

# 1

## الاستثمار: من قبعات ماو إلى قبعات السوق الصغير

سوقان للأوراق المالية أو ثلاثة إذا أضفنا إليهما سوق هونغ كونغ. خمسة أصناف من الأسهم، هذا إذا أغفلنا ذكر شهادات الإيداع الأمريكية ووسائل تمويل أخرى، أسهم بمقدورك شراؤها خارج الصين وأخرى لا تستطيع شراؤها إذا كنت تعيش في هذا البلد؟ أسهم بقيم مختلفة في بورصات مختلفة، مثل أي شيء آخر في الصين، الشراء في ثروة الصين مليء بالتعقيدات أكثر مما يحتاج الأمر، لكنه أبسط كثيراً مما يبدو عليه عن بعد، وعملية الشراء تمشي بخطا تجعلها أكثر يسراً للمستثمرين الأجانب عبر السماسرة في الولايات المتحدة، البنوك الدولية وعبر شبكة المعلومات (الإنترنت).

لذلك لا تدع التفاصيل تحوّل انتباهك: فالسهم هو سهم، في شركة راسخة الأقدام تستحق أن يستثمر فيها، بغض النظر أين تكون أسهمها معروضة على لائحة واحدة في بورصات التعامل، لكن قبل أن تقرّر كيف تستثمر، دعونا نراجع المسار الذي صيغت بموجبه بورصات الصين وأين يمكن فقط أن يكون اتجاهها في المستقبل.

### كيف بدأت تعاملات الأسهم في الصين

تجاهل دبية الباندا أو أبنية المعابد الذهبية، في رحلتي الثالثة إلى الصين عام 1988م كان أول معلّم أردت مشاهدته منصة صغيرة للتجارة أنشئت حديثاً من قبل بنك الصين التجاري الصناعي، لم يكن هذا بعد سوقاً حقيقية للأوراق المالية، فمن دون أجهزة تليفراية أو سماسرة، كان عدد الأسهم المتداولة في البداية متواضعاً وذلك أواخر عام 1986، ولا يكاد يتعدى ثلاثين سهماً في اليوم، وهو ما كان يمثل حصصاً لشركتين فقط وكان عملياً يُضربُ لهذا موعد بين الأطراف المعنية لتنفيذ الصفقة. وبالرغم من أن شغفها احتضنت ذات يوم أغنى سوق للأوراق المالية في آسيا، إلا أنه كان يلزمها سنتان كي تعود إلى ممارسة عملها من جديد على الوجه الصحيح؛ لكن هذا المكتب ذا المعالم غير الواضحة والقابع في عمارة صغيرة ذات الرصيف غير الممهّد، والمكتظ بأكوام من أنابيب المياه، جعل العمل الرأسمالي يبدو لي أكثر وضوحاً من كل الشاشات العالمية الإلكترونية السريعة، هنا - وبكل أمانة للحق - كان البيع والشراء الذي يتم من فوق هذه المنصة الوحيدة والمكتظة يتسم بالأمانة والطيبة.

وعندما عرفت أين يقع المكان الذي ذكره له أحد موظفي الحكومة العابرين، لم أستطع مقاومة رغبتني في أن أنضم إلى ثلثة ضئيلة العدد من الأنفس التي استجمعت شجاعتها، وانتظرت مثلهم بغية شراء شهادات أسهم مطبوعة على ورق حقيقي يتعدى قياسه شهادة دراستي الثانوية، لا يوجد شيء «افتراضي» هنا. فبمعاونة ترجماني، والقلّة القليلة من الرجال المهذبين الطاعنين في السن والذين كانوا يصطفون في دور غير

منظم، وهم ممن عادت بهم الذكرى إلى الوراء لأيام البورصات القديمة قبل عام 1949، وهم بهذا كانوا يضيفون شيئاً من النشوة إلى أعمارهم المتقدمة، فقامت بتدوين طلب للشراء في سجل مفتوح تتولى إدارته سيدة مسكينة كادت أن تصاب بصدمة. لقد بدت خائفة من أن تستلم مني نقودي -بالعملة الصينية التي هي جيدة كغيرها من أوراق العملة- وتعيّن عليها أن تتشاور مع رؤسائها حيث إنني كنت أول «شيخ أجنبي» يقف أمامها. حتى بعد أن وافقت على طلبي والتجهم باد على وجهها وباشرت بإتمام الصفقة، فإن شهادة الأسهم مع الكثير من إيصالات الورق المكربن الرقيق المقطع كان لابد لها من لصق الطوابع عليها ومهرها بالأختام التي برع الموظفون البيروقراطيون في استخدامها. وتبع ذلك الكثير من ارتطام حبات الخرز لآلة العد التي يستخدمها الأطفال للتعلم التي كانت موضوعة أعلى المنصة بحيث أجبرت على قولها لهم أن يزيحوها ويتمموا الصفقة قبل أن تتجه أسهمي نحو الارتفاع.

شعرت بالفخر عندما انتهت المعاملات الرسمية. فبالنظر إلى مستثمر متمكن كان الحصول على قطعة من تجربة الصين في الأسواق الحرة والتي كانت لا تزال في طور التبرعم -مثيراً أكثر من الإمساك بعصي الطعام. «أرجو أن نصبح كلنا أثرياء!» هذا ما قلته للسيدة القائمة على السجل، وذلك قبل عامين من افتتاح سوق الأوراق المالية الحقيقية في شنغهاي. كان الوميض في عيون السيدة وكأنه يشير إلى أنها قد فهمت مقولتي.

أتمنى لو أستطيع الادعاء بأن سهماً واحداً لمصرف مغمور يساوي الآن كل الشاي الموجود في شنغهاي. ليس لدي أدنى فكرة، ولا أريد أيضاً أن

أعرف. لقد وُضعت شهادة ملكية الأسهم هذه في إطار وعلقتها على حائط منزلي. ربما ستكون ذات قيمة أكثر من أي حصة سهمية بوصفها ستكون يوماً ما تحفة أثرية. على أي حال، لن أفرط فيها وأبيعها؛ لأنه وفقاً لما قيل لي فقد كنت أول أجنبي يشتري أسهماً من قبل. لكنني أستطيع تأكيد أن «تجربة» الصين في أسواق تداول الأوراق المالية مخملية أكثر. في الأعوام الاثني عشر الأولى، ارتفع عدد الشركات المدرجة على قوائم التداول من اثنتي عشرة شركة إلى ما يقرب من ألف وأربع مئة شركة، وكذلك ازداد عدد المستثمرين في البورصات الصينية من أربع مئة ألف إلى حد يكاد يصل إلى سبعة وستين مليوناً - وهذا الرقم كان قبل أن تبدأ الأمور في التحسن الملحوظ في نهاية عام 2005! فمنذ عام 1991 إلى 2005، حصلت الشركات على أموال تتفوق 150 بليون دولار في السوقين الماليين مجتمعين. وبحلول شهر أيلول 2006، اندرجت في السوقين المذكورين 1377 شركة، بإجمالي سوق رأسمالي بلغ 400 بليون دولار.

وبالرغم من السنوات التي أهدرت بسبب السياسات غير المترابطة التي تُعد نتيجة لقلّة الخبرة والإيمان بألية السوق فقد صارت سوق، شنغهاي (التي تأسست مرافقة لسوق مدينة شينزن Shenzhen المزدهرة التي تقع على الحدود الجنوبية للبلاد) ثاني أكبر سوق رأسمالي في قارة آسية، برقم تجاوز 500 بليون دولار، وهي في طريقها لأن تعود لاحتلال موقعها المرموق الذي سبق أن كانت عليه قبل الحرب العالمية الثانية.

وفي الحقيقة، فإن الصينيين كانوا دوماً رأسماليين منذ ذلك الحين. وإذا كان النظام الرأسمالي في حد ذاته واحداً من الابتكارات التي لا

يستطيع الصينيون الادعاء بأنهم كانوا السباقين إليها، فإنهم بالتأكيد يملكون الكثير من الممارسة في الأعمال الحرة الخاصة - وبمرور الزمن، فإنهم ربما يتقنونها على أكمل وجه. حتى في أيام الانحطاط الأخيرة لعرش أسرة كينغ (1644 - 1911) Qing عندما ترك الحكم الإقطاعي البائد - والذي كان على رأسه إمبراطورة من النبلاء طاعنة في السن - الصين لقمّة سائنة للجيش الغربية، بدأت بعض الشركات الصينية إصدار حصص سهمية للجمهور، وذلك بوصفها وسيلة لتعبئة الأموال بغرض التوسع. في أواخر العقد السابع من القرن التاسع عشر، نشأت في شنغهاي سوق لتداول الأوراق المالية. وظهرت في شهر حزيران (يونيو) عام 1866 وفقاً لصحیح إحدى الجرائد - لائحة من ثلاث عشرة شركة، كان من ضمنها شركة هونغ كونغ وشنغهاي المصرفية (والمعروفة في يومنا هذا باسم HSBC\* العالمية) وذلك في المكان المخصص «للأسهم» في الجريدة. (الجدیر بالذكر أن بورصة نيويورك قد بدأت عام 1792، بعدد قليل من الشركات أيضاً).

