان معظم الاقتصاديين والمهتمين بالقطاع المالي، يميلون لافتراض أن الابتكارات المالية لا يمكن أن تستخدم بكثرة، ما لم ترفع من كفاءة القطاع المالي في أداء وظيفته بنقل المدخرات إلى الاستثمارات في الاقتصاد الحقيقي، والتي ستقود إلى المزيد من الكفاءة والمزيد من النمو. لكن الأزمة غيرت من هذه الفرضية الشائعة،

وأثبتت أنه من الممكن أن تملك تلك التطورات تأثيرات سلبية كبيرة، تؤدي للعديد من الاضطرابات المالية، والتي تنعكس على مستوى الاقتصاد الكلي. فقد أخضعت الوساطة الائتمانية الجديدة الأسواق لمزيد من المخاطر، أبرزها عدم التقدير الجيد للخطر المرتبط بالسندات المورقة، وضعف تقدير حجم الترابطات بين قنوات الوساطة. وساهم التوريق بتركيز هذه المخاطر في قطاع واحد، وتراكمها تحت مظاهر تخفيها، مما أدى إلى انهيار شامل وكارثي. وهذا ما حصل في أزمة الرهون العقارية، حيث كانت غالبية تلك المخاطر تتركز في المؤسسات ذات الغرض الخاص عبر تحملها العديد من المخاطر، وقيامها بتحويلات الاستحقاق والائتمان، والمشكلة في هذه الكيانات أنها غير مجهزة كالمصارف لتحصل على دعم السيولة والائتمان [13]. وفي هذا السياق تحفظ الاقتصادي الأمريكي هيمان منسكي على التوسع في المنتجات المالية، من غير أن تخضع للمراقبة والفحص الدقيقين، وخصوصاً عمليات التوريق، التي تشجع على التساهل في عملية منح الائتمان، إلى حد إغراق الاقتصاد به، واعتبر أن "الرغبة لمزيد من النقدية أكثر من المتاح من مصادرها التقليدية يبذر بذور الأزمات المالية القادمة" [14]. كذلك الأمر تؤدي الوساطة الائتمانية الجديدة إلى اعتماد المصارف والمؤسسات المالية بشكل كبير على الديون، أي تجعل الرافعة المالية لديها عند مستويات عالية جداً، وهذا يساهم بازدهار وانكماش أسعار الأصول فيما يعرف بفقاعات الأصول. وأبرز ما يميز مثل هذه المصارف والمؤسسات، هو خضوعها لتقلبات أسعار الأصول الناتجة عما يسمى بدورات الرفع المالي Leverage Cycle، والميزة الرئيسية لهذه الدورات هي ارتفاع أسعار الأصول بالتوازي مع ارتفاع الديون، متبوعاً بهبوط الأسعار أثناء التخفيض من الديون. وأبرز المخاطر المصاحبة للرافعة هي سرعة انخفاض معدلات الرفع، الناتجة عن محاولة التخلص من الديون في حالة الانكماش، ما يجعل هناك صعوبة في إيقاف انهيار الأسعار، وهذا يقود إلى تبخر السيولة وصدمة ائتمان، مما يضعف الاستقرار المالي [15]. وعلاوة على ما سبق، فالتحول الذي أحدثته الوساطة الائتمانية الجديدة في نمط التمويل، كان يفترض أنه سيعجل النمو الاقتصادي، عبر إنعاش الادخار المحلي ونوعية وكمية

