

كيف يغيّر بازل ٣ مواقع رأس المال¹

الشركات التابعة غير المصرفية لخزانات الأسهم

Nicola Cetorelli

head of Financial Intermediation in the Federal Reserve Bank of New York's Research and Statistics Group

Shohini Kundu

Shohini Kundu is an assistant professor of finance at the UCLA Anderson School of Management and an assistant professor of law (by courtesy) at the UCLA School of Law

إن الشركات التابعة غير المصرفية داخل شركات قابضة مصرفية (BHCs) هي "خزانات" كبيرة وغنية بالأسهم، حيث انحرف رأس مال البنوك بشكل حاد عن رأس المال الموحد بعد دخول بازل ٣ حيز التنفيذ في عام ٢٠١٥. يسأل هذا المقال عن السبب، ويتتبع الإجابة عبر البنية الداخلية للشركة القابضة.

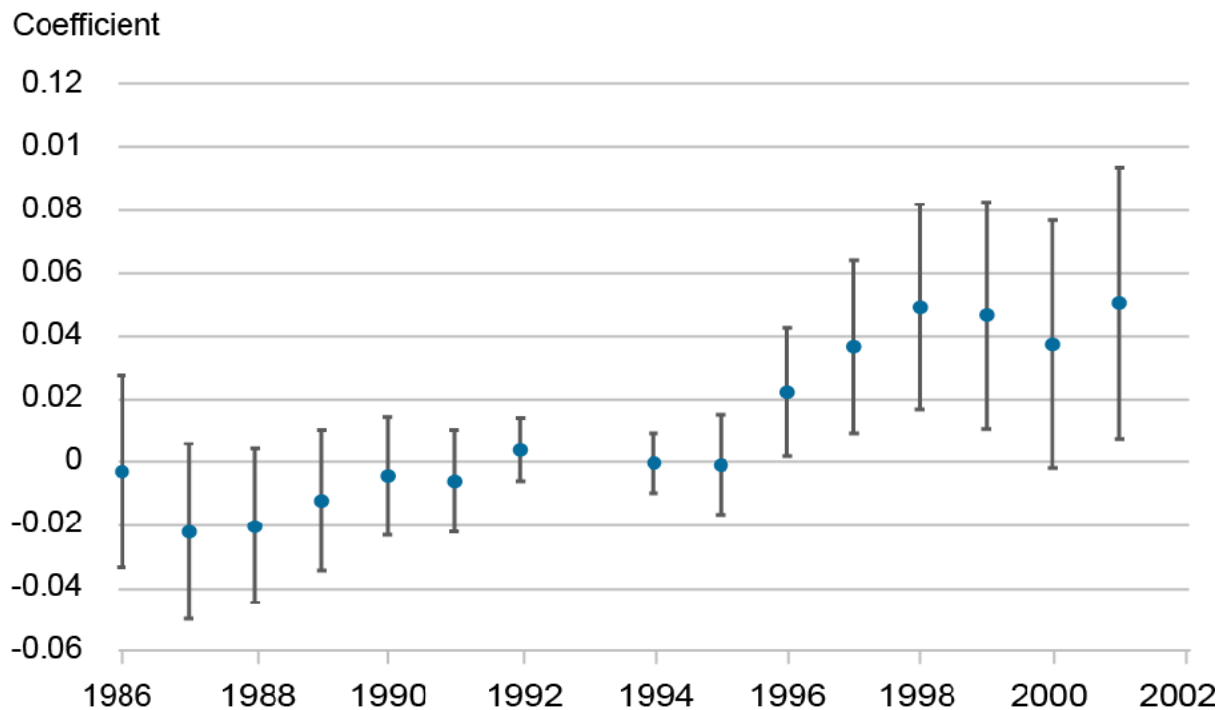
عندما دخلت الحدود الدنيا لرأس المال الملزمة بموجب بازل ٣ حيز التنفيذ بالنسبة للبنوك الأمريكية في يناير ٢٠١٥، واجهت الشركة القابضة المصرفية (BHC) التي كان فرعها المصرفي دون المعايير الجديدة خيارين. الأول: جمع أسهم جديدة في الأسواق الخارجية، وهو خيار مكلف. الثاني: إذا كانت تمتلك شركات تابعة غير مصرفية غنية بالأسهم، فيمكنها ببساطة نقل رأس المال من شركة تابعة إلى أخرى. يرضي المسار الثاني الجهة التنظيمية، ويتجنب تكاليف الإصدار، ويترك الأسهم الموحدة تماماً حيث كانت. في هذا المقال الثاني من سلسلتنا، نوضح أن هذا هو بالضبط ما فعلته الشركات القابضة المصرفية المعقدة تنظيمياً استجابةً لمتطلبات رأس المال الأعلى.

