

OPEN ACCESS

Submitted: 2 December 2017
Accepted: 29 November 2018

مقالة بحثية

نظرة داروينية لتطور التشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية

فهد علي الزميع

أستاذ القانون التجاري، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الكويت

falzumai@gmail.com

ملخص

يتناول هذا البحث تطوّر التشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية، والعلاقة التبادلية بين تطوّر التشريعات التجارية، والأزمات المالية والاقتصادية. ينقسم البحث إلى أربعة مباحث، حيث يتناول المبحث الأول التطوّر التاريخي للتشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية - وبشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية - وذلك منذ بدايات القرن العشرين. ومن ثمّ ينتقل البحث إلى دراسة تداعيات الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي في عام 2008 - وبشكل خاص التدخلات التشريعية ذات الطابع الاقتصادي. ويتناول المبحث الثالث التدخل التشريعي في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة الأزمة المالية لعام 2008، حيث أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية قانون إصلاح متكامل للقطاع المالي، والذي يعدّ أحد أهم التشريعات في الوقت المعاصر. كما يتناول هذا المبحث أهم الأهداف التشريعية لقانون الإصلاح المالي، ومن ثمّ تنتقل إلى ما يعرف بمبدأ فولكر. وفي ختام المبحث يستعرض البحث الإطار القانوني لحماية المبلغين. ويتناول المبحث الرابع الإطار القانوني للشركات التي تمثّل خطرًا نمطيًا وذلك لما لهذه الشركات من أثر عظيم في استقرار، أو زعزعة استقرار اقتصاديات الدول.

الكلمات المفتاحية: القانون التجاري، الأزمة المالية، تطوّر القوانين التجارية، قانون الإصلاح المالي، مبدأ

فولكر، حماية المبلغين، الشركات ذات الخطر النمطي

للاقتباس: الزميع ف.، «نظرة داروينية لتطور التشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية»، المجلة الدولية للقانون، المجلد 2018، العدد 3&2

© 2019، الزميع، الجهة المرخص لها: دار نشر جامعة قطر. تم نشر هذه المقالة البحثية بواسطة الوصول الحر ووفقاً لشروط Creative Commons Attribution license CC BY 4.0. هذه الرخصة تتيح حرية إعادة التوزيع، التعديل، التغيير، والاشتقاق من العمل، سواء أكان لأغراض تجارية أو غير تجارية، طالما ينسب العمل الأصلي للمؤلفين.

Research Article

A Darwinian Perspective on the Evolution of Commercial Laws in Financial Crisis

Fahad Ali Al-Zumai

Professor of Business Law, Department of Private Law, Faculty of Law, Kuwait University
falzumai@gmail.com

Abstract

This research studies the evolution of commercial laws during financial crises and the reciprocal relationship between the development of commercial laws and financial and economic crises. The paper is divided into four sections. The first section offers an overview of the historical development of commercial laws in light of various financial crises, especially in the United States of America, since the beginning of the 20th century. The second section addresses the impact of the financial crisis that hits the world economy in 2008. It also looks at the legislative interventions of an economic nature. The third section deals with the legislative interventions in the United States of America, as a result of the financial crisis of 2008. It highlights the reforms that took place in the financial sector resulted in the introduction of one of the most current important legislation. This section also addresses the most important legislative objectives of the law of financial reform and then moves to the so-called "Volcker Rule". Finally, this section reviews the legal framework of "Whistleblower Protection Policy", and deals with the legal framework of systematic risk companies "Too Big to Fail".

Keywords: Commercial law; Financial law; Financial crisis; Evolution of commercial laws; Dodd-Frank Wall Street Reform; Volcker Rule; Whistleblower Protection Policy; Systematic risk companies

للاقتباس: الزميع ف.، «نظرة داروينية لتطور التشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية»، المجلة الدولية للقانون، المجلد 2018، العدد 3&2

© 2019، الزميع، الجهة المرخص لها: دار نشر جامعة قطر. تم نشر هذه المقالة البحثية بواسطة الوصول الحر ووفقاً لشروط Creative Commons Attribution license CC BY 4.0. هذه الرخصة تتيح حرية إعادة التوزيع، التعديل، التغيير، والاشتقاق من العمل، سواء أكان لأغراض تجارية أو غير تجارية، طالما ينسب العمل الأصلي للمؤلفين.

مقدمة

تعتبر الأزمة المالية العالمية، التي بدأت في عام 2008 أكبر أزمة ضربت الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد العظيم، التي اندلعت في عشرينيات وثلاثينيات القرن الماضي¹، فقد كلفت أزمة عام 2008 القطاع البنكي أكثر من 4 تريليونات دولار أمريكي²، وترتب عليها بطالة أكثر من 50 مليون شخص على مستوى العالم³، ووفقاً لتقديرات مؤسسة ماكينزي (McKinsey) فإن الخسائر الناتجة عن انخفاض أسعار الأصول بسبب أزمة عام 2008 قدرت بنحو 27 تريليون دولار أمريكي⁴.

وأدت تداعيات هذه الأزمة إلى إعادة النظر في الفلسفة التشريعية التجارية القائمة على مبدأ الحرية الاقتصادية، والحد من تدخل الدولة في تنظيم الأسواق، حيث اتجهت العديد من الحكومات - وبخاصة في دول أمريكا الشمالية وأوروبا - إلى مراجعة هذه القيم الاقتصادية في ردة فعل مغايرة وغير مسبقة.

يهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على حقيقة ما حدث في هذه الأزمة، والأسباب المؤدية لها، مع التركيز على الإصلاحات التشريعية، التي بدأت في العديد من الدول، ودورها في معالجة اختلالات السوق (Market Failures)، وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى أنه ينبغي عدم إغفال الاختلالات التشريعية (Regulatory Failure) للقوانين القائمة وقت الأزمة فكما أن الأسواق تعاني من اختلالات فإن الحكومات وقوانينها تعاني من ذات التحدي وهو تحدٍ مركب. ابتداءً يجب أن يكون هناك تشريعات جيدة تقلل منذ فرص حدوث الأزمات بشكل نظامي، ولكن حتى في حال وجود قوانين جيدة فإن التحدي الثاني يتمثل بقدرة الحكومات المؤسسية على تطبيق هذه القوانين الجيدة تطبيقاً صحيحاً⁵.

سيتناول البحث تطوّر التشريعات التجارية في ظل الأزمات المالية عن طريق أربعة مباحث؛ سيخصص المبحث الأول لإلقاء نظرة تاريخية على العلاقة بين الأزمات المالية والإصلاحات التشريعية، على أن يخصص المبحث الثاني لدراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الولايات المتحدة الأمريكية، وسيتناول المبحث الثالث قراءة تحليلية لقانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك الصادر في العام 2010 بالولايات المتحدة الأمريكية، وسيخصص المبحث الرابع لدراسة التنظيم التشريعي للشركات ذات الخطر المالي العام؛ وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

1- للمزيد حول أزمة الكساد العظيم 1929 راجع:

Robert Sobel, *The great bull market: Wall Street in the 1920s*, (W. W. Norton & Company, 1968) Print, 1st ed.

Galbraith & John Kenneth, *The great crash 1929*, (Houghton Mifflin Harcourt, 2009).

2- تتضح ضخامة كلفة الأزمة المالية العالمية 2008، عند مقارنتها بإجمالي الناتج المحلي للعالم العربي، والمقدر بنحو 2.08 تريليون دولار أمريكي في عام 2008. المصدر: بيانات الحسابات القومية للبنك الدولي، وبيانات الحسابات القومية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي،

العالم العربي-البيانات، الموقع الإلكتروني لمجموعة البنك الدولي، تاريخ الدخول (02:06 2019/10/05):

<https://data.albankaldawli.org/region/arab-world>

3- David Coates & Kara Dickstein, "A tale of two cities: Financial meltdown and the Atlantic divide", in: Casey T. (eds): *The Legacy of the Crash - How the Financial Crisis Changed America and Britain*, (Palgrave Macmillan, London, 2011, 60-78), p. 60, Print, 1st ed.

4- Daniel W. Stiglitz, *The system worked: How the world stopped another great depression*, (Oxford University Press, 2014), p. 2.

5- Joseph Stiglitz, "Regulation and Failure", in: Moss David & Cistenrmino John, *New Perspectives on Regulation*, (Cambridge, MA: Tobin Project, 2009, 11-23) p.18, Print, 1st ed.

- المبحث الأول: نظرة تاريخية للأزمات المالية والإصلاحات التشريعية.
- المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الولايات المتحدة الأمريكية.
- المبحث الثالث: قراءة تحليلية لقانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك 2010 في الولايات المتحدة الأمريكية، ويتضمن:
 - أولاً: أهداف قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك.
 - ثانياً: منع المؤسسات المالية من المتاجرة بالأوراق المالية لحسابها الخاص.
 - ثالثاً: الإطار القانوني لحماية ومكافأة المبلغ.
- المبحث الرابع: التنظيم التشريعي للشركات ذات الخطر المالي العام.
 - أولاً: الإطار القانوني للمؤسسات ذات الخطر المالي العام.
 - ثانياً: قراءة نقدية للإطار التنظيمي للشركات ذات الخطر المالي العام.

المبحث الأول : نظرة تاريخية للأزمات المالية والإصلاحات التشريعية

إن النظرة التاريخية لتطور التشريعات المالية والتجارية تبين - بشكل جلي - أن أهم التشريعات قد جاءت إما نتيجة أزمة مالية، أدت إلى ردة فعل تشريعية لمعالجة الاختلالات في السوق، التي أدت إلى، أو ساهمت في حدوث الأزمة المالية المعنية، أو أنها أتت نتيجة رخاء ونمو في الاقتصاد أدى إلى حصول ضغوطات (Lobbying) من المؤسسات الخاضعة لهذه التنظيمات التشريعية لتحريرها من بعض القيود، التي يفرضها القانون، فمنذ أزمة فقاعة بحر الجنوب (South Sea Bubble) - قبل 300 سنة - لم يكن هناك أي عملية إصلاح حقيقية إلا بعد حدوث أزمة مالية¹.

يفسر ذلك الأمر الفقيه جون كوفي (COFFEE Jr., John) من جامعة كولومبيا، والذي يرى أن السبب وراء ذلك يكمن في ضعف تنظيم المتداولين والمستثمرين، وعليه ضعف تأثيرهم السياسي، وذلك بخلاف مؤسسات القطاع المالي والتي تتمتع بقوة تأثير سياسية غير مسبوق². ولعل تتبع هذا التاريخ في الولايات المتحدة الأمريكية يوضح بشكل جلي حقيقة هذا الأمر وهو ما سيكون موضوع هذا المبحث.

وينتقد بعض الأكاديميين ردود فعل المشرعين خلال الأزمات حيث - ووفقاً لوجهة نظرهم - فإن معظم التشريعات الصادرة في وقت الأزمات تكون ذات صفة شعبية تهدف في المقام الأول إلى إرضاء المواطنين وامتصاص غضبهم الناتج عن ضغوطات الأزمة، و عليه ترى البروفيسور روبرتا رومانو من جامعة ييل (Yale University) في أحد انتقاداتها للتدخل التشريعي عقب أزمة انهيار شركتي إنرون (Enron) و وورلد كوم (World Com) في عامي 2001-2002، أنه كان بمثابة ردة فعل سياسية لا تصلح لتنظيم الأسواق و تطوير تشريعاتها، وعليه فقد اقترحت ضرورة أن تتضمن مثل تلك التشريعات بنوداً خاصة بتأقيت فترة سريانها؛ بحيث ينتهي سريان القانون بعد فترة محددة، ما لم

1- Stuart Banner, "What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence", *Washington University Law Review*, Volume 75, No. 2, pp. 849-855 (1997).

2- John Jr. Coffee, "The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated", *Cornell Law Review*, Volume 97, p. 1012 (2012).

يتم التدخل لاحقاً من الناحية التشريعية بتمديد سريانه، وهو ما يطلق عليه (Sunset Provision)، ويهدف هذا الاقتراح إلى استيعاب الجانب السياسي للأزمات المالية والمتمثلة في التدخلات التشريعية القائمة على ردود الفعل والتي لا مفر منها، وهذا الاستيعاب يكون من خلال إلزامية إعادة مناقشة القانون بعد مدة زمنية محددة بصورة أكثر موضوعية حيث تكون الأجواء العامة أكثر هدوءاً واستقراراً¹.

وتم إنشاء أغلب المؤسسات المالية الرقابية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة أزمات مالية، مثال ذلك الاحتياطي الفدرالي (Federal Reserve System) والذي تم إنشائه للحد من أزمات الذعر المالي، والشركة الفدرالية لتأمين الإيداعات (Federal Deposit Insurance Corporation) لاستعادة الثقة في النظام المصرفي الأمريكي عقب أزمة الكساد العظيم 1929، وهيئة الأوراق المالية والبورصات (Securities Exchange Commission) في عام 1934 لتنظيم البورصة الأمريكية عقب الأزمات، التي عصفت بها، ولجنة تداول السلع الآجلة (Commodity Futures Trading Commission) في 1974 لتنظيم سوق السلع والعقود الآجلة، الذي تعرض لعدد كبير من الأزمات نتيجة انتشار الممارسات التجارية المسيئة والاحتياطي.