الاستثمارات، مما يشجع النمو الاقتصادي. لكن الواقع أثبت العكس، فالدخول المتولدة من الأصول المالية لم تستخدم في القطاع الحقيقي، بل أعيد استثمارها وتم الاحتفاظ بها ضمن القطاع المالي بشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي، وكانت أسعار هذه الأصول تزداد دون أي واقعية اقتصادية. وقد قُدرت الأصول المالية العالمية في فترة الأزمة على أنها وصلت لأربعة أمثال الناتج المحلي الإجمالي العالمي، أي تجاوزت الأصول المالية حدود تحمل الاقتصاد الحقيقي، وقد يكون عدم التناسب هذا أحد أسباب الأزمة. وهذا ما دفع الكثيرين للاعتقاد أن هذه النشاطات لن تكون سوى مسرعاً عابراً للنمو المالي لقطاع ما أو لشركة ما، والتي لن تترجم إلى كسب في الإنتاجية الحقيقية [16]. وكنتيجة لما سبق توالت الاضطرابات المالية وصولاً لأزمة 2008 التي دفعت بالنظام المالي العالمي إلى حافة الانهيار، وسرعان ما انعكس ذلك على الاقتصاد الحقيقي، وتجلّى ذلك بتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي، التي جعلت صندوق النقد الدولي وقتئذٍ يعيد من تقديراته للنمو لكل من عامي 2008 و2009، واعتبر أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت مدتها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي. وهذا ما دفع بالعديد من الاقتصاديين لاعتبار أزمة 2008 أنها أزمة ذعر مصرفي حدث في النظام المصرفي الظل. وكان أبرزهم بول كروغمان الذي قارن بين ظاهرة التدافع على المصارف في أزمة الكساد الكبير، والتدافع على المصارف في أزمة 2008 وأكد أنه: "ليس من المفترض أن تكون الأزمة الحالية بحد ذاتها هي بسوء أزمة الكساد الكبير، لكن خلال ذلك الوقت سحب الناس أموالهم من حساباتهم في المصارف ليضعوها في الفراش، بينما في الوقت الحالي سحب الناس أموالهم من المصارف الظل ليجولوها الى سندات خزينة" [17].

### 11. العلاقة بين الأعمال المصرفية الظل ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:

تشير العديد من الدراسات إلى أن النشاطات المصرفية الظل ذات طبيعة متقدمة على الدورة الاقتصادية، بحيث تميل للتوسع في حالات الازدهار، التي تتصف بارتفاع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. لكن ما هي الآثار الناتجة عن ذلك؟ وتحديداً كيف تنعكس هذه الطبيعة في استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية في الفترات

اللاحقة؟ وهنا يهتم البحث تحديداً باستقرار معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، باعتباره مؤشراً عن النمو الاقتصادي. وللإجابة على هذه التساؤلات سيتم بدايةً توصيف طبيعة التقدم على الدورة الاقتصادية، والنتائج التي تجعل هذه الحالة مخلة بالاستقرار، وذلك بالتطبيق على النشاطات المصرفية الظل. وفيما بعد تجري دراسة علاقة الارتباط بين المؤشر المعبر عن النشاطات المصرفية الظل، وتقلب معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

### 1.11. الطبيعة المتقدمة على الدورة الاقتصادية للنشاطات المصرفية الظل:

تشير طبيعة التقدم على الدورة الاقتصادية، إلى اتجاه المتغيرات المالية للتقلب حول الاتجاه خلال الدورات الاقتصادية، وأي زيادة بسيطة فيها تُحدث أثراً عميقة، تجعل أسعار الأصول ومختلف المتغيرات المالية تأخذ أشكالاً غير منتظمة من التقلبات، وينعكس أثر هذه التقلبات على استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية [18]. وتنتج الطبيعة المتقدمة على الدورة الاقتصادية للنشاطات المصرفية الظل بشكل رئيس، من النتائج التي تؤدي إليها على صعيد زيادة مستويات الرفاهية المالية. حيث تسمح الرفاهية المالية العالية لميزانية المؤسسات المصرفية والمالية بأن تتوسع وتتكمش مع الدورة الاقتصادية، وفي حالة الازدهار، وعدم وجود صعوبات في الإقراض، ووجود وفر في السيولة، يصبح هناك اتجاه لدى المتاجرين والسماسرة للمساهمة بمزيدٍ من تحويلات الاستحقاق عبر زيادة مستويات الرفع المالي، وتحت تأثير الأرباح المتوقعة تبرز عوامل أخرى مشجعة على هذا السلوك مثل الشهية للمخاطر وسلوك القطيع. وبحسب هيتمان منسكي فإن هذا الوضع يدفع باتجاه المزيد من الابتكارات المالية التي تسمح بالمزيد من الديون (عبر التوريق على سبيل المثال). وقد تعتبر طبيعة التقدم على الدورة الاقتصادية مفيدة للاقتصاد الحقيقي على المدى الطويل، عبر ما يعرف بالهدم الخلاق، لكن تنتج الآثار الضارة عندما تسمح هذه الطبيعة ببناء نتيجتين أساسيتين هما [19]:

1. نمو مالي غير متوازن مع نمو الاقتصاد الحقيقي، وبحيث يخلق الاختلال الفجائي للتوازن المالي عراقيلاً كبيرة على مستوى النمو الاقتصادي.

