

الفصل السادس

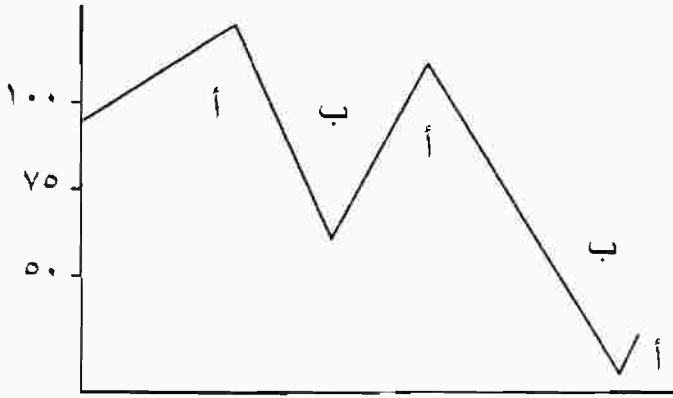
انهيار البورصات وأسبابه

يصعب فهم أسباب انهيار البورصات دون شرح الكيفية التي تتم بها عمليات المضاربة على الأوراق المالية بالبورصة، لذلك فمن المهم أيضاً مفهوم المضاربة من نواحيه الفنية والاقتصادية، بالإضافة إلى تناول مختصر لنواحيه القانونية والدينية نظراً للطبيعة الخاصة للسوق المصرى وللاسواق العربية بصفة عامة .

أولاً : المضاربة من الناحية الفنية والاقتصادية :

يفرض أن أحد المستثمرين الصغار بحاجة إلى المال: ويريد بيع محفظة أوراقه المالية المكونة من ١٠٠ سهم للشركة (س) . فإذا فرضنا أن ثقة السوق في تلك الشركة ضعيف، فإنه قد لا يجد مشترياً لأسهمه ويتعرض بالتالي لمشاكل مالية ولكن مع وجود المضاربين فإن المشكلة تجد حلاً، إذ يتقدم أحدهم لشراء تلك الأسهم ولو بسعر أقل سيقبله المستثمر دون خسارة كبيرة . الواقع أن المضاربين يتنافسون فيما بينهم، ووجودهم هذا هو الذى يسمح للسوق ككل بالعمل، فالمضاربين يشترون طالما كان هناك بائعين والعكس صحيح ويحققون أرباحاً من تلك العملية المستمرة ، كما يؤدون بالتالي خدمات كبيرة للمستثمرين الصغار عن طريق كسر حدة الارتفاع والهبوط في السوق .

عند النقطة (أ) فإن الجمهور يقوم بطلب وشراء السهم، ولا أحد يرغب في البيع ، وبالتالي فإن السعر يأخذ في الارتفاع . أما عند النقطة (ب) فإن الجمهور يفقد الثقة في السهم ويأخذ السعر في الهبوط إلى درجة يعتقد معها الجميع أن الهبوط سيتواصل بلا نهاية . ولكن مع وجود المضاربين في السوق فإنهم يبدأون في بيع الأسهم عند ارتفاعها وتحقيق أرباح بالتالي، وبما يخفف أيضاً من الارتفاع الحاد في الأسعار وبنفس الطريقة ، مع فقد الثقة وبداية هبوط الأسعار ، فإن المضاربين يأخذون في الشراء ويحققون أرباحاً .



ويمكننا تعريف المضاربة بأنها محاولة التنبؤ بالأسعار وتقلباتها بهدف تحقيق أرباحا من تلك التقلبات، وهي بالتالي عملية تقدير احتمالات الربح لإنتهازها واحتمالات الخسارة لتجنبها. والمضاربة ليست مقامرة، إذ تقوم على مناهج التحليل الاقتصادية والفنية **Fundamental & Technical Analysis** وبالتالي فهي تقوم على تقديرات مدروسة. فالمضارون إذن يستشعرون العوامل التي تسبب انخفاض أو ارتفاع أسعار الأوراق المالية قبل حدوثها، ويرسمون بالصفقات التي يعقدونها الإتجاه الحقيقي للأسعار في البورصة وعلى نقيض صاحب رأس المال الحذر الذي لا يستثمر أمواله إلا في سندات الدولة أو في الشركات المستقرة، نجد المضارب الذي يبحث عن العمليات الجريئة التي ينجم عنها ربح أو تتعرض للخسارة.