تم تأسيس نظام الاحتياطي الفدرالي (Federal Reserve System) عام 1913 كردة فعل على سلسلة من حالات الذعر المالي، التي أصابت البنوك الأمريكية في الأعوام 1879 و1884 و1890 و1907 و1914 والتي كان أبرزها أزمة الذعر المصرفي الأمريكي 1907، والتي اندلعت نتيجة عدم الثقة في القطاع البنكي وانتشار موجات المضاربة، التي أدت إلى ما يعرف بالذعر المصرفي (Bank Run)؛ والتي يقصد بها سحب جماعي غير اعتيادي لودائع البنوك نتيجة فقدان الثقة وعدم القدرة على معرفة ما إذا كان البنك يتمتع بالملاءة المالية للاستمرار بدورة بكفاءة، مما ترتب عليه انتشار حالة من الذعر أصابت كافة عملاء البنوك بغض النظر عن مدى قوتها واستقرارها، وزاد من حدة هذا الذعر غياب المعلومات المالية عن مدى متانة وسلامة المركز المالي للبنوك، وقد نتج عن سلسلة حالات الذعر المالي، التي أصابت البنوك الأمريكية إفلاس ما يقارب ألف بنك تجاري في الولايات المتحدة الأمريكية².

كشفت هذه الأزمات عن العديد من الاختلالات والضعف في النظام المالي الأمريكي أبرزها؛ أن أنظمة وتشريعات الرقابة على احتياطات البنوك كانت هزيلة وغير فاعلة، وكشفت هذه الأزمات أيضاً عن مدى أهمية توافر المعلومات في استقرار النظام المالي في وقت الأزمات المالية، والتي يصعب الحصول عليها في ظل غياب المؤسسة، التي تختص بتقديمه، كما كشفت هذه الأزمات عن ضرورة وجود جهة إقراض، أو تمويل كملاذ أخير (Lender of Last Resort) وذلك لدعم المؤسسات المالية، التي تتمتع بملاءة مالية مناسبة ولكن تواجه مشكلة مؤقتة في السيولة النقدية (Solvent but Illiquid Institutions)³، مما أظهر الحاجة إلى ضرورة السيطرة المركزية على النظام النقدي عن طريق إنشاء مؤسسة تقوم بهذا الدور لتجنب المزيد من الأزمات.

وأمام هذه الأزمات قام الكونغرس الأمريكي بإصدار قانون الديرش-فريلاندر (Aldrich Vreeland Act) في مايو 1908 وذلك لتأسيس المفوضية الوطنية للنقد (National Monetary Commission) بهدف دراسة أزمة

1- Roberta Romano, *Regulating in the Dark*, Yale Law & Economics Research Paper, No. 442, Yale Law school John M. Olin Center for Studies in Law, p. 20 (2011).

2- Ben Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, (Princeton University Press, 2013), p.10, Print, 1st ed.

3- Viral V. Acharya, et al., "Market failures and regulatory failures: Lessons from past and present financial crises", *ADB Working Paper Series*, No. 264, Tokyo: Asian Development Bank Institute, pp. 5-7 (2011).

1907، وتقديم الحلول لتفادي مثل هذه الأزمات في المستقبل، وصدر التقرير النهائي في يناير 1911 واستغرق الكونغرس عامين لتمرير قانون الاحتياطي الفدرالي والذي صدر في عام 1913 وذلك بعد دراسة تفصيلية مطولة تضمنت أكثر من 23 فصلاً لطبيعة عمل البنوك المركزية¹.

ومن أهم أهداف هذا القانون أن يكون الاحتياطي الفدرالي الأمريكي هو جهة الإقراض - كملاذ أخير - عندما تواجه أحد البنوك، أو المؤسسات المالية مشكلة مؤقتة في توفير السيولة النقدية²، بشرط تقديم هذه المؤسسات ضمانات جيدة للبنك المركزي ليقوم بإقراضها، وأدى هذا التدخل التشريعي إلى معالجة محدودة لمسببات الأزمة والمتمثلة بدعم بعض البنوك، التي تتمتع بملاءة مالية مناسبة ولكن تتعرض لمشكلة في السيولة النقدية، ويعود الفضل لوجود مثل هذه السياسات إلى الصحفي الإنجليزي Walter Bagehot والتي لعبت أفكاره ومقترحاته دوراً مؤثراً في تطوّر البنك المركزي الإنجليزي³.

والجدير بالذكر أن إصدار قانون الاحتياطي الفدرالي لم يقم بمعالجة إشكالية عدم توافر المعلومات في النظام المالي، مما يجعل من الصعب تحديد الملاءة المالية للبنوك، وهو الأمر، الذي استمر دون أي معالجة تشريعية إلى ثلاثينيات القرن الماضي، مما أدى إلى استمرار حدوث حالات الذعر المالي لدى المتعاملين مع البنوك (Banking Panic) في الأزمات المالية⁴.

واستمرت أزمات البنوك عقب إنشاء الاحتياطي الفيدرالي، فقد كان القطاع البنكي أحد ضحايا أزمة الكساد العظيم (1929-1932) وذلك نتيجة؛ لانخفاض قيمة الضمانات والأصول، التي تحتفظ بها البنوك بسبب فقدان السلع ما يقارب 25% من قيمتها السوقية، الأمر، الذي أدى إلى ارتفاع مستويات انكشاف البنوك، أضف إلى ذلك تزايد حالات عجز المقترضين عن سداد ديونهم للبنوك نتيجة حالة الكساد، التي أصابت الأسواق، مما أدى إلى مواجهة البنوك العديد من الصعوبات في توفير السيولة اللازمة للمودعين والمتعاملين مع البنك، وهو ما نتج عنه انهيار لقيمة أسهم المؤسسات المالية في البورصة الأمريكية، الأمر، الذي أدى إلى انهيار الثقة في البنوك وترتب عليه انتشار الهلع لدى المتعاملين.

وكانت ردة الفعل الأولى لهذه الأزمة هو الإعلان عن تعليق العمل في البنوك بمنحها عطلة، وذلك لدراسة ومعرفة عدد البنوك، التي تعاني من أزمة ملاءة مالية وتلك، التي تتمتع بملاءة مالية إيجابية، وبعد هذا الأمر قام الكونغرس في عام 1933 بإصدار قانون القطاع البنكي (Banking Act)، الذي - بدوره - قام بتأسيس الشركة الفدرالية لتأمين الإيداعات (Federal Deposit Insurance Corporation) وهو ما ترتب عليه إلزام كافة البنوك الأعضاء في نظام الاحتياطي الفدرالي إلى تأمين حسابات العملاء حتى 2500 دولار أمريكي لكل فئة ملكية كمرحلة أولى، وتم رفعها إلى 5000 دولار أمريكي بعد 6 أشهر، واليوم ارتفع حد التأمين ليصل إلى 250000 دولار أمريكي⁵.

1- Ben Bernanke, Op. Cit., p. 10.

2- من الجدير بالذكر أنه كان هناك بعض المحاولات من قبل القطاع الخاص لتأسيس مؤسسات تعمل كملاذ أخير للإقراض، وأن تقوم ببعض السياسات، التي عادة ما تقوم بها البنوك المركزية. ولعل أبرز هذه المحاولات هي محاولة شركة مقاصة نيويورك Clearing House، وقد كانت هذه المؤسسة عبارة عن نادٍ للبنوك التجارية لعمل مقاصات فيما بينهم بشكل يومي للشيكات الصادرة منهم، وفي الأحوال، التي لا يستطيع أحد من البنوك سداد ما عليه من التزامات، تقوم البنوك الأخرى بإقراضه لسد احتياجاته.

3- Ben Bernanke, Op. Cit., p. 7.

4- Viral V. Acharya, et al., Op. Cit., pp. 7-9.

5- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Annual Report 2010, FDIC publications, Washington, D.C., March 31, 2011, pp. 134-135.

ترتب على هذا التدخل التشريعي انتهاء نوبات الهلع في القطاع البنكي، وخلال فترة لا تتجاوز 6 أشهر من تأسيس الشركة الفدرالية لتأمين الإيداعات تم تأمين ما يقارب 97% من حسابات البنوك التجارية، كما نتج عن هذا التدخل التشريعي إعادة الثقة في القطاع البنكي وارتفاع حجم الودائع بما يعادل 7.2 مليار دولار وذلك في عام 1934، والذي لم يكن ممكناً لولا التعديلات التشريعية اللاحقة للأزمة المالية، التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي¹.

ولعل أهم ما يميّز هذا التوجه التشريعي هو أن البنوك أصبحت مُلزَمة بدفع تكاليف التأمين على إيداعاتها، فكلما زادت مخاطر البنك ارتفعت أقساط التأمين عليه، وبالتبعية أصبحت تكلفة الدخول في مغامرات ذات مخاطر مسألة تتحملها البنوك وليس السوق (Internalizing the cost of risk). وقامت العديد من الدول بنقل تجربة الفدرالي الأمريكي بالتدخل تشريعياً لتأمين الحسابات في البنوك مثل بريطانيا.

وبنظرة إلى هذا النظام والمتمثل بتوفير تأمين للمودعين في حال تعثر البنك، أو إفلاسه، نجد أن له جذوراً تاريخية تعود إلى محاولات لم تكن محل قبول، بدأت منذ القرن الثامن عشر في ظل معارضة من قبل الجهات الرقابية وإدارة الرئيس الأمريكي فرانكلين روزفلت (Franklin D. Roosevelt)، حيث إن هذه التجربة سبق تنفيذها في عام 1908 في عدد من الولايات الصغيرة إلا أنها باءت بالفشل، وتجدر الإشارة إلى أن محاولات السياسيين تأسيس مثل هذه الشركات للتأمين على ودائع عملاء البنك امتدت منذ عام 1886 إلى 1933 و خلال هذه الفترة تم تقديم ما يقارب 150 اقتراحاً بقانون، لم يكتب لأيٍّ منها النجاح².

وبالإضافة إلى نظام التأمين على ودائع العملاء في البنوك، تضمن قانون القطاع البنكي ما يعرف بـ (Glass-Steagall provisions) وهي بنود تتطلب الفصل بين النشاط الاستثماري (Investment) والتجاري (Commercial) للبنوك، وعليه فإن البنوك، التي كانت تقوم بكل النشاطين مثل بنك جي بي مورجان (J. P. Morgan) تم الطلب منها الانقسام إلى بنكين منفصلين، كما حدد قانون القطاع البنكي نسبة الفوائد الممنوحة للمودعين وفقاً لنوع الحساب، واستثنى القانون الحسابات الجارية Current Accounts من الحصول على الفوائد البنكية، كون أنها تمنح صاحب الحساب الحق في سحب أمواله فور طلبها في أي وقت⁴.

ولم يكن قانون القطاع البنكي الصادر في عام 1933 هو التدخل التشريعي الوحيد، الذي تم في تلك الحقبة، فقد عاصر حالة الهلع في البنوك انهيار في سوق الأوراق المالية (البورصة)، التي فقدت ما يقارب 83% من قيمتها وذلك نتيجة عدة أسباب ومن ضمنها غياب أي تشريعات على مستوى فدرالي لتنظيم أسواق المال، والتزايد الكبير في المضاربات الوهمية بغرض رفع أسعار الأسهم.

وعليه فقد قام الكونغرس بإصدار أهم تشريعين لتنظيم أسواق المال فقد تم إصدار قانون تنظيم الأوراق المالية Securities Act 1933 وقانون أسواق المال في عام 1934 (Securities Exchange Act) والهدف من وراء هذين

1- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *A Brief History of Deposit Insurance in the United States*, prepared for the International Conference on Deposit Insurance, FDIC publications, Washington, D.C., September 1998, p. 34.

2- For more see: Charles W. Calomiris & Eugene N. White, "The Origins of Federal Deposit Insurance", in: Goldin Claudia & Libecap Gary D., (editors), *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy*, (University of Chicago Press, 1994), p. 146, Print, 1st ed.

3- نسبة إلى مقترحي القانون السناتور كارتر جلاس (Carter Glass) والسناتور هنري ستيغال (Henry B. Steagall).

4- Viral V. Acharya, et al., Op. Cit., pp. 7-9.

التشريعيين هو تنظيم السوق الأولي للأوراق المالية والسوق الثانوي، والفلسفة، التي بني عليها التشريع هو التأكد من أن المستثمر قادر على الحصول على كافة المعلومات الجوهرية المطلوبة حول الأوراق المالية، التي يتاح للجمهور الاككتاب فيها، حتى يستطيع المستثمر اتخاذ قرارات مدروسة وقد جاء القانون أيضا لتنظيم بعض السلوكيات الشاذة في السوق الثانوي¹. وقد جاءت هذه القوانين لتنظيم سوق الأوراق المالية بتنظيم عمليات بيع الأسهم والسندات، ويقضي القانون تسجيل جميع عمليات البيع لدى الحكومة عن طريق تقديم بيان إفصاح يتضمن جميع المعلومات المطلوبة حول عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، بالإضافة إلى مواجهة العديد من الممارسات السلبية، التي انتشرت في السوق في عشرينيات القرن الماضي كالاختيال المنتشر في الأسواق الثانوية².

المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الولايات المتحدة الأمريكية

قبل البدء في شرح وتحليل أسباب الأزمة وتداعياتها فإنه من الأهمية بمكان أن يتم فهم الأحداث، التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008 والتي مهدت الطريق لحدوثها، حيث شهدت أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية والسوق العقاري بصفة خاصة العديد من التطورات، التي ساهمت بشكل مباشر في حدوث هذه الأزمة.

