

## الفصل الخامس

### المنّ والوبال

#### جولات متعرجات في قبة السماوات المالية الصينية والهندية

حين كنت فتى كان أبي يرسلني، وفي يدي دفتر الحساب الجاري له لدى المصرف، إلى فرعنا من بنك البنجاب الوطني في حي سافدارجنج من دهلي. وكان الحارس الواقف خارج البنك سيخياً، متألقاً بعمامته البرتقالية اللامعة، وهو يحمل بندقية طويلة السبطانة كانت تبدو غير قابلة لإطلاق النار منها. وكان يذكرني بالصور الموجودة في كتابي الدراسي في مادة التاريخ وهي تصور الحراس السيخ واقفين خارج البنوك البريطانية في شانغهاي في زمن سابق من القرن، وهم مستعدون لمجابهة العدوان غير المنصف بشهامة وفروسية أكثر مما يجابهونه بالأسلحة الفاعلة. واكتشفت أن إرسال ابتسامه متوهجة ودودة كان كل ما كنت أحتاج إلى أن أفعله لأكتسب نظرة أقرب إلى البندقية، وهي التي كانت السبب الحقيقي في موافقتي على أن أقضي لأبي مشاغله.

وحين شققت طريقي من خلال أبواب البنك الحديدية الضيقة، شممت فوراً الرطوبة في الغرفة الرئيسة الكهفية الشكل، والمضاءة إضاءة خافتة التي تتبعثر فيها طاولات عدة كلها غير مرتبة في كل أنحاء الغرفة. وكانت الملفات المغبرة تشكل الأبراج غير المستقرة في كل ركن تقريباً من أركان الغرفة. وعدد من مراوح السقف تنن وريشاتها المتعبة تدور وتحرك الهواء الساخن في حرارة دهلي المرهقة الشديدة. وكان اجتياز المتاهة صعباً، ولذلك فكما رأيت أبي يفعل، ناديت في الاتجاه العام نحو كاتب أشار لي في النهاية بإيماءة ترحيب على نحو لطيف.

وقلت: "من فضلك حدث دفتر الحساب الجاري". وكان الدفتر بحجم راحة اليد، ومغطى بالراتنج، وكان، كما يُزعم، سجلاً لكل صفقات عائلتنا البنكية.

"ارجع فيما بعد سوف يستغرق ساعات عدة". ولوح لي بيده للانصراف، وأشغل

نفسه في شئ آخر على مكتبه. بعد ساعات عدة رجعت إليه، ليخبرني فقط بأن تحديث دفترتي سوف يستغرق ساعات عدة.

وفي الغالب كان هذا يستمر طوال اليوم، وهو ما لم أكن آبه له؛ لأنه كان يعني زيارات متعددة إلى الحارس السيخي وبنديته. ولكن أبي كان يطلب مني، في نهاية المطاف، ألا أرجع، فلم يكن في الرجوع جدوى. هذا النوع من الخبرة كان مألوفاً وأسهم على ما يبدو في التردد العام لدى الهنود في استخدام البنوك. بل إن معظم البيوت الهندية الخاصة بالطبقة الوسطى هي اليوم مخازن للذهب، وللماس، وللمجوهرات تقريباً 200 بليون دولار في استثمارات غير مسيلة تشكل نصف مجموع مودعات البنك في الهند.

وعلى الرغم من مكتسبات عديدة وإصلاحات عديدة في صورة الهند المالية الكلية منذ العام 1991، استمرت هذه المشكلات في القلب من الأعمال المصرفية الهندية في القطاع العام. وقد درس أبهيجيت رانيرجي واقتصاديون آخرون في معهد ماساشوسيتس للتقانة الحوافز المنحرفة التي توجد من أجل المصرفيين، واستنتجت الدراسة أن المصرفيين الهنود يظهرون قصوراً ذاتياً منطقياً، رداً على الحوافز المحيطة بهم<sup>1</sup>. فهم غير ميالين للمخاطرة بشكل متميز. وبعد أن كانوا قد أمضوا مسيراتهم الوظيفية، وهم يقرضون إما الدولة أو البيوتات الصناعية الموافق عليها من الدولة وفق معدلات توجهها الدولة، فقد صاروا معتادين على عمل مخاطر مأمونة. والمديرون الذين يقرضون كيانات غير موافق عليها من الدولة يمكن أن يوجه إليهم التوبيخ إذا ذهب القروض في نهاية المطاف إلى الإخفاق. وهذه التوبيخات نتجت عن خوف منطقي منبعث من إخفاق القانون في التمييز بين القروض المخففة والمصرفيين المخفقين. وكان بروز الوكالات المتخصصة بتقدير معدلات التسليف التي يمكن منحها للشركات من دون مخاطر وبروز قواعد البيانات في العقد الأخير قد خفف ذلك الخوف بشكل ضئيل فقط. وزيادة على ما تقدم، ونظراً إلى أن رواتب المصرفيين ثابتة، فليس لديهم أي حافز لمتابعة الإقراض لما وراء الحد الأدنى المطلوب ليظهر المدير نشيطاً. وأخيراً، تبقى المعدلات العالية من الفائدة على اتفاقيات السندات الحكومية الخالية من المخاطر بديلاً "أسلم" بالنسبة إلى المصرفيين.

على مستوى الاقتصاد الكبير يخفض النفور الجماعي للمخاطرة الناتج الإقراض إلى الزبائن الموثوقين المستحقين للتسليف. وقد أثار راكيش موهان، نائب حاكم البنك المركزي، ضجة حين استخدم تعبير المصرفية الكسولة في خطاب ألقاه في مؤتمر لاقتصادي البنك في العام 2002. وأشار موهان إلى قلق مشروع: فرط الاستثمار في أوراق الاستثمار المالية الحكومية يعني تمويلًا أقل متوافراً للقطاع الخاص، وهو ما يؤثر تأثيراً مضاداً لمصالح رجال الأعمال المستثمرين. وانتقد موهان أيضاً قضايا أخرى متصلة بالمصرفية الهندية: عدم قدرة البنوك الهندية على خفض معدلات الإقراض لينسجم مع معدلات تضخم أخفض، ومعدلات إقراض عالية مصرة على الاستمرار تضع عبئاً على المشروعات الصغيرة النطاق والمتوسطة النطاق، والنفور العام من المخاطرة بالنسبة لإقراض المشروع الطويل الأجل<sup>2</sup>. ويؤكد تحليل بانيرجي ادعاءات موهان أن الإقراض للصناعة فيه الكثير من الإزعاج. والإقراض إلى الشركات التي ليست أقراصاً زرقاء أي شركات راسخة معروفة، هو إزعاج أكبر أيضاً. فلماذا العناء إذا؟<sup>3</sup>

وأعمال البنوك في الصين تقص قصة شبيهة. فحتى عهد قريب كانت البنوك في الصين وفي الهند تحت سيطرة الدولة، واستند إقراض المال إلى معايير سياسية لا اقتصادية. وتحت ادعاء التنمية الاقتصادية، فقد وجهوا الأرصد باستمرار إلى المصالح الحكومية غير المربحة (المعروفة باسم وحدات القطاع العام في الهند والمشروعات المملوكة من الدولة في الصين). وكان الهدر فوق المعتاد. وتبلغ اليوم القروض غير المربحة ما يقارب 11 بليون دولار، وما يقارب 3% من كل القروض، وقد أعاققت المشهد المالي الهندي<sup>4</sup>، والحالة في البنوك الصينية أسوأ. وفي العام 2005 كان لدى الصين 300 بليون دولار من القروض غير المربحة، وهو ما يقدر بنسبة 40% من كل القروض<sup>5</sup>.

وعلى كل حال، برز اختلاف في مشاهد الأعمال البنكية في البلدين. فعلى الرغم من الإصلاح الاقتصادي، لم تعمل الصين أي حركة مهمة نحو فصل البنوك عن الدولة وعن سيطرة الحزب الشيوعي الصيني. النقود الجيدة تنساب بعد الرديئة. في الهند، ومع أن الأعمال البنكية تحتفظ بقلبها المتعفن فهي مصابة بعدم الكفاءة، وعدم الشفافية، وتدخل الحكومة، فبنوك القطاع الخاص الجديدة تفي بالمعايير الدولية، وهي تجبر بعض البنوك المملوكة للدولة على أن تنظم دفاثرها.

ونظرة فاحصة قريبة على أسواق رأس المال الصينية توحى بأن العديد من "الحقائق" الغربية عن مالية الشركات لا تصح في المملكة الوسطى. أنعم النظر في الحقيقة المفترضة التي تقول: إن رجال الأعمال المستثمرين يستمدون في الغالب من أسواق الأوراق المالية في خارج قاعدة أوطانهم حين تكون هذه القاعدة غير مطورة تطويراً كافياً لتزودهم برأس المال الذي يحتاجون إليه. وعلى سبيل المثال، شركة الأسمنت المكسيكية، سيمنتوس مكسيكانوس (سيميك) استمدت من أسواق رأس المال المقرض الإسباني في مطالع التسعينيات من 1990 لتهرب من التكلفة المفرطة للدين، وهي التكلفة التي تسبب لها موقعها المكسيكي في أن تدفعها. وفي وقت أبكر مؤلت شركة الهاتف التشيلية، كومبانيا تليفونوس دي تشيلي، مشروعاً ضخماً للاتصالات من بعد عن طريق جمع رأس المال في نيويورك، مطلقة بذلك الشرارة لجمع مشابه لرأس المال قامت به موجة من الشركات الأمريكية اللاتينية. وزيادة على ذلك، فشرركات جنوب إفريقية في عصر ما بعد التمييز العنصري استمدت من أسواق لندن لتهرب من عدم اليقين في جنوب إفريقية وعدم السيولة في سوق رأس المال في جوهانسبيرج في أواسط التسعينيات من 1990.

والنمط في هذه الإصدارات الدولية هو أنها تتبع، لا تسبق، ارتفاع رأس المال المحلي<sup>6</sup>. ويبدو أن سجل الأداء الحقيقي في الوطن يجعل المستثمرين البعيدين يطمثون إلى أن رجل الأعمال المستثمر أهل للتعامل ويعتمد عليه. وفي الهند وضع عمالقة البرمجيات إنفوسيس وويبرو، في الجدول في سوق التداول المحلية قبل جمع رأس المال على مؤشري ناسداك (نظام تحديد الأسعار المؤتمم للرابطة القومية لمتعاملي أوراق الاستثمار المالية) وعلى مؤشر نيس (بورصة نيويورك للأسهم والسندات)، على التوالي. وخلافاً لذلك، في الصين، أصدرت الشركات أسهماً ذات فوائد غير محددة فيما وراء البحار قبل أن تأتي إلى الوطن لتصدر الأسهم في الصين<sup>7</sup>. وهذا القلب غير المعتاد للعملية له تفسير بسيط. فالتسجيل في بورصة شانغهاي أو شينجني لا يشير إلى الصديقة للمستثمرين الأجانب الذين يعرفون أن عملية التسجيل في البورصة محكومة بحساب تفاضل وتكامل سياسي مصمم ليدعم الشركات بدلاً من دعمها بالتنافس الذي يسمح للجمهور بالوصول إلى أفضل أوراق الاستثمار المالية.

وبرغم التدخل الحكومي الشديد والسيطرة على أسواق رأس المال الصينية، تنمو البلد بقفزات ووثبات إلى الأمام. وإذا كانت الصين تستطيع أن تنمو مع عدم وجود سوق رأسمال محلية، فربما يكون ذلك الشرط ”الضروري“ من أجل النمو الاقتصادي شرطاً غير ضروري في الحقيقة بعد كل شيء، أو ربما يجب أن يغلف الشرط بالمزيد أيضاً من إنذارات أكثر كرمماً مما هو مقبول في معايير العالم الأكاديمي المهووس بالإنذارات.

البورصات الهندية، من ناحية أخرى، حققت صدقية مهمة منذ إصلاحات العام 1991. وتفخر مومباي الآن بواحد من أسرع التطورات لسوق الأسهم ذات المنفعة غير المحدودة، من العالم الثالث إلى مكانة قريبة جداً من العالم الأول، وهي بهذا تنجز في عقد ما رأى أحد الخبراء أنه استغرق أكثر من خمسين سنة بكثير بالنسبة إلى الولايات المتحدة لتنجزه<sup>8</sup>. وزيادة على ما تقدم، فبرغم الفضائح الأولى التي هدت بتقويض سوق الأوراق والسندات، كانت نزعة الهند العامة نحو نشر المعلومات وحقوق الملكية الخاصة قد أهبتّها لتميل إلى السماح لأسواق رأس المال بالتطور في مومباي.

### قصة سوقين للأوراق المالية، القسم الأول: تانغو في مومباي

تؤوي مومباي سوقين للأوراق المالية (البورصة): سوق بومباي للأوراق المالية وسوق الأوراق المالية الوطنية. ولكنها لم تكن دائماً كذلك. فسوق بومباي للأوراق المالية تقيم في أرضه ومبانيه المهملّة المتداعية التي تبلغ من العمر 130 عاماً في شارع دلال. ويقول المؤرخون: إن مجموعة من اثنين وعشرين سمسار أوراق بدؤوا أولاً بالتجارة تحت شجرة تين البنغال في مواجهة دار البلدية في أواسط الخمسينيات من 1850، وكل واحد يستثمر ما كان آنئذ مبلغاً أميرياً من روبية واحدة. في العام 1875 دعيت هذه المجموعة غير الرسمية ”الحصة المحلية ورابطة سمسارة الأوراق المالية“، لتصير فيما بعد سوق بومباي للأوراق المالية. في العام 1956 اعترفت حكومة الهند بسوق بومباي للأوراق المالية بوصفه أول سوق بورصة في البلاد بموجب قانون (تنظيم) عقود أوراق الاستثمار المالية.

وكان سوق بومباي للأوراق المالية قد عمل دائماً مثل نادٍ إقليمي للتبادل تديره مجموعات قوية من رجال الأعمال الغوجاراتيين والمارواريين<sup>9</sup>. ومن موقعها في النقطة المركزية التجارية من الهند، إلى جانب أسواق تبادل أصغر تابعة لها في أحمد آباد وكالكتا، احتكرت بورصة بومباي التجارة في أنحاء البلد، وعملت بعمولات سمسرة عالية، وبالقليل من الكشف عن أسعار الصفقات، وبمشكلات خطيرة في الأعمال الكتابية، وبنظام مقاصة وتسوية لا يعتمد عليه. وعلى الرغم من أن بورصة بومباي قد أعطت نفسها صفة المنظمة التي تنظم نفسها بنفسها، فقد كانت تُعدّ عموماً أقرب إلى أن تكون "نفساً" من أن تكون "تنظيماً". فهيئاتها الحاكمة كانت كلها مكونة من سمسرة عاملين، وكانت الصلات الاجتماعية الحميمة تستخدم لاستبعاد الآخرين، وهو ما يضر بالنظام الكلي. ونظراً إلى أنها كانت غير مقيدة بأي قانون ضد متاجرة المطلعين على المعلومات غير المتاحة للجمهور، فقد كان مديرو الشركات التنفيذيون أحراراً في الشراء والبيع قبل الإعلانات الكبيرة مباشرة، والسمسرة، وهم جزء لا يتجزأ من هذا التلاعب، لم يكن لديهم أي حافز للتغيير.

