

# بِحزمٍ سهيلكم

يعتبر "ستانلي دراكن ميلر" أحد أفضل مديري صناديق التحوط أداءً في تاريخ وول ستريت. توقع في بداية العام ٢٠٠٠ حدوث موجة بيع كبيرة في سوق الأسهم وتحديدًا في قطاع التكنولوجيا ستأكل الأخضر واليابس. ورغم توقعاته، فقد ارتكب أحد أفضل المستثمرين في التاريخ غلطة الشاطر التي كلفته المليارات، حين إنجرف وراء إغراء ارتفاع سعر الأسهم ليدخل السوق في الوقت الخطأ تمامًا، رغم أنه كان للتو قد حذر من موجة بيع قادمة.

في مقابلة أجريت معه في نوفمبر ٢٠١٣ قال ستانلي دراكن ميلر: "في شهر مارس من عام ٢٠٠٠ قمت بضخ جزء كبير من أموال الصندوق في شركات التكنولوجيا، وحينها كانت أسعار الأسهم في قمته، وكان ذلك قراراً عاطفياً حيث إنني لم أستطع تحمل حقيقة أن هذه الأسهم ترتفع بشدة وأنا جالس أشاهد. للأسف، لقد خالفت كل حكمة تعلمتها كمستثمر على مدار ٢٥ عاماً، كنت قد اشترت في نفس القطاع في منتصف عام ١٩٩٩، وبعث كل شيء وخرجت في يناير من عام ٢٠٠٠ محققاً مكاسب جيدة جداً. ولكنني بعدها رأيت من يحقق حوالي ٥٪ يومياً في السوق، وللأسف لم استطع كبح جماح نفسي. فقمت بضخ مليارات الدولارات ولسوء حظي كان ذلك قبل الهبوط بدقائق".

في يوليو من عام ١٩٤٨ نشر عالم الرياضيات الأمريكي كلود شانون في مجلة ذا بيل سيستمز تيكنيكال جورنال، ورقة بحثية

شهيره تحت عنوان "نظرية رياضية في الاتصال". وفي هذه البحث أشار شانون إلى أن المشكلة الأساسية للاتصال هو التحريف الذي تتعرض له المعلومة أثناء انتقالها بين نقطتين.



<sup>1</sup> نجم سهيل هو Canopus وهو أكثر النجوم سطوعاً.

تنويه: سلسلة مقالات سباتك الذهب و من قبلها شذرات الذهب تعبر عن وجهة نظر شخصية بحتة، دون تحمل أي مسؤولية تجاه الآخرين.

أما **الضوضاء** ، فقد كان هذا عنوان الخطاب الأشهر للاقتصادي والرياضياتي الأمريكي فيشر بلاك في ديسمبر ١٩٨٥ ، في جمعية التمويل الأمريكية التي كان يرأسها؛ وتكمن أهمية خطابه هذا أنه تحدث عن خطأ الأطروحة المقبولة على نطاق واسع في الحقل الأكاديمي وفقاً لشانون، إن الخطر الأكبر الذي يهدد سلامة وصحة المعلومة بعد خروجها من المصدر وأثناء تسليمها عبر القناة أو أثناء معالجتها في محطتي الإرسال والاستقبال هو الضوضاء الموجودة داخل النظام. لذلك لا يجب أن نفترض تلقائياً أن المحللين وإدارات الشركات وغيرها، قامت بتجميع المعلومات من السوق بشكل صحيح قبل إرسالها إلى المستثمرين. ولكن حتى لو كانت المعلومات المرسله صحيحة تماماً فمن الوارد جداً أن يعالج جهاز الاستقبال (عقل المستثمر) هذه المعلومات بشكل خاطئ، وهو ما سيؤدي حتماً إلى إستنتاجات خاطئة لدى المستثمرين.