حيث شهد قطاع العقارات الأمريكية نمواً كبيراً في الحقبة السابقة على الأزمة، وتزايدت صور وأشكال الائتمان العقاري مما أدى إلى تزايد فقاعة الائتمان العقاري، والتي أدت في عام 2007 إلى أزمة الرهون العقارية (Subprime Mortgage Crisis) بسبب الزيادة الكبيرة في أسعار العقارات، فأسعار المنازل بين عامي 1997 و2006 ارتفعت بنسبة 180% مقابل ارتفاع بنسبة 2% فقط بين عامي 1980 و1997، وذلك بعد استبعاد تأثير التضخم على قيمة العملة، ويرجع السبب الرئيس وراء هذا الارتفاع إلى توافر سهولة الحصول على التمويل بشكل غير مسبوق؛ فبين عامي 1993 و1997 كان حجم التمويل الخاص بالقطاع العقاري للمساكن السكنية بحدود 200 مليار دولار أمريكي وارتفع إلى تريليون دولار بين عامي 2003 و2006³.

وأحد الأسباب وراء ارتفاع حجم التمويل بهذا الشكل هو سياسة تخفيض سعر الفائدة المتبعة من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي، بهدف تحريك الاقتصاد بعد انهيار فقاعة الأنترنت (Dot-com Bubble) في نهاية القرن الماضي⁴؛ لذا فقد تم تخفيض الفائدة بشكل تدريجي من 6% إلى 1.75% خلال عام 2001، واستمر التخفيض حتى وصلت إلى 1% في عام 2003⁵، مما شجع على زيادة معدلات الاقتراض بشكل كبير.

1- George J. Benston, "Required disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934", *The American Economic Review*, Volume 63, No.1, pp. 132-155 (1973).

2- For more see: John Jr. Coffee, Hillary Sale, and Todd M. Henderson, *Securities regulation: Cases and materials*, (13th ed. Foundation Press, 2015).

3- Ben Beachy, *A Financial Crisis Manual: Causes, Consequences and Lessons of the Financial Crisis*, Working Paper No. 12-06, Global Development and Environment Institute Tufts University, p. 11 (December 2012).

4- للمزيد حول أزمة فقاعة الأنترنت راجع:

Aart Kraay & Jaume Ventura, "The Dot-Com Bubble, The Bush Deficits, And the US Current Account", in: Clarida, Richard H. (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, National Bureau of Economic Research, Conference June 1-2, 2005, (University of Chicago Press, 2007), pp. 457-496, Print, 1st ed.

Guido Buenstorf & Dirk Fornahl, "B2C-Bubble to Cluster: The Dot-Com Boom, Spin-Off Entrepreneurship, And Regional Agglomeration", *Journal of Evolutionary Economics*, Volume 19, No. 3, Springer International Publishing, pp. 349-378 (2009).

5- The Federal Reserve System, *H. 15 Selected Interest Rates: Effective Federal Funds Rate*, Board of Governors of The Federal Reserve System (US), Last updated: 2017-08-01, <<https://fred.stlouisfed.org/data/FEDFUNDS.txt>> (Accessed: 8/9/2017. 11:48 AM).

بالإضافة إلى ذلك فقد كان لما يسمى بالتوريق (Securitization) دور رئيس في توفير قروض إضافية لراغبي شراء المنازل، فقد ارتفع حجم عمليات التوريق الخاصة بقروض المنازل (Mortgages) من أقل من 250 مليار دولار أمريكي في عام 1997 إلى أكثر من 2250 مليار دولار أمريكي في عام 2006¹.

أدى هذا النمو المضطرد لعمليات التوريق الخاصة بقروض شراء المنازل إلى زيادة الطلب عليها، مما أدى إلى قيام البنوك التجارية بزيادة عمليات الإقراض دون أي اعتبار للملاءة المالية للعميل (Sub-Prime Mortgages)، وذلك نتيجة اطمئنان البنوك على قدرتها على بيع هذه القروض بعد فترة قصيرة، مما أدى إلى نمو في الطلب على شراء المنازل الأمر، الذي ترتب عليه ارتفاع أسعار القطاع السكني كما تم توضيحه أعلاه.

وبالإضافة إلى العوامل الاقتصادية والتطورات المالية، التي أدت إلى فقاعة القطاع السكني وساهمت في الأزمة المالية العالمية فإن بعض التعديلات التنظيمية من قبل مفوضية أسواق الأموال الأمريكية (Securities Exchange Commission) فاقمت من تداعيات الأزمة، والتي تمت بناءً على ضغط من البنوك الاستثمارية الرئيسية، حيث قامت المفوضية بإلغاء القيود، التي كانت قائمة على البنوك الاستثمارية فيما يتعلق بحجم الدين المسموح لها أن تقتضيه، وكانت القواعد القانونية المنظمة لنسبة الدين تحظر على بنوك الاستثمار الرئيسية أن تتجاوز نسبة ديونها أكثر من رأس المال بخمسة عشر مرة؛ بمعنى أنه إذا كان رأس مال البنك الاستثماري مليون دولار فإن حجم الديون يجب أن لا يتجاوز 15 مليون دولار أمريكي.

وعلى الرغم من ضخامة الديون في هذه الحالة إلا أن البنوك الاستثمارية بدأت عملية ضغط سياسي لرفع هذا القيد وهو الأمر، الذي تحقق لهم من خلال البرنامج الموحد للجهات الخاضعة للإشراف (Consolidated Supervised Entities Program)؛ وهو برنامج مخصص لرقابة وتنظيم البنوك الاستثمارية الكبرى من خلال إخضاعها لنظام قانوني مختلف عن باقي البنوك، وقد تم تطبيقه على أكبر خمسة بنوك استثمارية فقط، ويخول هذا البرنامج المفوضية تحليل المركز المالي لهذه البنوك ليس من خلال ميزانياتها ولكن من خلال النظر إلى الوضع المالي للمجموعة، التي ينتمي إليها البنك الاستثماري، وعليه فقد تم إعفاء هذه البنوك من متطلبات القيد على رؤوس الأموال (Net Capital Rule) والتي يترتب عليها تقييد نسبة الديون، التي يمكن للبنوك الحصول عليها، وقد قامت المفوضية بتعيين ثلاثة موظفين في كل بنك وذلك لتقييمها².

واستغلت البنوك الاستثمارية الرئيسية هذه التعديلات التنظيمية لزيادة نسبة ديونها إلى أن تجاوزت 33 ضعف رأس المال، مما يعني أنه في حال انخفاض قيمة أصول البنك بأكثر من 3% فإن البنك سيتعرض للإفلاس وهو ما حدث بالفعل مع بنك ليمن برذرز (Lehman Brothers)³.

ويري البروفيسور جون كوفي (Coffee Jr., John) من جامعة كولومبيا أن هذه الأحداث تؤكد فشل الجهات الرقابية ومؤسسات القطاع الخاص المعنية بالمحافظة على كفاءة السوق، مثل شركات التصنيف ومكاتب التدقيق

1- Adrian Blundell-Wignall, Paul E. Atkinson & Se Hoon Lee, "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", *OECD Journal: Financial Market Trends 2008*, Volume 2, Paris, pp. 3-4 (2008).

2- John Jr. Coffee, "What Went Wrong? A Tragedy in Three Acts", *University of St. Thomas Law Journal*, Volume 6 Issue 2, No. 8, 403-420, pp. 414-415 (2009).

3- Ibid., pp. 414-415.

(Gatekeepers)، ويُرجع السبب وراء موافقة الجهات الرقابية الأمريكية على مثل هذا الطلب إلى غياب مثل هذه القيود في البنوك الأوروبية، حيث كان معدل نسبة الديون لرأس المال للبنوك الأوروبية 35 ضعفاً، بل إن بعض البنوك مثل بنك دويتشه (Deutsche Bank) الألماني كانت النسبة فيه 52.7 ضعفاً بينما كانت هذه النسبة في لبنوك الأمريكية لا تتجاوز 20 ضعفاً، نتيجة وجود قيود من قبل مفوضية الأسواق الأمريكية، وأن مثل هذه القيود تحدّ من القدرة التنافسية في المعاملات الدولية للبنوك الأمريكية مقارنة مع نظيراتها الأوروبية¹.

بالإضافة إلى ما سبق، يعتقد البعض أن السبب الرئيس وراء الأزمة المالية العالمية 2008 يكمن في التغيير، الذي حصل في ثقافة عمل وإدارة البنوك، فتاريخياً كانت البنوك بطبيعتها مؤسسات محافظة من الناحية الاستثمارية ولكنها مؤخراً انتقلت من هذه الثقافة إلى ما يعرف بثقافة الاستثمار بالأسهم؛ من خلال حرص إدارات البنوك على نمو سعر أسهمهم في البورصات، ووضع سعر أسهم هذه البنوك نصب أعينهم وهم يديرون هذه البنوك.

وأسعار الأسهم كما هو معروف بطبيعتها متقلبة، وللمحافظة على ارتفاع أسعار الأسهم فإن السوق بحاجة إلى نمو رئيس ومستمر في إيرادات هذه البنوك، ولتحقيق هذا النمو فإن نموذج عمل البنوك التقليدي القائم على تحقيق هامش ربحي ضئيل من الفارق بين فوائد قروض المودعين والمقترضين لم يعد مجدياً لتحقيق قفزات في الأرباح للمحافظة على نمو أسعار أسهم البنوك.

وعليه انتقل عمل البنوك إلى تعظيم الأرباح من خلال منتجات مالية جديدة مثل عمليات التوريق، وأصبح نموذج العمل المتبع هو (Originate To Distribute)، أدى هذا الأمر بدوره إلى تحول النموذج المحافظ إلى نموذج قائم على درجة عالية من المخاطر².

وتجدر الإشارة إلى أن ذات النموذج تم اتباعه في ألمانيا وإسبانيا ودول أخرى في أوروبا بينما لم تقم دولة مثل اليابان بتبني ذات النهج، وعليه فإن المؤسسات المالية اليابانية لم تتأثر بالأزمة بذات المستوى، التي تأثرت به المؤسسات الأمريكية والأوروبية³.

سبتمبر 2008 بداية العاصفة

يعدّ شهر سبتمبر 2008 بحق شهر شوّم على الاقتصاد الأمريكي والعالمي، وبالأخص تاريخ 15 سبتمبر حيث قام البنك الاستثماري العملاق ليمن برذرز (Lehman Brothers) بالتقدم للمحكمة ليشهر إفلاسه وفق الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي المعني بإعادة هيكلة الشركات المعسرة، وذلك نتيجة عدم قدرته على زيادة رأس ماله لاستيعاب الخسائر الناتجة عن إعادة تصنيف المنتجات الاستثمارية الخاصة بتوريق، أو تسنيد قروض شراء المنازل، وأحد الأسباب وراء هذا الفشل يعود إلى عدم قدرة المستثمرين على تحديد درجة المخاطر والخسائر الناتجة عن ملكية البنك لهذه الأصول⁴.

1- Kenneth W. Dam, "The Subprime and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives", *Chicago Journal of International Law*, Volume 10, No. 2, p. 4 (Winter 2010).

2- Adrian Blundell-Wignall, et al., Op. Cit., p. 4.

3- Walter W. Eubanks, *The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis*, Congressional Research Service, Volume 1, Library of Congress, p. 2 (2010).

4- John Marshall, *The financial Crisis in the US: Key Events, Causes and Responses*, House of Commons Library, Research Paper 09/34, pp. 8-10 (April 2009).

وقد نتج عن هذا الحدث إرسال رسالة للسوق من قبل الحكومة الأمريكية مفادها أنه لن يتم إنقاذ أي مؤسسة مالية متعثرة، وأن قوى السوق ستتحكم في النتيجة النهائية لأداء المؤسسات والشركات العاملة فيها دون أي تدخل من جانب الحكومة، وهو الأمر، الذي نتج عنه انخفاض معدلات الثقة في السوق وبالتبعية ارتفعت معدلات الفائتة في سوق الإقراض بين البنوك (Interbank Lending Rates)¹.

وأمام هذه التطورات قام "بنك أوف أمريكا" (Bank of America) بشراء البنك الاستثماري (Merrill Lynch) بمبلغ 50 مليار دولار أمريكي، وتبين أن الأزمة أعمق من أن تُترك دون تدخل حكومي، واتضح ذلك بعد أن أعلنت واحدة من كبرى شركات التأمين؛ وهي شركة المجموعة الأمريكية الدولية ("American International Group "AIG")؛ عدم قدرتها على القيام بالتزاماتها التأمينية اتجاه العديد من الشركات المالية الأمريكية؛ بمعنى أنها لن تستطيع الالتزام بتعويضهم في حال تعرضهم للخسائر المؤمن عليها، مما هدد القطاع المالي بأسره بالانهيار.

وأصبح انهيار وإفلاس شركة المجموعة الأمريكية الدولية أمر مؤكد في حال أن تم ترك مصير الشركة لقوى السوق، وهو الأمر، الذي دق ناقوس الخطر في النظام المالي الأمريكي مما دفع الاتحاد الفدرالي لولاية نيويورك إلى تقديم طلب عاجل للحكومة الأمريكية لمد يد العون وإنقاذ الشركة من خطر الإفلاس، وتمويلها بمبلغ 85 مليار دولار مقابل تملك الحكومة 79% من أسهم الشركة².