2. انحراف أسعار الأصول عن الاتجاه، والتي تخلق تشوهات في تخصيص الموارد. ويهتم هذا البحث تحديداً بالنتيجة الأولى، لكن يمكن الإشارة سريعاً إلى النتيجة الثانية، والتي بدت بوضوح خلال الأزمة. حيث بحسب إحصاءات البنك الدولي فإن متوسط الأرقام القياسية لأسعار المنازل في أميركا، خلال الفترة من عام 2001 إلى عام 2007 وصل إلى 126.34، وأعظم قيمة كانت عامي 2005-2006 إذ وصل الرقم القياسي وقتئذٍ إلى 145.73 و148.8 على التوالي [20]. وعبر توريق قروض الرهن العقاري، ساهمت النشاطات المصرفية الظل بشكل فعال في هذا التضخم، ونتيجة الأرباح المتحصلة، اتجهت السيولة التي توفرها هذه النشاطات للمضاربة في أسواق المال، بدلاً من توجيهها نحو الاقتصاد الحقيقي المنتج. ويمكن بالمقارنة بين معدلات نمو النشاطات المصرفية الظل، ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، توضيح دور هذه النشاطات بإحداث النتيجة الأولى. ومن أجل ذلك تم تقسيم الفترة المدروسة إلى فترتين قبل وبعد الأزمة المالية العالمية. ويوضح الجدول رقم 2 ذلك، ويعرض متوسط معدلات نمو الأعمال المصرفية الظل والتقليدية، مقارنةً بمعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. ويبين الجدول أنه خلال فترة ما قبل الأزمة من 2001 لغاية 2007 كان متوسط معدل نمو النشاطات المصرفية الظل في أميركا، يفوق كثيراً متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي. حيث بلغ متوسط معدل نمو النشاطات المصرفية الظل 9.14%، وهذا يعادل تقريباً أربعة أضعاف متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، الذي بلغ خلال نفس الفترة 2.45%. وفي بعض السنوات تجاوز عدم التوازن هذا الأربعة أضعاف. فكما يتبين من الجدول أدناه والجدول رقم 1 في الملحق، فقد وصل معدل نمو النشاطات المصرفية الظل لأعلى قيمة له عام 2006 وبلغ 14.73% أي أكثر من خمسة أضعاف معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، البالغ في نفس العام 2.67%. أما في عام 2007 قبل وقوع الأزمة كان معدل نمو النشاطات المصرفية الظل (12.99%) يفوق معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (1.78%) بسبعة أضعاف.

الجدول رقم 2: متوسط معدلات نمو الأعمال المصرفية والنتائج المحلي الإجمالي قبل وبعد الأزمة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو (الأرقام مقدره بالنسب السنوية)

		2001-2007			2008-2014		
		Mean	Min	Max	Mean	Min	Max
USA	NONCOR%	9.14	3.67	14.73	2.96-	10.45-	2.55
	COR%	9.10	6.52	11.79	5.43	1.35	9.51
	GDP%	2.45	0.98	3.79	1.03	2.78-	2.53
Euro	NONCOR%	17.32	0.90	25.97	3.43-	7.40-	4.89
	COR%	15.32	7.39-	25.63	2.79	4.56-	7.42
	GDP%	2.03	0.73	3.25	0.10-	4.54-	2.07

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد لبيانات الدراسة في الجدول 1 و 2 في الملحق.