أغلب مستثمري سوق الأسهم وخصوصاً قليلي الخبرة منهم يتعاملون طوال الوقت مع الرسائل والمعلومات الواردة إليهم سواء من المحللين أو من إدارات الشركات أو حتى من العامة باعتبارها حقيقة لا تقبل الشك ويتصرفون مباشرة على أساسها دون أن يكبدوا أنفسهم عناء التأكد من صحة تلك المعلومات أو من مدى منطقيتها وإنسجامها، و ينجرفون وراء حدسه المبنى في الغالب على خبراتهم في التداول في السوق لعدة سنوات، وفي أغلب الأحيان، هي سنة واحدة من التداول تكررت مرة بعد مرة، بسبب أن المستثمرين لا يحاول دراسة أخطائهم السابقة، والأمثلة أكثر مما يمكن أن يتعثر به إنسانٌ سوي.

### الضوضاء هي بيع النجش، الذي حرمه الإسلام

بيع "النجش هو الزيادة في ثمن السلعة ممن لا يريد شراءها ليقع غيره فيها، وقد سُمِّيَ تناجشاً؛ لأن الناجش يثير الرغبة في السلعة، ويقع ذلك بمواطأة البائع فيشتركان في الإثم"؛ (الحافظ ابن حجر رحمه الله، فتح الباري: ٤ / ٤١٦).

والتي تشير إلى أن أسعار الأسهم عقلانية. حيث أشار إن معظم ما يسمعه متداولو سوق الأسهم هو مجرد ضوضاء لا تؤدي إلى شيء سوى إرباك المستثمرين وتشويش تفكيرهم وحساباتهم والتأثير سلباً على عقلانية قراراتهم.

أنواع بيع النجش:

1. أن يشترك الناجش والبائع للسلعة في خداع المشتري؛ بأن يتواطأ كلاهما على ذلك.
2. أن يقَع الإغراء بدون علم البائع؛ بأن يتطوَع الناجش من تلقاء نفسه برفع ثمن السلعة.
3. انفراد البائع بعملية الإغراء؛ بأن يزعم أنه اشترى بأكثر مما اشترىها به، وربما حلف على ذلك ليغُرَّ المشتري، وقد يقع ذلك منه بأن يخبر بأنه أُعطيَ في السلعة ما لم يُعطَ.
4. أن يمدح شخصٌ سلعةً ما كي تباع، أو يذمها كي لا تنفق على صاحبها (وذلك كما في الإعلانات المغرضة التي لا تتفق مع الواقع).

وقد جاء النهي عن النجش في القرآن الكريم، قال تعالى: ﴿إِنَّ الَّذِينَ يَشْتَرُونَ بِعَهْدِ اللَّهِ وَأَيْمَانِهِمْ ثَمَنًا قَلِيلًا أُولَٰئِكَ لَا خَلَاقَ لَهُمْ فِي الْآخِرَةِ وَلَا يُكَلِّمُهُمُ اللَّهُ وَلَا يَنْظُرُ إِلَيْهِمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ وَلَا يُزَكِّيهِمْ وَلَهُمْ عَذَابٌ أَلِيمٌ﴾ [آل عمران: ٧٧].

### البيع بالمكشوف من البيوع التي حرمها الإسلام<sup>2</sup>

قررت فرنسا وإيطاليا وإسبانيا وبلجيكا حظر عمليات البيع المكشوف جزئياً، للتصدي للهجمات التي تستهدف السندات المصرفية، وهي مضاربات تسمح بتحقيق ارباح من خلال المراهنة على انخفاض اسعار السندات. ويقوم المستثمر في البيع المكشوف باقتراض سندات، اي انه عملياً يبيع سندات لا يملكها في انتظار تراجع اسعارها فيعيد شراءها بسعر ادنى محققاً ارباحاً ثم يعيدها الى مالكيها الاساسي ويدفع له نسبة الفائدة عن الفترة التي اقترض خلالها السندات منه. وتكون عملية البيع