وأمام هذه التطورات بدأت رحلة انهيار البورصات، ولكن الخطر الحقيقي تمثل ببداية انتقال الأزمة المالية من القطاع المالي إلى قطاع الاقتصاد الحقيقي (Real Economy)، حيث شهدت الأسواق ركوداً كبيراً أثر بالسلب على العديد من الأنشطة التجارية، فتعرض قطاع السيارات الأمريكي لضربة قاصمة بعد انخفاض مبيعات السيارات في أكتوبر 2009 بنسبه 31% عند مقارنتها بمبيعات سبتمبر 2008، وتكدت أكبر ثلاث شركات لتصنيع السيارات (Big Three) في الولايات المتحدة الأمريكية خسائر ضخمة هددتها بالإفلاس، لولا تدخل الحكومة وإقراضها نحو 25 مليار دولار أمريكي³.

وأمام كل هذه التحديات غير المسبوقة سارع الكونغرس الأمريكي بإصدار قانون خلال أيام معدودة لمعالجة الأزمة المالية، حيث تم إصدار قانون طوارئ الاستقرار الاقتصادي وذلك بتاريخ 3 أكتوبر 2008، ومن خلال هذا القانون تم البدء ببرنامج معالجة الأصول المتعثرة (Troubled Asset Relief Program) ويهدف هذا البرنامج لمعالجة ما يسمى بالأصول المسمومة Toxic Assets وهي الأصول المملوكة للمؤسسات المالية ولكنها غير معلومة القيمة نتيجة التدهور، الذي ضرب الاقتصاد الأمريكي، ويهدف التدخل التشريعي لإعطاء وزير الخزانة الأمريكي الحق في شراء، أو تأمين ما يعادل 700 مليار دولار أمريكي من هذه الأصول وذلك لخلق استقرار نفسي في الأسواق وينتهي هذا الحق في عام 2010، أي أن القانون أعطى الحكومة الأمريكية سلطة مؤقتة لضخ أموالاً في السوق بهدف خلق استقرار في الأسواق من خلال استبعاد هذه الأصول المسمومة من النظام المالي وتحميلها للحكومة⁴.

1- Ibid., pp. 8-10.

2- Andrew R. Sorkin, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save The Financial System and Themselves*, (New York: Viking, 2009) p. 532. Print, 1st ed.

3- Chris Nelder, "The "Big Three" Automakers Bailout", *Energy and Capital*, Posted November 19, 2008 at 7:38 PM, <<https://www.energyandcapital.com/articles/big-three-bailout/786>> (Accessed: 8/13/2017, 11:13 AM).

4- Baird Webel, "Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status", Congressional Research Service, p. 1 (June 2013).

ويبين الجدول رقم 1 الكيفية، التي تم توزيع هذه المبالغ بها، والتي وصلت إلى 419 مليار دولار وليس 700 مليار دولار¹.

الجدول رقم 1: تفاصيل الصرف لبرنامج معالجة الأصول المتعثرة

برنامج معالجة الأصول المتعثرة	المبلغ الملتزم به من قبل الحكومة	المبلغ الفعلي، الذي تم توظيفه من قبل الحكومة
برنامج دعم البنوك	250.46 مليار دولار	245.10 مليارات دولار
برنامج سوق الائتمان	20.08 مليارات دولار	19.09 مليارات دولار
شركة المجموعة الأمريكية الدولية AIG	67.84 مليار دولار	67.84 مليار دولار
برنامج تمويل قطاع السيارات	79.69 مليار دولار	79.69 مليار دولار
برنامج دعم القطاع السكني	38.49 مليار دولار	8.25 مليار دولار
الإجمالي	456.56 مليار دولار	419.97 مليار دولار

المصدر: التحديث اليومي لبرنامج معالجة الأصول المتعثرة 21 يونيو 2013.

US Department of The Treasury, Daily TARP Update for June 21, 2013, available online: <<https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/Daily%20TARP%20Update%20-%2006.21.2013.pdf>> (Accessed: 89:06 ,2017/14/ AM).

وقد قامت الحكومة السويسرية باتباع خطة شبيهة للخطة الأمريكية، حيث قام البنك المركزي السويسري بشراء أصول مسمومة من بنك (UBS) السويسري بما يقارب 61 مليار جنيه إسترليني².

وسارت دول أخرى في مسار مختلف، حيث قامت الحكومة الأيرلندية بضمان كافة الودائع في البنوك الأيرلندية لمدة سنتين وذلك لطمأنة الأسواق³، وفي بريطانيا قامت هيئة الخدمات المالية (Financial Services Authority) برفع ضمان الودائع من 35 ألف جنيه إسترليني في أكتوبر 2008 إلى 50 ألف جنيه إسترليني في يونيو 2009⁴.

وذاً النهج اتبعته الحكومة الكويتية من خلال إصدار قانون ضمان الودائع لدى البنوك المحلية في دولة الكويت⁵، حيث التزمت وزارة المالية بتوفير الأموال اللازمة من الاحتياطي العام لسداد ما قد يحدث من عجز لدى أي بنك في الوفاء بحقوق المودعين، وذلك لثبات الثقة في الأسواق وحتى لا تكون البنوك المحلية في وضع تنافسي غير ملائم أمام البنوك، التي تضمن حكوماتها الودائع لديها، مما قد يكون له تأثيرات سلبية على حركة الإيداع لدى البنوك المحلية⁶.

1- Ibid., pp. 4-5.

2- Timothy Edmonds, Financial Crisis Timeline, No. 04991, Parliament UK: House of Commons Briefing Paper, p. 29 (12 April 2010).

3- Ibid., pp. 24-25.

4- Compensation Limits, *Financial Services Compensation Scheme (FSCS)*, <<https://www.fscs.org.uk/what-we-cover/compensation-limits/deposit-limits>> (accessed: 8/13/2017, 11:49 AM).

5- راجع قانون رقم 30 لسنة 2008 بشأن ضمان الودائع لدى البنوك المحلية في دولة الكويت، منشور في الجريدة الرسمية «الكويت اليوم»، ملحق العدد رقم 859، السنة الرابعة والخمسون، الاثنين 5 ذو القعدة 1429 هـ - 1 نوفمبر 2008.

6- راجع المذكرة الإيضاحية للقانون رقم 30 لسنة 2008 بشأن ضمان الودائع لدى البنوك المحلية في دولة الكويت، منشورة في الجريدة الرسمية «الكويت اليوم»، ملحق العدد رقم 859، السنة الرابعة والخمسون، الاثنين 5 ذو القعدة 1429 هـ - 1 نوفمبر 2008.

والعامل المشترك بين كل هذه التدخلات الحكومية، هو أنها في حقيقتها سياسات اقتصادية وليست إصلاحات تشريعية تمس الإطار التنظيمي لأسواق المال وقد استمر الحال في الولايات المتحدة الأمريكية على هذا الأساس حتى عام 2010، حيث أقر الكونغرس الأمريكي قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك (Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010)، الذي يعد أضخم عمل تشريعي منذ أزمة الكساد العظيم في ثلاثينيات القرن الماضي، وتقدر عدد صفحات القانون بأكثر من 800 صفحة ومن المتوقع أن يكون حجم اللوائح والقرارات التنظيمية الناتجة عن القانون 13 ألف صفحة. وسنقوم بتناول بعض أجزاء من هذا القانون والذي يمثل ثورة تشريعية في المبحث القادم.

المبحث الثالث: قراءة تحليلية لقانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك 2010 في الولايات المتحدة الأمريكية

بدأ الحديث عن أهمية البدء في عملية إصلاح شاملة للنظام التشريعي الخاص بأسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية عقب الأزمة المالية العالمية 2008، والتي عصفت بالاقتصاد الأمريكي والعالمي، خاصة أن التدخلات التشريعية خلال عامي 2008 و2009 لم تكن بهدف إعادة تنظيم الأطر التشريعية للنظام المالي كما تم تبيانه أعلاه، ولكن كانت تهدف إلى إعادة الثقة بالأسواق من خلال عمليات إنقاذ مالي (Bail-Out) للمؤسسات المالية المتعثرة.

ولقد بدأت جهود إعادة هيكلة الأطر القانونية للنظام المالي من جانب وزارة الخزانة الأمريكية بنشر مسودة أولية حول تصورها في هذا الشأن في مارس 2009¹، وتكلت هذه الجهود بإصدار قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك والمعروف بقانون دود وفرانك (Dodd - Frank Act) وذلك في يوليو 2010. ويعد هذا القانون بمثابة ثورة تشريعية لم تعهدها الولايات المتحدة الأمريكية منذ عملية الإصلاح الاقتصادي، التي قام بها الرئيس الأمريكي السابق فرانكلين روزفلت (Franklin Roosevelt) بين عامي 1933م و1936م، والتي أطلق عليها الصفقة الجديد New Deal، سواء من ناحية حجم القانون الجديد والذي يتجاوز 800 صفحة، أو نطاق تطبيقه كما سيتم تبيانه لاحقاً في هذا البحث².

سنتناول قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك 2010 في الولايات المتحدة الأمريكية بقراءة تحليلية من خلال التعرض - أولاً - لأهداف قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك، وثانياً لمبدأ فولكر القائم على منع المؤسسات المالية من المتاجرة بالأوراق المالية لحسابها الخاص، مع تحليل الإطار القانوني لحماية ومكافأة المبلغين ثالثاً. وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

أولاً: أهداف قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك.

ثانياً: منع المؤسسات المالية من المتاجرة بالأوراق المالية لحسابها الخاص (مبدأ فولكر).

ثالثاً: الإطار القانوني لحماية ومكافأة المبلغين.

1- David A. Jr. Skeel, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, No. 329, Institute for Law and Economics, University of Pennsylvania, Research Paper, p. 4 (2010).

2- Ibid., p. 4.

● أولاً: أهداف قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك

بداية يجب التنويه إلى أنه نظراً لضخامة القانون محل البحث فإنه لن يتم التطرق إلى الأهداف الفرعية للقانون نظراً لكثرتها وتشعبها، وسيتم التركيز على الأهداف العامة وراء هذه الثروة التشريعية.

سنبدأ بالهدف الأسمى والذي ورد ضمن نصوص القانون ذاته، والذي ينص على أن القانون يهدف إلى تعزيز الاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية، ولتحقيق هذا الهدف وضع المشرع القواعد التنظيمية؛ لأنشاء جهاز رقابي يضطلع بحماية مصالح المستهلكين، وتنظيم سوق المشتقات المالية، التي قدر حجمها في النصف الأول من عام 2015 بنحو 553 تريليون دولار أمريكي¹، فعلى الرغم من أن سوق المشتقات المالية يعد أكبر سوق بالعالم، إلا أنه وحتى صدور هذا القانون لم يكن منظماً بالدرجة الكافية، حيث لم يكن خاضعاً للرقابة، أو التنظيم من قبل أية جهة ولكن خاضع للتنظيم الذاتي، وتتضح أهمية هذا التدخل التشريعي نتيجة الدور السلبي لهذا السوق والذي ساهم بشكل مباشر في اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008، كما ساهم في تزايد تداعياته السلبية على الاقتصاد².

ويسعى قانون الإصلاح المالي أيضاً إلى تنظيم عمل الشركات ذات الخطر المالي العام (Systematic Risk)، تلك المؤسسات، التي بلغت من الضخامة الحد، الذي قد يؤدي تعثرها، أو فشلها إلى تأثيرات سلبية على النظام الاقتصادي بالكامل، فهي وبحق أكبر من أن تفشل (Too Big to Fail)³، وسنخصص المبحث الرابع لاحقاً لدراسة هذه الشركات بشيء من التفصيل.

وتتمثل أهم النتائج العملية لقانون الإصلاح المالي، أنه أعاد النظر في عدد كبير من التشريعات والأنظمة، التي تم إقرارها منذ ثمانينات القرن الماضي بهدف تحرير الأسواق، واستبدالها بقواعد تهدف إلى إخضاع السوق للتنظيم (Regulated Market).

وبالإضافة إلى ما سبق؛ منح القانون تفويضات تشريعية للجهات الرقابية المتعددة المسؤولة عن تطبيق القانون، وذلك لضمان المرونة، التي تتطلبها التشريعات الخاصة بأسواق المال من الناحية العملية، ولضمان امتثال هذه المؤسسات الرقابية بالقانون، فإن قانون الإصلاح المالي الزمها بإصدار القرارات واللوائح التنفيذية المحددة بموجب القانون خلال مواعيد محددة.

● ثانياً: منع المؤسسات المالية من المتاجرة بالأوراق المالية لحسابها الخاص (مبدأ فولكر)

يعد إعادة النظر في أعمال المؤسسات المالية وبحث آليات عملها أحد الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية، وبشكل خاص فإن خسارة البنوك نتيجة قيامها بعمليات استثمارية لحسابها الخاص نتج عنه انهيارها - كما تم تبيانها أعلاه - مما دفع العديد من الحكومات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية للتدخل بإنقاذ ودعم هذه

1- Kathrina Maramba, "The Dodd-Frank Act: Framing Financial Reform", In: *Candidacy for The Degree of Master of Arts Directed Research Project*, The Faculty of The Public Communication Graduate Program, School of Communication, (American University Washington, D.C, April 2012) p. 8.

2- Bank for International Settlements, *OTC Derivatives Statistics at End-June 2015*, Monetary and Economic Department, November 2015, p. 2. Available at BIS website <http://www.bis.org/publ/otc_hy1511.pdf> (Accessed: 8/13/2017, 1:20 PM).