في مطالع العام 1991 غمرت الهند أزمة: عجز مالي عالٍ، وأقساط مستحقة الدفع لصندوق النقد الدولي، وأسعار النفط المحلقة التي سرعت بها حرب الخليج خفضت كلها أصول النقد الأجنبي لدى الهند إلى بليون دولار، وهو لا يكاد يكون كافياً ليغطي واردات الهند لمدة أسبوعين<sup>10</sup>. ورداً مانموهان سنغ، وزير المال وحييب الاقتصاديين وخبراء الخطط السياسية في كل مكان، بالدعوة القوية للإصلاح. واحتشدت الأسواق. لقد استغرقت بورصة بومباي سنوات، وهي التي تعالج 70% من حجم التبادل التجاري في الهند، لتتحرك من مئة نقطة إلى ألف نقطة، ولكن تحت دعوة سنغ إلى الإصلاح ارتفعت ارتفاعاً صاروخياً إلى أن تجاوزت ألفين في عامين فقط<sup>11</sup>.

في المركز من هذه المعركة كان يقف هارشاد ميها، وكان قد عمّد باسم بل الكبير وكان هو صبي الإعلانات والملصقات الذي يمثل المستثمر الهندي الجديد الذي يتخذ

موقف الرغبة في العمل وموقف من يقول: نستطيع أن نفلح، الواثق من نفسه. ونظراً إلى أن ميهتا اعتقد أن السوق كان كله يدور حول الإدراك، فقد كان يشتري كميات كبيرة من أسهم معينة بسعر أعلى من سعر السوق، مفترضاً في نظريته أن أفعاله سوف تزيد من دفع سعر أوراق الاستثمار المالية إلى الأعلى. وأفتع ميهتا الكثير من الشركات أن أسهمها تحت قيمتها الحقيقية ولكن الشركات باختيارها أن تعطيه حصة فيها تستطيع بذلك أن تحقق قيمها الحقيقية. ومع ذلك، فإن قطعة من الأحجية كانت مفقودة، وهي من أين كان ميهتا يحصل على النقود ليدعم الأسهم؟

كانت سوشييتا دلال هي الصحفية المحققة التي أذاعت القصة في نهاية الأمر. ميهتا وسماسرة آخرون وجهوا المال من النظام البنكي - وخصوصاً السوق بين البنوك في الأوراق الاستثمارية الحكومية - إلى أسواق أسهم الشركات. بدايات الفضيحة وعواقبها كانت محط التركيز للكثير من التحليل اللاحق، ومن جملته التحليل الآتي:

البنوك بدورها، وقد أغراها ازدهار سوق الأسهم في ذلك الوقت، صرفت النظر عن الأعراف الحصيفة للإقراض. فأقرضت البنوك السماسرة غير المنضبطين. وأهملت البنوك الخطوط الإرشادية الخاصة بعدم تسليم المال إلا حين تكون الضمانات الاحتياطية في حوزتها. وأمسك السماسرة بالأسهم في حوزتهم بأموال الآخرين. وبسرعة استسلمت بنوك الأقراص الزرقاء الأجنبية، أي البنوك الراسخة، ومنها سيتي بانك، وستاندرد تشارترد بي إل سي، وإي إن زد غريندليز، للضغوط نفسها. وجميعهم خرقوا التنظيمات الخاصة بكل من الأوراق المالية ومجلس بورصة الهند، وهي هيئة شكلتها حكومة الهند بسلطة محددة تحديداً فوضفاً لتنظيم صناعة الأوراق المالية في العام 1988، وبنك احتياطي الهند<sup>12</sup>.

وجاء مدى الاحتيال صدمة، مع وقوع أضرار في الجوار بلغت 230 مليون دولار. ولكن أذى ميهتا لبومباي كان واحداً من أمثلة لا تحصى عن أعمال التلاعب الفاضحة. ففي الأسابيع التي أعقبت فضح ميهتا أزيلت من السوق نسبة 17%. وفي نهاية المطاف كانت الحادثة ممكنة بسبب الصدام الذي قام بين المشاركين في السوق، الذي اختلط بفعل التقاعس عن العمل التنظيمي، ونتج عن ذلك أن ضباباً من عدم الشفافية غمر الأسواق.

وعلى الرغم من قساوة الاحتيال، لم يكن واضحاً أن الإصلاح سوف يتبع. وعلى النقيض من ذلك، حذر المراقبون من أن فضيحة سوق الأسهم يمكن أن تقلب الإصلاحات الاقتصادية السابقة إلى عكسها. ومن حسن الحظ، أن مانموهان سنغ، الذي فهم أنه كان عليه أن يعيد بناء الثقة في الأسواق، نفذ تغييراً مهماً. فقد أعلن فوراً أن بنك احتياطي الهند والمكتب المركزي للتحقيق (معادل الاحتياطي الاتحادي والمكتب الاتحادي للتحقيق في الولايات المتحدة) سوف ينظران في القضية. وحث سنغ البرلمان أن يبقى هادئاً وأقر أنه كان هناك "دليل ظاهر عن إخفاق النظام البنكي وعن التصادم بين مسؤولي البنوك وبعض الخارجيين"<sup>13</sup>. وفي الوقت الذي أعقب البدء بالتحقيقات العامة، بدأت الحكومة محاولتها لتصلح أسواق رأس المال.

مع أن وزارة المالية الآن ساندت هيئة الهند لأوراق الاستثمار المالي والبورصة لإصلاح بورصة بومباي، فهما لم تكونا اللاعب الرئيس. وكان المفتاح إلى إصلاح أسواق رأس المال هو إيجاد المنافسة لبورصة بومباي. وحين النظر إلى الأمر في الماضي، فقد كان إنشاء البورصة الوطنية إقراراً بأن الإصلاح التنظيمي من دون مرافقة المنافسة كانت له فاعلية محدودة. واستمدت الحكومة الدعم من بنك الهند للتنمية الصناعية لقيادة المشروع. وكانت الحكومة هي التي امتلكت بنك الهند للتنمية الصناعية وسيطرت عليه وكان مخصصاً لتقديم التمويل الطويل الأمد في الهند.

وقال لي كل من تكلمت معه عن جذور البورصة الوطنية: "تحدث إلى رايف". كان رايف نارين واحداً من خمسة موظفين في بنك الهند للتنمية الصناعية دعوا لإنشاء بورصة جديدة، ورايف الآن هو المدير المناوب والمسؤول التنفيذي الرئيس عن هذه البورصة. قابلته في رئاسة البورصة الوطنية في مقاطعة بانديرا-كيرلا من مومباي في شهر كانون الأول/ديسمبر من العام 2004.

وأقر نارين قائلاً: "كنت أنا اختياراً غير عادي، كنت خريجاً من كيمبريدج وكنت أحمل درجة الماجستير في إدارة الأعمال من وارتون. وباستثنائي، كان كل واحد في بنك الهند للتنمية الصناعية من الناحية النموذجية مهندساً أو محاسباً قانونياً". على الرغم

من أن نارين ما كان سيُعدُّ اختياراً غير معتاد في الولايات المتحدة، فالماجستيرات في إدارة الأعمال، في الهند في ذلك الوقت، حين كانت البورصات تُنظَّم، كانت شهادات لا تحظى بالاحترام العالي. ومن المؤكد أن آر. إتش. باتيل، الذي انتقاه بنك الهند للتنمية الصناعية ليرأس البورصة الجديدة، كان يمتلك الخلفية ”التقليدية“ الكلاسيكية: فقد امتلك مُد عمل طويلة وناجحة في بنك احتياطي الهند وفي بنك الهند للتنمية الصناعية.

اقترب باتل قبل ثلاث سنوات فقط من تقاعده، من إنشاء البورصة الوطنية بحماسة المصلح، ولكن نارين فعل ذلك بجرأة المستكشف. وشرح لي نارين: ”أنا رأيتها مثل تجربة محضة. كنا فعلياً مثل رجال أعمال مستثمرين مدعومين برأسمال استثماري مخاطر. وكان إس. إس. نادكارني رئيس بنك الهند للتنمية الصناعية آنئذ، متحمساً بشأن بناء بورصة على الخط المباشر وأعطى نارين حرية العمل وأطلق له العنان كاملاً. ويتذكر نارين، وهو يهز رأسه دهشة: ”قال نادكارني اذهب وافعل هذا، افعله سريعاً ولا تخبرني ماذا تفعل. ولم يسألني نادكارني عن الميزانية كذلك. عملنا بأنفسنا. من مخطط بنك الهند للتنمية الصناعية للأمر كانت التكلفة ضئيلة، ولكنها بالنسبة إلينا كانت مهمة“.

وعلى الرغم من مساندة بنك الهند للتنمية الصناعية، تنبأ كثيرون من مراقبي السوق بالانهيار الوشيك وتساءلوا عن القابلية للحياة لبورصة تستند إلى التقانة. وشرح لي نارين قائلاً: ”أخبرنا الناس: أن البورصات ليست عن التقانة، إنها عن الناس: ونحن فهمنا ذلك، ولكننا فكرنا أن التقانة تستطيع أن تساعد الناس على أن يفعلوا الأشياء التي لم يكونوا يستطيعون أن يفعلونها من قبل“. وكما يعيد نارين سرد ذلك، فإن حواجز التقانة لم تكن تفاهة. ”لم يكن هناك بنية تحتية قابلة للحياة للاتصالات من بعد يمكن أن يطلق على أساسها بورصة حسب أحدث النواحي الفنية. ومن الواضح أننا لم نكن نستطيع أن نعتمد على الخطوط الأرضية. لذلك أقمنا شركتنا الخاصة بنا للاتصالات من بعد بالتوازي الاصطناعية وسحبنا معنا معدات وبرمجيات من البائعين في الولايات المتحدة، وكندا، وفرنسا، وإسرائيل. وجعلنا كل هؤلاء البائعين معاً في رابطة أعمال دولية (كونسورتيوم) قادته خدمات تاتا الاستشارية.

وأكبر مجموعة من المدّعين القدرة على استباق الأحداث والتكهن بالموت ضمت السماسرة الموجودين في بورصة بومباي، الذين كانوا يشيرون إلى البورصة الجديدة بتعابير ازدرائية بالقول: إنها بورصة الحكومة وكانوا واثقين من أنها لن تفرض أي تحدٍّ ضد بورصة بومباي، التي كانت تتباهى بسوق انتفاع برأسمال من 130 بليون دولار وإدراج ما يقارب ستة آلاف شركة<sup>14</sup>. بل إن المثقفين شككوا في قدرة الحكومة على إقامة بورصة ستكون احترافية وقادرة على منافسة بورصة بومباي التي تستوجب الاحترام.

وكان نارين ساخطاً من هذا الذي يقال. ”في كلكتا، اعتاد السماسرة على كسب لاقات عدة. من الروبيات وكل لاق يساوي تقريباً 2,500 دولار” في اليوم إضافة إلى السمسرة القانونية بسبب عدم الشفافية في النظام، الذي سمح للسماسرة بتكليف الزبون بدفع أعلى سعر في اليوم بالنسبة إلى صفقة الشراء وأخفض سعر بالنسبة إلى صفقة البيع. ومن أجل هذه الخدمة كانوا يسمون أنفسهم منظمات خيرية غير ربحية لأغراض الضرائب! ”وقد وصف باتل بورصة بومباي بأنها في غير زمانها، إنها ديمقراطية مثلما وجدت في بريطانيا في القرن الرابع عشر هي للقيلين، ومن القليلين. نارين، في المقابل، “أراد شركة نظامية تعطي ربحاً وعوائد للمالكين. لن يكون لمؤسسة بمفردها أن تمتلك حصة كبيرة على نحو مهيم. كنا نتخيل مرفقاً يقدم بنية تحتية لخدمة عامة ويدفع ضرائب ولا يتلقى أي إعانات مالية“.

بدأ التبادل التجاري في 4 من شهر تشرين الثاني/نوفمبر من العام 1994. في تناقض تام مع منافستها القديمة، وقد زودت البورصة الوطنية المستثمرين عبر البلاد بالقدرة على الوصول في زمن واحد إلى شاشة واحدة عبر شبكة مرتبطة بالتابع الاصطناعي من طرفيات من نوع طرفيات الفتحة الصغيرة جداً<sup>15</sup>. وتم عمل تركيب كل التجهيزات التي يحتاج إليها السماسرة - من طرفيات الفتحة الصغيرة جداً، والهوائيات، وأنظمة الطاقة التي لا تنقطع، والتوصيلات الداخلية الأخرى - تم عملها بجهود البورصة الوطنية نفسها<sup>16</sup>. وقد وثق النظام الوقت الدقيق لكل صفقة وسعرها، وسمح للمستثمرين أن

يروا الطلبات والتبادلات التجارية في الزمن الحقيقي، وأزال الضباب الذي غلف في الماضي نظام التسعير. ولم يسبق أبداً من قبل أن استعملت البورصات الإقليمية الاثنتين والعشرين في الهند هذا النوع من التقانة.

وتذكر نارين يوم الافتتاح.

لم نكن نعرف إن كانت كل هذه المواد الخيالية ستعمل في اليوم الأول. وجاء وزير المالية لتدشين البورصة. وظهرنا بشكل حي على الهواء. لقد بنينا معتكفات فيها حواسيب لجميع السماسرة ليشاركوا. وجاء كل رجل محترم من غوجارات في لباسه الأبيض التقليدي (الدوتي) مصطحباً معه شاباً يتبعه<sup>17</sup>. وكان هذا الأخير موجوداً لمساعدة السمسار على تشغيل لوحة مفاتيح الطرفية! وفكرت في نفسي في أننا إذا استطعنا أن نجعل السمسار مستريحاً مع استخدام الحاسوب، ولومع مساعد، فإننا سنكون قد حططنا حاجزاً نفسياً كبيراً.

وفي غضون شهر أدركت بورصة بومباي أنه سيكون عليها أن تحدث تقانيتها وتغير كل طريقة تشغيلها. ويتذكر نارين، ويقول: ”حين بدأت الأحجام تنمو، شعرت بورصة بومباي أنها مهددة“. وأحد الأسباب المهمة بالنسبة إلى نمو التغيير للبورصة الوطنية كان معدل تحويل الطلبات. في نظام ”النداء“ في بورصة بومباي مع وجود السماسرة على الأرض حرفياً ينادون بطلبات الشراء والبيع، فإن ما يقارب نسبة 30% فقط من الطلبات كانت تتحول بالفعل إلى تبادلات تجارية. ولكن النظام المؤتمم رفع النسبة إلى 90%. وفي رد فعل لهذه المنافسة الصلبة، خفضت بورصة بومباي ثمن المقعد في البورصة إلى النصف بعد أن كان ثمنه مليون دولار، ولكن ذلك التخفيض كان يزيد، على الرغم من ذلك، بنسبة 50% تقريباً أكثر من ثمن المقعد في البورصة الوطنية، الذي كان يكلف 215,000 دولار<sup>18</sup>.