ومما لا شك فيه أن المضاربة تحوطها المخاطر، ولكن بدونها لا يمكن أن توجد المشروعات الجديدة التي لا يمكن التأكد من نجاحها في مبدأ الأمر، فالمضاربة هي التي تمول مشروعات استغلال الاكتشافات الجديدة والوسائل المستحدثة للإنتاج (مثال رأس مال المخاطر)، ولا توجد في الواقع حياة اقتصادية بدون مخاطرة.

ويتعين أن يلم المضارب بأحوال التجارة والإنتاج والإستهلاك، فضلا عن درايته بالأحوال السياسية والاقتصادية، وبمناهج التحليل الاقتصادية والفنية.

والمعاملات الآجلة في البورصات تقوم على المضاربة (التعامل على المكشوف) حيث لا يتم استلام ولا تسليم، ولكن تعقد الصفقات بموجب عقود فقط، فقد لا تكون لدى البائع نية التسليم، وبالمثل لدى المشتري، ولكن يكتفى الإثنان بدفع فروق الثمن أحدهما للآخر.

وكثيراً ما يقوم المضاربون بإجراء عملياتهم اعتماداً على تقديراتهم الشخصية مع الاسترشاد بالتجارب الماضية في تقدير الأسعار من حيث صعودها أو هبوطها .

وحيث أن المضاربين ليسوا جميعاً على قدر واحد من الخبرة والدراية وبعد النظر والكفاءة ، بالإضافة إلى اختلاف وجهات نظرهم في مدى كفاءة السوق **Market Efficiency** ومن ثم اختلاف المعلومات المتاحة لديهم، ووجهات نظرهم في مناهج التحليل المتبعة، لذلك فإنهم لا يصلون جميعاً إلى حكم أو نتيجة واحدة على سعر سهم معين ، وبالتالي يمكن أن نميز فريقين من المضاربين في البورصة :

١ - المضاربين على سوق صعودى Bull Market :

وهم المضاربين الذين يتوقعون فى اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع، فيقومون بشراءها من أجل تحقيق أرباح فيما بعد بالأسعار العالية .

٢ - المضاربين على سوق هبوطى Bear Market :

وهم المضاربين الذين يتوقعون انخفاض الأسعار، فيبيعون (على المكشوف) **Short selling** إذا لم تكن الأوراق المالية فى حوزتهم ، أو بيع الأوراق الموجودة لديهم، للشراء فيما بعد بأسعار أقل .

ومن المنطقي أن يتغير موقف المضارب طبقاً لتغير العوامل التى تؤثر فى حكمه، فنجده مشترياً أحياناً، وأحياناً أخرى نجده بائعاً حسبما يراه لمصلحته .

ثانياً : المضاربة من الناحية القانونية والدينية :

نظراً لارتباط المضاربة بالعمليات الآجلة، فقد اهتم المشرع فى العديد من بلدان العالم - ومصر منها - بمحاولة تحليل مدى مشروعيتها . " ففى فرنسا، أتجه القضاء، فى البداية، إلى القول ببطلان عمليات البورصة الآجلة، ثم اتجه فى مرحلة تالية، إلى إجراء تفرقة بين العقود الجادة والعقود الصورية، حيث قضى بصحة الأولى وبطالان الثانية . وفى مرحلة ثالثة وأخيرة ، تدخل المشرع الفرنسى صراحة سنة ١٨٨٥ فقضى بصحة العقود الآجلة مطلقاً ودون تمييز . وفى مصر، فقد مرت المسألة بدورين : دور أول يشبه

المرحلة الثانية في فرنسا، حيث أجرى القضاء المصري تمييزاً بين العقود الجادة والعقود الصورية، ودور ثانٍ حيث تدخل المشرع سنة ١٩٠٩ ففضى بصحة العقود الآجلة مطلقاً .