كانت أول منشأة تجارية يتم تداول أسهمها قد تأسست في شنغهاي ويعود تاريخها إلى 1882. في عام 1891، وأثناء ازدهار أسهم المناجم، أنشأ رجال الأعمال الأوروبيون والأمريكيون رابطة شنغهاي لسماسرة الأسهم، وهي أول سوق لتداول الأوراق المالية في الصين، لجعل الأسهم في متناول الأجانب في هذا الموقع الدولي المزدهر. وبحلول عام 1914، سنت حكومة الصين أول قانون منظم للأوراق المالية، وتأسست في

\* اختصاراً لـ Hongkong and Shanghai Banking Corporation

حينها مكاتب في المدن الشمالية كتيانجين وبيكين. لكن سوق شنغهاي الرئيسية كانت هي المهيمنة منذ عام 1920، وازدهرت أثناء ثلاثينيات القرن العشرين عندما تحولت شنغهاي إلى ثلاث مناطق للنفوذ كانت من نصيب البريطانيين والفرنسيين والأمريكيين، ووصلت إلى الذروة بحيث أُطلق عليها اسم «باريس الشرق». في عام 1937، وضع القصف والاحتلال اليابانيان نهاية لكل عمليات الاستثمار وحمى المضاربات. وعندما حصلت محاولات لإقامة أسواق صغيرة في الأوقات التي عمّتها الفوضى قبل وبعد إحكام الحزب الشيوعي قبضته على البلاد في عام 1949، زال من الوجود كل ما يشبه امتلاك الأسهم أو الاتجار فيها مدة قاربت عقوداً ثلاثة، وحلَّ محله العمل الجماعي المبني على الشمولية والتحكم الاقتصادي والملكية العائدة لدولة ماوتسي تونغ الحاضرة في كل مكان.

وفي أثناء حقبة الثورة الثقافية التي سادها التعصب، تعرض المواطنون الصينيون للاضطهاد إذا قرؤوا روايات العالم الغربي أو مارسوا العزف على آلة البيانو. فهل يتخيل أحدكم كان على من يمتلك حصّة في آي بي إم أن ينقل بالمجرفة كمية من الوحل وذلك كفارة له عن هذا الفعل الشنيع؟ لقد كانت سنوات من العمل الإجباري بانتظار كل من يتمم بأشياء تعد استغزائية مثل مكاتب السمسة أو إصدارات الأسهم الأولية (هذا إذا كان أحد في الصين قد سمع بها من قبل). ولكن في شهر تموز (يوليو) من عام 1977، وبعد سنة على انقضاء عقد من الاضطراب والفتن التي جعلت الصين معزولة عن العالم وأكثر فقراً من أي وقت مضى، أُعيد الاحترام إلى تينغ هيساو بينغ وهو نائب لرعيم الصين وجنرال في

الجيش الأحمر بعد أن كان خاضعاً للإقامة الجبرية، ورجع إلى مناصبه السابقة في الحزب الحاكم وبدأ بهم بإعادة وضع البلاد على مسار من البراغمية والإصلاح.

كان النظام الشيوعي كما رآه تينغ بوضوح يتهاوى في أرجاء العالم. فنظرة سريعة إلى العالم في ثمانينيات القرن العشرين كانت كافية لتؤكد أن البلدان التي تقر بالمنافسة، وتسمح بالمستوردات من المواد الخام ونصف المصنعة لقاء رسوم جمركية زهيدة، وتشجع الصادرات عبر تقويم واقعي للعملة تتعم بالرفاهية الاقتصادية والرخاء. لقد ألهمت «النمور الآسيوية» وهي كناية عن كوريا الجنوبية وتايوان وهونغ كونغ وسنغافورة تينغ ليتلفظ بمقولته الشهيرة: «لا يهم لون الهرّ إن كان أسود أو أبيض طالما ظل يصطاد الفئران». لقد بدا جلياً أن الهر هو الرأسمالية، والرخاء هو طريده. في هذه الأثناء، كانت البلاد تحتاج لمقومات تعجز الحكومة وحدها أن توفرها لبناء وتوسيع قاعدتها. وكما قال تينغ علناً بعد تفكير وتأمل: «هل بعض الأشياء كالأوراق والأسواق المالية جيدة أم لا؟ هل هي خطيرة؟ لا أجد مانعاً من تجربتها، لكن الأمر يجب أن يتم بعزم وإرادة».

كان هناك بعض الناس عازمين على خوض التجربة فوراً، ولاسيما بعد أن سمح تينغ للمزارعين الذين تحرروا من التزاماتهم الجماعية أن يبيعوا قدرأ متواضعاً من محاصيلهم بهدف استعمال ناتج البيع لتحديث التجهيزات. حدث ذلك عام 1984، وهو العام الذي شهد أول جولة لي، ولا أستطيع القول سوى إنني شاهدت كما عظيماً من المبادلات التجارية في أي شيء عدا قبعات ماوتسي تونغ القديمة. وقبل ذلك بسنوات قليلة

قامت بعض المعامل والمتاجر بجمع الأموال بالطرق القديمة مختبرة بذلك الحدود التي كان مسموحاً بها. بحلول عام 1986، رُحِبَ تينغ هيساويينغ بحفاوة برئيس بورصة نيويورك في قاعة الشعب الكبرى! كانت خطته الأصلية أن يقوم باختبار إصدار أسهم في مدينة شينزن، بوصفه أن سبق له تجريب كل وجه من وجوه النظام تقريباً. ازدهرت هذه القرية الصغيرة التي تقع على الحدود الجنوبية للصين مع هونغ كونغ وانقلبت إلى مدينة تنعم بالرخاء ويقطنها ستة ملايين من البشر بعد أن وقع عليها الاختيار لتكون أول «منطقة اقتصادية خاصة» في عام 1988، سُمِحَ لمصرف شينزن للتطوير والذي أبصر النور من رحم جمع لا يحصى من اتحادات التسليف، أن يبيع خمس مئة ألف سهم عادي -واستطاع بسرعة ونجاح أن يحصل في المقابل على عدة ملايين من الدولارات الأمريكية ودولار هونغ كونغ.

لكن لا يمكن نكران دور شنغهاي وهي النافذة السبّاقة للصين على الغرب منذ أواسط القرن التاسع عشر. حيث فتحت سوق شنغهاي أبوابها عام 1990 على عجالة بسبب الحاجة الملحة لإيجاد مصادر للأموال في وقت قلّت فيه السيولة إثر السعي لكبح التضخم. انتظم الألوّف في صف الانتظار لأيام من أجل شراء الأسهم، بالرغم من أنه كان لا يوجد سوى ثماني شركات مدرجة على القوائم. أما سوق شينزن فقد كانت تعمل في ذلك الوقت ولو أن انطلاقها الرسمية حدثت بعد ستة أشهر. وإلى يومنا هذا تدعي كلتا البورصتين التميز بحجة أنها افتتحت قبل غيرها. وقد طُبِّقت بعض القواعد المؤقتة على تداول الأسهم وإصدارها وتجارتها عام

1989 في كلتا البورصتين، كانت مستوحاة ومنقولة عن القواعد المنظمة للأسواق خارج الصين وتمت ترجمتها من لغتها الأصلية بقدر ما استطاع الصينيون ذلك.

أصابني الذهول منذ الوهلة الأولى من حيويتها عندما سنحت لي الفرصة أن ألقى نظرة خاطفة على المكان الهزيل الذي باشرت فيه السوق عملها حالياً في بودونغ وهي مدينة للمستقبل شيدت فيها ناطحات السحاب على ضفاف نهر هوانغ يو القادم من القسم التاريخي للبلدة. هناك تسنى لي أن أرى كيف استفادت الصين من دراسة أسواق العالم الأخرى القائمة واستطاعت القيام بقفزة كبيرة نحو المستقبل تفوقت فيها على غيرها. اتسم البناء الجديد لسوق الأوراق في شنغهاي بالفخامة، وكانت أنشطة التعامل تتم وفق أحدث أساليب التقانة. لا وجود هنا للضوضاء أو الإزعاج الذي يحدثه المتعاملون يومياً عندما يتراخضون هنا وهناك كما يحدث في المدن «القديمية» المحاطة بالأسوار مثل مدينة نيويورك. في شنغهاي لا ترى إشارات الأيدي أو قصاصات الورق المرمية على الأرض، ولكن تجارة إلكترونية نقية بالكامل - التي تمتاز بسرعتها المتقدمة وكفايتها مقارنة بغيرها - ولنتذكر أن البناء الذي يحتضن سوق نيويورك للأوراق المالية شُيد عام 1903، في حين تقع بورصات الصين في أبنية ارتفعت عام 1990. ومن بين الذين يعود إليهم الفضل طالب صيني اسمه وانغ بومينغ Wang Boming الذي عاد إلى الصين بعد أن قضى خمس سنوات في بورصة نيويورك، وكتب فيما بعد تقريراً محفزاً ساعد على دفع قادة البلاد إلى اتخاذ هذه الخطوة الجريئة باتجاه الرأسمالية.

في البداية كان مفوضو السوق الذين مارسوا ضوابط متشددة على أنشطة الشركات يركزون بصفة رئيسة على دعم المنشآت الضخمة العائدة للدولة التي كان تداول أسهمها يتم في هونغ كونغ أو في نيويورك، حيث يتم العرض الأولي للأسهم. ولم يظهروا إلا قدراً ضئيلاً من التقدير للمسؤولية التي يتطلبها السوق الحر. وللغرابة لم يكن لدى الصين تشريعات منظمة للأوراق المالية إلا في عام 1999 - بعد تسع سنين من فتح أسواق الأوراق المالية لأبوابها. وبالرغم من فقدان مثل هذه الرقابة، فإن عدد المستثمرين الأفراد تجاوز رقم العشرة ملايين بنهاية عام 1994 - لم تكن رحلة الرفاهية تلك دون صدمات أو تراجعات. في البداية بدا وكأن السوق لا يمكن أن يتعثر. فمنذ البداية عام 1991، ارتفع مؤشر شنغهاي من مئة إلى مئتين وخمسين نقطة في أقل من سنة، ومن ثم وصل إلى 1200 أثناء الربع الأول من عام 1992، وبحلول أواسط العام 1992 صارت أسعار الأسهم تراوح بين 50 وضعف أرباحها السنوية وهو ما عدّ أمراً مفروغاً منه في بورصة شنغهاي بل بعض الإصدارات تطلعت إلى مضاعفات أعلى للربح.