واستأجرت البورصة الوطنية الطابق المسروق، وهو طابق أقل ارتفاعاً من المعتاد، على قمة مبنى في كالاغودا.

مكان متوسط في بومباي، لغرض جمع الأوراق اللازمة لإنجاز التسوية المستندة إلى الأوراق. وتاريخياً، لم تكن التسوية كاملة حتى يكون المشتري قد حول شهادة الملكية المادية إلى المسوّى. هذه "الشهادة" نمت إلى أن صارت ربطة غير مرتبة من الأوراق، لكل ورقة استثمارية مالية يتم تبادلها تجارياً، وهي توثق كل مرة انتقلت فيها ورقة الاستثمار المالية من يد إلى يد أخرى، وكانت تربط معاً بالشريط الذي كان يستخدم في رباط الأحذية، ويحتمل أن تصير أطرف الأوراق صفراء وأحياناً ممزقة ومهترئة. كانت هذه وثائق قانونية، وهي صخرة أساس النظام المالي، والآن صارت البورصة الوطنية منهجية. وتم فحص كل حزمة فحصاً كاملاً. وتمت إزالة الورق غير الصالح، والتبادلات التجارية غير القانونية وضعت عليها علامة "إخفاق التسليم" أي، إن التبادل التجاري لم يستكمل. ومع نمو حجوم التبادل التجاري، صار الطابق مملوءاً بالأوراق المنتثرة. وإلى هذا المعترك جاءت في أحد الأيام السلطات البلدية، ملوحة بالمطارق، وبدأت بتكسير السطوح، مؤكدة أن البورصة الوطنية كانت قد شغلت المباني بشكل غير مشروع.

وحين رأيت موظفينا شباباً وشابات، وهم يضعون المناديل المرطبة على وجوههم لحماية أنفسهم من الشظايا المتطايرة، ويجمعون قطع الأوراق التي لا حصر لا لإنهاء التسوية، وليكن ما يكون، عرفت أن السوق قد عرف أننا لن نهرب.

وفي محاولة من بورصة بومباي لمجابهة تأكلها في حصة السوق، بدأت بورصة بومباي تشغل نظام تبادل بومباي على الخط المباشر. ولكن ترابطيتها مع ذلك مازالت محدودة ببومباي، وهذه مسافة قسوية عن مدى وصول منافسها الوطني. ومع وصول نهاية العام 1995 كانت البورصة الوطنية قد امتلكت ست مئة عضو يستخدمون طرفيات الفتحة الصغيرة جداً في واحدة وعشرين مدينة هندية وكانت قد تعاقدت لتقدم ما مجموعه 1,750 وصلة مع حلول نهاية العام اللاحق. وإضافة إلى ذلك، قدر باتل أن 40% من الأعمال التجارية في البورصة جاءت من خارج بومباي<sup>19</sup>. ومع حلول العام 2003 كانت البورصة الوطنية قد أنزلت بورصة بومباي إلى المركز الثاني في حقوق الملاك أو المساهمين، ودين البيع بالجملة والمفرق، وأسواق المشتقات. في حقوق الملاك أو المساهمين، على سبيل

المثال، كان حجم تبادلها التجاري اليومي أكبر من مرتين من حجم التبادل في بورصة بومباي.

ولكن قلب الاختلاف بين البورصتين كان اختلافاً متصلاً بالتصور. فأحدث تقانة تبنيتها البورصة الجديدة وأفضل ممارسات يومية تبنيتها سمحت بنظام تبادل تجاري شفاف وسريع، ولكن هذه الأمور كانت أعراضاً فقط لطريقة أفضل في اتخاذ القرارات والتنظيم، التي كانت متجذرة في هيكل حكم مختلف اختلافاً أساسياً. ففي الوقت الذي كانت فيه بورصة بومباي منظمة بوصفها رابطة سماسرة مع وجود حواجز مهمة أمام الأعضاء الجدد، كانت البورصة الوطنية مندمجة بصفة شركة دافعة للضرائب مملوكة من مجموعة كبيرة من مؤسسات التنمية المالية. وفي حين انتخبت بورصة بومباي واحداً من أعضائها السماسرة لإدارة البورصة، كانت البورصة الوطنية تدار من احترافيين يقودهم مدير إدارة منتدب. ومن الناحية الفعلية فصلت البورصة الوطنية الملكية عن الإدارة فصلاً كاملاً وجعلت "تعظيم القيمة إلى الدرجة القصوى" غاية رئيسة للبورصة الوطنية.

إذا أخذنا في الحسبان الحالة العامة من الحاجة الماسة إلى الإصلاح للمنظمات التي تديرها الحكومة في الهند، فكيف تصرفت مؤسسة مالية مملوكة للحكومة بدور القابلة ليلاد بورصة بأحدث منتجات التقانة؟ وهيكل الملكية كان مهندساً هندسة قانونية للمحافظة على مسافة أمنة من الحكومة، على الرغم من كون البورصة مملوكة من مؤسسات عديدة شبه حكومية. وهذا الملمح من تطور البورصة الوطنية يستحق الملاحظة، فهي على الرغم من أنها، إذا تكلمنا بدقة، بورصة مملوكة للحكومة، فإنها إذا تكلمنا عملياً أي شيء إلا أن تكون حكومية. ومن ناحية أخرى، حين كسرت البورصة الوطنية الحواجز أمام صناعة السمسرة، لم يبق السماسرة متحققين من أرباح القط السمين، أي الشخص الغني المحظوظ، ولكنهم كانوا منضبطين بفعل المنافسة العادلة. وهذا بدوره ضمن ولعاً بتصغير التكلفة إلى أدنى حد داخل البورصة الوطنية نفسها<sup>20</sup>. وذكر لي باتل أن وفورات التكلفة للمستثمرين مؤلت البورصة الوطنية، وأن الإعانات المالية لم تكن

هناك حاجة إليها<sup>21</sup>. وفي الحقيقة، مع ارتفاع حجم التبادل التجاري فوق السنة الأولى، لم تولد البورصة الوطنية دخلاً كافياً فقط، ولكنها أعلنت حصة لحملة أسهمها<sup>22</sup>.

كان تأسيس البورصة الوطنية أهم سبب خلف خطوة الإصلاح وعمق الإصلاح في أسواق رأس المال الهندية في أثناء مطالع التسعينيات من 1990. وكانت البورصة الوطنية قد جعلت بورصة بومباي فائضة عن الحاجة، وعلى وجه الخصوص، بسبب أن المدى الإقليمي لبورصة بومباي لم يكن يستطيع أن يتوافق مع مدى الوصول الوطني للبورصة الوطنية. وفي استدارة كاملة مثيرة للفضول، ومع الهيمنة الحالية للبورصة الوطنية على التبادلات التجارية، يخاف بعض الناس من أن بورصة بومباي سوف تخرج من العمل، ولذلك فسوف يعيق خروجها المنافسة.

التنافس هو فرض المهام القاسي. لقد نتج عن ذلك ثنائية، رقصة تانغو، لقد كانت فيها البورصة الوطنية تقود، وكان على بورصة بومباي أن تتبع. في العام 2007 باعت بورصة بومباي حصة أوراق استثمارية مالية أقلية إلى البورصة الألمانية؛ ليكون ذلك جزءاً من إستراتيجيتها لتجدد نفسها، وذلك بعد تحالف ناسداك مع البورصة الوطنية. كان احتيال هارشاد ميهتا آخر قشة بالنسبة إلى الحكومة الهندية. قبل ذلك، كانت المحاولات التي بذلت لكبح بورصة بومباي قد أخفقت. وكما عبر عن ذلك نارين.

لقد حاولت الحكومة إلى الأبد أن تقنع بورصة بومباي بأن تصلح. حاولت بالأمر الرسمي، وبالقسر ولكن شيئاً من ذلك لم يعمل. ووصلت إلى نقطة كان فيها على مفتشي ضريبة الدخل كذلك أن يعودوا على تفتيشاتهم فيردوها إلى مستوى منخفض سابق. ووقعت هناك حادثة كان فيها رجال ضريبة الدخل قد نظموا غارة، فقامت بورصة بومباي بالإضراب فألغى إجراء التفتيش. وكان يوم إغلاق البورصة يساوي 2-3 بليون روبية (40-60 مليون دولار) من التبادلات التجارية، ولذلك كانت المحافظة على التبادل التجاري جاريةً أهم إلى حد بعيد.

وهكذا عملت المنافسة حين لم يعمل التنظيم، وما عملت التهديدات.

أما الحكومة الصينية فقد استجابت لاحتياجاتهم المالية استجابة مختلفة جداً، وقررت لصالح المزيد من التنظيم، والسيطرة، والعقوبة القاسية جداً. في حين صارت التقانة، وأفضل الممارسات، والحكم المؤسسي هي القول المكرر في السوق الهندية، انتصر في الصين التنظيم ومركزية السلطات على الإصلاح الهيكلي للأسواق.

### قصة بورصتين، القسم الثاني: سكون في شنغهاي

بورصة شنغهاي، التي أغلقها جيش ماوتسي تونج، الجيش الأحمر، في العام 1949، افتتحت للأعمال التجارية ثانية في العام 1990 بناء على أوامر خلفه دينغ هيسياو بنغ، الذي احتاج إلى طريقة رمزية وجوهرية ليظهر الإصلاح في الصين بعد تيانانمين. ومعاودة فتح البورصة دفع العالم إلى أن يتساءل: كيف تستطيع سوق بورصة، وهي أقوى رمز للرأسمالية، أن تتعايش مع الشيوعية؟

وكان قد وُجِدَ سوق غير رسمي لأسهم الشركات في الصين منذ الثمانينيات من 1980<sup>24</sup>. في ذلك الوقت جربت الشركات مع حصص الموظف الداخلي ومع سندات دين. ونمت الأسواق السوداء في هذه الأوراق الاستثمارية المالية في مدن مختلفة في كل أنحاء البلد، وصارت المضاربة فاشية. ولتستحضر الحكومة بعض النظام إلى الأسواق، أنشأت بورصة "رسمية" ومركزية في العام 1990. وبموافقة دينغ تأسست البورصات في كل من شنغهاي وشينجين<sup>25</sup>، لتكون تحت إشراف الحكومات البلدية وبنك الشعب في الصين. ولكن هاتين البورصتين، مثل بورصة بومباي في الهند، كانتا جوهرياً منظمين ذاتيتي التنظيم أدت فيهما الحكومة المركزية دوراً صغيراً فقط.

وأدت دعوات دينغ المعلن عنها إعلامياً على نحو جيد إلى النمو الاقتصادي والاستثمار، إلى قذف الأسواق الحديثة الولادة إلى جنون في العام 1992. واندلعت "حمى سوق الأسهم". والإصدار غير المنضبط للأسهم هز الأسواق. ومن الناحية الرسمية وافق بنك الشعب في الصين على كل الأسهم الجديدة التي تم إصدارها، وفي الممارسة العملية أعطى القادة المحليون الضوء الأخضر للموظفين المحليين لبنك الشعب في الصين على أن يجيزوا إصدار الأسهم. وزيادة على ما تقدم، ومع زيادة إقراض البنك، وهي

أيضاً في استجابة لجدول أعمال اقتصادي جديد لدينغ، ارتفع عرض النقود كالموج. والضغوط التي طرحها شبح الخصخصة الجماهيرية والتهديد بالتضخم الوشيك كانت قد اختلطت وزادت بفعل عرض أولي عام أخرج مفسد على بورصة شينجيين، وأدى إلى واحدة من أعنف تظاهرات الصين. وانقذت شرارة أعمال الشغب حين اجتمع مليون شخص خارج شينجيين ليشتروا خمسة ملايين استمارة طلب عرض أولي عام ثم قيل لهم: إن الاستثمارات قد نفذت وبيعت. في البداية كانت الحكومة قد صرحت أن نسبة 10% من الاستثمارات ستكون خاضعة للقرعة، وسوف يسمح آنئذ للمالكين المختارين أن يشتروا أسهم العرض الأولي العام. وظن الناس وجود فساد شامل، وهو ما تأكد فيما بعد بفضل تحقيق حكومي<sup>26</sup>.

بالرغم من هذه الهبة من النشاط، مازالت لفظة سكون تنطبق على حالة أسواق الأسهم في الصين. وحين استقر غبار الهبة، لم يتغير جوهرياً أي شيء. ففي الوقت الذي كانت فيه قصة أسواق رأس المال الهندية في التسعينيات من 1990 قصة تحول من الصدام إلى التنافس توسطت في حله أزمة، ترنحت البورصات الصينية من شكل من أشكال التدخل الحكومي إلى شكل آخر في خلال المدة الزمنية نفسها. وكانت يد الحكومة الموجهة قد استخدمت لأغراض متباينة جداً في البلدين.

بعد أعمال الشغب أسست الحكومة لجنة أوراق الاستثمار المالية لمجلس الدولة والهيئة الصينية التنظيمية لأوراق الاستثمار المالية. وأشرف رئيس الوزراء جورونججي، بالإضافة إلى بدئه بتأسيس سيطرة أكبر على إصدار الأسهم، على إيجاد أصناف أسهم مختلفة. وتم إدخال أصناف أسهم منفصلة، وذلك اعتماداً على البورصة التي كان يمكن التبادل التجاري فيها (هونج كونج، أو شنغهاي، أو شينجيين) وعلى العملة التي كانت الأسهم قد صدرت بها (يوان أو دولارات هونج كونج، أو دولارات الولايات المتحدة)، مع السماح للأجانب بالمشاركة في بعض الأنواع ولكن مع عدم السماح لهم بالمشاركة في أنواع أخرى. وزيادة على ما تقدم، ومن خلال تصنيفات مخادعة للأسهم كذلك، كان ما يقارب ثلثي كل حصة من حصص المساهمين المتاجر بها للشركة يُحفظ في منظمات تحت سيطرة

الدولة، وبهذا تكبح بشدة سيولة السوق. وفوق ذلك، لم تكن عملياً أي شركات خاصة مدرجة على لوائح البورصة الصينية. وكان إدراج الشركات بشكل محض من الدولة، وبالدولة، وللدولة<sup>27</sup>.

تصنيف الأسهم هذا، إلى جانب حصص جديدة تحكم إصدار كل أوراق الاستثمار المالية من قبل هيئة الدولة للتخطيط، قدم للحكومة أدوات لتتلاعب بالسوق<sup>28</sup>. في 28 من شهر تموز/يوليو من العام 1994، كشفت الحكومة النقاب عن ثلاثة إجراءات من أجل "إنقاذ السوق"، وهي بشكل واضح لإيقاف انخفاضات سعر السهم، وهي: حظر إصدار أسهم جديدة، والسماح للأرصدة الصينية الأجنبية المشتركة بأن تشتري الأسهم من سوق السهم أ، وجمع الأموال بالنسبة إلى شركات الأوراق الاستثمارية المالية المملوكة للدولة. ووفقاً لما كان متوقعاً، ارتفعت أسعار الأسهم. وبعد أربعة أيام ارتفع مؤشر شينجيين المركب ومؤشر شنغهاي المركب بنسبة 31% ونسبة 33%، على التوالي. وعلى الرغم من أن الارتفاع استمر طوال شهرين، ثبت أنه مؤقت.