وفي الفترة من الأزمة المالية وما بعد، شهدت النشاطات المصرفية الظل انهياراً حاداً ووصلت لأدنى قيمة لها عام 2009، إذ بلغ معدل نمو هذه النشاطات قيمة سلبية مقدارها -10.45%، وفي هذا العام أيضاً شهد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أدنى قيمة له خلال الفترة المدروسة، وقدر بقيمة سلبية مقدارها -2.78%. وبالانتقال لمنطقة اليورو فالوضع لم يختلف كثيراً، إذ يبين الجدول السابق والجدول رقم 2 في الملحق، أن متوسط معدل نمو النشاطات المصرفية الظل في الفترة قبل الأزمة كان 17.32%، أي ما يفوق ثمانية أضعاف متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي بلغ 2.03%. وفي عامي 2002-2003 كان معدل نمو هذه النشاطات 20.01% و 25.97% على التوالي وهذا يعادل تقريباً 19 و 35 مرة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، البالغ في هاتين السنتين 1.02% و 0.73% على التوالي، وقبل الأزمة تحديداً كان نمو هذه النشاطات يفوق نمو الناتج المحلي الإجمالي بسبعة أضعاف. وهذا النمو الهائل للأعمال المصرفية الظل شهد انهياراً حاداً خلال الفترة ما بعد الأزمة ووصل في عام 2010 لأدنى قيمة له وكان سالباً وبلغ ب -7.40%، وخلال هذه الفترة شهدت منطقة اليورو عدة سنوات من النمو السليبي للناتج المحلي الإجمالي، وأدنى قيمة كانت عام 2009 وبلغ وقتها قيمة سلبية مقدارها -4.54%. وما تجدر ملاحظته هنا أن النمو الحاصل في النشاطات المصرفية الظل في الفترة ما قبل الأزمة، كان مترافقاً أيضاً مع نمو النشاطات

المصرفية التقليدية وبمعدلات مرتفعة جداً مقارنةً مع نمو الناتج المحلي الإجمالي. وهذا يؤكد أن هناك عدم توازن ما بين نمو القطاع المالي من جهة، ونمو الاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى. والانهيار الحاد الحاصل في النشاطات المصرفية انعكس في تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في فترة ما بعد الأزمة.

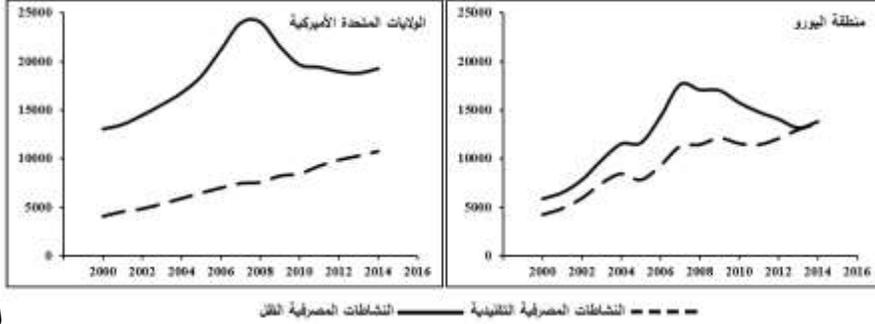
### 2.11. النمو غير المستقر للأعمال المصرفية الظل:

يبين الشكل رقم 1 تطور حجم الأعمال المصرفية الظل والتقليدية مقدره بمليارات الدولارات، ويوضح أن حجم النشاطات الظل تجاوز بشكل كبير حجم الأعمال المصرفية التقليدية. فقد شهدت الأعمال المصرفية الظل وتيرة متصاعدة من النمو اعتباراً من بداية الفترة المدروسة عام 2000 ووصلت لذروتها في فترة الأزمة المالية العالمية. حيث قدرت في أميركا خلال عامي 2007-2008 بأعظم قيمة لها وهي 23909.5 و 24014.2 مليار دولاراً على التوالي. وهذا يشكل ما نسبته 76.2% و 76.04% على التوالي من إجمالي الأعمال المصرفية (الظل والتقليدية).

أما في منطقة اليورو فكان حجم النشاطات الظل أقل من أميركا، ولكن أيضاً هذه النشاطات بلغت ذروتها عامي 2007-2008 ووصلت لما قيمته 17668.3 و 17099.7 مليار دولاراً على التوالي، أي ما نسبته 61.04% و 59.89% على التوالي من إجمالي الأعمال المصرفية. ورغم تراجع حجم هذه النشاطات في كلا المنطقتين بعد الأزمة، إلا أنها بقيت أكبر من حجم الأعمال المصرفية التقليدية.