3- Douglas D. Evanoff & William F. Moeller, "Dodd-Frank: Content, Purpose, Implementation Status and Issues", *Economic Perspectives*, Quarter 3, Federal Reserve Bank of Chicago, 75-84, p.75 (2012).

المؤسسات، وذلك من خلال ضخ رؤوس أموال جديدة في هذه المؤسسات، أو تقديم ضمانات حكومية لالتزاماتها، وذلك كله بهدف إعادة الثقة في القطاع المالي والذي يعد حجر زاوية أي اقتصاد حديث، وما أثار الاعتراضات أن هذه التدخلات تم تمويلها في نهاية المطاف من أموال دافعي الضرائب. على سبيل المثال؛ فإن حكومات الدول الأوروبية قامت بإقرار خطط إنقاذ مالي ودعم للمؤسسات المتعثرة وغيرها من صور التدخل بقيمة تقدر بنحو 1.6 تريليون يورو وذلك منذ اندلاع الأزمة وحتى عام 2011¹.

ويجب الإشارة إلى أن تطوّر المؤسسات المالية العالمية نتج عنه ظهور هيكل ما يعرف بالشركات المالية القابضة، وتقوم هذه الشركات بتملك عدد من المؤسسات المالية وجزء من هذه المؤسسات يضطلع باستثمارات عالية المخاطر والبعض الآخر يمارس الأعمال التقليدية للبنوك، ولكن درجة تداخل هذه المؤسسات تحت مظلة الشركة المالية القابضة هو موضع الخلاف فهناك الآن شبه إجماع بين المشرعين بضرورة فصل هذه المؤسسات عن بعضها البعض لتحسينها².

وأمام هذا الواقع الجديد، بدأ الحديث عن التعديلات المطلوبة لتفادي وقوع المؤسسات المالية بذات المأزق في المستقبل، وكان مبدأ فولكر (Volcker Rule)³ والذي يمنع البنوك من المتاجرة والتداول في المنتجات المالية لحسابها الخاص محل بحث رئيس على مستوى العالم الغربي كوسيلة لإعادة هيكلة عمل هذه المؤسسات المالية. ويحظر هذا المبدأ على المؤسسات المالية القيام بنشاطين رئيسيين؛ الحظر الأول يتعلق بمنع المؤسسات المالية من المتاجرة لحسابها الخاص (Proprietary Trading)؛ مما يعني عدم إمكانية المؤسسات المالية من المضاربة بالمنتجات المالية وذلك سعياً وراء تحقيق أي أرباح، أما الحظر الثاني فيتعلق بمنع هذه المؤسسات المالية من تملك نسب معينة في صناديق التحوط (Hedge Funds)، أو صناديق الاستثمار المباشر (Private Equity Funds)⁴.

وترجع فلسفة هذه المحظورات إلى المخاطر العالية المرتبطة بهذه الأنشطة؛ كالمضاربة بالأوراق المالية والمساهمة بصناديق التحوط والاستثمار المباشر، بالإضافة إلى وجود حالة من حالات تعارض المصالح غير المتصور معالجتها؛ ويتمثل هذا التعارض بأن هذه المؤسسات المالية تقوم عادة من خلال خدماتها المرتبطة بأسواق المال بتقديم النصح والخدمات المختلفة مثل التعهد بالاككتاب (Underwriting)، أو تمويلها، وعليه فإنه لا يتصور أن تقوم هذه المؤسسات بتقديم هذه الخدمات، وفي ذات الوقت تقوم بالمضاربة لحسابها الخاص على أسهم ذات الشركة.

ولتوضيح العملية للقارئ فإن بنكا استثمارياً مثل جولدمان ساكس (Goldman Sacks) يقوم عادة بتقديم

1- Matthias Lehman, *Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities: Comparison of Structural Reform Acts around the World*, Working Paper, No. 25, LSE Law, Society and Economy, London School of Economics and Political Science, pp. 2-3 (2014).

2- Ibid., p. 5.

3- يسمى مبدأ فولكر نسبة إلى بول فولكر، الرئيس السابق لمجلس الاحتياط الفيدرالي في سبعينيات القرن الماضي كونه هو من قام بالتقدم به، ولكن لم يرى النور إلا مؤخراً.

4- Julian T. S. Chow & Jay Surti, *Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?*, Number WP/11/236 IMF, Working Paper, p. 17 (2011).

توصيات لعملائه حول الأسهم، التي يرى بجدوى الاستثمار فيها، بل إنه في بعض الحالات يقوم بإدارة محافظ لعملائه للمضاربة في سوق الأوراق المالية، فكيف يتصور أنه في ذات الوقت يقوم بالمضاربة لحسابه الخاص، فهذه المضاربات قد تكون على حساب العميل بمعنى أن البنك يريد التخلص من بعض الأوراق المالية، التي استثمر فيها لحسابه الخاص فيقوم بإعطاء توصية للعميل، أو الجمهور بشراء هذه الأوراق، مما يشكل حالة من حالات تعارض المصالح غير المتصور معالجتها.

وفي السابق كانت هذه الممارسات مقبولة، شريطة أن تقوم المؤسسات المالية بوضع حواجز داخل المؤسسة، تمنع المسؤولين عن التداول لحساب المؤسسة المالية من التواصل مع زملائهم المسؤولين عن محافظ العملاء، وتعرف هذه الحواجز داخل المؤسسة الواحدة بسور الصين العظيم (Chinese Walls)¹.

ويجب التنويه إلى أن هناك عددًا من الاستثناءات وردت بقانون الإصلاح المالي لمبدأ فولكر؛ وأهم هذه الاستثناءات يتمثل بالسماح للبنوك الخاضعة للمبدأ من أن تستثمر بالسندات الحكومية، سواء على المستوى الفيدرالي، أو الولاية، بالإضافة إلى الأوراق المالية الصادرة من مؤسستي فريدي ماك (Freddie Mac) وفاني مي (Fannie Mae)، وهي مؤسسات تختص بتمويل العقارات السكنية²، بالإضافة إلى ما سبق فإن نطاق الاستثمارات يشمل الأوراق المالية المرتبطة بالنشاط الاستثماري للبنك كمتعهد للاكتتاب، أو صانع سوق والاستثمارات في المشاريع الصغيرة. وكل هذه الاستثناءات تتسم بأنها استثمارات منخفضة المخاطر.

ويمتد نطاق الحظر الوارد بمبدأ فولكر إلى المؤسسات غير المالية والتي تشكل خطرًا ماليًا عامًا على النظام المالي في الدولة³. وقد أعطى المشرع البنوك الخاضعة لمبدأ فولكر مدة زمنية تمتد إلى ست سنوات للالتزام بالمبدأ والتخلص من كافة الأنشطة، التي تتعارض معه⁴. وقد انتقد البعض المبدأ على أساس أنه سيؤثر سلبًا على مستويات التداول في سوق السندات نتيجة انسحاب البنوك من هذه الأنشطة⁵.

ويعدّ مبدأ فولكر وفقا للفقهاء الأمريكيين من القوانين الهيكلية (Structural Law)؛ ويقصد بالقوانين الهيكلية القوانين، التي تسعى إلى وضع هياكل معينة إما لتنظيم، أو تقليص، أو توجيه أنشطة معينة، فعلى سبيل المثال فإن القوانين، التي تؤدي إلى تأسيس وتبيان كيفية إدارة هيئات تنظيمية، أو تأسيس أسواق مثل البورصات، وعلى مستوى الولايات المتحدة الأمريكية، فإن قانون تنظيم البنوك الصادر بالعام 1933 يعد قانونًا هيكليًا، حيث نتج عنه إطار هيكلي جديد لعمل البنوك من خلال فصل أعمال البنوك التجارية عن البنوك الاستثمارية⁶.

وتجدر الإشارة إلى أن التدخلات التشريعية لإعادة هيكلة عمل المؤسسات المالية ليست مسألة حديثة، ولكن تعود إلى مرحلة الكساد العظيم في عشرينيات وثلاثينيات القرن الماضي وذلك من خلال إصدار قانون

1- Matthias Lehman, Op. Cit., p. 8.

2- Julian T. S. Chow & Jay Surti, Op. Cit., p. 18.

3- Charles K. Whitehead, "The Volcker Rule and Evolving Financial Markets", *Harvard Business Law Review*, Volume 1, pp. 40-73 (2011).

4- Ibid., p. 44.

5- Jack Bao, Maureen O'Hara & Xing Zhou, *The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress*, Working Paper, No. 2016-102, Board of Governors of the Federal Reserve System (US) FEDS, September pp. 2-3 (2016).

6- John C. Coates, *The Volcker Rule as Structural Law: Implications for Cost-Benefit Analysis and Administrative Law*, Working Paper Series in Law, No. 299, European Corporate Governance Institute, pp. 2-4 (2015).

(Glass-Steagall Act) والذي منع البنوك التجارية من الدخول في أنشطة تداول الأوراق المالية (أسهم، سندات ومشتقات مالية إلخ)، وفي ذات الوقت منع القانون البنوك الاستثمارية من قبول ودائع من الجمهور، ولكن أمام حركة تحرير الأسواق في تسعينيات القرن الماضي تم إلغاء هذا القيد من خلال قانون (Gramm-Leach-Bliley Act) والذي يعتبره البعض مساهمًا بشكل مباشر في وقوع الأزمة المالية الحالية¹.

ويرى البعض أن الهدف الحقيقي وراء مبدأ فولكر هو عودة البنوك لعملها التقليدي القائم على الإقراض دون أن يكون لدى هذه البنوك أي دور حقيقي في الاستثمار، وأن الدافع وراء المبدأ هو إعادة الحياة لقانون (Glass-Steagall Act)، والعودة إلى الفصل التشريعي بين البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية².

ولا تعد مثل هذه التدخلات التشريعية لحظر المؤسسات المالية من الانخراط في بعض المعاملات عالية المخاطر حصراً على القانون الأمريكي، ففي عام 2013 قامت فرنسا وألمانيا من خلال التنسيق المباشر بالقيام ببعض التعديلات التشريعية المشابهة لمبدأ فولكر. وهذه التعديلات تمت استناداً إلى تقرير (Liikanen)؛ وهو محافظ البنك المركزي الفنلندي، وقد تم البدء بتطبيقها منذ يوليو 2015.

وتتمثل أهم الاختلافات بين النهج الأوروبي والنهج الأمريكي، أن الأوروبيين لم يقرروا منع المؤسسات المالية بشكل كامل من التداول لحساباتها الخاصة، ولكن قاموا بتخيير البنوك بين الالتزام بالحظر المطلق للدخول في مثل هذه التعاملات، أو أن يكون التداول لحسابها الخاص من خلال شركة تابعة (Subsidiary) للمؤسسة المالية، وتكون هذه الشركة التابعة مختصة فقط بالدخول في هذه العمليات عالية المخاطر بشكل كلي، ولا يحق لهذه الشركات التابعة من قبول أية ودائع بأي شكل من الأشكال وأن تلتزم بمتطلبات خاصة لكفاية رأس المال³.

وتهدف هذه الاشتراطات إلى تحصين أموال المودعين في البنك من الاستثمارات، التي قد يقرر البنك الدخول فيها والتي تعد عالية المخاطر، بالإضافة إلى ذلك فإن القواعد التنظيمية الأوروبية تختلف عن نظيرتها الأمريكية من حيث نطاق تطبيقها، حيث تطبق فقط على المؤسسات المالية الكبرى والتي تشكل خطراً مالياً عاماً.

أما على صعيد القانون الإنجليزي؛ فقد صدر في عام 2013 قانون الخدمات المالية (Financial Services Act)، والذي تضمن قواعد مشابهة إلى حد ما لمبدأ فولكر، ولكن قام المشرع الإنجليزي بمعالجة إشكالية تعامل المؤسسات المالية بالمنتجات المالية عالية المخاطر من خلال حصر حق تلقي الودائع على المؤسسات المالية، التي يمنع عليها ممارسة ما يعرف بالتعاملات الممنوعة (Excluded Activities)، ولكن نطاق الحظر يتجاوز التعاملات، التي حظرها المشرع الأمريكي من خلال مبدأ فولكر⁴.

فهذه المؤسسات المالية يمنع عليها المشاركة بكافة التعاملات الخاصة بالبنوك الاستثمارية ويمنعها من استثمار أي من أموالها في استثمارات مباشرة. و لكن بخلاف مبدأ فولكر فإنه يجوز لهذه المؤسسات المالية المحصنة (Ring-fenced) أن تكون جزءاً من مجموعة مالية تملك مثل هذه المؤسسات ومؤسسات مالية أخرى تضطلع

1-Viral V. Acharya, et al., Op. Cit., pp. 7-9.

2- Charles K. Whitehead, Op. Cit., pp. 22-44.

3- Matthias Lehman, Op. Cit., p. 9.

4- Matthias Lehman, Op. Cit., p. 10.

بالاستثمارات عالية المخاطر، ولكن شريطة أن تكون مستقلة بالكامل بحيث أن تكون هذه المؤسسة المالية والتي تتلقى الودائع مستقلة باتخاذ قراراتها عن الشركات الأخرى في المجموعة، وأن لا تكون المؤسسة المالية المحصنة معتمدة على موارد أيٍّ من الشركات بالمجموعة، وأن تكون كافة التعاملات، التي تتم بين المؤسسة المالية المحصنة والشركات الأخرى بالمجموعة قائمة على أسس تجارية (Arms' Length Basis)¹.