ومع حلول النصف الثاني من التسعينيات من 1990، وبعد أن ترسخت قبضة الحكومة المركزية على السوق، ركزت السلطات الصينية اهتمامها في استخدام سوق الأسهم لإحياء المشروعات المملوكة للدولة التي لا تعمل والمشروعات المفلسة. وكان قد نتج القليل عن محاولاتهم غير المتحمسة حتى الآن لمأسسة هذه الكيانات لتكون شركات، وهي كيانات توقفت عن الحياة، وكانت تعاني من محنة لها أبعاد الأزمة.

ومن المثير للتهكم، حين تجدد تركيز الاهتمام تماماً في تمويل المشروعات المملوكة للدولة، أن ظاهرة أخرى هددت سيطرة السلطات الصينية. ففي حين ارتفعت أسواق رأس المال الهندي قديماً على أساس من التنافس بين بورصة بومباي والبورصة الوطنية، كان الأمر المثير للفضول بشأن الصين هو أنه كان هناك، بمعنى من المعاني، تنافس جاهز الصنع، وخصوصاً بالنسبة للإدراجات الجديدة في البورصة، بين بورصة شنغهاي وبورصة شينجيين.

كان أحد الأسباب لهذا التنافس الضمني هو أن المسؤولين حتى العام 1993 في كل من شنغهاي وشينجيين يُعَنون بالشركات الموجودة في مدينتيهما على التوالي. وبموجب

إصلاحات دينغ كان المسؤولون المحليون يكافؤون على حثهم للنمو المحلي، ولذلك كانوا يميلون إلى تشجيع إدراجات الشركات في بورصاتهم المحلية. فهم يستطيعون الاستفادة من عوائد الطوابع، ومن الضرائب المجدية على كل صفقة، وكل بورصة حثت خدمات الدعم المحلية الخاصة بها. ولكن جنون الصفقات دفع بالأسواق إلى ارتفاعات لا يمكن استدامتها. ففي شهر كانون الأول/ديسمبر من العام 1996، كان المجمل اليومي لدوران الأسهم في الصين هو 4,2 من بلايين الدولارات، وهو أكثر بثلاث مرات من الحجم المسجل في بورصة هونج كونج في يوم جيد للتبادل التجاري.

حين نفذ صبر الحكومة أخيراً انهالت بالنقد الشديد على السلطات المحلية. واتخذت خطوات لكبح بورصة شنغهاي وبورصة شينجيين. وقُدِّمت حصة من إصدار جديد من 1,2 من بلايين الدولارات، مع تحديدات على الكمية التي تستطيع بها الأسعار أن تتحرك يومياً. وكانت الزيادة المسموح بها يومياً لكل سهم لا تستطيع أن تتخطى نسبة 10%، وأُشير إليها بوصفها تنظيم حد الارتفاع أو حظر جانغ تنغ<sup>29</sup>. وانطلقت التحقيقات في البنوك، وغيّرت نسبة المشاركة بطابع الضريبة من تقسيم خمسين بين المركز في بيجين والحكومات المحلية إلى تقسيم ثمانين عشرين لصالح المركز. أي، إن بيجين قررت أن تأخذ قطعة أكبر من فطيرة الضريبة.

وربما نتيجة لهذه التنظيمات، أعقبها صيف من الفضائح في العام 1997. وكانت الحادثة المثيرة للاهتمام هي التحويل غير القانوني لمبلغ 120 مليون دولار في أرصدة البنك إلى سوق الأسهم. وعلى الرغم من أن الفضيحة كانت مثل احتيال ميهتا إلى حد كبير، فقد كانت ردود فعل الصين مختلفة تماماً عن ردود الهند. ففي الوقت الذي أشارت فيه الفضيحة الهندية العمل على إنشاء البورصة الوطنية، قوّت فضيحة سوق الأسهم الصينية السلطات التنظيمية للهيئة الصينية التنظيمية لأوراق الاستثمار المالية. أزيح كبار المسؤولين في كلتا البورصتين، وقيدت البنوك عن الاشتغال في أسواق الأوراق الاستثمارية المالية وأعلنت حصص إدراج جديدة، وعلقت التبادلات التجارية في حصص العديد من الشركات. وصرح الاقتصادي الرئيس في مكتب إحصاءات الدولة في بيجين

أن الأسباب الأساسية لهذه الإجراءات هي: ”ارتفاعات كبيرة وانخفاضات كبيرة مضرّة للاستقرار الاجتماعي، وليست المسألة أن الحكومة قلقة جداً بشأن المشكلة. بل هي، على الأصح، أن الحكومة تريد أن تجعل أسواق الأسهم تتطور بطريقة مستقرة وصحية ولا تصير مشوهة“<sup>30</sup>. وفي الحقيقة أن هذه التدخلات عديمة الكياسة جعلت الأمور أسوأ. ونتج عنها البيع المذمور.

كانت احتيالات العام 1997 قد حددت تحديداً قاسياً حالة التنظيم الذاتي في بورصة شنغهاي وبورصة شينجيين. وفقدت البورصتان أيضاً سلطتيهما على الإدراجات، ولم يكن ممكناً إدراج أسهم جديدة في بورصة شينجيين. وتم عمل ذلك جزئياً في توقع لانتقال جميع أسهم أ الجديدة إلى بورصة شنغهاي وتوقع لبورصة جديدة من نوع ناسداك بالنسبة إلى أسهم أصغر يجري تأسيسها مثل بورصة شينجيين. وكانت الخطة الكبيرة للحكومة هي أن يكون لديها بورصة وطنية واحدة للشركات الراسخة في شنغهاي.

والحادثة الثانية المهمة حدثت بعد خمسة أعوام. في شهر أيار/مايو من العام 1999 عانت أسواق الأسهم في الصين انحداراً حاداً. بين 12 من شهر أيار/مايو و18 من أيار/مايو، انحدر مؤشر بورصة شينجيين المركب من 520,3 من النقاط إلى 308,3 من النقاط. وفي 15 من شهر حزيران/يونيو حملت الصفحة الأولى من جريدة بيبولز ديلي عنواناً افتتاحياً ”تعزيز الثقة وتنظيم التنمية“. - جيان دينغ شين شين، غوي فان فا جان. وهذه الافتتاحية تدفع إلى الخزي كل الوثائق المبتهجة التي أعدت في أثناء ازدهار الإنترنت. إنها عرضت بشكل واثق ارتفاع السوق كالموج.

وارتفاع السوق وقع. ومثل عمل نابض الساعة، ارتد على نحو ضخم. ففي 30 من شهر حزيران/يونيو استعاد مؤشر بورصة شينجيين المركب كل الأسس التي فقدتها، ووصل إلى 528,89 من النقاط. وفي واحد وثلاثين يوماً من أيام التبادل التجاري بعد نشر افتتاحية بيبولز ديلي، ارتفع السوق بنسبة بلغت 70%. من الواضح أن الافتتاحية لم تعكس إجماع رأي المتبئين الصينيين في الأعمال التجارية. والافتتاحية التي تنشر من قبل ناطق باسم الحزب الشيوعي الصيني تحمل عادة الكثير من الوزن، ولكن هذه الحادثة على

وجه الخصوص فاقت معيار الصين الخاص في التسييس<sup>31</sup>. الافتتاحيات التي تنشر على الصفحة الأولى من بيبولز ديلي تعلن عادة أهم القرارات السياسية التي يتخذها الحزب، لا المداولات حول المسائل المتصلة بالأعمال التجارية. وزيادة على ذلك فقد كانت الافتتاحية مكتوبة من "معلق خاص" كان ظهوره في جريدة بيبولز ديلي مرتبطاً مدة طويلة بمكائد القصر من أعلى درجة في العالم التأمري للعمل السياسي الحكومي الصيني. فعلى سبيل المثال، ظهرت هجمات لسان ماو الذي يضرب بسوطه المنافسين بصفة أعمدة يكتبها "معلق خاص". وفي 26 من شهر نيسان/أبريل من العام 1989، قبل شهرين من المجزرة التي وقعت في ميدان تيانانمين نددت افتتاحية على الصفحة الأولى بالاضطراب الطلابي بوصفه سبب الفوضى.

القصة الطويلة لسوق الصين للأوراق الاستثمارية المالية هي قصة التدخل المستمر، برغم أن الخطاب قد تغير من تأنيب اليساريين الرأسماليين المنحنين للبرجوازية إلى الثناء على كفاية معدلات رأس المال. وأكبر التدخلات، في العام 1994 و1999 تقول في اعتبار آخر: لا أحد من تدخلات العاميين قد امتلك أي أثر يدوم طويلاً. ففي العام 1994 أدرك السوق أن من بين الإجراءات الثلاثة لإنقاذ السوق، واحداً فقط، وهو الحظر على الإصدارات الجديدة، كان يمكن تنفيذه. وابتداء من شهر تشرين الأول/أكتوبر من ذلك العام بدأ السوق ينزل مرة ثانية. وفي شهر أيار/مايو من العام 1995 وصل المؤشر المركب لبورصة شينجين إلى 112 نقطة، متخلياً تقريباً عن جميع المكتسبات منذ 28 من شهر تموز/يوليو من العام 1994، حين وصل السوق إلى 97 نقطة. والتدخل في العام 1999، مع كل المبالغة المفرطة فيه، كان أقل دواماً كذلك. وابتداء من شهر أيلول/سبتمبر من العام 1999 بدأ السوق ينكمش مرة ثانية.

السيد تشين محترف متقاعد متوسط الدخل، وهو نموذج لملايين صغار المستثمرين الذين خسروا معظم دخلهم القابل للاستثمار منذ ذروة السوق في العام 2001. وهو يسكن في شقة رثة في مبنى من خمسة أدوار في خارج الشارع الدائري الرابع لبيكين، على بعد ساعة من تيانانمين. وكان قد نقل إلى هناك في العام 1997، من دون تعويض نقدي ومن موقع أكثر جاذبية من هذه الشقة في بيجين، وذلك جزء من واحد من تغييرات

الشقق المتكررة في المدينة. وكان من الواضح أنه قلق حين تجري مناقشة السوق، ويقول: إنه توقف عن مشاهدة قناة التلفزة التي تعطي تقارير عن أخبار سوق الأسهم.

من ذروة العام 2001، أراد المستثمرون الصغار أن يتركوا سوق الأسهم مرة تلو المرة، ببساطة أن يستردوا خسارتهم وألا يدخلوا السوق ثانية. ولكن الحكومة جاءت بسياسات استقرار وبخطابات استقرار مرة تلو المرة. في شهر أيلول/سبتمبر 2004، تماماً حين كان المستثمرون الصغار قد بدؤوا يخرجون، قال رئيس الوزراء وين جيا باو يجب أن يتطور السوق المالي ليكون صحيحاً ومستقراً. وجاء مجلس الدولة بالتعميم رقم 9. ومرة أخرى صدق المستثمرون الصغار كلام الدولة، وبقوا في السوق. السوق الآن أخفض من العام الماضي بكثير، فماذا يفعل أولئك الناس في الهيئة الصينية التنظيمية لأوراق الاستثمار المالي وجزء من مجلس الدولة<sup>32</sup> ؟

وكان لدى تشين الانطباع بأن الشركات تجمل وتموه شؤونها المالية في استعداداتها لتصير عامة، وذلك فقط من أجل أن تسحق وتحرق المستثمرين الأغرار. ”نحن صدقنا الحكومة، ولكن الحكومة تسببت في سقوطنا. وفي حال صعود السوق قليلاً، واستجابة لسياسة جديدة أو لخطاب، فإن الهيئة الصينية التنظيمية لأوراق الاستثمار المالية تدخل المزيد من الشركات الخاصة التي تبيع لأول مرة للجمهور، العرض الأول للجمهور، أو تترك بعض الشركات المدرجة من قبل تجمع دورة ثانية من التمويل“. وكان لديه كناية تعبر تعبيراً قوياً عن العملية: ”إنها مثل الفلاحين الجائعين للغاية إلى درجة أنهم لا ينتظرون معها أبداً المحصول لينضج ليحصده“.

وتوحي المدة القصيرة لهذه التدخلات باحتمالات متعددة مثيرة للاهتمام. الأول هو أن تأثير العمل السياسي الحكومي قد تضاعف، وهو ما قد يكون أسهم في الأثر المنخفض انخفاضاً غير عادي لافتتاحية جريدة بيبولز ديلي المبالغ في دعايتها. ولكن إذا كانت الآثار عابرة على هذا الشكل، فلماذا تفعلها في المقام الأول؟ تقول إحدى الفرضيات: إن التدخل السياسي خدم في إيجاد نافذة من الفرصة لمستثمري المؤسسات المملوكة للدولة ليقدفوا بممتلكاتهم على صغار المستثمرين أصحاب الخط السيئ والاطلاع السيئ.

ويمثل إخفاق أسواق حقوق المساهمين الصينية في أن تخصص رأس المال بجاذبة مثيرة للفضول كشفها اثنان من الأكاديميين المتابعين الدؤوبين. راندول مورك أستاذ المالية في جامعة ألبيرتا. وأهم من ذلك، أنه مراقب ذكي وشكاك للحقائق الاقتصادية اليومية. ففي العام 2001 حين كان يعلم في هسيان، لاحظ شيئاً مثيراً للدهشة المفاجئة في بيانات عن أسعار الأسهم الصينية. في أي يوم مفترض تحركت معظم أسعار الأسهم في الصين بالتتابع، أي إن معظمها تحرك إما إلى الأعلى أو إلى الأسفل. والمعيار التقريبي، في بورصة نيويورك في أي يوم مفترض، يتحرك نصف أسعار الأسهم إلى الأعلى ويتحرك النصف الآخر إلى الأسفل. وبالنسبة إلى اقتصادي مالي مشبع بكل معرفة السوق الأمريكية، يكون كابوساً أن ترى أسعار الأسهم في مثل هذه الخطوة الموحدة مع بعضها. إن هذا يعني أن حركة سعر السهم لشركة معينة لا يخبر الأسواق في الحقيقة أي شيء عما حدث للشركة. ومع عدم توافر معلومات محددة تحديداً حازماً وقابلة للتصديق، لا يمكن أن يوجد أي سوق. فبعد كل شيء، يحتاج السوق إلى معلومات موثوقة يعتمد عليها للموامة بين مشتري رأس المال وبائعيه موامة مناسبة. ولكن حين تكون هذه المعلومات غائبة، تكون أسعار الأسهم بلا معنى، ولا يستطيع المستثمرون أن يخمنوا إن كانت شركة معينة تستحق التمويل أم لا.