مزيد من رأس المال في البنك، ولا شيء في الشركة القابضة

لتحديد الاختلافات في التعقيد التنظيمي التي سبقت بازل ٣، استفدنا من التباين التاريخي في تحرير القيود على الخدمات المصرفية بين الولايات. أزلت الولايات القيود على الخدمات المصرفية بين الولايات

¹ Nicola Cetorelli and Shohini Kundu, How Basel III Changes Where Capital Sits: Nonbank Subsidiaries as Equity Reservoirs, Liberty Street Economics, JULY 16, 2026, [Link](#)

في أوقات مختلفة خلال السبعينيات والثمانينيات وأوائل التسعينيات. كان لدى الشركات القابضة المصرفية التي يقع مقرها في ولايات حرّرت القيود في وقت مبكر مزيد من الوقت للتوسع وبناء منظمات معقدة متعددة الشركات التابعة قبل توحيد القيود على الخدمات المصرفية بين الولايات على المستوى الوطني في عام ١٩٩٤. تتنبأ هذه الاختلافات التاريخية بقوة بالتعقيد التنظيمي بعد عقود (كما هو موضح في الرسم البياني أدناه)، ومع ذلك فمن غير المرجح أن تكون مرتبطة بتنفيذ بازل ٣ بعد ثلاثة عقود. وتماشياً مع ذلك، لا تظهر الولايات التي حرّرت القيود في وقت مبكر ومتأخر أي تباعد في النشاط غير المصرفي قبل التحرير؛ بل تظهر الفجوة بعد ذلك فقط.



Source: BHC Organizational Structure Database.

Notes: The chart shows the trends in nonbank financial subsidiary share from 1986–1994, between BHCs headquartered in early-deregulating states and late-deregulating states. Early deregulators are defined as states with median interstate deregulation year before 1986.

توقيت التحرير كأداة للتعقيد التنظيمي

باستخدام هذا التباين، وجدنا أن البنوك في الشركات القابضة المصرفية التي يقع مقرها في ولايات حرّرت القيود قبل عام واحد تجمع حوالي ثلاثة أرباع نقطة معوية إضافية من رأس المال الزائد بعد عام ٢٠١٥. بالنظر إلى الفارق البالغ حوالي سبع سنوات بين الولايات التي حرّرت القيود في وقت مبكر ومتأخر في

عينتنا، فإن هذا يُترجم إلى حوالي ٥ نقاط مئوية إضافية من رأس المال الزائد على مستوى البنك. أما على مستوى الشركة القابضة المصرفية الموحد، فإن التقدير المقابل هو صفر بشكل أساسي. الأصول الموحدة والإقراض والرافعة المالية لم تتغير هي الأخرى. يساعد التأثير الكبير على مستوى البنك مقترناً بتأثير معدوم على المستوى الموحد في استبعاد قصة الإصدار الخارجي؛ فالأسهم الجديدة التي يتم جمعها في الأسواق كانت سترفع رأس المال الموحد أيضاً. ولكن يمكننا أيضاً رؤية هامش الإصدار مباشرة. فالشركات القابضة المصرفية ذات التعرض الأكبر للتحرير تقلص بشكل كبير إصدار الأسهم الخارجية بعد عام ٢٠١٥. فبدلاً من اللجوء إلى الأسواق لتلبية المتطلبات الأكثر صرامة، تقلل الشركات القابضة المصرفية المعقدة من اعتمادها على المستثمرين الخارجيين. وهذا غير ممكن إلا إذا كان رأس المال متاحاً من مكان آخر داخل المنظمة.

تتبع الأموال خطوة بخطوة

تتيح لنا إيداعات الشركة القابضة غير الموحدة ملاحظة تدفقات الأسهم بين الشركة الأم والشركات التابعة مباشرة، وتكشف عن إعادة توزيع واضحة من ثلاث خطوات بين الشركات القابضة المصرفية التي لديها عمليات غير مصرفية ذات معنى.

الخطوة ١: تحويل الشركة الأم للأسهم نحو البنوك: بعد عام ٢٠١٥، ارتفعت استثمارات أسهم الشركة الأم في الشركات التابعة المصرفية بمقدار ٢.٢٨ نقطة مئوية من إجمالي أسهم الشركة القابضة المصرفية لكل سنة من التعرض للتحرير، بينما انخفضت الاستثمارات في الشركات التابعة غير المصرفية بمقدار ٢.٦٤ نقطة مئوية متطابقة تقريباً. إجمالي استثمارات الشركة الأم في جميع الشركات التابعة لم يتغير. لا تضخ الشركة الأم مزيداً من رأس المال في المنظمة؛ بل تغير مكان وجود رأس المال الحالي داخلها.