ومن الناحية الدينية، فإن تحليل عمليات المضاربة يتم على تحليل مرتكزاتها الأساسية والتي تشمل :

المخاطرة Riskness :

وتعني أن يبرم الشخص صفقات العقود المختلفة بغية استغلال فروق الأسعار، بالمخاطرة بالبيع والشراء المتكرر في ظل أسعار متقلبة لا تثبت على حال، فيكون من الربح والخسارة على خطر عظيم ، ويكون عرضة بذلك أما إلى الثراء الفاحش من جراء الربح الذي أسفرت عنه هذه الصفقات، أو الإفلاس والفقر المدقع، إذا كان تنبؤ للأسعار على غير أساس صحيح ، أو إذا كان جاهلاً بأبعاد المضاربة، غير خبير بطرقها وفنونها والمضاربة بأنطوائها على هذا اللون من المغامرة قد تتدرج في الميسر الذي وردت النصوص بتأثيره وتحريمه، بقول الله تعالى : "يسئلونك عن الخمر والميسر، قل فيهما إثم كبير ومنافع للناس، وإثمهما أكبر من نفعهما (البقرة- ٢١٩) ٠٠ والميسر صنيع أهل الجاهلية، فقد كان الرجل يخاطر الرجل على أهله وماله فأيهما قمر صاحبه، ذهب بماله وأهله، ويروى عن مالك أنه قال : الميسر ميسران، ميسر اللهو، وميسر القمار، فمن ميسر اللهو الفرد والشطرنج والملاهي، وميسر القمار مما يتخاطر الناس عليه، ويتضمن المقامرة بالمال، في أمور متقلبة تتذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً وتأتي المخاطرة في صفقات البورصة، من جهة أن ما يرجوه المتعامل من ربح بالحصول على فروق الأسعار، قد يقع، وقد لا يقع، إذ لا يدري المتعامل يقينا مدى ما يحصل عليه من فروق الأسعار، ولئن جلب له الحظ الكسب مرة، فقد يتكرر له مرات .

الصورية في التعامل :

فإن التعامل في البورصة في ظل المضاربة بين البائعين والمشتريين لا يعدو أن يكون تعاملًا صوريًا، فإن المشتري لا يقوم بتسليم السلعة للبائع، ولا يحرص البائع على أن يسلمها ٠٠ وهذا مما يتقل كاهل المستهلكين، لأن الصفقة إذا تداولتها الأيدي بالملك قبل الحيابة تتحمل أرباح كل بائع، والذي يتحمل الجميع المستهلك دون

غيره. هذه الصورية في التعامل، وعدم النية إلى تسليم السلعة لا ينبغي ولا يجوز في نطاق العقود والمعاملات في الشريعة الإسلامية... وعند الحنفية: لا يجوز بيع السمك قبل أن يصطاد، لأنه باع ما لا يملكه... وعند المالكية: يجب على المشتري تسليم الثمن، وعلى البائع تسليم المثلثون - المبيع - فإن قال أحدهما لا أسلم ما بيدى حتى أقبض ما عاوضت عليه، - أجبر المشتري على تسليم الثمن ثم أخذ المثلثون من البائع وفقاً لأبي حنيفة .

التعامل الآجل :

يرى الحنفية أن البيع إلى أجل مجهول غير جائز، أما البيع إلى أجل معلوم فإنه جائز ويرى المالكية أن بيوع الآجال يختلف الحكم فيها باختلاف صورة البيع... والخلاصة أن ملاحظة رأى الفقهاء في البيع المؤجل، نجد أنه يتردد بين الإباحة والحظر، وأن كان الرأى الغالب هو إجازة البيع المؤجل، على أن يكون الآجل معلوماً، وأن تنجى النية إلى تسليم المبيع في الآجل المحدد، أما إذا لم توجد النية إلى تسليم السلعة، فإن البيع غير جائز، وهو ما تقتزن به المضاربة في البورصة، فإن التعامل فيها يكون على المكشوف، الذى لا يتم فيه تسليم ولا تسلم، وهو ما يجعل المضاربة في البورصة تفقد الشرائط الشرعية لأصول التعامل الصحيح .