ولكن في حزيران 1992، انحدرت سوق شنغهاي بأكثر من ستين بالمئة في مدة لم تتجاوز خمسة أشهر. وفي أيام قليلة من بلوغه القاع عاد السوق نحو الارتفاع، وفي مدة لم تتجاوز ثلاثة أشهر عاود مؤشر السوق الصعود من 400 نقطة إلى 1600. لكن في منتصف عام 1994، عاد المؤشر إلى مستوى 400 نقطة. في الأعوام ما بين 1993 و2001، عانى سوق شنغهاي واحداً وعشرين تدهوراً بلغ أكثر من عشرة بالمئة في شهر واحد. وأثناء العقد الأول من

التشغيل، بدأ نمو السوق بالإجمال مذهشاً لكن الأمر كان مجرد وهم. فقد اكتوت الشركات من كثرة المال الذي وُلد بسبب إصدارات الأسهم الأولية. كانت مصارف الاستثمار مثل ميريل لينش Merrill Lynch تأتي بالأموال إلى الشركات على أطباق من الفضة وهي تصيح «نريد أن نستثمر!» بعيداً عن المغفلين اعتقد الصينيون أن ذلك كان شيئاً رائعاً وأخذوا الأموال لبيتاعوا السلع الكمالية كساعات الرولكس الشهيرة وسيارات الفراري Ferrari الفارحة. لقد جمعت شركات الاستثمار والصناديق العالمية وشركات الاستثمار المدعومة من الحكومة الصينية بلايين الدولارات لتطوير البنية التحتية الصينية التي كانت مطلباً ملحاً: مطارات وطرق سريعة وموانئ، وعلى وجه الخصوص محطات توليد الطاقة، ولكن هذه الصناديق ارتكبت الخطأ الفادح الذي وقعت فيه المصارف الأقدم في الماضي عندما استدانّت أموالاً بأجال قصيرة وأقرضتها لأجال طويلة وفي عام 1999، انتهى الأمر ببعضهم إلى الإفلاس أو أنقذ على يد الحكومة الصينية، مما أدى إلى إيذاء مصداقية مجتمع الأعمال الصيني. ما بين 2002 - 2001، تناثرت صناعة الأوراق المالية التي كانت حديثة العهد بنحو مفضوح. ومن المحتم، كما كانت الحال عليه في كل سوق استثماري عبر التاريخ، انتهز بعضهم هذه الفرصة وقفروا فوق أولئك الذين لا يملكون المعرفة الكافية. إن هذا النوع من السلوك قديم قدم الزمن وليست المشكلة في الصين وحدها.

في هذه المدة، كنت قد بدأت في انتقاء بعض الصفقات المحققة للمكاسب في الصين. ففي شهر أيار (مايو) 1999م وعلى سبيل المثال، كانت الأسهم من فئة B والمتاحة للأجانب في وضع لا تحسد عليه بعد

أن هبطت خمسة وثمانين في المئة من ذروة أسعارها. لقد أثار مثل هذا التناقض شهيتي حقاً واشترت نزرًا يسيرًا. لكنني بقيت بعيداً عنها بعد ذلك إلى أواخر عام 2005.

أدركت أن آليات الاستثمار في الصين متخلفة وراء تطورها المفرط لأن هذه الآليات كانت إلى حد كبير تحت سيطرة منشآتنا البالية التي كانت تديرها الدولة، ومن ثم تفتقد إلى قيم واضحة، أو حقوق المساهمين، أو الشفافية في إعداد وإظهار الحسابات. بالطبع، كل سوق لتداول الأوراق المالية فيه أسهم لا تخضع للتجار بسبب الملكية المتداخلة، والأسهم المملوكة من الحكومة، والملكية الخاصة. لكن بينما بلغت الأسهم غير المتداولة نسبة 14% في كل العالم كان 70% من قيمة أسهم الشركات المدرجة على قائمة التداول على هذا الأسلوب في عام 2002. وكان هناك ما نسبته فقط أحد عشر في المئة من الشركات خارج نطاق الحكومة تماماً.

وكان التخلص من هذا الأثر المفتر وكيفية أسلوب علاجه بطريقة لا تمس مصلحة حاملي الأسهم الآخرين عائقاً رئيساً. وفي وجه الزيادة المفاجئة في أعداد الأسهم المعروضة للشراء، يكون كل مسوق عرضة لخطر الانهيار. كانت قناة الاستثمار في هونغ كونغ، وهي أول هيئة لتداول الأوراق المالية في القسم الآسيوي من المحيط الهادئ قد أحدثت بالأصل كأداة في يد حكومة هونغ كونغ وذلك لعرض الأسهم التي سبق أن ابتاعها بغية الحفاظ على استقرار السوق في أثناء الاضطراب المالي عام 1998. فمند إطلاق أنشطتها في تشرين الثاني (نوفمبر) عام 1999 كان سوق

هونغ كونغ يشهد انخفاضاً في السوق كل ربع سنة عندما قامت الحكومة بعرض تلك الأسهم في السوق.

في عام 2001، ونتيجة لخطة خاطئة وُضعت من أجل التعامل بأسهم الصين المملوكة للدولة أطيح بالسوق وحدث تدهور فوري بلغت نسبته 45%. تعاظمت الريبة وازداد التوتر كلما عُرضت خطة جديدة - ثم تلاشى ذلك - وفقاً لإعادة احتساب قيمة هذا الطوفان من الأسهم الجديدة المعروضة للبيع. ولوحظ انخفاض يقرب من 30% بأرقام التداول في كل من بورصتي الصين بين عام 2001 و2004. ولا عجب إذاً أنه حتى عندما انطلق اقتصاد الصين بقوة دفع ذاتية فإن الأسهم ظلت في حالة سكون. كان هناك كم هائل بانتظار المشتريين ولكن العديد من الأسهم ظلت مترنحة لافتقادها إلى خطط واضحة لدى عرضها للبيع.

في زيارتي للصين عام 2004، حطت ضيفاً في برنامج أجرى معي مقابلة على شاشة قناة الصين المركزية. وبدلاً من أن أقدم وجهة نظر وردية كما كان متوقفاً أو مطلوباً مني، فقد تنبأت بأن بورصات الصين - في حالة سكون ويطفى عليها مزاج الهروب منذ عام 2001، وأنها معرضة للهبوط إلى حد أبعد لمدة سنة أو نحو ذلك. وبمجرد أن تفوهت بهذا الرأي ظهر السخط والنقمة على وجوه ضيوف الحلقة الآخرين. وتنامى إلى سمعي فيما بعد أن الذين أنتجوا البرنامج أجّلوا عمداً بث الحلقة على الهواء. وبالرغم من ذلك فقد أذاعوا ملاحظاتي فيما بعد، بعد أن تلقى السوق لكمة كما توقعت سلفاً ومن ثم مضى نحو التعافى كما سبق وتنبأت.

أثناء الرحلة ذاتها، أُلقيت محاضرة على مسمع طلاب كلية الأعمال في شنغهاي ضمن دائرة تلفازية مغلقة. وبعد أن نطقت بملاحظات مشبّطة عطفاً على ما تكلمت عنه في البرنامج التلفزيوني، جرت مناقشة مع أستاذ اتهمني بتناول الأمر من زاوية فردية في محاولة مني لاستغلال الأسواق الصينية. وقد ظهر جلياً كم كان هذا الأستاذ ساذجاً في معرفته عن الاستثمار عموماً، وبدا واضحاً مقدار ما يمكن أن يملك مستثمر واحد من قوة على وجه الخصوص. لكن نوعية من رد الفعل هذا لم تكن بالضرورة صينية، ولكن نتاجاً ثانوياً خاصاً من التشاؤم له صلة بألة الدعاية المضللة. إنني معتاد على اتخاذ مواقف لا تروق للكثيرين عندما يتعلق الأمر بالسوق، وعلى سماع الاستهجان وعدم التصديق، بل الغيظ الذي ينتاب السماسرة والمحللين وموظفي السوق الرسميين تعبيراً عن رفضهم لآرائني، والذين يعتقدون في النهاية أن لهم حقاً مكتسباً في أن يكونوا متفائلين وقاموا بدورهم بتمرير هذا التفاؤل كرجوة الصابون لتنزلق بها أقدام زبائنهم. هناك مثل صيني آخر يقول: «ليس هناك من بائع للجُحّ يصيح عليه منادياً إنه مُرّ المذاق، ولا متاجر بالنبيذ يقول إن قوامها خفيف». إن السوق في قاموسهم يعني أنه دوماً في طور الصعود.

حتى حين يعمد مديرو السوق وموظفو الحكومة إلى الحديث بيأس، ينتابني شعور بأن الأمور لا يمكن أن تكون أسوأ مما هي عليه.