الخطوة ٢: تزويد الشركات غير المصرفية بالنقد: من أين تأتي أموال ضخ الأسهم هذه؟ يظهر الجواب في تدفقات أرباح الشركات التابعة، كما هو موضح في الجدول أدناه. بعد بازل ٣، زادت أرباح الشركات التابعة غير المصرفية المتدفقة إلى الشركة الأم بشكل حاد. في المقابل، أظهرت أرباح الشركات التابعة المصرفية تغيراً ضئيلاً. تسحب الشركة الأم الموارد فعلياً من الجانب الأقل تنظيماً في المنظمة، بينما تترك الجانب المصرفي الخاضع للتنظيم دون مساس إلى حد كبير.

إعادة توزيع الأسهم الداخلية: استثمارات الشركة الأم وأرباح الشركات التابعة

	Parent Equity Investments			Dividends/ Equity	
	Bank Share (1)	Nonbank Share (2)	Total Share (3)	Bank Div./ Equity (4)	Nonbank Div./Equity (5)
Years from deregulation x post	0.0228**	-0.0264**	0.0045	0.0000	0.0947**
	(0.0093)	(0.0114)	(0.0104)	(0.0005)	(0.0459)
Observations	1,334	1,334	1,334	1,334	1,334
R2	0.810	0.669	0.912	0.164	0.070
BHC fixed effects	✓	✓	✓	✓	✓
Quarter-year fixed effects	✓	✓	✓	✓	✓
Controls x post	✓	✓	✓	✓	✓

Source: FR Y-9LP.

Notes: The table presents reduced-form estimates of internal equity reallocation within BHCs. The dependent variable in column 1 is equity investments in bank subsidiaries divided by total BHC equity. Column 2 is equity investments in nonbank subsidiaries divided by BHC equity. Column 3 is total equity investments in all subsidiaries divided by BHC equity. Equity investments include common stock, preferred stock, goodwill, and other intangibles. Column 4 is quarterly dividends received by parent from bank subsidiaries divided by lagged equity investment in banks. Column 5 is dividends from nonbank subsidiaries divided by lagged equity investment in nonbanks. Years from deregulation measures years between BHC headquarters state's interstate branching deregulation and 1994 Riegle-Neal Act. Post indicates 2015:Q1 and later. All specifications include BHC fixed effects and quarter-year fixed effects. BHC controls include top 200 BHC indicator, log assets, leverage, ROA, deposits/assets, asset growth, and subsidiary count, all measured as of 2013:Q1 and interacted with post. Standard errors clustered at BHC level. Sample restricted to BHCs with nonbank asset share exceeding 1 percent.

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

ملاحظات: يقدم الجدول تقديرات بشكل مختصر لإعادة توزيع الأسهم الداخلية داخل الشركات القابضة المصرفية. المتغير التابع في العمود ١ هو استثمارات الأسهم في الشركات التابعة المصرفية مقسومة على إجمالي أسهم الشركة القابضة المصرفية. العمود ٢ هو استثمارات الأسهم في الشركات التابعة غير المصرفية مقسومة على أسهم الشركة القابضة المصرفية. العمود ٣ هو إجمالي استثمارات الأسهم في

جميع الشركات التابعة مقسوماً على أسهم الشركة القابضة المصرفية . تشمل استثمارات الأسهم الأسهم العادية والأسهم الممتازة والشهرة والأصول غير الملموسة الأخرى . العمود ٤ هو أرباح ربع سنوية تلقتها الشركة الأم من الشركات التابعة المصرفية مقسومة على استثمارات الأسهم المتأخرة في البنوك . العمود ٥ هو أرباح من الشركات التابعة غير المصرفية مقسومة على استثمارات الأسهم المتأخرة في غير البنوك . تقيس سنوات التحرير السنوات بين تحرير التفرع المصرفي بين الولايات في ولاية مقر الشركة القابضة المصرفية وقانون ريجل – نيل لعام ١٩٩٤ . يشير "ما بعد" إلى الربع الأول من عام ٢٠١٥ وما بعده . تتضمن جميع المواصفات تأثيرات ثابتة للشركة القابضة المصرفية وتأثيرات ثابتة لربع السنة . تشمل متغيرات الرقابة على الشركة القابضة المصرفية مؤشر أكبر ٢٠٠ شركة قابضة مصرفية، ولو غاريتم الأصول، والرافعة المالية، والعائد على الأصول، والودائع/الأصول، ونمو الأصول، وعدد الشركات التابعة، وكلها مقاسة في الربع الأول من عام ٢٠١٣ ومتفاعلة مع "ما بعد" . الأخطاء المعيارية مجمعة على مستوى الشركة القابضة المصرفية . تقتصر العينة على الشركات القابضة المصرفية التي تتجاوز حصة الأصول غير المصرفية فيها ١٪ .