وشارك مورك في مكتشفاته شريكه لوقت طويل وموضع ثقته برنارد بين يونغ، وهو عالم من أصل هونج كونج صيني يرأس الآن مجموعة ضخمة من الاقتصاديين الماليين في مدينة نيويورك. لقد رقص الاثنان رقصة مثمرة أكاديمية طوال معظم العقدين الماضيين. وكان تحليلهما دؤوباً وكاملاً. ووجدوا أن الصين كانت من بين أسوأ المسيئين من عشرات البلاد التي جمعها عنها البيانات، فيتنام وبولندا فقط كانتا متشابهتين يمكن أن تقبلا المقارنة<sup>33</sup>. ولم يكن هناك عملياً أي بلد آخر كانت فيه بيانات سعر الأسهم بلا معنى بشكل شامل مثلما هي في الصين.

### هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار الهندية الرائعة

ذكرياتي الأولى تتصل بمراقبتي لأميال من الحجاج وهم يشقون طريقهم في صفوف تتلوى كالأفعى صعوداً في مسارب جبلية خطيرة غادرة مضاءة إضاءة ضعيفة، وفي خلفية

المسارب جبال جامو وكشمير التي تغطي الثلوج قممها، وذلك من أجل تقديم الإجلال إلى ديفي ماتا "الأم الإلهة". وكانت رحلات أسرتنا إلى فيشنو ديفي مُجدولة نوعاً ما جدولة فوضوية. فالحكمة الهندوسية تعتقد أن الزيارات إلى المزار يجب أن تحدث "حين تأتي دعوة الله". وفي تلك الأيام كان حجنا، بالتعريف تقريباً، حدثاً لا يمكن التنبؤ به. فالإمدادات كانت تستلزم الزحف من أجل تذاكر القطار (فعل آخر من الله)، ويستلزم الذهاب بالقطار طوال ليلة من دهلي إلى جامو، والركوب مدة ساعتين خطرتين مغامرتين في سيارة أجرة خربة إلى كاترا عند سفح الجبال، وتستلزم القيام أخيراً برحلة صعبة بطيئة لمسافة ثمانية أميال صعوداً في مسرب الجبل المؤدي إلى فيشنو ديفي. وكنا نستطيع أن نختار الصعود بالتسلق لمدة نصف يوم على درج منحوت في الصخر والطين على جانب الجبل وكان هذا قريباً من القيام بالمشي على آلة التمرين المشاية الثابتة لمدة نصف يوم. أو أن نختار الركوب على بغل، وهي طريقة مغرية بشكل مخادع كانت تهز نموذجياً أحشاء الراكب وتترك الظهر غير المدرب متألماً لمدة أسبوع. أما الأطفال فاعتلوا في الغالب ظهور السكان المعروفين باسم الشرباس المرنين من نيبال، الذين هزئت مقدرتهم على التسلق الصعب صعوداً في التلال بمقدرة الحجاج الحضر ذوي الحظ السيئ.

ولدى الوصول إلى القمة وقفنا في خط آخر لا نهاية له خارج المزار. وعلينا آتئذ أن نسجد ليسمح لنا أن نمر عبر السقوف المنخفضة من الغار غير العميق المؤدي إلى التجسيد المادي للإلهة. بعد دقيقة أو دقيقتين من العبادة يحرك الرهبان الأكفيااء بعيداً.

هذا الاندفاع نحو فيشنو ديفي استمر يوماً بعد يوم طوال عقد من الزمان.

الآن يستطيع المتعبدون الوصول إلى الإله عبر الإنترنت باستخدام منتج خاص سمي بركات في أي وقت. وأي شخص له حساب في البنك يستطيع أن يقدم تبرعات عبر آلة المحاسبة الآلية، وأن يطلب مانورات أو راجهوغ، وهما ممارستان قديمتان لتقديم القرايين إلى إله عبر كاهن يؤدي العبادات الضرورية نيابة عن المشتري. وبالضغط فقط على بضعة أزرار، يستطيع أي شخص يمتلك حساباً مصرفياً تقليدياً أن يحول الأموال إلى هبة حوالة، وهي أوعية تفيض بما يهبه المتعبدون من نقد، ومجوهرات، وممتلكات

إلى فيشنو ديفي أو أي واحد من المزارات الكثيرة الهندية الأخرى. تجارية فجأة؟ ربما، ولكن لا شيء يوقف هؤلاء المجيبين لدعوة الأم حين تأتي دعوة الله للزيارة بالطريقة التقليدية. وبرنامج بركات في أي وقت يشحم دواليب تجارة العبادة لا غير. المساندون المتحمسون يرون هذا اقتراناً مبدعاً لتقاليد الهند القديمة منذ قرون مع حاجات السكان العصريين المطلعين على الشبكة الدولية للمعلومات. إن برنامج بركات في أي وقت هو واحد من التجديدات العديدة من هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار الهندية، إنه مثال واحد عن الاستثمار ذي الرؤية البعيدة الذي أطلق البنك من مشروع مثقل بالأعباء تديره الدولة إلى بنك الهند الخاص الأهلي القائد.

كيف حدث هذا؟ في العام 1991، حين تحركت البيئة التنظيمية والاقتصادية نحو السوق مبتعدة عن الاشتراكية، ظهر نوع جديد من البنوك الخاصة الأهلية. وكانت هذه البنوك الجديدة راغبة في أن تتنافس وتحمل الأخطار، فعرضت بديلاً عن البنوك المملوكة من الدولة والمدارة إدارة ضعيفة التي كان فيها تحديث دفتر الحساب الجاري للعميل يستغرق أياماً. وكانت هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار الهندية واحداً من هؤلاء اللاعبين الجدد. وقد أقيمت في العام 1955 بصفة مؤسسة مالية للتنمية، ووقعت تحت الملكية غير المباشرة للدولة حين أممت الحكومة الهندية حملة أسهمها الرئيسيين، وكان معظمهم من المؤمّنين، أو شركات التأمين. وكانت مهمتها هي أن تمول المصالح الصناعية الضخمة. وكان هذا يعني إقراض المال إلى قائمة من الزبائن وافقت عليها الحكومة وبمعدلات فائدة وجهت بها الحكومة. في ذلك العصر كان البنك يجمع الأموال بإصدار سندات مضمونة من الحكومة. ولكن هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار الهندية صارت في وقت مبكر يعود إلى العام 1985 مثقلة بمبالغ ضخمة من الديون التي لا تدفع أصل الدين والفائدة، أصول لا تقوم بإنجاز ما يقتضيه الاتفاق، ولا تستطيع الاعتماد على التمويل من الإعانة المالية من الحكومة.

ومثلما طوقت البورصة الوطنية مشكلة السكون في الفئة التي سيطرت على بورصة بومباي، راهن المنظم الهندي على أن الطريقة المناسبة لمعالجة قلب الهند المصري في

المتعفن المملوك من الدولة، لم تكن بمجابهته مباشرة، ولكن بإدخال التنافس على الهامش. وقد رأى نارايان فاغول، وهو المصرفي طوال مساره الوظيفي والرجل الذي كان آنذ مسؤولاً عن هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند، رأى فرصة ليقود البنك بعيداً عن رعاية الدولة إلى المياه الخطرة التي لا يمكن التنبؤ بها ولكنها المياه الرابحة من السوق الاقتصادية. وحين رفعت التقييدات المفروضة على البنوك الأهلية، أقامت هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند ذراعها التجاري المصرفي في العام 1994.

ومع حلول الوقت الذي دخل فيه إلى المشهد كي. في. كامات، المسؤول التنفيذي الرئيس الآن لهيئة الائتمان والتنمية في الهند، كان فاغول قد أرسى أسساً صلبة وكانت هيئة الائتمان والتنمية في الهند تفخر بزبائن من شركات موثوقة. ومع ذلك، فقد كانت الهيئة مازالت مركزة بشكل رئيس في تمويل المشروعات، وهو ما لم يكن كامات يعتقد أنه كان يستطيع أن يعطي الوقود بشكل كافٍ لنمو الهيئة. وبدأ بتطبيق تحول هيكلي ضخم للبنك. وطوال السنتين اللاحقتين مرت هيئة الائتمان والتنمية في الهند في عملية تبدل، من سبات في شرنقة من ملكية الدولة المحمية تاريخياً إلى الطيران الكامل بوصفها واحداً من مشروعات الهند المالية الأولى. وأهم من ذلك أيضاً أن كامات بدأ يمول الأحلام.

في ذلك الوقت كان المحترفون الشباب المتعلمون تعليماً عالياً، الذين بدؤوا مساراتهم الوظيفية خلال الثمانينيات من 1980، لا يستطيعون أن يجدوا سبيلاً إلى امتلاك بيوتهم. وكانت الشركات عادة تزود موظفيها بعلاوة للسيارة والسكن، وهي منافع تنتهي مدتها مع التقاعد. وكانت الشركات الواسعة في مداها جوهرياً هي "المزودات بالطعام" حرفياً، للجميع. ونظراً إلى أن التمويل بالتجزئة لم يكن متاحاً والدفعات المدفوعة مقدماً بشكل مبلغ كبير يدفع مرة واحدة لم يكن يقتدر عليها بالنسبة إلى المحترفين ذوي الرواتب، فقد كان يرجح أن يتقاعد الموظف من دون أن يكون له بيت، ولا سيارة، وبتغطية تأمين ضئيل على الأغلب.

مثل دخول فضاء التمويل بالتجزئة فرصاً مثلما مثل مخاطر بالنسبة إلى هيئة الائتمان والتنمية في الهند. حقاً، إن سوقاً غير مزودة بالخدمات الكافية مع وجود طبقة

وسطى مزدهرة فيها تفيض بدخل يمكن التصرف به هي سوق أظهرت أنها واعدة. وكان متوقفاً لقطاع التجزئة أن ينمو سنوياً بنسبة 30%. ومن ناحية أخرى، كانت حقائق السوق الصعبة المتأصلة فيه تضغط بوزنها الثقيل على قرار هيئة الائتمان والتنمية في الهند. ورأى المحللون آنئذ جزءاً ضخماً من قاعدة المستهلكين الهنود "غير صالحة لإقراض البنك لها"<sup>34</sup>، وهو ما يجعل من الصعب تخيل نموذج للأعمال التجارية التي تستطيع أن تقرضهم بشكل مربح. ما يقارب 60% من الهنود لم يكونوا يملكون حسابات بنكية أيضاً، ولم تكن توجد مكاتب ائتمان لتتبع تواريخ الائتمان، ولم تكن توجد وكالات لجمع الديون الهالكة. وزيادة على ذلك، فإن العديد من اللاعبين الراسخين قد حازوا على أسهم كافية من أوراق استثمارية مالية معينة ليتلاعبوا بأسعارها من أجل بعض الخدمات الربحية. ومصرف سيتي بنك امتلك عملياً فضاء بطاقة الائتمان، وكان يسوق المنتج إلى المستهلكين أصحاب الدخل العالي من خلال شبكة واسعة من وكلاء البيع المباشر. ومؤسسة تمويل تنمية الإسكان، وهي اسم مرتبط ارتباطاً قريباً جداً بسوق الإسكان، كانت تملك حصة من 70% من سوق تمويل الإسكان وكانت تتفخر بأن معدلات التخلف عن السداد في قروض المسكن منخفضة تصل إلى 1%<sup>35</sup>. وكان ديباك باروخ، وهو في الغالب يحتل مكانة بين الشخصيات المرموقة في الصناعة الهندية والرجل المسؤول عن مؤسسة تمويل تنمية الإسكان، خصماً مرعباً. وتحت إدارته كانت الشركة قد نمت 25% في كل عام، وكانت رهانات الإسكان هي قلب النمو<sup>36</sup>. هل كانت هيئة الائتمان والتنمية في الهند تملك قاعدة الموهبة الضرورية؟ وهل ستساعد قوتها في الأعمال المصرفية للمؤسسات واستخدام التقانة في عملياتها على أن تنجح في سوق التجزئة؟

اشتم كامات رائحة الفرصة وأدركها وبدأ التعامل مع المخاطرة. كان يعلم أن الموهبة المتعطشة المتحفزة موجودة متوارية حوله، كان يحتاج فقط إلى أن ينظر إلى خارج الأماكن المعتادة. في دفع كامات لنسبة 60% فقط من الرواتب التي قدمتها البنوك الأخرى لموظفيها اعتمد كامات على الموهبة التي لم تكافأ حتى الآن وما زالت كامنة في الهند وعرض على الموظفين استقلالاً ذاتياً وراتباً تشجيعياً. ولكن الموهبة كانت عنصراً واحداً

في وصفته لوجبة النجاح. وكانت التقانة، بحسب ما رأى كاماث، أساسية للتحويل. وكانت الأنظمة الموجودة، في الواقع الافتراضي والمادي معاً، مبنية للعناية بمئات من الزبائن من الشركات لا من الملايين من المستهلكين بالتجزئة الذين كان كاماث يتوقعهم. وهكذا ففي حين تنافست البنوك الأخرى من خلال شبكات تفصيلية من الفروع وفي بعض الحالات من وكلاء البيع المباشر، قررت هيئة الائتمان والتنمية في الهند أن تطور شبكة جديدة بشكل كامل. واعتقد كاماث أنه يستطيع أن يتغلب على غياب البنية التحتية المادية الكافية عن طريق استخدام الأعمال المصرفية الإلكترونية وآلات المحاسبة الآلية. وعند نقطة من النقاط كانت هيئة الائتمان والتنمية في الهند تتركب ثلاث آلات محاسبة آلية في اليوم. كان كاماث واضحاً بأنه كان يريد أن يمتلك التقانة. وقد قال لي: ”نحن لا نريد أن نكون رهائن لأي بائع واحد. أنظمة الدعم الضخمة ضمنت الترابطية في كل الأوقات“.

وأنتج الاستثمار ربحاً. وأزاحت هيئة الصناعة والتنمية في الهند مؤسسة تمويل تنمية الإسكان عن مقعدها بحلول العام 2000 وفي مدى السنوات القليلة اللاحقة أخذت القيادة في خمسة منتجات من ستة منتجات للتجزئة كانت تتنافس فيها. وزيادة على ذلك، فإن الأسواق الدولية قد أعطت صوتها بالثقة لهذه الإستراتيجية، فالمؤسسات الأجنبية تمتلك 71% من هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند.