● ثالثاً: الإطار القانوني لحماية ومكافأة المبلّغين

تعتبر سياسة حماية المبلّغين (Whistleblower Protection Policy)² عن الأعمال غير القانونية، ومكافأتهم للإبلاغ عن المخالفات القانونية المرتكبة، جزءاً لا يتجزأ من نسيج النظام القانوني الأمريكي، وتعتبر هذه القوانين جزءاً رئيساً من الآليات المتبعة لتعزيز الرقابة الفردية في المجتمع، وعادة ما تهدف هذه القوانين لتحقيق هدفين رئيسيين وهما: حماية "المبلّغين" من أي إجراءات تعسفية قد يقوم "المبلّغ عنهم" من اتخاذها ضدهم؛ والذي عادة ما يكون رب العمل، بالإضافة إلى الحماية من أي تصرفات انتقامية، وبوجه عام تهدف هذه القوانين إلى إيجاد محفزات مالية (Financial Incentives) لمكافأة المبلّغين، وذلك من خلال تخصيص مكافآت مالية للمبلّغ.

ويعدّ قانون الخدمة المدنية الأمريكي لسنة 1978 أول قانون يقدم الحماية للمبلّغ من أي إجراءات انتقامية من رب العمل، ولكن هذا القانون كان يقتصر على الموظفين في الحكومة الفيدرالية ولم يكن له أثر يذكر على أرض الواقع³. ومن بعد ذلك أصدر الكونغرس الأمريكي قانوناً متكاملًا لحماية المبلّغ وذلك في عام 1989 (Whistleblower Protection Act)، وتجدر الإشارة إلى أنه في نطاق القوانين المالية تم إصدار قانون خاص بحماية المبلّغين في الجرائم المرتبطة بسوق المال في عام 1988، مثل جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية، وذلك بحيث يخصص مبلغ كنسبة من المبالغ المحصلة من هذه الجرائم، ولكن الواقع العملي أثبت عدم كفاءة هذه التعديلات، حيث تم الاستفادة من هذا القانون سبع مرات فقط، وتم تحصيل 159 ألف دولار أمريكي فقط من تفعيل هذه المادة⁴.

واستمرت التطوّرات التشريعية بهذا الخصوص، عقب انهيار شركة إنرون وورلد كوم في العام 2002، حيث تم توسيع نطاق الحماية من الموظفين الفدراليين ليشمل كافة موظفي شركات المساهمة العامة، بالإضافة إلى

1- Matthias Lehman, Op. Cit., p. 11.

2- تعتبر سياسة حماية المبلّغين أحد أهم السياسات المنصوص عليها في المادة 33 من اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد والتي اعتمدها الجمعية العامة للأمم المتحدة في 31 أكتوبر 2003 وتم التصديق عليها من قبل 174 دولة؛ والتي تنص على أن «تُنظر كل دولة طرف في أن تدخل في صلب نظامها القانوني الداخلي تدابير مناسبة لتوفير الحماية من أي معاملة لا مسوّغ لها، لأي شخص يقوم بحسن نية ولأسباب وجيهة - بإبلاغ السلطات المختصة بأي وقائع تتعلق بأفعال مجرّمة وفقاً لهذه الاتفاقية».

وتفعيلاً لهذه المادة، تدخر تشريعات العديد من الدول بقواعد قانونية تضمن حماية المبلّغين، راجع في ذلك:

المادة رقم (1) من قانون رقم 2 لسنة 2016 في شأن إنشاء الهيئة العامة لمكافحة الفساد، والأحكام الخاصة بالكشف عن الذمة المالية - الكويت والتي عرفت المبلّغ بأنه «الشخص، الذي يقوم بالإبلاغ عن أية جريمة فساد، وينطبق ذلك على الشهود وضحايا الجريمة والخبراء الذين يدلون بشهادة تتعلق بأفعال مجرّمة».

للمزيد راجع: المادة 45 من قانون مكافحة الفساد وحماية الشهود والمبلّغين، 2006- الجزائر، المادة 7 من قانون مكافحة الفساد، 2006 - الأردن، المادة 24 من قانون رقم 36 لسنة 2006 بشأن حماية المبلّغين-اليمن، المادة 1 من قانون مكافأة المخبرين، 2008-العراق.

3- Dave Eberosle, "Blowing the Whistle on the Dodd-Frank Whistleblower Provisions", *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Volume 6, No. 1, 23-174, p. 125 (2011).

4- Ibid., p. 125.

تخفيض متطلبات الحماية للمبلغ، بحيث إنه أصبح يكفي أن يكون هناك اعتقاد معقول بوجود تجاوزات مالية Reasonable Belief of Fraud حتى يتمتع المبلغ بالحماية القانونية المكفولة في القانون¹.

وتضمن قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك العديد من القواعد، التي تهدف إلى إصلاح النظام القائم لحماية ومكافأة المبلغين، حيث تم تخصيص ما نسبته 10% إلى 30% من كافة المبالغ المحصلة من الجرائم والمخالفات المالية لمكافأة المبلغين، وتم توسيع نطاق الحماية من موظفي الشركات المساهمة العامة إلى الشركات التابعة والزميلة لها، وتم زيادة مدة التقادم إلى 6 سنوات فيما يتعلق بالدعاوى الموجهة للمبلغ.

ويعود الفضل وراء هذا النظام إلى البروفيسور بامبلا بيرسن من جامعة ألباما، في دراسته المتميزة، التي يدعو من خلالها إلى هذا النظام الجديد والقائم على مفهوم "Qui Tam Enforcement" وهو نظام قريب من مفهوم الحسبة ويعود تاريخياً للقانون الإنجليزي، والذي يسمح للأفراد بتحريك الدعاوى نيابة عن الحكومة الفيدرالية وفقاً لشروط وضوابط محددة، ويطلب فيها المبلغ بنصيب محدد من الغرامة، التي يدفعها المتهم².

وتشترط مفوضية أسواق المال الأمريكية مجموعة شروط لاستحقاق المبلغ المكافأة المالية؛ ينص الشرط الأول على ضرورة أن يكون الشخص مستوفياً لشروط المبلغ، والتي حددها المفوضية في تعريفها للمبلغ بأنه "أي شخص يقوم بشكل مستقل، أو بالتعاون مع آخرين بتزويد المفوضية بمعلومات حول مخالفة محتملة لقوانين أسواق المال" ولا يعدّ من المبلغين الموظفون بجهات رقابية، ووزارة العدل الأمريكية، ومجلس مراقبي المحاسبين، وأي منظمة معنية بتطبيق القانون، أو خاضعة لما يعرف بالتنظيم الذاتي (Self-Regulatory Organization). وبالإضافة إلى ذلك، تستثنى المفوضية أي شخص مدان بالموضوع محل البلاغ، وأي شخص تصل إليه المعلومة بصفته مدقّقاً، وفقاً لقوانين أسواق المال³.

بينما ينص الشرط الثاني على ضرورة أن تكون المعلومة المقدمة من قبل المبلغ تمت بشكل اختياري، أو طوعي، بمعنى ألا تكون هذه المعلومة نتيجة طلب من جهة رسمية، أو أن يكون المبلغ ملتزماً قانوناً بالتبليغ في حال حصوله على هذا النوع من المعلومات.

وينص الشرط الثالث على أن تكون المعلومة حديثة، وقد تم التوصل إليها من قبل المبلغ بشكل مستقل، وبناءً على علمه، وألا تكون المعلومة متوفرة لدى المفوضية، وألا تكون مستنتجة من خلاف قائم بالقضاء، أو من وسائل الإعلام إلخ. بمعنى آخر يجب أن لا تكون المعلومة ناتجة عن معلومات متاحة للجمهور، بل يشترط أن يكون قد تحصّل عليها المبلغ نتيجة خبرته وتواصله و مراقبته للشركة المخالفة؛ وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن المحامين لا يحق لهم التقدم بمعلومات وصلت إلى علمهم نتيجة تعاملهم مع الشركة بصفتهم محامين لها⁴.

في الختام؛ ينص الشرط الرابع على أن ينتج عن المعلومة المقدمة من قبل المبلغ نجاح القضية، التي تقوم المفوضية بتحريكها ضد الشركة، وتعتبر المفوضية محققةً لهذا الشرط في حال أن ترتب على المعلومة المقدمة من قبل المبلغ

1- Ibid., p. 126.

2- Douglas W. Baruch & Nancy N. Barr, "The SEC's Whistleblower Program: What the SEC Has Learned from the False Claims Act about Avoiding Whistleblower Abuses", *Harvard Business Law Review*, Volume 2, Online 25 July 2011, 28-43, p. 28.

3- Ibid., p. 33.

4- Ibid., p. 38.

تحريك تحقيق تجاه الشركة محل الاتهام، أو أن يتم إعادة فتح تحقيق سبق أن تم إغلاقه، أو أن يتم التوسع في تحقيق قائم؛ أما على صعيد الدعاوى فإن المعلومة تعتبر جدية ومفيدة في حال أن ساهمت بشكل جذري في نجاح دعوى محرّكة من المفوضية، أو أي جهة رقابية أخرى ذات شأن¹.

وتوقعت المفوضية أن برنامج المبلّغين سيساهم في استلام ما يقارب 30 ألف معلومة بالسنة، وعلى أرض الواقع فإن مجموعة من المبلّغين استفادوا من هذا البرنامج، فعلى سبيل المثال؛ ووفقاً للتقرير السنوي للمفوضية لعام 2015 والمقدم للكونغرس الأمريكي، قامت المفوضية خلال الأربع سنوات الأولى لعمل البرنامج بسداد ما يتجاوز 54 مليون دولار لـ 22 مبلّغاً². ولكن تجدر الإشارة إلى أن توقعات المفوضية باستلام ما يقارب 30 ألف معلومة سنوياً هو أمر مبالغ فيه، ففي عام 2015 تم استلام ما يقارب 4 آلاف معلومة بزيادة نسبتها 30% عما تسلمته المفوضية في عام 2012³.

المبحث الرابع: التنظيم التشريعي للشركات ذات الخطر المالي العام

يواجه النظام البنكي العديد من التحديات والصعوبات في ظل الأزمات المالية، وبشكل خاص يعدّ تعرض البنوك والمؤسسات المالية الكبرى للإعسار المالي، أو للإفلاس أحد أبرز التحديات، التي تواجه الإدارة المالية للدولة، والتي تشكل بطبيعة الحال - في حال انهيارها - خطراً عاماً (Systemic Risk)⁴، وعليه بدأ الحديث عن ضرورة تصنيف هذه المؤسسات والتي تمثل مؤسسات عالية الأهمية (Systemically Important Information) ووضع قواعد خاصة بهذه المؤسسات المالية نتيجة درجة مخاطرها على الاقتصاديات الوطنية والاقتصاد العالمي⁵، وهو ما سنتعرض له بالتفصيل في هذا المبحث.

سنتناول أولاً الإطار القانوني للمؤسسات ذات الخطر المالي العام، وثانياً القراءة النقدية للإطار التنظيمي للشركات ذات الخطر المالي العام. وذلك وفقاً للتقسيم التالي:

أولاً: الإطار القانوني للمؤسسات ذات الخطر المالي العام.

ثانياً: قراءة نقدية للإطار التنظيمي للشركات ذات الخطر المالي العام.

1- Ibid., p. 39.

2- US Securities Exchange Commission, 2015 Annual Report to Congress on the Dodd-Frank Act Whistleblower Program, Office of the Whistleblower, Washington, D.C., 2015, p. 1.

3- Ibid., p. 2.

4- درج العمل على ترجمة "Systemic Risks" على أنها مخاطر نمطية، فعلى سبيل المثال فإن القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية استخدم نفس المصطلح في المادة الثالثة من القانون والتي في نصها "تهدف الهيئة إلى ما يلي: 4- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية".

كما تنص المادة 21 من نفس القانون والمعدلة بموجب القانون رقم 22 لسنة 2015 على أن "يكون للهيئة احتياطات نقدية تضمن لها استقراراً مالياً على المدى الطويل لمقابلة الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية".

إلا أن هذه الترجمة لا تعبر عن المعنى الصحيح لهذا المصطلح، فالخطر النمطي (Systematic Risk) هو ذلك الخطر، الذي يحدث بصورة منتظمة، أما مصطلح "Systemic Risk" فيعبر عن الخطر، الذي يصيب النظام المالي الكلي للدولة؛ لذا نعتقد أن ترجمتها الصحيحة هي "الخطر المالي العام".

5- Julian T.S. Chow & Jay Surti, Op. Cit., p. 3.

● أولاً: الإطار القانوني للمؤسسات ذات الخطر المالي العام

بداية يجب التنويه إلى أن تنظيم ما يعرف بالشركات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً، أو كما يطلق عليها "أكبر من أن تفشل" (Too Big To Fail)؛ هي تلك المؤسسات، التي ستؤدي في حال انهيارها إلى انهيار الاقتصاد وامتداد أثارها إلى الاقتصاد وليس فقط مساهمي هذه الشركات؛ وهي لا تعد مسألة جديدة ولكن الأزمة المالية العالمية 2008، أدت إلى إعادة تسليط الضوء على هذه الشركات.