الخطوة ٣ : احتفاظ البنوك بالمزيد من الأرباح: بدلاً من توزيع الأرباح إلى أعلى نحو الشركة الأم، تحتفظ البنوك بها بشكل متزايد . بين الشركات القابضة المصرفية التي لديها شركات تابعة غير مصرفية، ارتفعت الأرباح المحتجزة في الشركات التابعة المصرفية بشكل كبير بعد عام ٢٠١٥ . البنوك التي لا تستطيع الوصول إلى شركات تابعة غير مصرفية لا تظهر أي تغيير مماثل . معاً، تمثل ضخ أسهم الشركة الأم وزيادة الاحتفاظ بالأرباح تراكم رأس مال البنك الموثق أعلاه، حتى مع انخفاض تدفق رأس المال الجديد إلى المنظمة الموحدة . لا يدخل المال المنظمة من الخارج أبداً؛ بل يتحرك داخلها .

أهمية خزان الأسهم

قدم المقال الأول من هذه السلسلة فكرة أن الشركات التابعة غير المصرفية تعمل بمثابة "خزانات للأسهم" لأنها تحتفظ بحصة كبيرة بشكل غير متناسب من أسهم المنظمة مقارنة بأصولها . يلتقط حجم هذا الخزان من خلال مضاعف الأسهم : حصة غير المصرفيين من الأسهم الموحدة مقارنة بحصتهم من الأصول، حيث تشير القيم الأكبر إلى مزيد من الأسهم القابلة لإعادة التوزيع للاستفادة منها . إذا كانت هذه الخزانات هي ما يجعل إعادة التوزيع الداخلي ممكناً، فإن الاستجابة لبازل ٣ يجب أن تتناسب مع المضاعف : بين

الشركات القابضة المصرفية التي تدير كلاً من الشركات التابعة المصرفية وغير المصرفية، يجب أن تحوّل تلك التي لديها خزانات أكبر مزيداً من الأسهم نحو بنوكها. وهذا بالضبط ما وجدناه. ترتبط كل وحدة إضافية من مضاعف الأسهم لعام ٢٠١٣ بزيادة قدرها ١٠.٧١ نقطة مئوية أكبر بعد عام ٢٠١٥ في حصة الأسهم الموحدة المستثمرة في البنوك، وانخفاض قدره ١٠.١٢ نقطة مئوية أكبر في الحصة المستثمرة في غير البنوك.

يوضح الرسم البياني أدناه نفس العلاقة كمقطع عرضي بسيط. كل نقطة هي التغير في حصة الأسهم المستثمرة لشركة قابضة مصرفية واحدة من قبل عام ٢٠١٥ إلى بعده، مرسومة مقابل مضاعف الأسهم لعام ٢٠١٣. تحوّل الشركات القابضة المصرفية ذات الخزانات الأكبر استثمارات الأسهم بشكل أكثر حدة نحو البنوك (اللوحة اليسرى) وبعيداً عن غير البنوك (اللوحة اليمنى). إن توفر الأسهم غير المصرفية القابلة لإعادة التوزيع، وليس التعقيد التنظيمي وحده، هو ما يحدد كيفية استجابة الشركة القابضة المصرفية لمتطلبات رأس المال الأكثر صرامة.

عدم تجانس إعادة توزيع الأسهم: دور مضاعف الأسهم

يتحرك رأس المال. فهل يتحرك المخاطر أيضاً؟

من منظور الشركة الأم، فإن إعادة توزيع الأموال عبر سوق رأس المال الداخلي هو الأمثل من الناحية الخاصة. في الميزانية العمومية الموحدة، ترتفع عوائد الأصول والأسهم بعد بازل ٣ بينما تنخفض عمليات الشطب، دون أي تحول نحو أصول أكثر خطورة. لا تخاطر الشركات القابضة المصرفية بشكل أكبر في المجل. بدلاً من ذلك، تعيد توزيع رأس المال عبر الشركات التابعة استجابةً للاختلافات في كيفية تنظيم تلك الشركات التابعة.

لكن "لا مزيد من المخاطر في المجل" لا يعني عدم وجود تغيير في مكان وجود المخاطر. في المقال الأخير من هذه السلسلة، نتجه إلى الشركات التابعة غير المصرفية التي تزود هذا رأس المال. نوضح أن نفس إعادة التوزيع التي تقوّي البنوك تضعف الشركات التابعة غير المصرفية، وتحوّل نشاطها نحو أشكال أكثر خطورة من الإقراض، وتخلق قناة يمكن من خلالها أن تنتشر الضائقة من الجانب غير المصرفي في المنظمة إلى البنك نفسه.