الإنهيار الكبير : يومين من أكتوبر ١٩٢٩:

كان الضجيج يصل - حتى - إلى داخل عربات المترو... لدرجة أن أحد المهووسين كان يحتاج لعدم نشر تحركات أسعار البورصة داخل العربات!... ولكن... هذا الاحتجاج لم يكن بلا أساس، ففي نفس الوقت، داخل أحد المصانع ببوسطون، كان قد تم وضع سبورات سوداء داخل كل ورشة ليتم تسجيل آخر الأسعار ساعة بساعة، وفي تكساس، كان بإمكان رعاة البقر معرفة أسعار البورصة دقيقة بدقيقة عن طريقة الميكروفونات المتصلة بمحطات الإذاعة. لقد كان من السهولة بمكان... كل السهولة... لأى متعامل بالبورصة أن يشتري بالآجل بمجرد فتح حساب لدى أحد السماسرة... ألا أنه كان من الصعوبة معرفة اللحظة المناسبة للبيع لتحقيق أرباح والتحول إلى مليونير حقيقى!... كان من السهولة الاحتفاظ بمحفظة الأوراق المالية وانتظار مزيد من الارتفاع في أسعار البورصة، التى لم تتوقف عن الارتفاع منذ وقت طويل ،

وتحقيق أرباحاً خيالية ٠٠ أضيف إلى ذلك، أنه خلال هذا الشهر (سبتمبر) كان قد أضيف إلى السوق أسهما جديدة جاوزت قيمتها المليار دولار، بخلاف سبتمبر لأعوام سابقة! ٠٠ كان الجميع صغاراً وكباراً، يحتفظون أو لا يتوقفون عن شراء الأسهم بالسوق ٠٠ سواء هبطت أو ارتفعت أسعارها بالبورصة ٠٠ لم يكن لهذا أهمية! ٠٠ كان الجميع على ثقة عمياء بأن الرخاء مستمر ٠٠ إلى الأبد.

لهذه الأسباب لم يكن أحداً راغباً في البيع ٠٠ الكل يتمسك بمحفظة أوراقه المالية.

ومع نهاية شهر سبتمبر ١٩٢٩ بدأت المشاكل ٠ كانت أسعار الأسهم تنخفض أو ترتفع بسبب تدخل البنوك ٠ ألا أن أحداً لم يفهم إشارات التحذير التي تفيد بأن النظام السائد لم يعد ممكناً استمراره وأنه لم يعد هناك سبل أخرى للحصول على الأموال.

وهكذا أخذت حركات الإنخفاض في التسارع اعتباراً من السبت ١٩ أكتوبر ولكن مع تحسن طفيف في الثلاثاء ٢٢ فإن المستثمرين الصغار لم يكن لديهم قلقاً مع صباح ٢٣ أكتوبر.

فقط المحترفين (البنوك، السماسرة، ٠٠٠) كان لديهم إحساس بالقلق صباح ٢٤، وكانوا ينتظرون بنفاد صبر افتتاح البورصة في الساعة العاشرة ٠ كان القلق يراودهم مع تدفق طوابير المستثمرين على أبواب البنوك سواء الحصول على المعلومات أو لاسترداد ودائعهم في الوقت الذي أعلن فيه "الفريد ساوان" رئيس جنرال موتورز "نهاية التوسع الاقتصادي".