لقد أقدمت على شراء الأسهم دون وجل في خريف عام 2005، بعد أن تقدمت الحكومة الصينية بإصلاحات حاسمة. كان أهم ما يلفت النظر

في هذه الإصلاحات أنه وجب على الشركات التي كانت فيها حصص كبيرة مملوكة للدولة أن تعوض جمهور المستثمرين بأن تصدر لهم أسهماً إضافية في تلك الشركات. وبعد ذلك عاودت الشراء ثانية.

في منتصف عام 2006، كان أقل من 50% من الأسهم مملوكاً للدولة، وهو تحسن ملحوظ كما سبق إذا أخذ في الحسبان أنه في كانون الثاني (يناير) 2002، امتلكت الدولة 78% من حقوق الملكية. وعبر مفاوضات وقرارات مدروسة، تحقق تقدم لا يستهان به، والحكومة الآن بكل وضوح ماضية في المسار الصحيح لكي تحقق هدفها المعلن بتعويم جميع الأسهم التي تكون قابلة للتداول.

بعد أن بدأت الأسهم في الصعود في صيف عام 2005، قفز مؤشر شنغهاي من ألف نقطة إلى أربعة آلاف في تموز 2007. لكن من الصعوبة بمكان القول: إن سوق الأسهم كان ينم عن القيمة الحقيقية للقطاع الخاص في الصين. وحتى بعد حقبة من حمى التداول التي أصابت السوق، وتدفق ملايين المستثمرين الجدد في 2007 - في إشارة للثقة التي تفوق التشاؤم - بقي السوق صغير الحجم نسبياً بالقياس إلى دوره في الاقتصاد الأكبر (بحصوله على عشرة في المئة من رأس المال المطلوب لنمو الصين).

وأخيراً، ربما أسواق الصين الآن هي في أيد المهنيين المتمرسين. إن هيئة تنظيم الأوراق المالية في الصين وهي المنظومة المكافئة لهيئة الأوراق المالية زاخرة الآن بالمديرين الفطنين الذين يمتلكون معرفة فريدة بالأسواق والقوانين السائدة في البلدان الغربية. بالطبع، كل بورصة لها مشكلاتها

الخاصة. وسيكون هناك زلّات وهفوات لما سيأتي من الزمان، كحال أيّ من الأسواق الأخرى. فوجود مقادير هائلة من الأموال في الساحة، لا بد أن تكون هناك إغراءات مصدرها الأبواب الخلفية ومناورات يقوم بها البعض. ولسنا في هذا الصدد نتكلم عن وحدة متطوعة لإطفاء الحرائق.

«عبور النهر مع الإحساس بأن الحجارة في القاع أمامك»، كانت العبارة التي وصف بها تينغ هيساو بينغ نبيّ الصين الذي شرّع جني الأرباح عملية الإصلاح الماضية في البلاد. اليوم أشرف عبور نهر الشكوك على نهايته.

عندما سافرت أول مرة إلى الصين، كان من غير المتصور التفكير في تأسيس بورصات تعمل بأنتمة إلكترونية، أو أن «شيطاناً أجنبياً» يتاح له قدراً ملحوظاً في الإسهام في عجلة تقدمها. الآن وبعد عقود من التجريب والخطأ، فإن أهم رمز من رموز الاقتصاد الحر - وأعني سوق تداول الأوراق المالية- قد أثبت قيمته بوصفه محركاً يدفع في اتجاه التكوين الضروري لرأس المال ومشاركة «جموع» الشعب في تكوين الثروة الجديدة. لا أعتقد أن كارل ماركس كان يوسعه رسم هذه الملامح على نحو أفضل.

### حساء الأبجدية الصينية

إذا كنت تعتقد أن شراء الأسهم الصينية أمر تغلب عليه الحيرة، فليتك جربت إرسال بطاقة بريدية داخل الصين في ثمانينيات القرن العشرين. تقليدياً، لطالما تطلبت الصين الكثير من العمل الورقي لأداء أي عمل تقريباً. الهدف هو الرقابة - بدعوى عدم السماح لأي شيء بالإفلات من تحت الأنظار. تستند شرعية الحزب الشيوعي إلى الإمساك بالمصالح

المتباينة كلها ومقاطعات البلاد، لأجل الحفاظ على الاستقرار الذي سمح بنمو مثير للدّهش.

لكن كيف تراقب أسواقاً حرة، وهي التي يلزمها في النهاية شيء من الحرية لكي تؤدي دورها وتمارس عملها؟ وكيف يمكنك الحصول على الأموال دون أن تدع فرجة ضئيلة للمصالح الخطأ وحتى المصالح الأجنبية التي لا بد أن تشق طريقها عبر اقتصادك المحلي؟

الإجابة عند الصينيين هي نظام «الأسهم المتعددة» الذي يسمح للشركات الصينية أن تعرض إصدارات مختلفة للمستثمرين المحليين والآخرين الأجانب. ليس لهذا النظام انتشار واسع ولكن لا بأس به، وهو تسوية تضمن استمرار قدوم المستثمرين، وفي الوقت نفسه يبقي على وظيفة الحارس الأمين على اقتصاد الحكومة لكي يؤدي مهمته ويشعر بالأمان. وحتى في استمرار كلاب الحراسة تلك في سكب الكلام المعسول عن بناء «اشتراكية بملامح صينية»، فإنهم أوجدوا سوقاً رأسمالية للأسهم بهيئة صينية مقررّة تحاول عبر تجريب طبقات من التعقيدات أن تؤكد جاهدة أن عامة الشعب في الجمهورية الشعبية ستكون أول من يقطف ثمار انفتاح البلاد التي أصبح مستقبلها مرتبطاً بأداء الشركات.

لهذا سنرى كيف نقرأ نموذج أبجدية الحساء في الصين المعاصرة:

### أسهم - A

وهي مدرجة على كل من بورصتي شينزن وشنغهاي. على المستوى الفردي، هذه الأسهم مخصصة للمستثمرين الصينيين المحليين فقط.

وهي بالعملة المحلية ولا يمكن أن تُشتري بالعملات الأجنبية. منذ شهر تشرين الثاني (نوفمبر) 2002، سُمح للمستثمرين الأجانب المؤهلين على شكل مؤسسات) مثل المصارف الكبيرة، شركات استثمار الأموال، وشركات الأوراق المالية التي لا تقل الأموال التي تديرها عن عشرة بلايين دولار أن تشتري إلى حد عشرة في المئة من حصص أي شركة (التي هي مقسومة بالعملة الصينية). وفي حين أن مثل هؤلاء المستثمرين سيكون لهم تأثير واضح في السوق برمته، فإن هذه الدعوة المتأخرة للانضمام إلى المادبة لم تُعتمد إلا بعد أن شهدت أسعار الأسهم الصينية هبوطاً مضطرباً، غير أن حظر الشراء ظل سارياً على المستثمر العادي الآتي من خارج الصين. في الغالب تقوم المؤسسات الكبيرة بشراء هذه الأسهم. بيد أن الأنظمة تتغير بسرعة، وربما يجد حملة الأسهم B أنفسهم يبادلون هذه الأخيرة بأسهم A عند نقطة ما، لذلك فإن كل هذه التصنيفات حرية بأن تكون محط الأنظار وتؤخذ في الحسبان. عاجلاً أو آجلاً ستكون الأسواق الصينية متاحة للجميع، كما هو الوضع في الولايات المتحدة وأمم نامية أخرى.

### أسهم - B

هذه الشريحة من الأسهم أحدثت أول مرة في منتصف التسعينيات المنصرمة بشرط أن تُباع فقط للأجانب الذين يستخدمون العملة الأجنبية. في ذلك التوقيت، انجذبت الشركات الصينية إلى الفكرة لأن حماسة الأجانب للاستثمار في الصين أدت بهم إلى دفع مبلغ أعلى للسهم الواحد أكثر مما يجب دفعه من قبل أقرانهم المحليين. ولذلك بدأت فقاعة

في التشكل - لكنها فرقت في النهاية، إلى أن بدأ الناس عملياً التخلص من أسهم B - وهي الأسهم التي بدأت في شرائها شهر أيار 1999.

في عام 2001، سمحت الحكومة الصينية للمواطنين أن يمتلكوا أسهم B إذا أظهروا مقدرة في فتح حسابات للأجانب. وهكذا تدفقت الأموال بكثرة من خارج الصين وشهد أكثر من ثلاثة أرباع الأسهم قفزات في السعر تجاوزت حدود العشرة في المئة المسموح بها يومياً التي كانت قد وُضعت من أجل تأسيس «أسواق مستتبة». وكان ذلك قبل أن يبدأ المشرفون على السوق بالشعور بالانزعاج عن كيفية إبطاء أسواق التعاملات المحمومة.

إن أسهم B مقومة بدولار هونغ كونغ في بورصة شينزن وبالدولار الأمريكي في بورصة شنغهاي. وعموماً يمكن القول: إن سوق الأسهم من فئة B كانت متأخرة كثيراً وراء الصنو الآخر وأقصد به سوق A. بالرغم من أن الشركة الواحدة التي تصدر كلا النوعين تعطي كلاهما حصة التصويت نفسها وحقوق توزيعات الأرباح. ومنذ عام 1993، إلى عام 2000، كانت أسعار أسهم فئة A أعلى بـ 420% في المتوسط عن أسعار أسهم فئة B في المقابل. وبقيت أسهم B مخصصة بشكل رئيس للمستثمرين الأجانب. كثير من الشركات لا تتكلف عناء إصدار أسهم فئة B تماماً مثلما لا يبدي الكثير من الصينيين رغبة في الاقتراب منها لأنها تظل موسومة إلى حد ما بأنها «أجنبية». ويحتمل أن يؤدي هذا الأمر إلى نشوء فرص في المستقبل حيث إن الكثير من أسهم فئة B قد تندمج في النهاية في سوق أسهم فئة A.