وبدأ هذا الاهتمام بشكل خاص، بعد أن رفض الاحتياطي الفيدرالي في سبتمبر 2008 التدخل؛ لأنقاذ بنك ليمان براذرز (Lehman Brothers) مما أدى إلى إفلاسه، وذلك على الرغم من قيام الاحتياطي الفيدرالي في مارس 2008 بدعم جي بي مورغن (JP Morgan) للاستحواذ على البنك الاستثماري بير ستيرنز (Bear Stearns)¹.

وقد نتج عن انهيار بنك ليمان براذرز الاستثماري آثار غير مسبوقه على مستوى السوق، وهو الأمر، الذي دعى محافظي البنوك المركزية لأكبر 7 اقتصاديات في العالم للاجتماع في واشنطن في أكتوبر 2008، وذلك من أجل مناقشة ضرورة أن تقوم الدول بتقديم العون والمساعدة للشركات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً على الاقتصاد، وقد أدى هذا القرار إلى الاعتراف الرسمي بأهمية التنظيم والمحافظة على الشركات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً على الاقتصاد، وتم اتخاذ ذات القرار في نفس الشهر على صعيد الاتحاد الأوروبي.

ويجب التنويه إلى أن تنظيم مثل هذه الشركات يمثل تحدياً غير مسبوق بشهادة محافظي البنوك المركزية للدول الكبرى؛ فوفقاً لمحافظ البنك المركزي البريطاني السيد مارفين كينغ (Mervyn King)، فإن هذه المؤسسات تتعارض مع فلسفة الاقتصاد الحر، الذي تعمل من خلاله، وذات الأمر أكده رئيس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السيد بين شالوم بيرنانكي (Ben Bernanke) أمام اللجنة المختصة بالكونغرس في عام 2009، حيث أكد أنه إذا كان هناك درس يستفاد منه في هذه الأزمة فهو ضرورة إيجاد حل للشركات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً².

وبالنظر إلى تاريخ المؤسسات المالية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، فإنه يتبين أن هناك معارضة وتشككاً حول أداء مثل هذه المؤسسات، ويعود هذا الأمر إلى بدايات تأسيس الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1791، حيث كان يدور نقاش ممتع بين اثنين من الآباء المؤسسين (Founding Fathers) (Thomas Jefferson)، وذلك عند الكسندر هاملتون (Alexander Hamilton) وتوماس جيفرسون (Thomas Jefferson)، وذلك عند المباحثات حول تأسيس ما يشابه بنكاً مركزياً على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية، واستمر هذا التشكك حول نمو المؤسسات المالية، حيث صدر في عام 1927 قانون (McFadden) والذي منع البنوك المحلية من فتح فروع لها خارج حدود الولاية، التي يعمل فيها البنك³.

1- Morris Goldstein & Nicolas Veron, *Too Big to Fail: The Transatlantic Debate*, Bruegel Working Paper, Volume 3, p. 3 (February 2011).

2- Ibid., p. 4.

3- Jennifer Aronsohn, *From Too big to Fail to Too Costly to Comply; A Closer Look at How Financial Regulations Have Changed the Industry Over Time*, (Undergraduate Theses, School of Public and Environmental Affairs, Indiana University, Spring 2016) p. 9.

وبدأ هذا التشكك والسياسة المحافظة تجاه المؤسسات المالية بالتراجع منذ ثمانينيات القرن الماضي، حيث صدر قانون (Garn-St. Germain) في عام 1982، والذي سمح للبنوك الاستحواذ على البنوك المتعثرة بغض النظر عن قوانين الولايات المحلية، وفي عام 1994 صدر قانون (Riegle-Neal) والذي ترتب عليه إلغاء القيود على فتح فروع خارج حدود الولاية¹. ولعل آخر مسمار في نعش السياسة المحافظة، التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية تجاه المؤسسات المالية كان في عام 1999، حيث تم السماح للبنوك بالجمع بين الأعمال التجارية والاستثمارية بعد إلغاء الحظر المفروض على ذلك الأمر².

وبالنظر إلى تاريخ المؤسسات، التي تمثل خطرًا ماليًا عامًا في الدول الأوروبية، نجد أنها تختلف بعض الشيء عن تاريخ ذات المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث إن استقلالية الدول الأوروبية أدت إلى وجود دعم محلي لتعزيز المؤسسات المالية داخل كل دولة، فعلى سبيل المثال فإن دويتشه بنك (Deutsche Bank) تم تأسيسه في ألمانيا في عام 1870 لينافس البنوك الإنجليزية في مجال التجارة الدولية ودعم الإمبراطورية الألمانية، ومع تأسيس الاتحاد الأوروبي تزايدت عمليات الاندماج بين المؤسسات المالية داخل الاتحاد انطلاقًا من الإيمان آنذاك أن مثل هذه الاندماجات العابرة للحدود تعمل على تعزيز السوق الأوروبية المشتركة³.

بالإضافة إلى ما سبق، وجود هاجس وخوف لدى الأوروبيين من احتمالية انهيار البنوك، مما خلق لديهم نزعة تدخلية في عمل البنوك، ويرجع ذلك لأسباب تاريخية حيث إن انهيار العديد من البنوك في عام 1931 في ألمانيا ساهم ببلوغ الحزب الاشتراكي الألماني بقيادة أدولف هيتلر للحكم، بينما نرى أن الولايات المتحدة الأمريكية تتبنى سياسة مغايرة حيث لا توجد أية حساسية لديهم من انهيار البنوك، حيث يعدّ هذا الأمر طبيعيًا في ظل قواعد السوق الحرة⁴.

في الختام، تجدر الإشارة إلى أن ما يعرف بأخطار النظام المالي العام تتجاوز في بعض الأحوال المؤسسة في ذاتها من ناحية الحجم، وتمتد إلى بعض المؤسسات، والتي تصنف على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا، وذلك ليس لحجمها ولكن لارتباطها بالعديد من المؤسسات وهذا الارتباط هو ما يجعلها تصنف على أساس أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا⁵.

● ثانيًا: قراءة نقدية للإطار التنظيمي للشركات ذات الخطر المالي العام

بالعودة إلى التعديلات التشريعية الأخيرة في الولايات المتحدة الأمريكية؛ والخاصة بالشركات، التي تمثل خطرًا ماليًا عامًا، فإن قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك الصادر في عام 2010 تضمن قواعد تنظيمية خاصة بهذا النوع من الشركات تهدف إلى تقليص المخاطر المالية العامة للشركات الكبرى، وذلك من خلال إخضاعها لنظام تنظيمي ورقابي خاص يسعى إلى تقليص فرص انهيار هذه المؤسسات، بالإضافة إلى سهولة تصفيتها في حال انهيارها.

1- Ibid., p. 9.

2- Morris Goldstein & Nicolas Veron, Op. Cit., p. 5.

3- Morris Goldstein & Nicolas Veron, Op. Cit., p. 6.

4- Morris Goldstein & Nicolas Veron, Op. Cit., p. 6.

5- John Jr. Coffee, "The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated", Op. Cit., p. 1058.

ويحقق القانون هذه الأهداف من خلال إنشاء المجلس الأعلى لمراقبة الاستقرار المالي (Financial Stability Oversight Council)، بالإضافة إلى مكتب الأبحاث المالية (Office of Financial Research)، حيث تم تكليف هاتين المؤسستين بمهمة تحديد المخاطر، التي تهدد الاستقرار المالي ومعالجة هذه المخاطر قبل أن تؤثر على الاقتصاد.

وتم تعزيز صلاحيات الاحتياطي الفدرالي الأمريكي من خلال إعطاءه الصلاحيات اللازمة لتقييد أنشطة المؤسسات، التي تشكل خطراً مالياً عاماً، بل أن القانون قام بتحويل الاحتياطي الفدرالي تفكيك هذه المؤسسات بعد موافقة المجلس الأعلى لمراقبة الاستقرار المالي في حال أن رأى الاحتياطي الفدرالي ضرورة لاتخاذ مثل هذا الإجراء لحماية الاقتصاد الوطني¹.

ويترأس المجلس الأعلى لمراقبة الاستقرار المالي وزير الخزانة الأمريكي، وعضوية كل من رئيس الاحتياطي الفدرالي، ورئيس مكتب الرقابة المالية على العملة، ورئيس جهاز الحماية المالية للمستهلك، ورئيس لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، ورئيس المؤسسة الفدرالية للتأمين على الودائع، ورئيس هيئة تداول العقود والسلع الآجلة، ومدير الهيئة الفيدرالية لتمويل الإسكان، ورئيس مجلس إدارة اتحاد الائتمان الوطني، بالإضافة إلى عضو مستقل ذي خبرة في مجال التأمين يعين من قبل الرئيس الأمريكي، بالإضافة إلى خمسة أعضاء لا يتمتعون بحقوق تصويت².

والفلسفة من وراء إنشاء هذا المجلس وفقاً لقانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك، هو أن يشرف على المخاطر العامة في القطاع المالي وإنهاء التوقعات من أن الحكومة ستقذ أي مساهمين، أو دائنين في حال انهيار أحد الشركات، التي تمثل خطر مالي عام، وبالنهاية فإن المجلس يراقب أي تهديدات أخرى للاستقرار المالي³.

ويتمتع المجلس بعدة صلاحيات لتحقيق هذه الأهداف من أهمها، الحق في تصنيف أي مؤسسة غير مالية على أنها تمثل خطراً مالياً عاماً، وعليه إخضاعها لقواعد رقابية وتنظيمية مشددة، إضافة إلى أنه يملك صلاحية تحديد الثغرات في القواعد التنظيمية الصادرة من الهيئات الرقابية ذات الصلة بالقطاع المالي، ويحق للمجلس تبادل المعلومات ذات الصلة بالمؤسسات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً مع الولايات المختلفة والهيئات الفدرالية، ولضمان استقرار المجلس فإن قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك أعطى المجلس الحق في تحديد ميزانيته بعيداً عن الكونغرس⁴.

وبعد مرور أربعة أعوام من عمل المجلس، بدأت تظهر بعض الأصوات، التي تنتقد طبيعة وجدوى عمله، وتجدر الإشارة إلى أن غالبية الانتقادات صادرة من جانب الحزب الجمهوري والذي كان يعارض إنشاء المجلس على اعتبار أنه تدخل غير محمود في آليات السوق الحرة، ومن أهم الشخصيات، التي قامت بتوجيه هذه الانتقادات:

1- Jeb Hensarling & Patrick Mchenry, *Failing to End "Too Big to Fail"; An Assessment of the Dodd-Frank Act Four Years Later*, Report Prepared by the Republican Staff of the Committee on Financial Services, US House of Representatives, 113th Congress, Second Session, July 2014, pp. 24-25.

2- راجع القسم 111 من قانون دود وفرانك للإصلاح المالي وحماية المستهلك

H.R.4173 – Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

3- Jeb Hensarling & Patrick Mchenry, Op. Cit., p. 29.

4- Ibid., p. 29.

رئيس الاحتياطي الفدرالي السابق بول فولكر (Paul Volcker) وأليس رايفلين (Alice Rivlin) نائب الاحتياطي الفدرالي السابق؛ ولعل أحد أبرز الانتقادات، التي وجهت للمجلس هو أنه في حال أن تم تصنيف مؤسسة على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا، فإن السوق سيتعامل معها على أساس أن هذه الشركات محصنة من أي انهيار كونها تمثل خطرًا ماليًا عامًا على الاقتصاد، مما يعني أن المتعاملين مع هذه الشركات سيتمتعون بحماية إضافية لا تتمتع بها الشركات الأخرى.

الانتقاد الآخر، الذي يوجه للمجلس هو أن غياب معايير واضحة لتصنيف الشركات على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا، سيؤدي إلى تصنيف بعض الشركات، التي من غير المفترض أن تحمل هذا التصنيف وعليه تحميلها تكاليف إضافية كونها ستكون عرضة لقواعد تنظيمية ورقابية إضافية¹.

ويرى البعض أن تصنيف المؤسسات غير المالية مثل شركات التأمين الكبرى على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا، في حقيقته عبارة عن دعم غير مباشر من قبل الحكومة، حيث إنه عند اندلاع الأزمات فإن أول المؤسسات، التي سيتم إنقاذها هي تلك المؤسسات، وعليه فإن هذه الشركات ستستفيد من هذا التصنيف بشكل غير مباشر، حيث إن المحصلة النهائية من وراء هذا التدخل التشريعي هو خلق شريحة من الشركات المدعومة حكوميًا (Government Sponsored Entities).

وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى عام 2014، قام المجلس بتصنيف شركتين غير ماليتين على أنهما تمثلان خطرًا ماليًا عامًا، وهاتان الشركتان هما شركة AIG للتأمين وشركة (GECapital)، بالإضافة إلى أنه كان هناك خلاف بين بعض أعضاء المجلس حول تصنيف شركة (Prudential)². ويستند المجلس في تصنيف الشركات على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا على مجموعة معايير، أهمها هو حجم الأصول المجمعة للشركة، ففي حال أن تجاوز حجم الأصول المجمعة (Consolidated Assets) 50 مليار دولار، فإنه يتم تصنيفها على أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا.

وعليه فإنه يفترض على الاحتياطي الفدرالي الأمريكي أن يضع قواعد تنظيمية مشددة، مثل الحد الأقصى للاقتراض، ومتطلبات السيولة، وقواعد خاصة لكفاية رأس المال، بالإضافة إلى ضرورة وجود خطة تصفية للتعامل مع الشركة في حال أن تعرضت لصعوبات مالية³. وعلى سبيل المثال؛ فإن الحد الأقصى للديون يجب ألا يتجاوز 15 ضعف رأس المال مع إخضاع هذه المؤسسات إلى اختبارات دورية للتأكد من سلامتها المالية.