ويوضح الشكل أيضاً أن النشاطات المصرفية التقليدية، لم تشهد ما بعد الأزمة انهياراً حاداً كالانهيار الحاصل في النشاطات المصرفية الظل، وهذا يشير إلى طبيعة النمو غير المستقر للنشاطات المصرفية الظل. ويتوضح ذلك بالجدول رقم 3 الذي يبين متوسط معدلات النمو والانحراف المعياري للنشاطات المصرفية التقليدية COR والظل NONCOR خلال الفترة المدروسة. ويبين الجدول أن الانحراف المعياري لمعدلات نمو النشاطات المصرفية الظل، بلغ في أميركا أكثر من ضعفي الانحراف المعياري للنشاطات المصرفية التقليدية، أما في منطقة اليورو فكان تقلب

النشاطات الظل مقارنة بتقلب النشاطات المصرفية التقليدية أقل وضوحاً، ومع ذلك كان الانحراف المعياري لهذه النشاطات يفوق الانحراف المعياري للنشاطات التقليدية.



ال

شكل رقم 1: تطور الأعمال المصرفية التقليدية والظل في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد لبيانات الدراسة في الجدول 1 و 2 في الملحق.

الجدول رقم 3: الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمعدلات نمو النشاطات المصرفية الظل والتقليدية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو (الأرقام مقدره بالنسب المئوية)

		Mean	Std. Deviation
USA	NONCOR	3.13311	7.837111
	COR	7.46518	3.174333
Euro	NONCOR	7.14787	13.106698
	COR	9.37762	10.615738

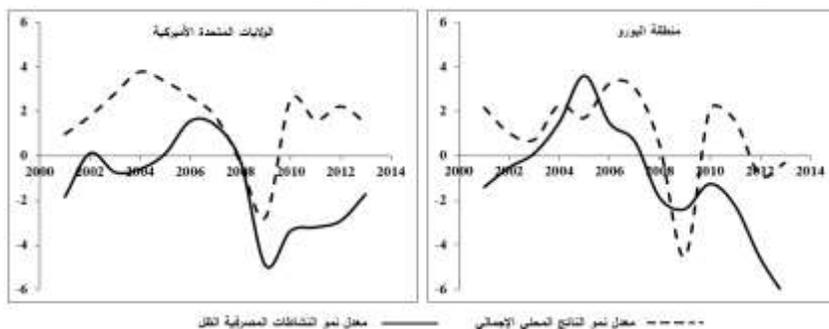
المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد لبيانات الدراسة في الجدول 1 و 2 في الملحق.

بالتالي فإن حالة الازدهار التي مرت بها الاقتصادات قبل الأزمة، غدت الاتجاه نحو نمو النشاطات المصرفية الظل بشكل كبير، والتي وفرت سيولةً سمحت بتحقيق بعض التوسع في الاقتصاد الحقيقي (تمويل مشروعات جديدة، كبناء منازل على سبيل المثال)، لكن النمو في هذه النشاطات وصل لمراحل فاق قدرة الاقتصاد على استيعابه، واتجهت السيولة الناتجة إلى المضاربة على أسعار الأصول (فقاعة أسعار المنازل)، وظهرت حالة من عدم التناسب بين نمو الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. لكن لا بد أن يصل عدم التناسب الحاصل إلى النهاية، ولا بد أن يختل الاستقرار المالي (الهش أصلاً بسبب هذه النشاطات)، مما يؤثر في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. وعليه فالنمو غير المستقر لمثل هذه النشاطات، يؤشر لعدم الاستقرار في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.

## 3.11. اختبار الفرضيات:

تبين مما سبق أن انهيار النشاطات المصرفية الظل، في فترة الأزمة المالية العالمية انعكس في تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الفترة ما بعد الأزمة، وبأخذ المؤشر المعبر عن الحالة المدروسة، وهو نسبة النشاطات المصرفية الظل إلى إجمالي حجم النشاطات المصرفية، ومقارنته مع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، يمكن التأكيد على مثل هذه العلاقة، والتي يوضحها الشكل رقم 2.

ويتبين أنه في أميركا وخلال عامي 2004-2005 حيث شهد الناتج المحلي الإجمالي نمواً مرتفعاً، وبلغ 3.79% و3.35%، استفادت النشاطات المصرفية من حالة الازدهار هذه، وشهد المؤشر المعبر عن الأعمال المصرفية الظل نمواً كبيراً، ووصل للذروة عامي 2006-2007 وتجاوز 1.5%، وخلال هذه الفترات لم يتوقف معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن الانحدار، وصولاً للذروة في عام 2009، حيث سجل معدلاً سالباً بنحو -2.78%، وهذا الانهيار كان متزامناً مع الانهيار الحاصل في مؤشر الأعمال المصرفية الظل الذي بلغ -4.91%.