## أسهم - H

إذا كانت معظم أسهم A متاحة فقط للمستثمرين الصينيين ومؤسسات الاستثمار الأجنبية المؤهلة، فإن هناك بديلاً في متناول اليد. إن العديد من أفضل الشركات الصينية من القائمة A قد فضلت في السابق أن تدرج أسهمها في الخارج بغية إمكانية حصولها على الواجهة وجمع الأموال وهذا يعني في العادة أن تدرج على بورصة هونغ كونغ. أحياناً تستطيع بعض الشركات أن تبيع أسهمها بأسعار أفضل في أسواق التعاملات الأجنبية مقارنة بأسعار الداخل؛ وفي أوقات أخرى تستفيد بكل بساطة من الظهور للعيان. وبالرغم من أن إدراج الشركات الأجنبية على اللوائح أمر جرت العادة عليه في بلدان مثل جنوب إفريقيا وإسرائيل، فإن الشركات الصينية تعد صاحبة الرقم القياسي في هذا المضمار بدءاً من هونغ كونغ. إن الأسهم المدرجة خارج الصين متاحة بحرية تامة لجميع الأجانب. وأكبر صنف من هذه الأسهم هي فئة H المدرجة في سوق هونغ كونغ وبدولار هونغ كونغ (وهي قابلة للتحويل بالكامل إلى فئات أخرى). تشاينا موبيل China Mobile تشاينا يونيكوم China Unicom، شركة نفط الصين الوطنية لما وراء البحار CNOOC، ليجند Legend، كلها مكونات صينية رائدة ضمن مؤشر هانغ سينغ Hang Seng لبورصة هونغ كونغ.

قبل عام 1997، عندما كان مقرراً أن تعود هونغ كونغ للصين شرط أن تكون منطقة إدارية خاصة، كان الهدف الرئيس للمنشآت الصينية من الطبقة الأولى ولا سيما تلك المملوكة للدولة أن تحصل إذناً بأن تصدر

أسهماً أولية. وبعد مفاوضات مع رئيس سوق أوراق هونغ كونغ زهاو رونجي Zhu Rongji الذي صار نائباً لرئيس الوزراء الصيني، أصبحت شركة تسينغ تاو للبيرة Tsingtao Beer أول من أدرجت أسهمها في هونغ كونغ عام 1993. وتبعها بوقت قصير العديد من أكبر شركات الصين التي تكنى بالرقائق الحمراء Red Chips التي تعني أن يبقى نسبة 30% منها على البر الصيني. وطراً تحول ليس بالبعيد في إطار مؤسسات الصين الاستثمارية المحلية المؤهلة (من المهم الانتباه إلى عدم الخلط مع هيكل المستثمرين الأجانب الذي ذكر آنفاً) يسمح لمؤسسات ومصارف الصين الضخمة أن تستثمر إلى حد 50% خارج حدود الوطن مما أتاح جلب عدد أكثر من المشترين الكبار مما أفاد هونغ كونغ أيضاً. والآن أعلنت إدارة دولة الصين للمبادلات الخارجية عن إطار قيادي يسمح للقائمين في البر الصيني أن يستثمروا مباشرة في هونغ كونغ، الأمر الذي سيؤدي في النهاية إلى استقدام كم هائل من رأس المال الموجود في البر الصيني لقاء أسهم مدرجة في هونغ كونغ.

إن اللوائح الأجنبية تعطي أيضاً الشركات الصينية حرية متاحة أكثر في ملكيتها تمكّنها لاحقاً من أن تستخدمها في امتلاكها لشركات أخرى في المستقبل. في تشرين الأول (أكتوبر) 2006، أصبحت شركة المصرف العقاري الصينية الأولى بين أكبر أربعة مصارف مملوكة للدولة التي أدرجت أسهمها خارج البلاد على هذا النحو بإصدار أولي بلغ 9.2 بلايين دولار، عُرض الاكتتاب عليه في هونغ كونغ. واستطاع الأضخم من بين المصارف الأربعة وهو المصرف التجاري الصيني أن ينفذ صفقة إدراج بقيمة 21.9 بليون دولار أمريكي في كل من سوق هونغ كونغ وسوق شنغهاي

للأوراق المالية، وذلك في تشرين الأول 2006. في ذلك الوقت كان هذا الرقم أضخم إصدار أولي لتاريخه.

### أسهم -S

وهي ترمز للأسهم التي تباع في بورصة سنغافورة. وبعيداً في جنوب شرق آسيا هناك سنغافورة التي تنعم برخاء مفرط كما تعد من أكثر المتحمسين للأسهم التي يمثل الصينيون أكثرية سكانها، وقد حافظت على روابط متينة مع الصين. بحلول عام 2006، كانت ما نسبته 14% من الأسهم المدرجة في سوق سنغافورة عائدة لشركات صينية لكون سنغافورة جريئة في اجتذاب الإخوة في البر الصيني. ويضاف أن سنغافورة المزدهرة لديها الكثير من المال لكي تنفقه على شراء الأسهم متفوقة على غيرها من المستثمرين في البلدان الأخرى. وهناك أسهم عدد من المنشآت الرأسمالية التي تتخذ من سنغافورة مركزاً لها، وفي الوقت نفسه لها ملكيات ضخمة في الصين المدرجة في بورصة سنغافورة. جميع الأسهم من فئة S حرة من أي قيود وقابلة للتحويل مثلها مثل دولار سنغافورة.

### أسهم -N ووثائق الإيداع الأمريكية

#### (American Depositary Receipts) ADR'S

وترمز إلى الشركات الصينية المدرجة مباشرة في سوق نيويورك أو ناسداك \*NASDAQ. في عام 1999، أُدرجت تشانيا كوم China.com

\* وهي الحروف الأولى من National Association of Securities Dealers Automated Quotation System الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية ذات نظام التسعير التلقائي.

في ناسداك وتبعته في ذلك سينا.كوم Sina.Com التي سبقتها. تقليدياً لطالما حظي الإدراج في الولايات بشيء من الواجهة وكان أحياناً يباع بأسعار أعلى. ولكن يميل الآسيويون إلى الدفع بأسعار أسهمهم إلى حد مرتفع جداً وصارت الإصدارات الأولية غالية الثمن لأنها تعرض في سوق الولايات المتحدة، ولذلك عانت الأسهم المدرجة هناك مدة من الزمن - وربما تتباطأ أكثر، ومرد الأمر إلى التشريعات الصينية التي استحدثت وهدفت إلى تشجيع الشركات لعرض أسهمها في الوطن الأم. ولكن وفق آخر تعداد، وصل عدد الشركات الصينية المدرجة على قائمة ناسداك إلى ثلاث وأربعين واثنتان وعشرون وفي بورصة نيويورك إلى اثنتين وعشرين، ويتوقع لها أن تصل قريباً إلى خمس وثلاثين.

هناك وسيلة أخرى تستطيع أي شركة صينية أن تعرض فيها أسهمها للبيع في الخارج وهو أن تباع إصداراً أيضاً في سوق البر الصيني أو هونغ كونغ لمصرف مستثمر، الذي بدوره يمكن أن يقوم بدور الوسيط ويعتمد إلى إعادة بيعها على شكل وثائق إيداع أمريكية في السوق الخارجية مقابل ما يعادلها من الطرح الأصلي. إنه لمن السهل أن نعر على الشركات الصينية عبر وثائق الإيداع الأمريكية. بحلول عام 2006، كانت هناك وثائق إيداع لثلاث وثلاثين شركة صينية مدرجة ضمن مؤشر ناسداك - وهي نظام التداول الرئيس من فوق المنصة في أمريكا - بالإضافة إلى وثائق إيداع لست عشرة شركة يتم تداولها في سوق نيويورك للأوراق المالية.

## أسهم - L

يوجد العديد من أسواق التداول العالمية التي تطمح لاجتذاب الاتجار والشهرة عبر ما يعرض من أسهم الشركات الصينية، وأعلنت بورصة

لندن في أواخر عام 2006 أنها ستوظف جهودها لاجتذاب لوائح عرض من الشركات الصينية - بالرغم من أنها ربما تكون قد تأثرت أيضاً بالأنظمة الجديدة التي أقرت في الصين. ويوجد في لندن حتى الآن ست شركات، لكن هيئة الاستثمار البديلة والأصغر لطالما كانت مطمح آمال الشركات الصينية الراغبة في عرض أسهمها فيها التي بلغ عددها ستاً وأربعين شركة.

### أسهم J-

في شهر نيسان (أبريل) 2007، أصبحت شركة آسية ميديا Asia Media Co. (شركة آسية للإعلان)، وهي شركة مركزها العاصمة بيكين ومهمتها نشر برامج قنوات التلفاز، أول شركة تدرج أسهمها في بورصة طوكيو للشركات الجديدة. وتبعتها ناين يو Nine You وهي ممن يعمل في مجال تطوير ألعاب الحاسوب لتدرج في سوق أوساكا Osaka. ولهذا يمكن أن تصبح اليابان مكاناً آخر ترنو إليه الأبصار.