المحترفون في الأعمال المصرفية في الهند يذكرونني بأن الأعمال المصرفية حتى مطالع التسعينيات من 1990 كانت مجرد وسيلة لجمع الأموال للحكومة. لم يكن أحد يهتم بالربحية كان النمو في الأصول مقياس الأداء، وما كان أي مسؤول تنفيذي رئيس في البنك يعرف ماذا كان يعني فعلاً ”العائد على الأصول“. ولكن القطاع الخاص وضع البنوك المملوكة للدولة في حالة إنذار. أخبرني نارين من البورصة الوطنية قائلاً: ”بنك دولة الهند هو الأب الكبير لهم جميعاً وهو يتغير تغيراً سريعاً تماماً. وبنك دولة الهند، وبنك بنجاب الوطني، وبنك بارودا، كلها بنوك مملوكة للدولة، وكلها فعلت أشياء جيدة. إنها مدرجة كي يكون الآن جزء من رأس مال حقوق المساهمين في أيدي خاصة“. ويقترح أحد التقديرات أن أفضل البنوك في الهند وصل إلى نسبة 55% من نسبة كفاءة

البنوك الأمريكية مع أفضل بنوك الهند التي تقبل المقارنة مع أفضل البنوك في كل أنحاء العالم<sup>38</sup>. وكان كامات أكثر تفاؤلاً، ويقول: إن أفضل بنوك الهند جيدة مثل البنوك في أي مكان. وفي الحقيقة، وعلى أساس التكلفة لكل صفقة، يكون هيكل التكلفة لأفضل البنوك الهندية هو نسبة 10% من هيكل التكلفة لصفقة تقبل المقارنة في بنك عالمي.

لم يبقَ المصرفيون الهنود بعد الآن جامعي أوراق غير أكفياء مثلما كانوا في أيام طفولتي. وليس من غير المألوف أن ترى المسؤولين التنفيذيين لهيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند يتحدثون عن التقدم العلمي الذي تدفعه المعلومات في الأسواق المالية أمام الاقتصاديين في هارفارد، أو معهد ماساتشوستس للتقانة، أو وارتون. وجاءت مرتبة لاليتا غوبتي، وهي مديرة منتدبة متقاعدة لهيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند، في إحدى المرات في المرتبة الحادية والثلاثين في قائمة مجلة فورتن من أصل أقوى خمسين امرأة في العالم ورأست فريقاً ضخماً من النساء اللواتي كن يشغلن مكاتب في الأجنحة الركنية، أي مواقع أعلى المناصب في هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند.

والتزام هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند للنساء، موظفات وزبونات معاً، هو التزام غير مألوف في أي مكان وخصوصاً في الهند. وكان إدخال البنك للنساء في خطته للأعمال التجارية تجديداً آخر من ناربان فاغول، الرجل المسؤول عن الخطوة المجازفة الأولى من هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند التي انتقلت من رعاية الدولة إلى اقتصاد السوق. ووجدت رؤيته لهيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند في سياق أوسع من الهند المنصفة اجتماعياً، التي يجب أن تكون فيها موهبة النساء، وهي تستخدم حالياً استخداماً أقل جداً من الاستخدام الكامل، جزءاً مركزياً للاستثمار الحضري والريفي معاً. وأخبرتني كيران مازومدار شو من شركة بيوكون، وهي شركة الهند القائدة في التقانة الحيوية، بأنها لولم تتلقَّ الدعم الثابت من هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند في أول عقد من الزمان من صراعها، لما كانت شركتها قد صارت متجر التقانة الحيوية من المرتبة العالمية التي هي عليها اليوم. والسيدة مازومدار شو هي اليوم المثال لصناعة الهند الصاعدة في التقانة الحيوية فقط بل ولسيدات الأعمال المقاولات أيضاً في أنحاء البلد.

مساعدة النساء في الهند الريفية على أن يبلغن مستوى عالياً من القوة المالية هو أمر مهم على وجه الخصوص للسيد فاغول. فحين قابلته في مكتبه في هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند، أخبرني قائلاً: ”الاستقلال الاقتصادي مهم للنساء الحضريات، والاستقلال في المناطق الريفية مسألة ذات أهمية كبيرة. فهذا هو المكان الذي لا تطبق فيه قوانين الأرض على سبيل المثال، لا يطبق الزواج بامرأة واحدة، مع وجود الهجر المتكرر للنساء بعد إنجاب الأطفال. فكيف إذاً نعزز مشروعات الاستثمار في هذا النوع من المحيط؟“.

وعلى نحو مثير للدهشة، ها هنا بنك يزدهر بالبحث العلمي الذي تدفعه المعلومات، وقد التزم هذا البنك بتشجيع النساء في المكاتب الركنية، أي المناصب المهمة، وهو الآن يقوم بعمل ريادي في تقديم الخدمات المالية إلى الهند الريفية التي تعاني بشكل حاد من نقص البنوك. وفي مدرسة الأعمال في هارفارد تُستخدم هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند حالة دراسية تقود إلى نقاشات عن إمكانية الأعمال المصرفية والتجديدات فيها. ولكن هل تتسجم مثالياتها مع القيمة الاقتصادية؟ وهل تستطيع هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند أن تستمر في عملياتها الناجحة وتبقى صادقة مع مهمتها الاجتماعية؟ ووفقاً لما يقوله كاماث فهذه الهيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند تفخر بواحد من أخفض هياكل التكلفة في أي بنك من مرتبة عالمية. وهذا الإنجاز ليس مجرد نتيجة فقط لتكلفة أخفض في الهند. حتى إن كان زعم كاماث الجسور، وهو قوله: إن هيكّل التكلفة في هيئة الائتمان الصناعي والتنمية هو 10% من تكلفة عمليات بنك عالمي في الهند، حتى إن كان زعمه في جزء منه مبالغاً، فإن المثال المتفوق لهيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند قدوة لا نزاع فيها<sup>39</sup>.

ومقياس آخر لنجاح هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند هو أن بلداناً نامية أخرى تنظر إلى الشركة، وإلى الهند، بوصفها نموذجاً يستحق أن يضاهاى. وأحد الأمثلة هو طوني إوميلو، وهو مصري في نيجيري قابلته في هارفارد في واحدة من رحلاته الدورية لجمع المعلومات. كان إوميلو حريصاً على أن أقوم أنا ”بتعريفه بالهند“. وعلى الرغم

من أن بلده قد تكون معروفة أكثر بسفك الدماء الذي يجري فيها على أساس عرقي وديني ومن عمليات الاحتيال من خلال البريد الإلكتروني بقصد الإثراء السريع، على الرغم من ذلك، فبوصف إوميلو رئيساً لشركة قابضة لها استثمارات في المؤسسات المالية، وبشكل هو أبرز ما يكون في ستاندرد ترست بانك في لاغوس، يمثل إوميلو قطاعاً خاصاً وليداً، ونظيفاً، في نيجيريا. كان يخطط أن يقضي أسبوعاً تعليمياً في الهند مع بعض كبار زملائه، وهكذا فقد أعددت بعض المناقشات وقدمتها لهم مع مجتمع الأعمال الهندي وعرفتهم إلى بعض الشركات المدارة إدارة جيدة، ومن جملتها هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند.

ولم أفهم الوزن التاريخي الكامل للارتباط النيجيري الهندي إلى أن وصل زملائي النيجيريون الجدد إلى فندق تاج محل في جنوب مومباي. وقد لاحظ إوميلو وفريقه فوراً التشابهات بين لاغوس ومومباي. ويستعير فندق تاج محل اسمه من أفضل رمز معماري للهند، يقع في مدينة أغرا الهندية الشمالية، ويقف مواجهاً بوابة الهند، وهي هيكل ضخمة يطل على بحر العرب، بُني لإحياء ذكرى زيارة الملك جورج الخامس والملكة ماري إلى مومباي في العام 1911. وكان البريطانيون قد استعمروا نيجيريا أيضاً واتبعوا هناك نمط "شركة للاستعمار". وفي الهند تحولت الامتيازات التجارية لشركة الهند الشرقية البريطانية إلى السيادة السياسية للتاج البريطاني في العام 1857. وبشكل مشابه، في العام 1901، والبريطانيون يسعون إلى تعزيز مصالحهم التجارية في النيجر، أسسوا بقانون شركة النيجر الملكية بوصفها شركة إفريقية المتحدة. وكان هذا يعني أن الشركة كانت موضوعة رسمياً تحت الحماية البريطانية وأنها زودت بريطانيا بحقوق واسعة المدى لتدير الأراضي المحولة بموجب معاهدات قامت مع رؤساء محليين.

وهكذا، ففي مطالع الجزء المبكر من القرن الحادي والعشرين حدث أن أقنع إوميلو وفريقه المصرفيين في هيئة الائتمان والتنمية في الهند أن يأخذوا إوميلو وفريقه إلى مكان رئيس، إلى سفينة القيادة، لعملية البيع بالتجزئة في براهاديفي في مومباي المركزية، وهناك أخذ إوميلو وفريقه ملاحظات مستفيضة عن أحدث منافذ البيع بالتجزئة الإلكترونية في بنوك الهند وعن خدماتها المتفوقة للزبائن.

### الأعمال المصرفية في الصين. من الحزب، وبالْحزب، وللحزب

في العام 1948 أنشأ ماو تسي تونج بنكاً جديداً، وليس من المثير للدهشة أن سماه بنك شعب الصين. وجميع البنوك في البلد أدمت وأدمجت في بنك شعب الصين. وطوال ثلاثين عاماً كان بنك شعب الصين هو الوحيد في جمهورية شعب الصين، ومسؤول بمفرده عن كل من الأعمال المصرفية المركزية والأعمال المصرفية التجارية. ومع حلول مطالع الثمانينيات من 1980 قُسمت وظائف بنك شعب الصين بين أربعة كيانات جديدة. بنك الصين، وبنك الصين الزراعي، وبنك الصين الصناعي والتجاري، وبنك الصين للإنشاء. وكانت مهمة البنوك مجتمعة هي دعم السياسة الاقتصادية والصناعية للحكومة عن طريق تقديم قروض موجهة من الدولة إلى شركات مملوكة من الدولة.

وانتقال ماو إلى الإقراض الموجه، بالمقارنة بعدم التدخل في الإقراض من المصرفيين إلى رجال الأعمال المستثمرين، كان انتقالاً كاملاً إلى درجة أن البنوك الصينية قد أعطت قروضاً بشكل متكرر إلى أي مشروع مريض مملوك للدولة طلب القرض، ومن دون وجود أي معايير تجارية. وما زالت البنوك الأربعة الكبيرة المملوكة للدولة تهيمن على المشهد، وتمثل ما يقارب 75% من القروض ورأس المال وترأس القروض غير المرهبة التي تبلغ 230 بليون دولار. وجرت محاولات عدة لإعادة رسملة هذه البنوك ولكنها محاولات لم تنجز إلا القليل. ومصائر هذه البنوك مربوطة إلى مشروعات مفلسة مملوكة للدولة وهي عملياً غير قابلة للإصلاح<sup>40</sup>.

ومشكلة أخرى تبتلى بها البنوك الصينية، وهي مشكلة تلقت الكثير من العناية، هي الفساد، الصغير والكبير. وفي الوقت نفسه فالبنوك تجعل الحياة صعبة للمشروعات الصغيرة القياس والمتوسطة القياس التي تتقدم بطلب للحصول على القروض، والبنوك المملوكة من الدولة تواجه سلسلة من الفضائح، وهي تكشف عن سيطرة ورقابة داخليتين مترابطتين. وفي شهر شباط/فبراير من العام 2005 اتهمت السلطات عشرات من الناس المرتبطين مع فرع مقاطعة جيلين من بنك الصين للإنشاء بسرقة 65 مليون دولار من

فروع عدة ابتداء من أواخر التسعينيات من 1990. ومعظم المبلغ فقد في كازينوهات ماكاو أو جرت المراهنة به على ألعاب كرة القدم من خلال مقامرات سرية.

ومن بين الحالات العديدة الأخرى عن مجرمي البنوك حالات مديري فرع بنك الصين المتورطين في حالة احتيال تشمل إيداعات بقيمة مئات ملايين من الدولارات في هاربين، عاصمة مقاطعة هيلونغجيان. وهذا في الوقت الذي كان يجري فيه جعل بنك الصين يبدو جذاباً لاستقبال المستثمرين الأجانب الذين يمكن أن يوجدوا<sup>41</sup>.

ومن سوء الطالع أن العديد من المجرمين الماليين في الصين "يتبخرون" قبل أن يكون باستطاعة المحققين أن يخمنوا ما حدث. ففي العام 2004 قدرت وزارة التجارة أن أربعة آلاف مسؤول فاسد في السنوات العشرين الماضية قد فروا من البلد مع مبلغ إجمالي من 50 بليون دولار، وقدرت وزارة الأمن العام في الصين أن خمس مئة بارزين من "المشبهين في الجرائم الاقتصادية" كانوا يعيشون وراء البحار<sup>42</sup>.

وينشأ الفساد من الحكم الذاتي الذي لا يخضع للرقابة الممنوح للمسؤولين الإقليميين. والمصرفيون مدينون بالفضل لمسؤولي الحزب المحليين. وفي الحقيقة يكون المصرفي وصانع السياسة في الغالب واحداً بعينه، وهو وضع لا يترك طريقة موثوقة لردع المصرفيين الميالين إلى توجيه الأرصدة بعيداً وسحبها.

ورغبة المصرفيين الصينيين في أن يمتلكوا، أو على الأقل في أن يظهروا أنهم يمتلكون، أصولاً جيدة على الدفاتر يتناقض تناقضاً حاداً مع نظرائهم اللامباليين في البنوك الهندية المملوكة للدولة الذين يفضلون أن يشتروا سندات الحكومة. ويعرف المصرفيون الصينيون، وذلك على الأقل في المناصب العالية، أن ترقيةاتهم في التسلسل الهرمي للحزب مربوطة إلى النمو المحلي. فيجب عليهم في أقل القليل جداً أن يديموا مظهراً مصطنعاً من النمو المحلي وذلك بعدم سحب ديون هالكة وإجبار المشروعات المنقطعة عن العمل على الإغلاق. وفي بلد تكون فيه المعلومات، المتوافرة لبيجين عن الطبيعة الحقيقية للأصول في المقاطعات وفي المنظمات المحلية هي معلومات غير كافية على أفضل الأحوال، في مثل هذا البلد يستطيع المصرفيون أن يكونوا متحققين من الترتيبات على نحو معقول.

الصين والهند كلتاهما تمتلكان تواريخ من النجاح الكامل للأعمال المصرفية الخاصة. ويعود ذلك بعيداً إلى مطالع القرن الثامن عشر، وكانت معظم البنوك العامة المشهورة معروفة باسم بنوك شانسي وذلك على اسم المقاطعة الصينية الشمالية التي كانت البنوك فيها أشيع ما تكون. وكانت شركة هيسيو تشينغ داي تمتلك فروعاً عديدة في كل أنحاء البلد واخترعت نظام تحويلات النقد داخل فروع الشركة وبينها لتحريك النقود في كل هذه الفروع. وبالتدرج طالب آخرون بخدمة التحويل هذه. وانتقل مالك شركة الصباغ من عمله التجاري الأساسي إلى الأعمال المصرفية وأقام بنك ريزينتشانغ بياوهاو. ومع حلول نهاية القرن التاسع عشر كان اثنان وثلاثون بنك بياوهاو مع 475 فرعاً قد انتشرت في كل أنحاء المقاطعات الصينية الثمانية عشرة<sup>43</sup>.