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد لبيانات الدراسة في الجدول 1 و 2 في الملحق.

الشكل رقم 2: معدل نمو النشاطات المصرفية الظل كنسبة من إجمالي النشاطات المصرفية ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو

أما في منطقة اليورو، فقد شهد مؤشر الأعمال المصرفية الظل معدلات نمو عالية وخصوصاً في عام 2005 ووصل لـ 3.6%، وبعدها لم يتوقف هذا المؤشر عن التراجع، حيث وصل عام 2009 لمستوى -2.4% وفي عام 2013 قدر بـ -

6.34%. بالمقابل فإن النمو الهائل في هذا المؤشر تبعه انهياراً في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بدءاً من العام 2007 وصولاً لعام 2009 حيث بلغ أدنى قيمة له وكانت سلبية بنحو -4.54%. ولاختبار العلاقة بين تطور النشاطات المصرفية الظل كنسبة من إجمالي النشاطات المصرفية (NONCOR RATIO) وتقلبات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مقاساً بالانحراف المعياري لهذا المعدل (STD.GDP). وباستخدام البرنامج الإحصائي SPSS;V.20 وعبر تحليل الارتباط من خلال معامل الارتباط بيرسون ظهرت النتائج الموضحة في الجدول رقم 3.

الجدول رقم 3: معامل ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة ومستوى المعنوية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو

Y=STD.GDP	X=NONCOR Ratio	T=2002	X <sub>T</sub>	X <sub>T-1</sub>	X <sub>T-2</sub>
Y <sub>T</sub>	USA	R	0.506	0.609	0.625
		Sig.(2-Tailed)	0.078	0.027	0.022
	EURO	R	0.429	0.627	0.832
		Sig.(2-Tailed)	0.143	0.022	0.000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي لبيانات العينة المختارة.

يتبين من الجدول أنه لا يمكن رفض الفرضية الأولى، التي تقول بعدم وجود علاقة بين نمو الأعمال المصرفية الظل، وتقلبات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، في ظل عدم وجود فترات إبطاء، إذ لا يوجد ارتباط معنوي في كل من أميركا ومنطقة اليورو، وتجاوزت قيمة Sig في كلا المنطقتين مستوى الدلالة 0.05. بمعنى لا يظهر أثر لنمو النشاطات المصرفية الظل في تقلبات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها.

وبالنسبة للفرضية الثانية، التي تأخذ بعين الاعتبار وجود فترات إبطاء، فلا يمكن قبول هذه الفرضية. حيث في الولايات المتحدة يوجد ارتباط معنوي بين حجم النشاطات المصرفية الظل كنسبة من إجمالي الأعمال المصرفية وتقلبات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ظل وجود فترة إبطاء لسنة واحدة، وبلغ الارتباط 0.609 وهو ارتباط جيد ومعنوي، حيث كانت قيمة Sig أقل من 0.05. وكذلك الأمر في ظل وجود فترة إبطاء سنتين حيث يوجد ارتباط جيد ومعنوي مقداره 0.625 وقيمة Sig

أيضاً أقل من 0.05. أما في منطقة اليورو فكان الارتباط في ظل وجود فترة إبطاء سنة واحدة جيداً ومعنوياً حيث بلغ 0.627 وكانت قيمة Sig أقل من 0.05، وفي حال وجود فترة إبطاء سنتين يكون الارتباط جيد جداً أو قوي وبلغ 0.832 وهو معنوي حيث قيمة Sig أقل من 0.05.