### OTCBB\* اللوحة الضوئية للأسهم المتداولة من فوق المنصة

هناك الآلاف من الشركات الأخرى المغمورة التي يبلغ سعر السهم الواحد لها بنسباً واحداً والتي لا تتوافق مع متطلبات الأسهم التي يمكن أن تدرج ضمن مؤشر ناسداك. يتم تداول أسهم هذه الشركات بطريقة منفردة. وغالباً ما يتم عرض سعرها مرة واحدة في اليوم على اللوحة الضوئية، ويشار إليها أحياناً بالصفحات ذات اللون الزهري. وهي نشرة يومية يتم تحجيمها من قبل مكتب التسعير الوطني National Quotation Bureau

\* Over the Counter Bulletin Board .

وتحتوي الأسعار المعروضة لبيع الأسهم المتداولة من فوق المنصة في الولايات المتحدة Over the Counter. ويمكن الاتجار هناك بالكثير من الأسهم الصينية.

نظام التسعير المؤتمت ونظام الاتجار الإلكتروني الوطني STAQ & NET

بالإضافة إلى كل من سوقي التعامل في شينزن وشنغهاي هناك لدى الصين نظامان للتداول من فوق المنصة في أنحاء البلاد. النظام الأول هو صرح تجاري مؤتمت ويطلق عليه نظام التسعير المؤتمت لتجارة الأوراق المالية Securities Trading Automated Quotations System وهو وفق نموذج ناسداك في الولايات المتحدة. يأتي هذا النظام في المرتبة الأولى عالمياً من حيث الضخامة باعتباره أسلوباً تجارياً مؤتمتاً قياساً إلى غيره. أما الثاني وهو نظام الاتجار الإلكتروني الوطني National Electronic Trading System فيتم عبره تداول سنوات الخزينة الصينية والأسهم التي تملكها منشآت تابعة للدولة. وكلا النظامين سيكونان متاحين في النهاية لجميع المستثمرين.

ويمكن القول: إن نظرة على كل ما سبق عرضه في أنواع التداول تنبئ عن ملعب كبير يستحيل التحرك فيه، أو تخمة في أساليب التداول تصب جميعها عند نقطة نهاية واحدة. هناك بعض التجمعات الغريبة في هذا النظام. فالمستثمر الفردي محظور عليه أن يشتري أسهم - A لشركة مدرجة في الصين، لكن بإمكانه شراء أسهم من فئات -J، -N، -L، -H، -B، أو -S- في الشركة ذاتها. ومما يدعو للطرافة أن المستثمرين الصينيين المحليين واقعون تحت وطأة المجازفة في سوق الصين الذي لا يزال قيد التطور كونهم يستطيعون فقط أن يستثمروا في وطنهم، في حين يملك معظم الأجانب

خيارات أكثر. وهذا هو السبب وراء حدوث تهاافت على الشراء داخل الصين مما يضيف علامات كبيرة على أسعار الأسهم، في حين تظل أسعار الأسهم نفسها على حالها خارج الصين.

ولسنوات قليلة خلت، لم تكن الصين لتسمح لمواطنيها أن يبدلوا العملة المحلية بالعملات الأجنبية. لقد كانت العملة الأجنبية الوحيدة المسموح للمستثمرين المحليين حيازتها هي تلك التي يحصلون عليها بطريقة قانونية من أصدقائهم وأقربائهم الذين يعيشون في الخارج ويرسلونها لقاطني الداخل من المواطنين. وإضافة إلى ما سبق، فإن العديد من الشركات الصينية التي تحقق ربحية أعلى وعلى قدر من النضج أكثر من غيرها والمستوطنة في الصين ليست متاحة للمستثمرين المحليين؛ والسبب أنها مدرجة فقط في أسواق التداول الخارجية. وبينما يكون الصينيون القاطنون في البر الصيني هم الزبائن والموردون والمنتجون حتى هم عمال هذه الشركات، فإنه محرم عليهم الاستثمار في شركاتهم.

وأثناء عقد ونصف العقد من الزمن، تطورت بورصتا شينزن وشنغهاي بحيث أصبح لكتيها هوية متميزة، ونجد اليوم أن العديد من الشركات الضخمة المملوكة من الدولة مدرجة الآن في سوق شنغهاي. وهذا هو المكان الذي يمكن أن تجمع فيه مالأً وفيراً أو تحقق وجهة عالية. تضم سوق شينزن بين جنبااتها الشركات المصدرة للبضائع، والشراكات، والشركات المبتدئة، بما يجعل هذه السوق أشبه في الواقع بمكان للمراهنة. في الأساس كانت نية الحكومة متجهة لجعل شينزن الهيئة الرئيسة التي تكون المنافسة معها وللحفاظ على روابط وثيقة مع جارتها؛ ويقصد بذلك سوق هونغ

كونغ التي سبقتها في التأسيس وتفصل بينهما مسافة رحلة تتطلب نصف ساعة بقطار تحت الأرض ليعبر الحدود. ولكن منذ عام 1992، أضحت سوق شنغهاي تضح بالحركة والنشاط أضعاف سوق شينزن.

ومثله مثل اليابان، استند سوق الأوراق المالية للصين بثقل على القطاع الصناعي، معتمداً على شركات عديدة مهنتها الصناعة. واعتماداً على التصنيف المعياري العالمي لداو جونز، فقد استحوذ القطاع الصناعي حسب أرقام عام 2005 على نسبة 20% من مؤشر داو جونز الصيني، وبأكثر من توزيع مؤشر داو جونز العالمي بأحد عشر في المئة. وهناك قطاعات أخرى مرتبطة بالصناعة لها حضور ملحوظ في سوق الأوراق المالية للصين وإذا ما ضُمَّ هذان الصنفان إلى بعضهما ألفاً معاً سبعين في المئة من رأس مال السوق. وعلى المستوى العالمي هذه القطاعات نفسها تمثل فقط ما يقرب من 36 في المئة.

إن تشاينا موبيل وتشاينا كوم مدرجتان ويتم تداول أسهما في سوق هونغ كونغ فقط. وكنتيجة متحصلة أنخمت سوق هونغ كونغ بأسهم شركات الاتصالات (22.6 في المئة عام 2006)، في حين يمثل قطاع الاتصالات في الداخل الصيني 0.2 في المئة من السوق. والشيء نفسه ينطبق على CNOOC ولينغو القابضة Lenovo Holdings، اللتين تقودان قطاع التقنية والطاقة حيث إنهما مدرجتان فقط في هونغ كونغ بنحو أحدث إخلالاً لتوازن تلك المجالات، بيد أنه ومع استحداث أنظمة جديدة واعتدال توازن السوق فقد أخذ تأثير تشاينا موبيل بالتقلص تدريجياً. في آخر تعداد، وصلت حصة الشركات الصينية الثماني والثلاثين التي تصدر أسهماً فئة H - إلى أعلى قليلاً من قيمة مؤشر هانغ سينغ.

في الوقت ذاته، حددت الحكومة الحصة المقررة من الأسهم الأولية المصدرة في كل سنة، واختارت الشركات المؤهلة حسب المقاطعات وتوزيع القطاعات، ولغاية عام 2001 كانت قد قررت مكان إدراج الأسهم الجديدة. (لا غرابة إذا كانت هذه السياسة قد أحدثت اضطراباً مرتبطاً بلوائح الإدراج الجديدة التي خُفضت عن عمد بحيث كان بعضها يتضاعف سبع عشرة مرة في اليوم الواحد) وإلى الآن لم تتخلَّ الصين عن السيطرة برمتها: إنها لا تزال البلد الوحيد الذي تمارس فيه الحكومة تحديد حجم كتلة أسهم السوق ومسار الإصدارات الحديثة. وهذا أحد الأسباب التي تدعو المستثمرين ليلتهزوا الفرصة لشراء إصدارات الأسهم الأولية الجديدة. وكذلك وبموجب قوانين الصين الحالية، لا يسمح لأي شركة أن تدرج في سوق الأوراق المالية إلا بعد أن تثبت ربحيتها ثلاث سنوات متتالية وهي سياسة أشد تحفظاً من تلك التي تمارس في الولايات المتحدة.

في عام 2006، أوقف - فعلياً - مفوضو الدولة عمليات إصدار الأسهم الأولية جميعها، على أمل أن أي انخفاض في أسعار الأسهم سيدفع بالطلب إلى أعلى في سوق كان آنذاك يعد ضعيفاً. وعندما عاد مفوضو هيئة الأوراق المالية إلى السماح بالإصدارات الأولية في حزيران (يونيو) 2006، تقدمت خمس وستون شركة بطلباتها من أجل السماح لها بإصدارات أولية وذلك في سوقي شينزن وشنغهاي. في عام 2006، وبتعداد شمل جميع الأسواق الخارجية حيث تدرج الشركات الصينية أسهمها، قامت ست وثمانون شركة بإصدارات أولية للأسهم واستطاعت جمع 43 بليون دولار أمريكي. ومما يثير الدهش، أن المعدل الذي قفزت إليه الأسعار في أول يوم بلغ

78.27 في المئة وذلك عام 2006؛ ولأشهر الأربعة الأولى من عام 2007، وصل المعدل إلى 106.90 في المئة.

ويعد هذا الأمر مغرباً للغاية، ولكن بالطبع كان هناك العديد من الأسهم متوافر فقط في الأسواق الثانوية. إن وجهة نظري - عموماً - أن يبقى المرء بعيداً عندما يكون وضع السوق محموماً ويعود بعد حين للبحث عن الإصدارات الأولية عندما يتراجع الازدهار. لم أكن في يوم ما ممن يهرعون لشراء الأسهم فوراً؛ إن التوقيت الذي أختره ليس بهذه البراعة. إنني أفضل أن أنتظر زمناً عندما تصبح الإصدارات الأولية مبعثاً للسأم أو حتى يتم استبعادها من الإصدار.