لم يكن في الأوامر الأولى الموجهة للبورصة بين الساعة العاشرة والعاشرة والنصف ما يشير إلى الخطر ٠٠ إلا أنه قبل الحادية عشرة بقليل، بدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية ٠ أخذت الحركة في الإتساع، وتسارعت بسبب استحالة فنية لتبليغ الأسعار بسبب كثافة الطلبات المحولة على ماكينات الأسعار (تيكرز)، مما أدى إلى تعطيل توصيل المعلومات لأكثر من ساعة ٠ وهكذا فإن الأمر الصادر من "بالتيمور" في العاشرة والنصف كان يصل إلى ماكينة الأسعار في وول ستريت في الحادية عشرة والنصف! ٠٠ أنه الرعب التام الذي عبر عنه "ونستون

تشرشل" فى تصريح الديلى تلجراف: " كنت أرى هؤلاء الأفراد ٠٠ يعرضون حزماً من أوراقهم المالية بنصف أسعارها، ألا أنهم لم يكونوا يجدون شخصاً جريئاً واحداً على قبولها ! " ولم تهدأ حركة البيع إلا بعد تدخل من سمسار بنك مورجان الذى بدأ فى الواحدة والنصف فى شراء الأسهم ٠٠ وكان هذا هو آخر تدخل منظم إلا أنه بعد أربعة ساعات من إغلاق وول ستريت، أعلنت الصحف عن الكارثة : ١٢,٨٩٤,٦٥٠ سهماً تم تداولها خلال إثني عشر ساعة، نجم عنها خسارة قدرها ٦ مليارات من الدولارات .

كان الجميع يعتقدون أن الكارثة قد انتهت ، ورأوا إشارات مشجعة مع سلوك معتدل للبورصة فى الجمعة ٢٥ إلا أن الهبوط عاد مرة أخرى فى ٢٦ و ٢٨ ومع التاسع والعشرين جاء اليوم الأسود الثانى .

فى الثلاثاء ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩ مع افتتاح وول ستريت فى العاشرة صباحاً، خلال الثلاث دقائق الأولى من التعامل، لم تجد ٦٥٠٠٠٠ سهماً من أسهم شركة الصلب الأمريكية معروضة للبيع مشترىً بسعر ١٧٩ دولار بينما كان سعرها فى الرابع والعشرين ٢٠٥ دولار وهكذا أدى إنهيار أسعار أسهم شركة الصلب الأمريكية إلى فتح أبواب الجنون . وهكذا نرى سهم شركة "وستجهاوس" يفقد دولارين كل دقيقة، وخلال ربع الساعة يخسر سهم "أى تى تى" ١٧ دولاراً . فى العاشرة والنصف كان ٣,٢٥٩,٨٠٠ سهماً قد تم بيعها مع خسارة قدرها مليارى دولار لم يعد بإمكان أى فرد (من المستثمر الصغير حتى السماسرة الكبار) تمويل حساباته المكشوفة . الجميع يبيعون بدون استثناء . مع حلول الخامسة والنصف كان ١٦,٣٨٣,٧٠٠ سهماً قد تم بيعها وتجاوزت الخسارة ١٠ مليارات دولار .

وهكذا باختصار كانت أحداث ١٩٢٩ استمر الهبوط فى الأسعار ٠٠ ويشهد على ذلك مؤشر نيويورك تايمز الذى يلخص تطورات وول ستريت: فى ٣ سبتمبر ١٩٢٩ كان رقم المؤشر ٤٥٢، وفى ٨ يولية ١٩٣٢ كان قد انخفض إلى ٥٨ (ربما يكون من المثير الإشارة إلى أن سهم شركة الصلب الذى كان قد وصل إلى ٢٦١ دولار عام ١٩٢٩ قد أصبح فى هذا العام ٢١ دولار) وكان

لإنهيار البورصة الأمريكية آثاره على بورصات العالم ٠٠ وعلى سبيل المثال انخفض مؤشر البورصة الفرنسية من ٥٠٧ في سبتمبر ١٩٢٩ إلى ٢٦٩ في سبتمبر ١٩٣١، مع ملاحظة أن المضاربة كانت أقل حدة عنها في وول ستريت ٠

وهكذا نرى كيف أدت المضاربة إلى إنهيار ١٩٢٩ التاريخي، وهو ما يمثل نوعاً من المضاربة الوهمية التقليدية، حيث ترتفع الأسعار نتيجة الأحلام والآمال، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في ارتفاع ٠

أخيراً نلاحظ أنه عقب حدوث أزمات مصرفية كبرى عام ١٩٣٣، فإن البورصة الأمريكية بدأت في العودة إلى حالتها الطبيعية.