2 هذه الفقرة من مقالي "طحالب الصبايا" - سلسلة شذرات الذهب، بتاريخ ٢٠ أغسطس

المكشوف بالتالي لصالح المقترض الذي يحقق ارباحا كما للمقرض الذي يتقاضى فوائد. وتتهم العمليات البيع المكشوف التي تنطوي على مخاطر بمقاومة انهيار الاسهم الاكثر هشاشة وزيادة الاضطرابات في الاسواق المالية. وسبق ان حظرت عدة دول عمليات البيع المكشوف خلال الازمة المالية الاخيرة في 2008-2009. وبعض الدول مثل سويسرا تمنع هذه العمليات بشكل تام سواء بالنسبة للاسهم او للسندات، فيما يقتصر الحظر في دول اخرى مثل اسبانيا وفرنسا على بعض الحالات ولا يخص سوى الاسهم. وكانت السلطات اليونانية فرضت حظراً هذا الأسبوع على عمليات البيع على المكشوف لأي سهم لمدة شهرين بعد أن هوى مؤشر البورصة إلى أدنى مستوى له في 14 عاماً. وفي 19 مايو 2010 أعلنت ألمانيا حرباً على المضاربين وحظرت البيع على المكشوف لعدد من الأصول مسببة حرجاً لشركائها الاوروبيين الذين قالوا انهم لم تتم مشاورتهم بهذا الشأن والذي دفع الاسواق وقتها للتراجع. وقال متحدث باسم وزارة المالية الالمانية ان حظر



البيع على المكشوف سيستمر حتى 31 مارس 2011 .

وجه الحرمة في البيع على المكشوف لسبب أن البائع لا يمتلك أصلاً يبيعه، لحديث: " نهى النبي صلى الله عليه وسلم أن تُباع السلع حيث تُبتاع، حتى يحوزها التجار إلى رحالهم" أخرجه أبو داود رقم 3499 في البيوع، أي حتى يملكوها وتصبح تحت أيديهم وتصرفهم، وفي رواية لمسلم: " من اشترى طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه ويقبضه"

أخرجه مسلم رقم 1526 باب بطلان المبيع قبل القبض. لحديث حكيم بن حزام قال: " نهاني رسول الله صلى الله عليه وسلم أن أبيع ما ليس عندي" أخرجه أبو داود رقم 3503 والترمذي رقم 1232. ويدخل في هذا البيع المحرم، بيع السمك في الماء، والطيور في الهواء، لعدم القدرة على تسليمه، أما إذا صاده ثم باعه، فإن ذلك جائز، لأنه صار في حوزته. ومما يدل على تحريم بيع السمك في الماء، ما روي عن ابن مسعود: " لا تشتروا السمك في الماء فإنه غرر" هذا موقوف على ابن مسعود، وروي مرفوعاً.

ومن المشاكل التي تعاني منها سوق الأسهم أيضاً، وهي من البيوع التي حرّمها الإسلام، هي بيع النَجَش، وهو: الزيادة في السعر، مع عدم الرغبة في شراء السلعة، وذلك ليخدع ويغرر الآخرين، فهذا فيه إضرار وإيذاء، وخداع للمشتريين. روى الشيخان عن ابن عمر رضي الله عنهما أنه قال: " نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن النجش" أخرجه البخاري رقم 2144 ومسلم رقم 1516 قال البخاري قال ابن أبي أوفى: "الناجش آكل ربا، خائن، وهو خداع باطل لا يحل، قال النبي صلى الله عليه وسلم: "الخدعة في النار" فتح البراري على شرح صحيح البخاري 4/16. قال الشافعي رحمه الله: النجش: أن يحضر شخص السلعة وهي تباع، فيدفع بها ثمناً، وهو لا يريد شراءها، ليقتدي به الناس، فيعطون بها أكثر مما كانوا يدفعون، ويقع ذلك غالباً بتواطؤ مع البائع، فيشتركان في الإثم. وقد أجمع العلماء على تحريم فعل هذا، لأنه تغريب للناس، وقد حذر منه النبي صلى الله عليه وسلم ونهى عنه، ففي صحيح مسلم قال صلى الله عليه وسلم: " لا تحاسدوا، ولا تناجشوا، ولا تباغضوا، ولا تدابروا، ولا يبيع بعضكم على بيع بعض، وكونوا عباد الله إخواناً .". أخرجه مسلم رقم 1515 في البيوع، والترمذي رقم 1304. ما أحوج البشرية إلى نور الإسلام و شريعة السماء. قال تعالى: "اليوم أكملت لكم دينكم وأتممت عليكم نعمتي ورضيت لكم الإسلام ديناً". - إنتهى الإقتباس من مقال طحالب الصبايا - شذرات الذهب .