في العقود القليلة الماضية شهدت الصين، مثلما شهدت الهند، قطاعاً بنكياً هيمنت عليه مؤسسات متصلة الأنسجة تسيطر عليها الدولة. ومع ذلك، يختلف تطور الأعمال المصرفية الصينية في وجوه عدة عن الأعمال المصرفية الهندية. أولاً، لم ينشأ في الصين أي بنك مثل هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند. وشرح ذلك وولي، وهو باحث كبير في أكاديمية العلوم الاجتماعية في الصين، فقال: "كل البنوك مملوكة من الدولة في الأمر الواقع، أو أن الدولة في الحد الأدنى تسيطر على غالبية الحصص. والأعمال المصرفية مهمة جداً للدولة بسبب الأخطار الموجودة فيها، إنها سلالة النسب للبلد، والأعمال المصرفية شيء خاص"<sup>44</sup>.

كنت متشجعاً في البداية أن أسمع عن بنوك خاصة جديدة، وأبرزها بنك مينشينغ، إلى أن تحدثت إلى مصرفيين في بيجين وشنغهاي لم يكونوا قادرين على تمييز الفرق النوعي بين مينشينغ وبين البنوك الأخرى. واستنتجت في نهاية الأمر أن بنك مينشينغ هو بنك خاص رمزياً فقط وهو جوهرياً مملوك من الدولة. وعلى كل حال، هذه المكانة الرمزية تضمن بقاء البنك، تماماً مثلما توجد رموز الجماعة الدائمة في مجلس الشعب مع أقليتها العرقية الرمزية ومع الأعضاء غير الشيوعيين.

وفي حين كانت المشكلة في الهند هي "نقص الإقراض" السلبي من البنوك المملوكة من الدولة إلى زبائن يستحقون الائتمان، كانت المشكلة في الصين هي "زيادة الإقراض"

غير المنتج. الإقراض في الصين، الذي يركز جهده في المشروعات المملوكة من الدولة، يميز ضد أكفأ رجال الأعمال المستثمرين الخاصين وأكثرهم إنتاجاً كذلك. وكان سن داوو، مؤسس داوو فارم غروب، ضحية لهذا الانحياز. وكانت أعماله الخاصة، الراححة، الموجودة طوال عقدين من الزمان، تمتلك أصولاً ثابتة قدرها 13 مليون دولار، باستثناء 330 هكتاراً من الأرض، ودين إجمالي قدره 3,6 من ملايين الدولارات. سن داوو المولود في ناحية هيسيوشوي، مقاطعة باودنغ من منطقة هيببي، طور أعماله من ألف دجاجة إلى مشروع كبير النطاق، يجمع تربية الأنعام والدواجن، والصناعة، والتعليم. وأوجد فرص عمل من أجل 1,600 موظف، وقدم الرعاية المالية للمدارس المحلية، واستثمر 200,000 دولار، وعبد طريقاً أفاد ست قرى مجاورة. وبرغم تعليمه الذي وصل مستوى المدرسة المتوسطة، دُعي سن مرات عدة من جامعة بيجين ومن جامعة الزراعة في الصين ليتحدث عن الزراعة.

ومع ذلك، فمشروع سن داوو الناجح الخاص لم يستطع أن يحصل على قروض بنكية. ومن شهر كانون الثاني/يناير من العام 2000 إلى شهر أيار/مايو من العام 2003، مول سن نمو شركته من أموال جمعت من موظفيه، ومن أقاربهم، وأصدقائهم مقابل معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة السائد في البنك. وهذا أدى إلى اتهامات الحزب له بتشويش النظام المالي، وإلى توقيفه في شهر أيار/مايو من العام 2003، والقبض عليه في شهر تموز/يوليو. وحكم عليه بالسجن لثلاث سنوات مع مدة إمهال الدفع لأربع سنوات، وغرامة شخصية من 12,000 دولار، وغرامة شركة من 36,000 دولار. ونتيجة لذلك أوقفت شركته مئات من الموظفين، وانكشفت عملياتها إلى النصف<sup>45</sup>.

اجتذبت قضية سن فوراً انتباه وسائل الإعلام. ونازع محاموه في تهم تعزيز الاضطراب المالي، وأشاروا إلى الاضطراب العام في ماليات الصين. وكتب محامون آخرون جماعياً إلى مجلس الشعب، مقدمين بذلك خدمات مجانية لسن. ونشر هيسيوجييونغ الذي درس في مدرسة القانون في هارفارد، ويُعدّ واحداً من محامي الصين الرئيسيين، نشر مقالة بعنوان "لماذا يجب علينا أن ندافع عن سن داوو؟" وكتب ليو شوانجي، مؤسس شركة

لينوفو، رسالة هاتفية شخصية إلى سن، يشجعه فيها على الاستثمار في عمله، ووعدته بقرض شخصي من 120,000 آر إم بي لشركته، وعبر له عن إيمانه بأن قضيته سوف تسوى في نهاية الأمر تسوية منصفة وعادلة. ومع حلول نهاية العام 2003 اتصلت بنوك صينية عدة مع سن، وكانت راغبة في تقديم الائتمان له<sup>46</sup>.

إذا أخذنا في الحسبان الحالة المؤسفة للقضايا في بنوك الصين، فلماذا يستمر ملايين المواطنين الصينيين في الاستثمار في القطاع المصرفي؟ قسم من الجواب هو أنهم يملكون قلة من البدائل. وطبيعة سوق الأسهم التي تشبه دوران دولاب لعبة الروليت، وهو سوق من أسوأ الأسواق أداء في العالم طوال سنوات عدة، نادراً ما تلهم الثقة. وكثير من المال الذي يغادر الصين من أجل استثمارات، لنفترض، في هونج كونج تعاود الدخول إلى أرض الصين الرئيسة متكررة بصفة مال أجنبي. ولا بد أن تكون العوائد المتوافرة لرأس المال المملوك من الصينيين عوائد منخفضة انخفاضاً كافياً ليبرر لهم الانخراط في الإجراءات غير الكفأة لنقل رأس المال في مثل هذه الطريقة الملتوية، وهي قضية أناقشها في فصل لاحق عن الشركات متعددة الجنسيات. والجزء الحرج الآخر من الأحجية، طبعاً، هو أن ضوابط الحكومة على رأس المال تمنع الصينيين من استثمار أموالهم خارج الصين، وهو غير مثقل بالحواجز التنظيمية والقانونية.

بعض الاستثمارات غير طوعية بالكلية، وقد تحدثت مع موظفة من إحدى أوائل الشركات المسجلة في بورصة شينجيين، فروت لي كيف أن كل موظفي المؤسسة المالية، حين طُلب منهم أن يستثمروا في العرض العام الأول، رفضوا ذلك الطلب. وقالت لي: إن شراء الحصص كان يُنظر إليه عموماً بوصفه مساوياً لضريبة أو، وهو ما يستثير العجب، بوصفه إسهماً في صندوق إغاثة لمصيبة. وأخيراً حشد البنك كل أعضاء الحزب بين الموظفين ليقبلوا حصصاً أكبر في الاستثمار، واستخدم رؤساء الإدارات الأرصدة الشخصية لتعويض العجز في حصصهم.

هل يخشى المودع المتوسط أن البنوك ستعلن الإفلاس؟ على ما يبدو لا. فالبنوك الكبيرة ولها 116,000 فرع في كل أنحاء الصين وتمثل 67% من إيداعات البلد و61% من

القروض مدعومة دعماً صلباً من حكومة تفيض بالنقد الحاضر. وإلى جانب ذلك، فهي أكبر من أن تخفق، لأن إخفاقها قد يقدح شرارة عدم استقرار واسع النطاق. ويشرح ليو بنغ، وهو عالم زائر سابق في مركز فيربانك في هارفارد لبحوث شرق آسيا، فيقول: "ليس مهماً إذا كانوا يعلمون عن الإفلاس"، ثم يضيف بثقة: "كل ما يعرفونه هو أن الحكومة وراء جميع البنوك. وطالما كانت الحكومة موجودة في الأعمال فإن أموالهم وإيداعاتهم آمنة"<sup>47</sup>. معدل الصين العالي من الوفورات الأموال الموجهة قسراً إلى البنوك تعني أن الأموال الجديدة رخيصة بما فيه الكفاية لتجعل المصرفي يمتلك كل سبب ليحمله يراهن على طريقة المضاعفة أو لا شيء لا أن يجهر بالقول: إن أصلاً هالكاً لا يربح. وكما تسأل مجلة الإيكونوميست: "ما نوع البنك الذي يعطي قروضاً ثلثها لن يسدد؟ النوع الشيوعي"<sup>48</sup>.

لا بد أن يكون أحد الأسباب لميل الصينيين إلى الوفورات الكبيرة هو عدم وجود شبكة أمن اجتماعي رسمية وإنهاك النسخة الأسرية من ذلك الدعم، وذلك على الأقل في المناطق الحضرية. الطاس الحديدي للرز وهو الاسم المعطى لتموينات الدولة التي لا تنتهي قد تصدع، ونظام الأمن الاجتماعي المستند إلى الأسرة واقع تحت ضغط، وهو ما يجبر الناس على العناية بأنفسهم. وكما جادل الاقتصادي فرانكو موديليانى الفائز بجائزة نوبل، قبل بضع سنوات من وفاته، فإن السياسة الصينية في السماح بطفل واحد لكل أسرة، تؤكد أن الناس العاملين الذين سوف يتوافرون من أجل رعاية المسنين في المستقبل سيكونون قليلين، وهذه السياسية تحث على المزيد من الوفورات<sup>49</sup>. والكثير من هذه الوفورات المكتسبة بالجهد الجهد، وهنا مبعث المفارقة المثيرة للتهكم، مودعة في بنوك مفلسة وبذلك فهي موجهة إلى خزائن الحزب، وتنتهي إلى تمويل الاستهلاك الأمريكي المفرط. فالدولة الصينية هي ثاني أكبر حامل لسندات الخزنة الأمريكية، بعد اليابان.

كيف يمكن للمنظمين الصينيين ألا يفهموا كيف يحسّنون البنوك؟ من المؤكد أن تشخيص المشكلة كان في المتناول تماماً لمعظم الفنيين (التكنوقراط)، الذين امتلكت منهم

الصين العديدين، ولا سيما من هونج كونج. كنت أفكر في هذه الأسئلة في أثناء وجودي في بيجين، ولذلك بحثت عن رجل صيني في الأرض الرئيسة كان قد امتلك خبرة العمل مع البنوك العالمية وكان عضواً في الحزب أيضاً. كان كل شخص يعرف كيف يراصف حوافز المصرفيين في البنوك المملوكة من الدولة ويعرف أن تنظيف البنوك وترتيبها كان يجب أن يتضمن بعض الألم. ولكن كل شخص تقريباً، عند مستوى أعمق مما سبق، كان لا خبرة له بألية السوق ولم يكن يمتلك أي فكرة عن الكيفية التي كانت تستطيع فيها الحكومة، على نحو قابل للتصديق، أن تكون متصفة بعدم التدخل، أو بسياسة ”رفع اليدين“ نحو البنوك التي أرادت الحكومة أن تكون خاضعة لقوى السوق غير المقيدة.

وكانت معالجة الحزب لفضيحة الفساد في بنك الصين للإنشاء، قضية ذات علاقة بالموضوع. وقد قيل: إن جانغ إنشين رئيس بنك الصين للإنشاء وسكرتير الحزب الشيوعي الصيني للبنك قد قدم استقالته ”لأسباب شخصية“ بعد أن أشارت تقارير الأخبار إلى أنه كان يخضع للتحقيق من أجل الفساد. كان جانغ قد كرس أربعين عاماً من عمره للبنك، شق طريقه في العمل صعوداً من متدرب إلى مكتب ركني، في منصب عالٍ. وهو الذي قاد تحول بنك الإنشاء إلى شركة أسهم تجارية بشكل ناجح إلى درجة جعلت تلفزة الصين التي تديرها الدولة تحيي جانغ بوصفه واحداً من قاداتها الاقتصاديين للعام وذلك في 2004. ومع ذلك فقد كان سقوطه من الحظوة سقوطاً مؤثراً وناقض التوكيد السائد بأن الفساد في الدوائر المالية الصينية يحدث في طرف النظام فقط<sup>50</sup>. وكانت النتيجة الصافية لذلك هي أن تسجيل البنك التجاري فيما وراء البحار الذي جرت المحاولة لتحقيقه قد أوقف.

كان بنك جانغ يمتلك مجلس إدارة من الوزن الثقيل، ومن جملة أعضائه بعض المديرين الذين سجلوا على أنهم مستقلون. في اقتصاد السوق كان مجلس الإدارة هو الجهة التي يجب أن تعفي المسؤول التنفيذي الرئيس من مسؤولياته. ومع ذلك، فالحزب لم يرَ، على ما يبدو، أن من المناسب إشراك مجلس الإدارة في مداولاته، أو أن من المناسب إعلام مجلس الإدارة بالمغادرة الوشيكة للمسؤول التنفيذي الرئيس. فما نوع الإشارة التي يرسلها هذا العمل بخصوص كيان كان يجري إعداده للتسجيل العام، وهو التسجيل الذي

يتصرف فيه مجلس الإدارة لحماية مصالح حملة الأسهم؟ لم يكن الحزب على ما يبدو مدركاً أهمية إجراءات الحكم المؤسسي السليمة لاقتصاد السوق الذي يعمل على نحو معقول. وهكذا أخفق الحزب في الفحص الحمضي، الفحص الحاسم، بالنسبة إلى التزام الحكومة بإرخاء سيطرتها على بنوك الأمة، وذلك بسبب التدخل في الطريقة التي تتم بها التعيينات في المناصب العالية. وكبار المصرفيين حالياً هم جميعاً معينون سياسيون، وهذه إجراءات لا تستطيع أن تصمد في سوق اقتصادي. ويشدد كثيرون من المراقبين أن إعادة رسملة البنوك المفلسة هي كل ما كانت تدعو إليه الحاجة لتصحيح المشكلة. ويبدولي أن هذا معادل للقيام بمجرد تخفيف حرارة ناتجة عن حمى من التهاب داخلي ثم الإعلان أن المريض قد شفي.

وتؤيد خبرتي في تعليم كبار المسؤولين التنفيذيين في بيجين، هذا التقدير عن عدم الخبرة بقوى السوق. والمسؤولون التنفيذيون في هونج كونج يمتلكون فهماً للأسواق أوضح بكثير من زملائهم في أرض الصين الرئيسة. ولا ينبغي أن يكون الاختلاف مثيراً للدهشة. ففي الهند، كذلك، كان مديرو القطاع العام، غير العارفين بالمنافسة، قد أصيبوا بالشلل من جراء إزالة التنظيم الذي أعقب الأزمة المالية في العام 1991. وكما هو مبسوط في المناقشة في الفصل اللاحق عن رجال الأعمال المستثمرين من أبناء البلد الأهليين، فقد عانى المديرون الصينيون وقتاً أعصب من هذه الأزمة؛ لأن "ذاكرة" قطاع الصين الخاص كانت قد محيت على نحو شامل في أثناء الثورة الثقافية (1966-1976).