إنهيار أكتوبر ١٩٨٧ :

أن غياب حوادث هامة في البورصات الدولية خلال الفترة من ١٩٤٥ حتى ١٩٨٧ ترك انطباعاً بأن أحداث ١٩٢٩ لن تتكرر مرة أخرى وهكذا اعتبر الجميع أن البورصة هي المكان الذي يمكن أن نكسب أو نخسر فيه ٠ دون التعرض لمآسى!

ولكن ، مع صباح الإثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ ٠٠ عاد شبح الرعب يرفرف مرة أخرى على العالم:

عندما دقت أجراس بورصة نيويورك معلنة نهاية المعاملات في هذا اليوم، كان مؤشر داو جونز يعلن خسارة قدرها ٥٠٦ نقطة، أي انخفاضاً قدره ٢٢% ٠٠ انخفاضاً جاوز المعدل التاريخي المسجل في إنهيار ١٩٢٩ (١٢,٩%) ٠

ماذا حدث في هذا اليوم :

كان المستثمرون في جميع أنحاء العالم، وحتى قبل افتتاح البورصة الدولية، غاية في القلق في هذا اليوم الذي أصبح تاريخياً، يوم الإثنين الأسود: ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ في اليوم السابق، الجمعة، كان معدل داو جونز قد انخفض بمقدار ١٠٨,٣٦ نقطة وتوقف عند رقم ٢٢٤٦,٧٣ كانت نذر الشؤم واضحة مع افتتاح أسواق استراليا عند شروق شمس الإثنين، بينما كانت نيويورك تعيش في نفس اللحظات ظهر يوم الأحد ٠٠

الاثنين ١٩ أكتوبر:
ملبورن- ١٠,٣٠ صباحاً :

كانت أول سوق تفتتح بعد أن أغلق وول ستريت يوم الجمعة
تاركا علامات صدمة في الأفق! ٠٠ أخذت الأسعار في الهبوط ٠٠
الهبوط ٠٠

طوكيو — ٩ صباحاً :

الغموض يحيط بالآلفي متعامل في بورصة كابوتوشو والذين
يحاولون تفسير الخسارة الضخمة التي حققتها بورصة نيويورك يوم
الجمعة السابق. ماذا سيحدث في وول ستريت هذا اليوم! ٠٠ سرعان
ما تأتي الإجابة : مؤشر نيكي داو جونز ٢٢٥ يهبط من ٢٦٣٦٦ إلى
٢٥٧٤٦!

هونج كونج — ١٠ صباحاً :

مؤشر هانج سنج يفقد ١٣٣ نقطة في ٤٠ دقيقة ٠٠ وينهى
المؤشر اليوم بخسارة تاريخية قدرها ٤٢١ نقطة، مما اضطّر
المسؤولين إلى إغلاق البورصة لمدة أربعة أيام!

لندن — ٨ صباحاً :

أوامر بيع بالجملة متراكمة منذ الجمعة بسبب حدوث عواصف
لم تشهدها إنجلترا من قبل دفعت العديد من المتعاملين إلى البقاء
بمنازلهم ٠٠ ولكن علامات الإنهيار تحلق في الأفق.