في إطار نظريته الشهيرة "الخرجية المنظمة ذاتياً" (Self-organized criticality) يشير عالم الفيزياء الدنماركي "بير باك" إلى أن الأنظمة المعقدة الكبيرة المؤلفة من ملايين الأجزاء المتفاعلة من الممكن أن تتعطل ليس فقط بسبب حدث كارثي واحد ولكن أيضاً بسبب سلسلة من الأحداث الصغيرة. و لتوضيح مفهوم الخرجية الذاتية

ضرب "باك" مثلاً بكومة الرمال. تخيل لو أتيت بطاولة مسطحة ووضعت فوقها جهازاً يسقط الرمال عليها حبة وراء أخرى. في البداية ستنتشر الرمال على سطح الطاولة قبل أن تبدأ كومة خفيفة من الرمال في التكون. عندما تستقر حبة فوق أخرى ترتفع كومة الرمال إلى أن تشكل منحدرًا مائلاً على كل جانب. ثم تصل كومة الرمال إلى مرحلة لا يمكن أن تكبر بعدها أكثر من ذلك. وحينها يحدث انهيار للكومة لتتدفق حبوب الرمل إلى أسفل المنحدر بسرعة أكبر من سرعة تساقط الحبوب من الجهاز.

وفقاً لـ "باك" فإن كومة الرمال هذه منظمة ذاتياً بمعنى أنها تشكلت دون أن يقوم شخص ما بوضع تلك الحبوب في مكانها. وكل حبة رمل متشابكة في مجموعات لا حصر لها. وعندما تصل الكومة إلى أعلى مستوى لها يمكننا القول إن الرمال في حالة الحرجية، أي أنها على وشك أن تصبح غير مستقرة. ولذلك بمجرد إضافة حبة رمل واحدة إلى الكومة وهي في تلك المرحلة يقع انهيار رملي وتدحرج الرمال إلى أسفل المنحدر الجانبي للكومة، على الرغم من أن الحبة الأخيرة لا تختلف عن الحبوب السابقة. وهذا يقود إلى استنتاج مثير للدهشة مفاده أنه حتى أكبر الكوارث ليس لها أسباب خاصة أو استثنائية.

### المضارب في مقابل المستثمر

المثال الذي ضربه "باك" هو ربما أفضل ما يمكنه المساعدة في ألية الكوارث والأزمات والتعرف على سلوك العديد من الأنظمة المختلفة التي قد تنهار وتتفكك بعنف فقط لإعادة تنظيم نفسها في مرحلة لاحقة. وهذا بالضبط ما ينطبق على أزمات أسواق الأوراق المالية. ففي ورقة بحثية نشرها في عام ١٩٩٧ تحت عنوان "تغيرات الأسعار في سوق أوراق مالية به الكثير من المتداولين" بنى "باك" بالتعاون مع اثنين من زملائه نموذجاً بسيطاً سعى من خلاله للتعرف على سلوك نوعين من الناس الذين يتداولون بالبورصة. قسم "باك" المتداولين بالبورصة إلى نوعين رئيسيين هما: متداولو الضوضاء و المتداولون العقلانيون أو المضاربون متبعو توجه السوق - الترنند - و المستثمرون المهتمون بالأساسيات. ببساطة، يسعى المضارب أو متبع الترنند إلى تحقيق الربح من التغيرات السعرية التي تشهدها الأسهم إما عن طريق شراء ما يرتفع سعره أو بيع ما ينخفض سعره. أما المستثمر في المقابل فلا يهتم