ليس هناك من ميزة خاصة أو خطر لأي فئة من الأسهم ينصح بامتلاكها ما عدا بالطبع إذا وجدت السهم نفسه عند سعر شراء أقل. إن الأسعار تتذبذب وتتأرجح: فمثلاً في بواكير 2007، كانت أسعار الأسهم فئة A تقارب ضعف مثيلتها من فئة B وثلاثة أضعاف فئة H- لهذا فمن المؤكد أن الأمر يستأهل أن يظل المرء فاتحاً عينه. وكانت الفقاعة أكبر على أرض البر الصيني حيث إن الصينيين لم يكن بإمكانهم الاستثمار إلا في بلدهم. ولقد كان لسكان هونغ كونغ الأكثر حظوظاً خيارات أكثر في مجالات يمكن أن يضعوا فيها أموالهم، وبخلاف أبناء عموماتهم على الطرف الآخر من البلاد فقد رأوا فقاعات أكثر قليلاً في زمنهم. وكما أسلفت فإن الكثير من الأسهم المعروضة في هونغ كونغ وفي البر الصيني متماثلة تماماً باستثناء مكان إدراجها. إن اقتطاعات الأسعار في هونغ كونغ قد تتلاشى قريباً. وبالمثل نفسه يمكن أن نشهد ارتفاعاً في أسعار

الأسهم الصينية التي تحدثنا عنها مقارنة بذات الأسعار الأقل لكون الأموال الموجودة في الصين ستسعى للخروج طلباً للأسهم الصينية في هونغ كونغ وأخيراً في أي مكان توجد فيه.

ولا يغيب عن البال: أنه بالنظر إلى نظام مقسم هكذا فإن قيم الشركات ليس لها ارتباط واضح بالمكاسب أو حتى بالإيرادات المتوقعة في الصين. إن القيم قد تتجه نحو الهبوط أو الارتفاع اعتماداً على مجموعات مختلفة من المستثمرين أو ترتيبات وظروف متباينة. لكن لا ضرورة للرهبة فلا يزال هناك الكثير من اختيارات الأسهم، التي تنتظر مشتريها، متوافرة لأي صنف من المستثمرين من الفئة B الصينية الموجودة في بورصات هونغ كونغ، نيويورك، سنغافورة، لندن، اليابان.

### استبدال الأساليب الحديثة بتلك القديمة

إن قواعد الأسهم الصينية هي نتاج سنوات عديدة من التجارب والأخطاء التي ارتكبت من قبل الموظفين البيروقراطيين الذين يعلمون أو لا يعلمون ما هو الأمثل في حقيقة الأمر للأسواق الحرة. ولا يمكن لأحد أن يدير سوقاً للتداول بخلط الأمور عن عمد، ولا بد أن تتجه القواعد والأسهم إلى الخضوع لمعايير معتمدة.

وكما تدفع الصين بقوة للأمام، يمكن للتوقعات أن تصبح قديمة العهد بطلوع صباح اليوم الآتي. لكن يبدو أن تعويم أسهم الشركات العائدة للدولة، وهو أول عقبة في وجه عملية إصلاح أسواق الأسهم قد تم تخطيها. إن القضاء على ملكية الدولة سيحول بورصات الصين إلى

أسواق حرة بالمعنى الحقيقي. ولن يؤثر ذلك في سيولة السوق بل يتعداه إلى الحد من احتمالات سوء إدارة الشركات والفساد. وستكون الشركات مسؤولة عن أدائها تجاه المستثمرين الأفراد، مما يسمح بتقويم أكثر دقة للقيمة التي تخزنها أسهم أي شركة.

أما العقبة الكبيرة التي تأتي في المقام الثاني فتتمثل في إعادة هيكلة نظام تقسيم الحصص السهمية بأسلوب يشجع على توفير المعاملة المتكافئة لرأس المال الأجنبي أو بالقضاء على النظام برمته؛ هذا النظام الذي أنشئ في الأصل لمنع الأجانب المجرمين من استغلال الاقتصاد الرأسمالي حديث العهد، وهذا المانع صار له اليوم دور غاية في الأهمية - خاصة أن الصينيين أنفسهم هم أكبر المضارين. لا بد من إزالة جميع القبعات من أمام عمليات الشراء الأجنبية بحيث يكون هناك حقل ممهّد للجميع. ليس هناك من سبب للصين بعد الآن يبعث على الخوف لتفتح أسواقها. وبالذوران إلى الطرف المقابل، تتحرك بعض المنشآت الصينية نحو شراء أسهم في الخارج وإبراز عروض تتمتلك بموجبها شركات أمريكية وأخرى أوروبية. وفصل الخطاب، إذا أراد الصينيون الحصول على حق تحريك رأسمالهم نحو الخارج بحرية، فعليهم بالمقابل أن يمنحوا مثل تلك الحرية للأجانب. أما المفوضون القائمون على النظام في البر الصيني فإنهم قد بدؤوا فعلاً في أخذ تلك الحقيقة في الحسبان. وتأخذ هيئة مؤسسات الاستثمار الأجنبية المؤهلة بسماحتها لمؤسسات الاستثمار الخارجية التي هي ثاني عنصر مؤثر في السوق منحى توسعياً (ربما بزيادة حصة الدخول الأولى المقررة بعشرة بلايين دولار لتصبح أربعين بليون دولار بنهاية عام 2007).

ويعقب ذلك وجوب وضع حل لمشكلة الأسهم «من الدرجة الثانية» وهي فئة B. أما كيفية التنفيذ بأقل المنغصات فيأتي على رأس أولويات نظام التسعير المؤتمت لتجارة الأوراق المالية. واحد من التوجهات سيكون بوضع أنماط للشركات المملوكة من الدولة بحيث يتم تعويض المسهمن الذين يكونون أقلية، على نحو ما حصل لأسهم فئة A. التوجه الثاني وهو الأبسط يكمن في التخلص من سوق أسهم فئة B كلها عن طريق تحويل حصص فئة B إلى فئة A. وهذا يعني أن كل الأسهم ستكون متاحة لجميع شرائح المستثمرين، كما هي الحال في كل الأسواق الرئيسة الأخرى. ومن المعلوم أنه أعلن عن النية لإزالة جميع الحواجز في وجه مؤسسات الاستثمار الراغبة في شراء أسهم فئة A، مما يفتح الباب أمام التأثير الأجنبي أكثر فأكثر. ويمكن القول: إن هذه علاقة جيدة.

في شهر آذار (مارس) 2007، أعلنت هوزياوليان Hu Xiaolian التي هي على رأس الإدارة الحكومية للأسواق المالية SAFE أن إدارتها تمنع النظر في خطة مبادلة بين أسهم فئة A وأسهم فئة H في سوق هونغ كونغ بسبب الهوة المتعاضمة بين الفئتين. وإذا شرع في تطبيق هذه الخطة فسيتم ربط الأسواق في كل من هونغ كونغ والبر الصيني بنحو أوثق، وذلك فيما يخص الأسعار والتنسيق بوجه عام. إن هذا التبادل يعني إمكانية البيع والشراء في أماكن متعددة، وإعمال قيمة أمان أخرى حتى يعيد الطلب المتوازن الأسعار إلى درجة التساوي.

وبالتطلع إلى الأمام، فإنه يبدو واقعاً لا محالة تقريباً، إنه أجل وليس عاجلاً، سيأتي اليوم الذي تندمج فيه بورصتا الصين المتنافستان

(شنغهاي وشينزن) في سوق وطنية واحدة بحيث يستطيع المستثمرون في الصين التكلم بصوت واحد. وبينما يستمر عدد الشركات المدرجة في سوق شنغهاي في الازدياد، يبدو أن سوق شينزن قد فقد جاذبيته لدى الشركات منذ عام 2000. وبالعودة لعام 2000، قطع عمدة شنغهاي وآخرون كُثر عهداً على أنفسهم بأنه سيتم اندماج السوقين في وقت مبكر، لكن ذلك لم يحدث قط. وستضاف لوحة ثانية مهمتها نشر الأسعار لتخدم الشركات الناشئة، وهذه اللوحة تشبه سوق ناسداك ولكن بشكل مُصغّر، ويفترض أن توضع في الخدمة في بورصة شينزن. وإذا ظلت التقانة على ما هي عليه، فإن جهاز حاسوب ضخّم واحد يبدو كأنه هو الحل في المستقبل المنظور. إن هذا هو الذي حدث في بلدان أخرى عديدة: فأستراليا كان فيها سبع بورصات لأكثر من مئة عام إلى أن اتحدت في واحدة، وكان لدى هونغ كونغ أربعة أسواق ما بين أعوام 1969، و1986. وأوروبا أيضاً في طور اتخاذ مثل تلك الخطوة أو على الأقل نحو تركيز أكثر بسبب انبثاق اليورو كعملة موحدة.