## 12. النتائج:

تم خلال هذا البحث عرض مفهوم النظام المصرفي الظل وأثاره الاقتصادية. وقد تبين أنه يملك العديد من المخاطر التي تجعله يشكل تهديداً للاستقرار المالي والاقتصادي؟ وقد اختبرت العلاقة بين نمو النشاطات المصرفية الظل ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مرحلتين، في المرحلة الأولى تم مقارنة حجم النشاطات المصرفية الظل مع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، وتبين أن النمو الإيجابي في الفترة ما قبل الأزمة ساهم بتغذية التوقعات المتفائلة، مما أدى لنمو النشاطات المصرفية الظل لمستويات غير مسبوقة، وهذا يؤكد على الطبيعة المتقدمة على الدورة الاقتصادية لمثل هذه النشاطات، ويتوافق هذا مع ما أشارت إليه الدراسة الثانية من الدراسات السابقة. لكن هذه الحالة لا تتوقف عند هذا المستوى بل تحمل تبعات أخرى، تتمثل بالنمو غير المتناسب بين القطاع المالي من جهة والاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى، الأمر الذي يخلق تشوهات على مستوى تخصيص الموارد، فبدلاً من توجيه السيولة التي توفرها هذه النشاطات نحو الاقتصاد الحقيقي المنتج، يتم تحت تأثير الأرباح قصيرة الأجل الاحتفاظ بها واستثمارها ضمن القطاع المالي، لينمو أكثر وأكثر، لكن هذا النمو يختل فجأة ويسبب عراقيل كبيرة على مستوى نمو الناتج المحلي الإجمالي. وفي المرحلة الثانية تم اختبار العلاقة بين حجم النشاطات المصرفية الظل كنسبة من إجمالي الأعمال المصرفية، وتقلبات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مقاساً بالانحراف المعياري لهذا المعدل. وقد تبين أن نمو مؤشر الأعمال المصرفية الظل، سينعكس في شكل تقلبات في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وذلك خلال سنتين على أبعد تقدير (أي تحرف هذه النشاطات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عن الاتجاه العام له). وهذا النتائج تبين في كل من الولايات المتحدة الأمريكية

ومنطقة اليورو. ورغم أن البيانات المستخدمة قد لا تعتبر كافية لمثل هذه الدراسات، وتحتاج لسلسلة زمنية أطول للوقوف بشكل أكثر دقة على طبيعة العلاقة بين النشاطات المصرفية الظل، ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. إلا أنها أعطت مؤشراً عن الطبيعة المتقدمة على الدورة الاقتصادية للنشاطات المصرفية الظل، وانعكاس هذه الطبيعة في استقرار معدلات النمو الاقتصادي.

### 13. التوصيات:

بفضل الابتكارات المالية تزايدت الأهمية النسبية للقطاع المالي في الاقتصاد، ونمت في هذا القطاع مجموعة من المؤسسات المالية البعيدة عن التنظيم، وباتت النشاطات التي تقوم بها تحتل الجزء الأكبر من النشاطات الدائرة في القطاع المالي. بالتالي فإن أي سياسة اقتصادية تسعى لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وكذلك ضمان معدلات نمو اقتصادي مستقرة يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تطورات القطاع المالي، وخلاف ذلك فهي تهمل في الواقع دور نشاطات القطاع المالي وخصوصاً تلك الموصوفة بالظل، والآثار السلبية التي قد تتجم عنها على صعيد الاضطرابات والأزمات المالية. وهذا يدل على أن ضمان استقرار القطاع المالي وإخضاع نشاطاته للرقابة والتنظيم بات يشكل الأولوية لضمان استقرار الاقتصاد واستقرار معدلات نموه.

### ملحق بيانات الدراسة

الجدول رقم 1: بيانات الدراسة الخاصة بأميركا (الأرقام مقدره بمليارات الدولارات وبالنسب المئوية)

GDP %	NONCOR RATIO %	NONCOR RATIO	COR %	NONCOR %	COR	NONCOR	YEARS
4.09	...	76.20	...	...	4062.44	13010.20	2000
0.98	-1.83	74.81	11.79	3.67	4541.50	13488.00	2001
1.79	0.12	74.90	6.52	7.04	4837.80	14438.20	2002
2.81	-0.73	74.36	10.64	7.50	5352.60	15520.40	2003
3.79	-0.58	73.92	10.28	7.81	5903.00	16732.70	2004
3.35	0.11	74.00	9.78	10.23	6480.30	18444.60	2005
2.67	1.57	75.16	7.91	14.73	6993.10	21161.00	2006
1.78	1.39	76.20	6.76	12.99	7465.80	23909.50	2007
-0.29	-0.21	76.04	1.35	0.44	7566.30	24014.20	2008
-2.78	-4.91	72.31	8.86	-10.45	8236.70	21505.90	2009