بالتغيرات التي تشهدها أسعار الأسهم في المدى القصير بقدر اهتمامه بالفارق بين سعر السهم أو الورقة المالية وبين قيمتها الجوهرية. فإذا كانت قيمة السهم أعلى من سعره الحالي اشتراه، وإذا كان الحال هو العكس باعه. في أغلب الوقت يكون التفاعل بين المضاربين والمستثمرين في السوق متوازناً، حيث يستفيد كلاهما من رد فعل الآخر، لتستمر أنشطة البيع والشراء دون حدوث أي تغير ملحوظ في السلوك العام للسوق. **ولكن ما لا يدركه البعض هو أن هذا الاستقرار ربما هو المرحلة التي تنمو خلالها كومة الرمال التي لم تصل بعد لنقطة الانهيار... و بالتالي نشهد إنهيارات الأسواق المالية.**

فعندما ترتفع أسعار الأسهم يبدأ عدد المضاربين أو متبعي الترنند بالسوق في الارتفاع على حساب المستثمرين المهتمين بالأساسيات. ولكن كيف يحدث هذا؟ ببساطة عندما ترتفع الأسعار يبدأ عدد كبير من المستثمرين في البيع وتقليل تعرضهم للسوق. لمن يبيع المستثمر؟ يبيع للمضارب. بعبارة أخرى، عندما ترتفع الأسعار يقوم المستثمر الذي يفهم الأساسيات ببيع حيازاته إلى المضارب الطامع الذي يهرع لشراء السهم لا لشيء إلا لأنه لاحظ أنه يرتفع في السعر، وهو ما يجعله على استعداد لشراء السهم مقابل سعر لن يدفعه المستثمر الذي يرى أن القيمة الجوهرية لا تبرره.

المشكلة هي أنه عندما لا يكون لدى أغلب المشاركين بالسوق أي دراية بالأساسيات الأسهم التي يمتلكونها ترتفع المخاطر التي يواجهها السوق بالكامل. **وهذه المخاطر مصدرها حقيقة أن هذا النوع من المتداولين ليس لديهم أي معيار يمكنهم البيع والشراء على أساسه سوى التقلبات السعرية.** وفي هذا السياق يقول وارن بافيت، رئيس مجلس إدارة شركة بيركشير هاثاواي - وهو ثالث أغنى العالم لعام ٢٠١٤ حسب مجلة فوربس الأمريكية - "إن أولئك الذين يشترون لأسباب لا علاقة لها بقيمة السهم سيبيعون كذلك لأسباب لا علاقة لها بالقيمة. وسيؤدي وجود هؤلاء في السوق إلى ارتفاع التقلبات التي تشهدها أسعار الأسهم بشكل لا يعكس التطورات التي تشهدها أساسيات الشركات.

– نمور آسيا – التي ضربتها الأزمة ( كوريا الجنوبية وماليزيا وتايلاند وإندونيسيا ) .

نجت الصين بأعجوبة، و كان ذلك أقرب إلى حسن حظ الصين منه إلى حسن التخطيط؛ فكأن الاقتصاد الصيني كان معداً بالفعل للتعامل مع الأزمات الشبيهة:

1 . في ديسمبر ١٩٩٦، أي قبل عدة أشهر من وقوع الأزمة، وافقت الصين على المادة الثامنة من قوانين صندوق النقد الدولي والتي سمحت لبكين بتحويل كامل حيازاتها من اليوان لمعاملات الحساب الجاري، وهو ما يعني أن العملة الصينية لم تكن قابلة للتحويل لمعاملات حساب رأس المال . وتلك ميزة كانت تفتقر إليها عملات جميع الاقتصادات الآسيوية الأخرى التي تأثرت بشكل مباشر بالأزمة . و عليه، و بموجب هذه الإتفاقية، صار اليوان قابلاً للتحويل فقط في إطار معاملات الحساب الجاري والتي تشمل الأوراق المالية الرسمية والمعاملات المعتمدة من قبل الحكومة . هذه القابلية للتحويل الجزئي لليوان جعلت من الصعب على المضاربين بيع العملة الصينية على المكشوف أو وضع رهانات كبيرة معها أو ضدها، بسبب أنه لم يكن هناك سوق صرف آجل (Forward Market) .