نيويورك — ٩,٣٠ صباحاً :

ما أن دق الجرس، حتى أعلن داو خسارة قدرها ٦٧ نقطة ٠٠
وخلال الثلاثون دقيقة التالية، كان ٥٠ مليون سهماً قد تم بيعها ٠٠
وكان من الطبيعي أن تسمع صيحات المتعاملين تعلن :
٦٠٠٠ جنرال موتورز للبيع "أو" لم يعودوا يحبون الهامبورجر ٠٠
لدى ١٠٠٠٠٠٠ مكدونالد، من يأخذهم ؟

لوس انجلوس — ٧,٣٠ صباحاً :

أحد علماء الفيزياء المعروفين يقود سيارته في طريقه إلى مقر
عمله . يسمع الأخبار بالراديو ٠٠ لم يتردد لحظة في إصدار أوامر
ببيع محفظة أوراقه المالية كاملة في البورصة. يتلقى السمسار أمر
البيع، فيهتف فرحاً: "ها نحن نصنع التاريخ!" ٠٠ وكان عالم الفيزياء

قد سمعه وهو فى مكتبه فلم يلبث أن يرد: " نعم ٠٠ أنهم يصنعون التاريخ بأموالى! " ٠٠ ولم تكن خسارته سوى ١٠٠٠٠٠٠ دولار!

نيويورك - الرابعة ظهراً :

نهاية أسوأ يوم فى تاريخ البورصات الدولية • مؤشر داو جونز يحقق خسارة جاوزت ٢٢,٦ % .

وعلى مستوى البورصات الدولية الأخرى، لم يكن الأمر بأفضل حالاً، فكما اختتم وول ستريت بهذه الخسارة التاريخية، سجلت بورصات الدول الصناعية الكبرى الخسائر التالية :

- طوكيو ١٥ %
- لندن ١٠ %
- فرانكفورت ١٠ %
- باريس ٩,٣ %

أسباب الإنهيار :

عقب هذا الإنهيار التاريخى، انهالت تحليلات الخبراء فى محاولة لمعرفة الأسباب الكامنة وراءه وبصفة عامة يمكن إجمال هذه التحليلات فيما يلى :

أن أول تفسير لهذا الإنهيار هو تفسير اقتصادى ، يرجع الأسباب فى العجز التوأم فى الاقتصاد الأمريكى (عجز الموازنة وميزان المدفوعات) فالخبراء يعتقدون أن الولايات المتحدة لا يمكن أن تعيش للأبد وفق إمكانياتها وبالتالي لابد من تخفيض عجز موازيتها . ولكن اتجاه الولايات المتحدة فى تخفيضات مفاجئة كان له آثاراً كسادية على الاقتصاد العالمى، أدى إلى شكوك فى الربحية المستقبلية للشركات وبما لا يبرر احتمالات ارتفاع أسعار الأوراق المالية . ورغم أن هذا التفسير يبدو واقعياً، إلا أن التساؤل يدور حول انتظار الأسواق هذه الأعوام الطويلة قبل أن تظهر ردود أفعالها . لماذا قفزت مؤشرات البورصات الدولية فى العام التالى (١٩٨٨) وبما أزال كل آثار إنهيار أكتوبر، فى الوقت الذى ما يزال العجز الأمريكى قائماً؟ هل يعنى هذا أن الإنهيار كان من الممكن تجنبه؟ أو يعنى أن انهياراً جديداً قادماً لا يمكن تجنبه؟

التفسير الثانى للإنهيار :