2.53	-3.36	69.87	2.70	-8.77	8458.70	19619.90	2010
1.60	-3.20	67.64	9.51	-1.31	9263.00	19362.20	2011
2.22	-2.91	65.67	6.69	-2.35	9882.60	18907.50	2012
1.49	-1.72	64.54	4.25	-0.80	10303.10	18756.00	2013
2.43	-0.72	64.08	4.65	2.55	10782.16	19233.80	2014

الجدول رقم 2: بيانات الدراسة الخاصة بمنطقة اليورو (الأرقام مقدره بمليارات الدولارات وبالنسب المئوية)

GDP %	NONCOR RATIO %	NONCOR RATIO	COR %	NONCOR %	COR	NONCOR	YEARS
3.87	...	57.86	...	...	4282.34	5879.00	2000
2.16	-1.40	57.05	14.70	10.97	4912.00	6523.90	2001
1.02	-0.52	56.75	21.46	20.01	5966.20	7829.20	2002
0.73	0.12	56.82	25.63	25.97	7495.10	9862.80	2003
2.29	1.52	57.68	13.01	17.06	8470.40	11545.50	2004
1.70	3.60	59.76	-7.39	0.90	7844.70	11649.40	2005
3.25	1.47	60.64	18.80	23.24	9319.70	14357.30	2006
3.06	0.66	61.04	21.02	23.06	11278.90	17668.30	2007
0.48	-1.88	59.89	1.55	-3.22	11454.00	17099.70	2008
-4.54	-2.39	58.45	5.72	-0.37	12109.20	17036.80	2009
2.07	-1.26	57.72	-4.56	-7.40	11557.50	15775.80	2010
1.60	-2.23	56.43	-1.01	-6.07	11440.70	14817.90	2011
-0.88	-4.58	53.85	5.54	-4.93	12074.10	14088.00	2012
-0.32	-6.34	50.44	7.42	-6.31	12970.60	13198.80	2013
0.90	0.01	50.44	4.85	4.89	13600.26	13843.70	2014

### المراجع

1. كودريس لورا، 2013- ما هو نظام الظل المصرفي. صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، ص 42-43.
2. KONNO S., TERAMOTO A., MERA Y., **Compiling statistics of shadow banking**. IFC Bulletin No 36, P76.
3. GRUNG MOE TH., 2014- **Shadow Banking: Policy Challenges for Central Banks**. Working Paper No.802, Levy Economics Institute of Bard College, USA, P2-10.
4. BAKK-SIMON K., BORGIOI S., GIRÓN C., et al., 2012- **Shadow Banking In the Euro Area an Overview**. Occasional Paper Series NO 133, European Central Bank (ECB), P7-8.

5. كودريس لورا، ما هو نظام الظل المصرفي. مرجع سابق، ص42-43.
6. ADRIAN T., B. ASHCRAFT A., 2012-**Shadow Banking: A Review of the Literature**. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No.580, US, P2.
7. كودريس لورا، ما هو نظام الظل المصرفي. مرجع سابق، ص42-43.
8. العقون نادية، 2013-العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية". أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، ص167.
9. GORTON G., METRICK A., 2010- **Regulating the Shadow Banking System**. Brookings Papers on Economic Activity, P278.
10. IBID. P269.
11. BAKK-SIMON K., BORGIOLI S., GIRÓN C., et al., **Shadow Banking In the Euro Area an Overview**. op.cit. P15.
12. LUTTRELL D., ROSENBLUM H., THIES J., 2012- **Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned**. Staff Papers, Federal Reserve Bank of Dallas, USA, P9.
13. STOOP M., 2010-**Credit creation and its Contribution to Financial Crises**. Master Thesis, Swiss Federal Institute of Technology Zurich, P79.
14. GRUNG MOE TH., **Shadow Banking: Policy Challenges for Central Banks**. op.cit. P6.
15. AVGOULEAS E., CULLEN J., 2014-**Excessive Leverage and Bankers' Pay: Governance and Financial Stability Costs of a Symbiotic Relationship**. Columbia Journal of European Law, P15-16.
16. SORNETTE D., CAUWELS P., 2014- **1980-2008: The Illusion of the Perpetual Money Machine and What It Bodes For the Future**. Switzerland, P106.
17. STOOP M., **Credit creation and its Contribution to Financial Crises**. op.cit. P90.
18. LANDAU J-P., 2009- **Procyclicality – What It Means and What Could Be Done**. BIS Review94, P1.
19. IBID. P3.

20. البنك الدولي [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)