2 . كإجراء احتياطي إضافي ضد المضاربين الذين قد يحاولون بيع اليوان على المكشوف أصدرت إدارة التحكم في أسعار الصرف (SAEC) لوائح تم بموجبها منع المودعين الصينيين من تحويل ودائعهم من العملة المحلية لشراء الأصول المالية المقيمة بالعملات الأجنبية، في حين تم منع الأجانب من شراء الأسهم المسعرة باليوان .

3 . كثفت السلطات الصينية المختصة الرقابة المفروضة على البورصة وتحركات رأس المال، وبدأت في فحص معاملات حساب رأس المال

يشير باك إلى أنه عندما يكون العدد النسبي للمستثمرين صغيراً بالمقارنة مع المضاربين أو متبعي الترنند تحدث فقاعات الأسهم، لأن الأسعار حينها تتجاوز السعر العادل الذي قد يدفعه أي مستثمر عقلائي . بعد أن تنفجر الفقاعة يبدأ الجميع في البحث عن السبب وإلقاء اللوم على أسباب بعينها وربما تبني نظرية المؤامرة، ولكنهم يفشلون في إدراك حقيقة أن تشكل وانفجار الفقاعة هو في الأصل نتاج السلوك الجماعي للمشاركين في السوق – مضاربين و مستثمرين – على مدار فترة من الزمن . **و بالتالي فإني أضيف إلى قول السيد باك . . . إن أسواق المال بحاجة إلى إعادة هيكلة على أسس مدروسة<sup>3</sup> .**

وهنا يؤكد الملياردير النيويوركي جورج سوروس<sup>4</sup>، المضارب الأكبر في العالم و المستثمر الأكبر في آن معنأ، على أن الذعر لم يكن أبداً هو السبب الحقيقي وراء انهيار الأسواق المالية، بل هو مجرد القشة التي قصمت ظهر البعير .

## الصين و معجزة النجاة من كابوس ١٩٩٧

عندما ضربت الأزمة المالية الآسيوية بشكل مفاجئ اقتصادات شرق وجنوب شرق آسيا في منتصف عام ١٩٩٧، توقع الكثير من المراقبين أن جمهورية الصين الشعبية هي قطعة الدومينو التالية التي تقترب من السقوط .

وهذا بالمناسبة كان توقعاً منطقياً جداً بالنظر إلى حجم الروابط التجارية والاستثمارية المشتركة بين الصين وبقية الدول الآسيوية آنذاك، بالإضافة إلى حقيقة أن الاقتصاد الصيني كان يعاني في تلك الفترة من مشاكل هيكلية لا تختلف كثيراً عن تلك التي كانت تعاني منها الدول الأربعة

<sup>4</sup> جورج سوروس رجل الأعمال اليهودي الأمريكي والمضارب الأكبر في العالم، واحد من هؤلاء الذين يوصفون بـ"أصحاب الوجوه المتناقضة"، وهو ترجمة حقيقية لعبارة "اليهود هم القوة الحقيقية الخفية التي تتحكم في اقتصادات العالم"، فالملياردير العجوز يعدّ مثلاً للشخصيات التي تتحكم في العالم، ويكفيه قولاً أنه يدير البيت الأبيض من خلف ستار [المرجع <https://www.noonpost.com/content/23771>]. ٣٠ يناير ٢٠٢٠

<sup>3</sup> إعادة هيكلة الأسواق يجب أن تأخذ بعين الإعتبار أموراً أخرى . فعلى سبيل المثال ما حدث يوم الجمعة الدامية ٢٦ مارس ٢٠٢١، عندما قررت سبعة بنوك تمتلك أسهماً بحوالي ١٠٠ مليار دولار لصالح صندوق "أركيجيوس كابيتال مانجمنت" بإدارة المستثمر الكوري الأمريكي الشهير "بيل هواج" المعروف بـ"شيل النمر" . . . عندما قررت التخلص من حيازتها من هذه الاسهم في اسرع وقت ممكن في مثل هذا اليوم بعد فشل التنسيق بينها في اليوم السابق، ما أدى إلى انهيارات في سوق الأسهم لم يتسن لاحد معرفة اسبابها الا بعد فوات

الوان . [ تمت إضافة هذه الملاحظة يوم السبت ١٥ يناير ٢٠٢٢ ]

وزادت من متطلبات التوثيق من المعاملات الجارية للتأكد مما إذا كانت معاملات جارية شرعية أم مجرد معاملات رأسمالية تستخدم كغطاء للمضاربة.