وبالإضافة إلى إنشاء المجلس للتعامل مع ما يعرف بالأخطار المالية العامة، فإن قانون الإصلاح المالي وحماية المستهلك يتطلب أن تقوم المؤسسات المصنفة على أساس أنها تمثل خطرًا ماليًا عامًا بأن تعزز من رأس مالها، وذلك من خلال إصدار سندات تتحول إلى أسهم في هذه المؤسسات بمجرد أن تواجه هذه المؤسسات صعوبات مالية يتم تحديدها مسبقًا، ويهدف هذا الأمر إلى ضمان تعزيز رؤوس أموال هذه المؤسسات في حال أن واجهت صعوبات مالية.

1- Ibid., p. 34.

2- Ibid., pp. 40-42.

3- Morrison & Foerster Report, *The Dodd-Frank Act: a Cheat Sheet*, Morrison & Foerster publications, San Francisco, California, United States, p. 24.

وللابتعاد عن أي حاجة لتدخل حكومي؛ لإنقاذ هذه المؤسسات في حال انهيارها، فإن الإصلاحات المالية الجديدة تتطلب أن يكون هناك تأمين ساري على هذه المؤسسات من إحدى شركات القطاع الخاص، وان تلتزم الشركة بدفع الاشتراكات بشكل دوري، بمعنى آخر فقد تم إنشاء تأمين من قبل القطاع الخاص لمواجهة أي تحديات مستقبلية وذلك لتفادي الحاجة لأي تدخلات حكومية في حال انهيار أي من هذه المؤسسات¹.

الخاتمة

أحد أبرز ما يميز الأزمة المالية للعام 2008 هو أنها تكاد تكون أول أزمة غير مرتبطة بحالة زعر لصغار المستثمرين، أو المودعين (Retail Panic) كما هو الحال في الكساد العظيم، ولكنها أدت إلى زعزعة الثقة وخلق حالة زعر بين المؤسسات المالية في التعامل بين بعضها البعض (Wholesale Panic).

ولذلك نرى من يشكك في بعض الحلول، التي وضعها المشرع الأمريكي، وبشكل خاص محاولة خلق تأمين خاص للمؤسسات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً، وهو الحل المشابه للتدخل التشريعي في بدايات القرن الماضي عندما أصاب عملاء البنوك الهلع لعدم قدرتهم على تحديد الملاءة المالية للبنوك، وعليه تم تأسيس شركة التأمين للإيداعات البنكية لتعويض المودعين في حدود مبالغ محددة وذلك لمعالجة هذه الإشكالية؛ حيث إن مثل هذه الحلول قائمة على فكرة أن هناك نسبة محددة وصغيرة من البنوك متعرضة لصعوبات مالية، ولكن في حالة الأزمات الخاصة بالمؤسسات، التي تمثل خطراً مالياً عاماً فإن الأزمة عادة ما تواجه القطاع بأسره، وعليه فإن خيار التأمين لن يستطيع مواجهة مثل هذه الحالات، وعليه فإن البنوك ستضطر للتدخل؛ لإنقاذ هذه الشركات وهو الأمر، الذي سعى الإصلاح التشريعي لتفاديته.

وتجدر الإشارة إلى أن أحد أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 كانت الاختلالات التشريعية للقوانين القائمة وقت الأزمة، وذلك في ظل عدم كفاية التشريعات التجارية لتنظيم المتداولين والمستثمرين؛ لذا من الضروري أن يكون هناك تشريعات جيدة تقلل من فرص حدوث الأزمات بشكل نظامي، ولكن حتى في حال وجود قوانين جيدة فإن التحدي الآخر يتمثل بقدرة الحكومات المؤسسية على تطبيق هذه القوانين الجيدة تطبيقاً صحيحاً.

ولقد أدت تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 إلى إعادة النظر في الفلسفة التشريعية التجارية القائمة على مبدأ الحرية الاقتصادية، وذلك بإجراء العديد من الإصلاحات التشريعية، التي أتاحت الفرصة للدولة بالتدخل لتنظيم الأسواق، مما أعاد الجدل حول دور الدولة في النشاط الاقتصادي، إلا أن العودة إلى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي يتطلب ابتداءً إصلاحاً شاملاً وتدرجياً للمؤسسات الحكومية، مما يوفر الحماية الملائمة للأسواق.

ومن الضروري إعادة مراجعة، أو تأقيت العمل بالتشريعات التجارية الصادرة في أوقات الأزمات، حيث إن معظمها تكون ذات صفة شعبية تهدف في المقام الأول إلى إرضاء المواطنين وامتصاص غضبهم الناتج عن ضغوطات الأزمة، مع عدم الاهتمام بالبحث في مدى صلاحية تطبيقها في مرحلة ما بعد الأزمة.

1- John Jr. Coffee, "The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated", Op. Cit., p. 1058.

المراجع

أولاً: الكتب

- 1- Aronsohn, Jennifer, *From Too big to Fail to Too Costly to Comply; A Closer Look at How Financial Regulations Have Changed the Industry Over Time*, (Undergraduate Theses, School of Public and Environmental Affairs, Indiana University, Spring 2016).
- 2- Bernanke, Ben, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press, 2013, Print, 1st ed.
- 3- Calomiris, Charles W., & White, Eugene N., "The Origins of Federal Deposit Insurance", in: Goldin, Claudia & Libecap, Gary D. (editors), *The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy*, University of Chicago Press, 1994, Print, 1st ed.
- 4- Coffee Jr., John, Sale, Hillary & Henderson, Todd. M., *Securities regulation: Cases and materials*, Foundation Press, 13th ed., 2015.
- 5- Drezner, Daniel W., *The system worked: How the world stopped another great depression*, Oxford University Press, 2014.
- 6- Galbraith, John Kenneth, *The great crash 1929*, Houghton Mifflin Harcourt, 2009.
- 7- Maramba, Kathrina, "The Dodd-Frank Act: Framing Financial Reform", in: *Candidacy for The Degree of Master of Arts Directed Research Project*, The Faculty of The Public Communication Graduate Program, School Of Communication, American University Washington, D.C., April 2012.
- 8- Sobel, Robert, *The great bull market: Wall Street in the 1920s*, W.W. Norton & Company, 1968, Print, 1st ed.
- 9- Sorkin, Andrew R., *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save The Financial System and Themselves*, New York: Viking, 2009, Print, 1st ed.
- 10- Stiglitz, Joseph, "Regulation and Failure", in: Moss, David & Cisternino, John, *New Perspectives on Regulation*, Cambridge, MA: The Tobin Project, 2009, 11-23. Print, 1st ed.

ثانياً: التقارير

1. Bank for International Settlements, *OTC Derivatives Statistics at End-June 2015*, Monetary and Economic Department, November 2015, Available at BIS website <http://www.bis.org/publ/otc_hy1511.pdf> (Accessed: 8/13/2017, 1:20 PM).
2. Financial Services Compensation Scheme, *Compensation Limits*, <<https://www.fscs.org.uk/what-we-cover/compensation-limits/deposit-limits>> (accessed: 8/13/2017, 11:49 AM).
3. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *A Brief History of Deposit Insurance in the United States*, Prepared for the International Conference on Deposit Insurance, FDIC publications, Washington, D.C., September 1998.
4. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), *Annual Report 2010*, FDIC publications, Washington, D.C., 31 March 2011.
5. Hensarling, Jeb & Mchenry, Patrick, *Failing to End "Too Big to Fail"; An Assessment of the Dodd-Frank Act Four Years Later*, Report Prepared by the Republican Staff of the Committee on Financial Services, US House of Representatives, 113th Congress, Second Session, July 2014.
6. Morrison & Foerster Report, *The Dodd-Frank Act: a Cheat Sheet*, Morrison & Foerster publications, San Francisco, California, United States.
7. The Federal Reserve System, *H.15 Selected Interest Rates: Effective Federal Funds Rate*, Board of Governors of The Federal Reserve System (US), Last updated: 2017-08-01, <<https://fred.stlouisfed.org/data/FEDFUNDS.txt>> (Accessed: 8/9/2017, 11:48 AM).
8. US Securities Exchange Commission, *2015 Annual Report to Congress on the Dodd-Frank Act Whistleblower Program*, Office of the Whistleblower, Washington, D.C., 2015.

ثالثاً: الأبحاث والمقالات

1. Acharya, Viral V., et al., "Market failures and regulatory failures: Lessons from past and present financial crises", *ADB Working Paper Series*, Tokyo: Asian Development Bank Institute, No. 264, (2011).

2. Banner, Stuart, "What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence", *Washington University Law Review*, Volume 75, No. 2, 1997, 849-855.
3. Bao, Jack, O'Hara, Maureen & Zhou, Xing, *The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress*, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), FEDS Working Paper No. 2016-102, September 2016.
4. Baruch, Douglas W., & Barr, Nancy N., "The SEC's Whistleblower Program: What the SEC Has Learned from the False Claims Act about Avoiding Whistleblower Abuses", *Harvard Business Law Review*, Volume 2, Online 25 July 2011, 28-43.
5. Beachy, Ben, *A Financial Crisis Manual: Causes, Consequences and Lessons of the Financial Crisis*, Global Development and Environment Institute, Working Paper, No. 12-06, Tufts University, December 2012.
6. Benston, George J., "Required disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Exchange Act of 1934", *The American Economic Review*, Volume 63, No. 1, 1973, 132-155.
7. Blundell-Wignall, Adrian, Atkinson, Paul E. & Lee, Se Hoon, "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", *OECD Journal: Financial Market Trends 2008*, Volume 2, Paris, 2008.
8. Buenstorf, Guido & Fornahl, Dirk, "B2C-Bubble to Cluster: The Dot-Com Boom, Spin-Off Entrepreneurship, And Regional Agglomeration", *Journal of Evolutionary Economics*, Volume 19, No. 3, Springer International Publishing, 2009, 349-378.
9. Chow, Julian T.S., & Surti, Jay, *Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?*, IMF Working Paper Number WP/11/236, 2011.
10. Coates, David & Dickstein, Kara, "A tale of two cities: Financial meltdown and the Atlantic divide", in: Casey T. (eds): *The Legacy of the Crash- How the Financial Crisis Changed America and Britain*, Palgrave Macmillan, London, 2011, 60-78. Print, 1st ed.
11. Coates, John C., *The Volcker Rule as Structural Law: Implications for Cost-Benefit Analysis and Administrative Law*, European Corporate Governance Institute, Working Paper Series in Law, No. 299/2015.
12. Coffee Jr., John, "What Went Wrong? A Tragedy in Three Acts", *University of St. Thomas Law Journal*, Volume 6, Issue 2, No. 8, 2009, 403-420.
13. Coffee Jr., John, "The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated", *Cornell Law Review*, Volume 97, 2012.
14. Dam, Kenneth W., "The Subprime and Financial Regulation: International and Comparative Perspectives", *Chicago Journal of International Law*, Volume 10, No. 2, Winter 2010.
15. Eberosle, Dave, "Blowing the Whistle on the Dodd-Frank Whistleblower Provisions", *Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal*, Volume 6, No. 1, 2011, 123-174.
16. Edmonds, Timothy, *Financial Crisis Timeline*, Parliament UK: House of Commons Briefing Paper, No. 04991, 12 April 2010.
17. Eubanks, Walter W., *The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis*, Volume 1, Congressional Research Service, Library of Congress, 2010.
18. Evanoff, Douglas D., & Moeller, William F., "Dodd-Frank: Content, Purpose, Implementation Status and Issues", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Quarter 3, 2012, 75-84.
19. Goldstein, Morris & Veron, Nicolas, *Too Big to Fail: The Transatlantic Debate*, Bruegel Working Paper, Volume 3, (February 2011).
20. Kraay, Aart & Ventura, Jaume, "The Dot-Com Bubble, The Bush Deficits, And the US Current Account", in: Clarida, Richard H. (editor): *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, National Bureau of Economic Research, Conference June 1-2, 2005, University of Chicago Press, 2007, Print, 1st ed. 457-496.
21. Lehman, Matthias, *Volcker Rule, Ring-Fencing or Separation of Bank Activities: Comparison of Structural Reform Acts Around the World*, LSE Law, Society and Economy, London School of Economics and Political Science, Working Paper No. 25, 2014.
22. Marshall, John, *The financial Crisis in the US: Key Events, Causes and Responses*, House of Commons Library, Research Paper 09/34, April 2009.
23. Nelder, Chris, "The "Big Three" Automakers Bailout", *Energy and Capital*, Posted 19 November 2008 at 7:38 PM, <<https://www.energyandcapital.com/articles/big-three-bailout/786>> (Accessed: 8/13/2017, 11:13 AM).
24. Romano, Roberta, *Regulating in the Dark*, Yale Law & Economics Research Paper, No. 442, Yale Law School John M. Olin Center for Studies in Law, 2011.

25. Skeel, David A. Jr., *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, Institute for Law and Economics, University of Pennsylvania, Research Paper No. 329, 2010.
26. Webel, Baird, *Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status*, Congressional Research Service, June 2013.
27. Whitehead, Charles K., "The Volcker Rule and Evolving Financial Markets", *Harvard Business Law Review*, Volume 1, 2011, 40-73.