ولا يمكن أن تتسبب التغييرات المنهجية التي تدعو الحاجة إليها لتصحيح الأعمال المصرفية الصينية. وكلمة السر لدى الحزب هي الاستقرار، وهو لن يسمح بتكرار لميدان تيانانمين، مع وجود الاضطراب في الشوارع والاحتجاجات ضد الحكومة. وإصلاح البنوك سوف يعني استدعاء الديون الهالكة، وهو ما سيعني إغلاق أبواب المشروعات المفلسة المملوكة من الدولة. وستكون النتيجة فقدان عشرات الآلاف من الوظائف، وإطلاق العمال المزدحمين في الشوارع ليلتحقوا مع قلة من مئة مليون من المهاجرين الريفيين الذين يكافحون؛ ليدخلوا في قوة العمل الحضرية. وهذه وجبة لإحداث كارثة، وهي كارثة تريد

الصين أن تتجنبها بكل التكاليف. وعلى الرغم من أن الحل النظري واضح لكل اقتصادي يملك ورق مسودات وقلم رصاص مبرياً بشكل حاد، فإن تبرير التكلفة الإنسانية الحقيقية في المدى القصير، وربما في المدى المتوسط، هو الذي سيكون أكثر صعوبة.

### التعلم من الهند، يا لها من صدمة!

في وقت مبكر يعود إلى العام 2001 نشرت مجلة تشاينا إيكونوميك كوورترلي، فصلية الصين الاقتصادية، وهي مجلة أخبار باللغة الإنجليزية تصدر في بيجين، نشرت عموداً بعنوان "الصين تجرب شيئاً من الهند"<sup>51</sup>. وقد وصفت المقالة الحالة الخربة للأسواق المالية في الصين وحملت المقالة تحذيراً رقيقاً وهو أن على الصين، وهي غير معتادة كما كانت، أن تنظر إلى جارتها الجنوبية من أجل دروس في الاقتصاد، على الصين أن تتعلم من الخطوات السريعة التي اتخذتها الهند في الأسواق المالية.

في كلا النظامين الماليين الصيني والهندي تكون البنوك أهم بكثير من حقوق المساهمين وأسواق الديون. والأعمال البنكية تمثل النسبة المئوية العالية من مجمل الإنتاج المحلي في كلا البلدين. ففي العام 2005 كان الدين البنكي المحلي 136% من مجمل الإنتاج المحلي في الصين وكان 60% من مجمل الإنتاج المحلي في الهند، في حين أن رسملة سوق الأسهم في الصين والهند ساوت 35% و 69% من مجمل الإنتاج المحلي، على التوالي<sup>52</sup>. مقارنة بالصين، تمتلك الهند بنوكاً أكثر من نوع هيئة الائتمان الصناعي والاستثمار في الهند التي تقوم بعمل أفضل في توزيع الائتمان. ويوصف البنوك الصينية ملحقات للحكومة، فهي مستمرة في جعل هدفها الرئيس هو صون الاستقرار لا توزيع دين البنك توزيعاً كفوياً.

لماذا تملك الصين والهند مثل هذه الأنظمة المالية المختلفة اختلافاً أساسياً؟ زميلي ياشينغ هيووانغ وأنا افترضنا سبباً واحداً لقرار الصين بأن تخطب ود الاستثمار الأجنبي المباشر<sup>53</sup>. فالثورة الثقافية على وجه الخصوص، والتجربة الشيوعية على وجه العموم، دمرت أي بنية تحتية كانت موجودة في البلد لتدعم تبادل الأسواق. وكان الاستثمار الأجنبي المباشر يقدم نسبياً حلاً سريعاً، وخصوصاً حين كان يباع أولاً إلى المجتمعات

الصينية فيما وراء البحار وحين جرى احتواؤه في البداية في مواقع تجريبية مثل مقاطعة غوانغدونغ. والاستثمار الأجنبي المباشر طبعاً هو ما سبق أن سمع عنه معظم الغربيين، وهم يراقبون شركاتهم الكبيرة تبني المصانع وأنظمة التوزيع في كل أنحاء الصين. وقد كان الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين في العام 2005 بقيمة 55 بليون دولار، وهو ما يبلغ تقريباً 5.5% من الاستثمار الثابت الإجمالي المحلي في ذلك العام ويمثل حصة غير متناسبة من الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية في كل أنحاء العالم<sup>54</sup>.

وفي المقابل لم تدمر الهند بعد الاستقلال، بنيتها الاقتصادية التحتية. وعلى الرغم من أن الهنود مستمرون في مناقشة الأثر الكلي للحكم البريطاني، فإن السلطة الإمبراطورية أسست بنية تحتية وغذت رجال الأعمال المستثمرين الهنود في أي حين كانت فيه تغذيتهم لا تتحدى الحكم الاستعماري. وبرغم وجود قمع دوري، فإن طبقة من رجال الأعمال المستثمرين النابضين بالحيوية المناوئين للاستعمار، كانت طبقة واضحة دوماً. وكانت الحاجة تدعو إلى الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند أقل بكثير من الحاجة إليه في الصين، بل حين دعت الحاجة إليه كذلك كان يعارض في الغالب من قبل المصالح الأهلية لأسباب ليست في مصلحة الهند. فإذا أخذنا هذا التاريخ في الحسبان، فإن الهند كانت تستطيع بسهولة أكبر أن تعتمد على تدفقات محافظ الاستثمار، وتدفقات رأس مال الاستثمارات المخاطرة من وراء البحار أكثر من اعتمادها على الاستثمار الخارجي المباشر. وفي حين أن 5 بلايين دولار من الاستثمار الأجنبي المباشر دخلت إلى الهند في العام 2004، كانت تدفقات رأس مال محافظ الاستثمار في العام نفسه، أعلى بكثير عند مبلغ 9 بلايين دولار. والصين، في المقابل، لا تسمح لأسواق حقوق المساهمين فيها بأن توزع الوفورات المحلية على الاستخدامات المحلية. وبدلاً من ذلك، تضمن الحكومة أن تكون معظم الأموال الداخلة إلى سوق الأسهم مستخدمة لدعم المشروعات المملوكة من الدولة التي تتلاشى بشكل سريع.

واحد من الدروس التي يجب على الصين أن تتعلمه من الهند هو إدارة أسواق حقوق المساهمين إدارة أفضل. ولكن ذلك الدرس يستغرق وقتاً للتعلم. وإصلاح النظام الصيني

يتطلب إرادة سياسية، ليست واضحة حتى الآن، ويتطلب خبرة في توزيعات رأس المال المستندة على السوق.

ورغبة الصين في أن تتعلم من جارتها الواقعة إلى الجنوب هي رغبة ملونة بخبرة جارة الصين الشمالية، وهي روسيا. وحين يحلل الصينيون التطورات الكارثية السريعة في روسيا في التسعينيات من 1990، يستنتجون أن التحرير المبكر قبل أوانه للأسواق المالية جعل ضوابط رأس المال سهلة الاختراق وحولت المسؤولين البنكيين إلى فئات حاكمة صغيرة خاصة أخذوا مناصب قصيرة في العام 1998 قبل الأزمة الروسية المالية وإخفاقها. وكارثة روسيا الجدية حثت الصين على أن تكون حذرة على نحو هائل<sup>55</sup>.

والمؤسسات المالية الضعيفة تجعل حكم المؤسسات رمزاً لاجتماع النقيضين في الصين، وهي بذلك تضمن أن مسارها الحالي، وهو إعاقة حدوث أزمة مالية، هو مسار أقل مقاومة من مسار الإصلاح الأساسي. وأول تقديرات أجريت للشركات عبر العديد من الأسواق الناشئة، وتضمنت الصين والهند، نشرتها شركة استثمار مصرفية، وهي كريدت ليونيز سيكيوريتيز آسيا، سلطت الضوء بشكل مذهل على حكم المؤسسات الفاشل في الصين<sup>56</sup>. وكانت المعايير التي استخدمتها كريدت ليونيز سيكيوريتيز آسيا لتقدير حكم المؤسسات هي انضباط الإدارة، والشفافية، والاستقلال، والمساءلة والمسؤولية، والإنصاف، والمسؤولية الاجتماعية. وعلى مقياس العلامات المضبوط من كريدت ليونيز سيكيوريتيز آسيا من 1 إلى 10، حصلت الهند على 5,4 على حكم المؤسسات وحصلت الصين على 3,4. وجاءت الهند في المرتبة السادسة في الدراسة بشكل عام، خلف سنغافورة، وهونج كونج، وتايوان، من بين بلاد أخرى. وجاءت الصين في المرتبة التاسعة عشرة.

وكان الاقتصادي الصيني القيادي وو جينغليان قد أشار على نحو مشهور إلى بورصات الصين بأنها ليست أفضل من كازينوهات<sup>57</sup>. وشركات أوراق الاستثمار المالية، وهي تستخدم نفوذها السياسي، تمارس ضغطاً قليلاً جداً على الشركات المسجلة. وتلاعبت سعر الأسهم وسوء استخدام أموال المستثمرين تصرفات منتشرة بين شركات أوراق

الاستثمار المالية في الصين. في العام 2001 نشرت هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين قائمة من شركات التبادل التجاري للأسهم التي لم تختلس أموالاً أودعت معها من طرف زبائننها. ومثلت هذه اللائحة ما يقرب من 73% من الشركات في صناعة أوراق الاستثمار المالية. وهكذا فإن الحقيقة الخطيرة هي أن 27% من شركات أوراق الاستثمار المالية الصينية شاركت في إساءات الأمانة واختلاس الأموال. وزيادة على ذلك، فما يقارب 15% من شركات المحاسبة ترفض بشكل روتيني أن تصدر تقارير تؤكد التقارير السنوية أو الدورية التي تصدرها الشركات المسجلة.

التلاعب بسعر الأسهم نشاط من الأنشطة المفضلة لدى شركات استثمار الأوراق المالية الصينية. وحالة يوركوبونت سيئة السمعة توضح المشكلة. في العام 1998 جمعت أربع شركات، في غوانغدونغ، لاستثمار أوراق الأموال معاً أرضدة وبدأت تراكم أسهماً في شركة يوركوبونت للعلوم والتقانة. وبحلول العام 2000 امتلكت الشركات الأربع نسبة 85% من الأسهم المتداولة تجارياً من يوركوبونت، وبدأت الشركات الأربع بالتداول التجاري فيما بينها من خلال 627 حساباً شخصياً وثلاثة حسابات لشركات، وبذلك دفعوا إلى الأعلى بأسعار أسهم يوركوبونت. ثم إنهم بعدئذ تخلصوا من أسهمهم لمستثمرين جدد واثقين وحققوا ربحاً بمبلغ 54 مليون دولار.

أحد المجالات التي كانت مكانة الصين تقارن فيها مع الهند لصالح الصين نسبياً هو التنظيم الحكومي والإشراف. وتفخر هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين ببعض القادة الذين كانوا أكثر رؤية وأقدر قيادة، ومن جملتهم جو هيسياوتشوان رئيس الهيئة نفسها في أثناء الكثير من فترة التسعينيات من 1990، ولورا تشا، وهي مسؤولة من هونج كونج من بورصة أوراق الاستثمار المالية تم توظيفها لتكون نائباً لرئيس هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين في العام 2001، وغاو هيسشينغ، وهو محامٍ تدرّب في جامعة ديوك الذي كان نائب رئيس هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين من 1999 إلى 2003. وتحت ضغوط سياسية هائلة وتقييدات هائلة، قامت هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين ببذل أفضل جهودها للكشف عن الاعتداءات وحالات

الاحتيايل. وبين العام 1993 والعام 2001 حدد المنظمون 563 حالة احتيايل تشمل أسواق أوراق الاستثمار المالية. وفي العام 1999 والعام 2000 وضعوا 285 حالة في وضع إنذار، وهو رقم يتجاوز مجمل عدد الحالات التي سجلت في السنوات الثماني السابقة.

حالات الاحتيايل في أوراق الاستثمار المالية في الصين تعالج روتينياً بوصفها جرماً جنائياً لا إساءة مدنية، ويمكن أن يكون العقاب قاسياً وسريعاً، وهو على الأرجح خالٍ من كل التفاصيل الدقيقة القانونية التي كان يمكن أن تعيق المحاكم الهندية. وتوضح قضية هينان مينيوان، وهي شركة تنمية زراعية، كل أنواع المعاملة التي تعرض لها أولئك الذين تبين أنهم مذنبون. في شهر نيسان/إبريل من العام 1998 أصدرت هيئة تنظيم أوراق الاستثمار المالية في الصين اكتشافاً بأن هينان مينيوان اختلقت دخلها ورصيد رأس مالها الاحتياطي، وهذا يشمل أكثر من 120 مليون دولار، وأحالت الهيئة القضية إلى السلطات القضائية. بعد سبعة شهور فقط حكمت محكمة الشعب الأولى في بيجين على مدير عام الشركة والمسؤول المالي الرئيس بثلاث سنوات وسنتين في السجن على التوالي.

والدرس المستفاد من هذه اليقظة التنظيمية هو أن سوء السلوك داخل بورصات الصين لم ينجم في الأصل عن مراقبة تنظيمية ضعيفة فقط، فالأسباب أعمق وأكثر اتصالاً بالناحية الهيكلية. بل إن بلداً مجهزاً بأفضل المنظمين يقظة وإخلاصاً لا يستطيع بشكل كامل أن يعوض عن نظام مصمم تصميمياً ضعيفاً. وإن أكبر مشكلة تؤذي بورصات الصين هي مذهب فعالية الدولة.

وعلى خلاف الهند، التي تكافح فيها أسواق المال، مهما يكن من عدم كمالها كي تخدم أكفاً الشركات، اختارت الحكومة الصينية أن تسجل فقط الشركات التي كانت أهدافها تتراصف مع الأهداف السياسية للحكومة. والشركات المفضلة المقربة، وهي عملياً كل المشروعات المملوكة من الدولة، كانت تملك القليل جداً لتظهره على السطور الأخيرة، أي نتائج الربح، وكانت في الغالب "تكفل" إما بتزوير البيان المالي أو بإدارة تقودها الدولة، إذا استخدمنا تعبيراً رقيقاً، تدير أسعار أسهمهم. وهم بهذا كانوا يملكون سبباً هزياً لينظفوا أعمالهم.

أسواق رأس المال الهندية، وعلى نحو خاص في جانب حقوق المساهمين وفي تقديم الدين المصرفي، متقدمة بعيداً أمام أسواق الصين. ولكن الأنظمة مختلفة اختلافاً كافياً إلى درجة يستطيع فيها المرء أن يكون شاكاً بشأن الزعم بأن الصين تستطيع بسهولة أن تتعلم من الهند.