4. الأموال الساخنة، في منتصف عام ١٩٩٧ كانت قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة إلى الصين تقدر بنحو ٢٠٠ مليار دولار، وكان هذا ضعف حجم الديون الخارجية للحكومة الصينية. ولكن بسبب أن تلك الاستثمارات كانت في معظمها استثمارات طويلة الأجل وبمعدلات فائدة قابلة للإدارة فلم يكن لذلك الحجم الكبير من الأموال أي انعكاسات سلبية خطيرة على الاقتصاد. هذا إلى جانب حقيقة:

- i. أن أكثر من نصف الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة إلى الصين في ذلك الوقت كان مصدرها هونج كونج، وهو ما جعل بكين أقل عرضة لأزمات السيولة الناتجة عن المضاربة.
- ii. نحو ٦٠٪ من تلك الاستثمارات عبارة عن استثمارات عينية أي في شكل معدات ومدخلات إنتاج. ولهذا لم تخلق تدفقات رأس المال طلباً زائداً ولم تتسبب كذلك في إحداث ضغوط تضخمية.

5. لم تكن الصين مثقلة بأعباء ديون قصيرة الأجل أو الأموال الساخنة، كما هو حال كل من تايلاند وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا قبل وقوع الأزمة. ففي ذلك الوقت كان نحو ٩٠٪ من ديون الصين الخارجية عبارة عن ديون متوسطة وطويلة الأجل. والجزء الأكبر من هذه الديون يتخذ شكل استثمارات مباشرة في مشاريع مشتركة غير سائلة أي يصعب الانسحاب منها بسهولة.

6. لم يكن النظام المالي والمصرفي للصين مثقلاً بالديون الأجنبية كما هو حال القطاعات المصرفية لدى جيرانها.

7. أخيراً نظراً لأن البنوك في الصين مملوكة للدولة، فقد كانت ديونها المدومة عبارة عن ديون حكومية وليست ديوناً خاصة. وعلاوة على ذلك كانت تلك الديون المدومة مقومة باليوان وليس بالدولار الأمريكي.

إن تضافر العوامل السابقة كان له الفضل في قدرة الصين على الحفاظ على نمو اقتصادها بمعدلات قوية في عز الأزمة. ففي عام ١٩٩٧ نما الناتج المحلي الإجمالي للصين بنسبة ٨,٨٪ قبل أن يتراجع قليلاً بنسبة ٧,٨٪ في عام ١٩٩٨، وبنسبة تتجاوز ٨٪ في عام ١٩٩٩. في الوقت نفسه، أدى إنهيار نمور آسيا الأربع ونجاة الصين إلى منح الصين ثقة المستثمرين، لا تزال تتمتع بها حتى يومنا هذا، فقد نجحت الصين في الاستمرار في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وفي الحفاظ على استقرار عملتها المحلية.

و أخيراً و ليس آخر، فإن أهم عوامل نجاح الصين في الحفاظ على إقتصادها، كان:

1. بضبط المضاربين من خلال عدة قوانين تجعل ارتفاع الأسعار الشكلي للأسهم غير ذي قيمة على أداء السوق، و بمعنى آخر، **منع بيع النجش**.

2. **بمنع البيع على المكشوف**، منح الصين القدرة على مقاومة ضغط تدفقات رأس المال، كما منحها يقينا أكبر في القدرة على توجيهها.

## مونتريال

**الإثنين ٣٠ كانون الثاني، ٢٠٢٠**