عندما وطئت قدمي أرض الصين أول مرة عام 1984، كان لا يزال هناك عملتان في التداول العملة غير القابلة للتحويل وتسمى رينمينبي Renminbi أو (نقود الشعب) (والعملة القابلة للتحويل) وهي مخصصة للرفباء الذين هم بحاجة إلى شراء أصناف من البضائع تباع في مجال خاصة لا يستطيع المواطن الصيني العادي الدخول إليها. أما الآن فيعدّ ذلك كله من الماضي الغابر. حتى إلى وقت قريب كان هناك أسعار منفصلة وأحياناً أثمان خارجية في كل مكان متاحة للأجانب الراغبين

في الشراء. ولقد اختفى الكثير من هذه الترتيبات الآن بسبب تقلص الفارق في الإيرادات بحيث أضحي هامشاً ضيقاً لا يستحق السعي من أجله. دون أدنى ريبية سيثبت هذان التوجهان المتبعان للاستثمار كمهما مسيبان للعتت وغير ضروريين في أن واحد، وأمل أن يحدث ذلك بسرعة. ومما يضاف قوله: إن هذا النظام وُضِعَ من أجل ثني الأجانب بعيداً عن المضاربة. لكن المستثمرين الصينيين يتداولون أسهماً من فئة A (التي هي بحوزتهم بنسبة 500 في المئة في السنة مقابل نسبة 200 في المئة لأسهم فئة B في السنة)، وهم بذلك يقومون ببيع أسهمهم بسرعة دوران أكثر.

وقد ذهب هذا كله يداً بيد مع العقبة الأخيرة: التعويم الكامل لعملة الشعب Renminbi. إن أهم شيء يجب أن يحدث هو أن تصير عملة الصين قابلة للتحويل كلها، بحيث تنعدم القيم النسبية ويتم تحويل الأموال بسهولة. كيف لي أن أجزم أن في هذا مكسباً لسوق الأسهم؟ بعد إعلان الحكومة الصينية رفع سعر تحويل العملة Renminbi بواقع 2 في المئة في الحادي والعشرين في شهر تموز (يوليو) 2005، انتعش مؤشر شنغهاي لأسهم فئة A بواقع 15 في المئة وصعد مؤشر أسهم فئة B عالياً بنسبة مذهلة وصلت إلى 25 في المئة.

ولقد أعاد بعض الخبراء تأكيد أن عملة رينمينبي Renminbi كانت مقيّمة بخمسة عشر في المئة أقل من سعرها العادل وربما أكثر - وإلى الآن، سمحت الحكومة الصينية بتعويم منضبط بنسبة 7 في المئة يسري مفعوله من بداية عام 2007. وهو، وإن يكن غير كاف، يفوق ما كان متوقفاً منذ سنوات خلت. حتى إذا تضاعفت عملة الصين مرتين أمام الدولار

الأمريكي، فسيظل للصين فائض في الميزان التجاري مع الولايات المتحدة. لقد ارتفع الين الياباني 400 في المئة أمام الدولار على مدى عقود عدة من الزمن، ومع ذلك ظل الميزان التجاري مع الولايات المتحدة في مصلحتها.

لكن يظل التعويم المنضبط خطوة أولى فقط من تحرك الحكومة الصينية نحو تحرير كامل للعملة. وفي نهاية المطاف سيكون لذلك أثر إيجابي في أسعار أسهم الشركات الصينية لأن أرباحها ستكون مقيّمة بالعملة المحلية Renminbi، وستكون قيمة العملة أكثر مقابل العملات الأخرى (كما هي حال أسهم الشركات). وبالطبع، ستكون كلفة المواد الخام التي تستوردها الشركات وتدفع ثمنها بالدولار أقل مما هي عليه. وهذا سيزيد في مقدار الأرباح أيضاً.

بينما تتجه الولايات المتحدة إلى اتهام الصين باعتماد سعر منخفض لعمليتها على نحو مقصود بغية تشجيع الصادرات (وهي بذلك تسهم في توسيع العجز التجاري)، فإنه من غير المعقول أن تعمد الصين إلى هذا الأمر على حساب مصلحتها الذاتية؛ ولأن سعراً للعملة منخفضاً بأسلوب اصطناعي يسبب زيادة عن المطلوب في تدفق القطع الأجنبي، الذي يؤدي بدوره إلى فقاعات مالية بسبب المضاربات.

إن فقاعة المضاربة في العقارات هي مثال رئيس. فإذا كانت النقود لا ترتفع قيمتها أو تظل مقيدة الحركة حسبما تشاء، فإن الملكيات العقارية تقوم بهذا الدور، وقد دفع المضاربون بأسعار العقارات عالياً جداً للصينيين في المدن الرئيسية مثل بيكين وشنغهاي وشينزن. وطالما ظلت عملة الشعب أقل من قيمتها، فإن سوق العقار سيظل مغرياً للأجانب. في

شهر أيار (مايو) 2006، نقلت صحيفة وول ستريت جورنال أن متوسط سعر الشقة في بكين يبلغ ثلاثة عشر ضعفاً من متوسط الأجر لساكني المدينة المحليين.

بيد أن قادة الصين كانوا متوجسين خوفاً جعل عملتهم معومة كلها، مفترضين أن المواطنين سيقومون بتهريب أموالهم إلى خارج البلاد مما يؤدي بالعملة المحلية إلى الانهيار. وهناك هاجس آخر من أن سعراً عالياً للعملة قياساً إلى غيرها قد يبطئ تدفق الاستثمارات الخارجية. وغني عن القول: إن هذه المخاوف مغروسة في ذهنية الحرس القديم للصين.

وحيث إنه قد يكون هناك بعض الآثار المؤقتة الناشئة عن قابلية حرية تحويل العملة كلها، فإن السوق سيجد بسرعة طريقة للوصول إلى مستواه الصحيح، تماماً كما حدث مع اليورو والدولار. ولو نظرنا إلى الوراء قليلاً إلى الحقبة التي اتسمت بارتفاع سعر الين الياباني في النصف الثاني من عقد ثمانينيات القرن العشرين، لوجدنا أن سوق الأسهم الياباني قد شهد صعوداً ملحوظاً في السيولة مما دفع بأسعار العقارات والأسهم إلى الأعلى. وهذا قاد أيضاً إلى توسع في الاستثمارات الأجنبية من قبل الشركات اليابانية، بما في ذلك قواعد إنتاج جديدة في الولايات المتحدة وجنوب شرق آسيا بهدف كبح جماح الارتفاع في تكاليف التصنيع. وركبت المنشآت اليابانية موجة واسعة النطاق من عمليات شراء أبنية المكاتب، والفنادق، وعقارات أخرى ما وراء البحار أسهمت كلها في تضخيم الميزان التجاري لليابان. وبالمثل، إذا رفعت الصين الصمام عن عملتها فإنها

ستسمح لنفسها أن تصبح لاعباً عالمياً في دنيا الأعمال بنحو لم يسبق له مثيل. وإذا أضفنا أن بلداً سيستضيف الألعاب الأولمبية عام 2008\* ومعرض شنغهاي الدولي عام 2010، فإنه لا يحتاج إلى أن يضع قيوداً على عملته.

وفي أيامنا هذه، يبدو أن المسؤولين الأمريكيين، والقائمين على أنظمة تداول الأسهم الصينية وكبار الاقتصاديين في الحكومة يتحدثون كلهم بصوت واحد. فكل إنسان يريد مقداراً أكبر من استثمارات الأموال التبادلية Mutual Funds، وأموال المؤشرات Index Funds، وكذلك الاستثمار الذي تقوم به المؤسسات. والظاهر أن ما يشبه أموال المؤشرات المستقبلية التي نوقشت بعناية لسنوات خلت ستبصر النور أخيراً. أما قروض السندات للشركات الصينية فلا تزال عند مستوى خجول. إن عشرة في المئة فقط من منشآت الصين يستخدم هذه الأنواع من التمويل الذاتي - وطريق الحصول عليها لا تزال وعرة للغاية بسبب زمن الانتظار الطويل - مقارنة بنسبة ثمانين في المئة من الشركات الأمريكية التي تلجأ إلى مثل هذا الأسلوب في الولايات المتحدة. في عام 2005، بلغ إجمالي رأس المال المتحصل عليه لقاء قروض سندات الشركات في أمريكا ستة أمثال ونصف ما تم الحصول عليه من سوق الأسهم. وبالمقارنة فإن كمية المال التي جمعت عبر السنوات التي أصدرتها الشركات الصينية بعد سنة من هذا التاريخ بلغت أقل من نصف قيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

---

\* تم تأليف الكتاب قبل الحدث الأولي، وكلنا نعلم أن الألعاب قد أقيمت في الصين صيف عام 2008 (الترجم).

وهناك أيضاً مناقشة مفتوحة ملأى بالاقتراحات من أجل إلغاء الحد اليومي الأقصى المسموح به من تذبذب الأسعار وهي إشارة أخرى جيدة إلى سوق أكثر نضوجاً. إن الاتجاه الواضح يسير في منح خيارات أكثر للمستثمرين ودخولاً مباشراً إلى السوق أكثر من ذي قبل. وعموماً، كلما حدثت توترات بين القيادة المركزية في الصين وبين النظام الاقتصادي غير الموجه المتبع، كان حل هذه التوترات في مصلحة زيادة الرفاهية والانفتاح. في الحقيقة، لقد قابلت عدداً كثيراً من رجال الأعمال الذين أعربوا عن تفضيلهم للصين على غيرها من بلدان «السوق الحرة» لممارسة أنشطة العمل التي لا تعاقب أو تفرض الضرائب على المنشأة على عكس ما يحدث في الولايات المتحدة والبلدان الغربية.

وعلى المدى البعيد سيكون للإصلاحات والتدابير المتخذة أثراً إيجابياً في أسعار الأسهم وفي قيمة العملة. وسيأتي اليوم الذي يصبح فيه شراء أسهم الشركات الصينية سهلاً بمقدار يماثل مكاملة هاتفية لمسارك أو ضغط أزرار فأرة الحاسوب لديك حتى تثبت طلباً وأنت في لندن أو فرانكفورت. ويتابني الشك في أن يطول الزمن حتى قدوم ذلك اليوم.