هو تفسيراً نقدياً Monetary ويرجع الأخطار التى يواجهها الاقتصاد العالمى إلى التقلبات الحادة فى سعر الدولار . وفى ١٩٨٧ وقع وزراء مالية الدول السبع الصناعية الكبرى اتفاقيات "اللوهر" التى هدفت إلى وضع الدولار فى منطقة أهداف (يعتقد أنها حددت ١٤٠-١٥٠ الين اليابانى، ١,٨٠-١,٩٠ للمارك الألمانى فى هذا الوقت) . إلا أن وضع هذه الاتفاقيات موضع التنفيذ أدى إلى العديد من المشاكل . فكل الدول الموقعة بخلاف الولايات المتحدة كانت ترى أن الولايات المتحدة لا تعمل على تحسين العجز المزمن بطريقة مرضية وهو ما أدى إلى التقليل من القيمة الحقيقية للدولار وبما أدى بالبنوك المركزية الأوروبية واليابانية إلى التدخل المستمر لتدعيم الدولار، ولتجنب أن يؤدي هذا الدعم إلى تضخم عرض النقود للدول الدائنة فقد أخذت هذه الدول، خاصة ألمانيا، فى رفع أسعار فوائدها، وهو ما لم تقبله الولايات المتحدة، وكانت الشرارة الأخيرة فى إعلان "جيمس بيكر" وزير الخزانة فى ذلك الوقت قبل يوم واحد من الإنهيار (فى ١٨ أكتوبر ١٩٨٧) والذى قال فيه : "أن الولايات المتحدة لا يمكن أن تبقى مكتوفة الأيدي وهى ترى الحكومات التى تحقق فوائض ضخمة فى موازين مدفوعاتها تقوم برفع أسعار فوائدها وهو ما يؤدي إلى تحجيم النمو الاقتصادى الدولى وقد رأت أسواق المال الدولية فى إعلان بيكر بمثابة بداية حرب نقدية ، بداية كساد على المستوى الدولى، عودة التضخم . . فأخذت بالتالى إجراءات أدت إلى إنهيار أسعار الأوراق المالية . ورغم أهمية هذا التفسير، إلا أنه يلاحظ أنها لم تكن المرة الأولى التى يجد الأمريكيين أنفسهم سجناء دولار تحت قيمته الحقيقية . فطول ١٩٨٨ كان الدولار تحت ١٥- ٢٠% بمقتضى نظرية تعادل القوى الشرائية Purchasing power parity .

التفسير الثالث :

هو تفسيراً مالياً ، ويرى أن صعود أسعار الفائدة طويلة الأجل من خريف ١٩٨٦ وحتى خريف ١٩٨٧ مدفوعاً بتقلبات الدولار وخشية عودة التضخم، أدى إلى أن يقوم مديرو محافظ الأوراق المالية بعمليات مراجعة Arbitrage بين الأسهم والسندات . وهكذا يفسر الإنهيار فى الأسعار بأن التعويض (العائد) عن الأسهم مقارنة بالأخطار التى تحملها لم يعد كافياً إذا تم مقارنته بالأصول المالية

الأخرى . ففي خلال الفترة من ١٩٨٢ وحتى ١٩٨٧ شهدت أسواق المال الدولية ارتفاعاً يمكن تلخيصه كما يلي :

- باريس	+٢٧٥%
- طوكيو	+٢٧٠%
- لندن	+٢٠٣%
- نيويورك	+١٩٧%

وهكذا فخلال هذه الفترة انتقل العائد من بورصة باريس مثلاً من ٨% إلى ٢% بالإضافة إلى هذا فإن خبراء البورصة يرجعون إلى مفهوم علاوة الخطر الذى سبق تناوله فى محاولات تفسيرهم لأسباب هذا الإنهيار . ويبين الجدول التالى نتائج دراسة متخصصة لعلاوة الخطر للفترة من ١٩٧٦ حتى ١٩٨٧ فى فرنسا (أى فى الفترة ما قبل الإنهيار وحتى وقوعه) .

معدل العائد على الأسهم (١)	معدل العائد على السندات (٢)	معدل العائد (١) - (٢)	علاوة الخطر	
17.94	12.76	5.18	1.30	المتوسط
11.77	8.12	3.65	91	الحد الأدنى
24.10	17.40	6.70	1.68	الحد الأقصى

ومع نهاية سبتمبر ١٩٨٧ توقفت علاوة الخطر عند ٦، والفرق بين عائد السندات وعائد الأسهم لم يكن يجاوز ١,٥٣% وفى مواجهة ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل، فإن تلك البيانات توضح كيف كانت بورصة باريس ممهدة لأن يتجنب مستثمريها الأسهم التى لم تعد عوائدها مشجعة بالمقارنة بالأخطار التى تحملها . وكان الأمر كذلك بالنسبة لأسواق المال الدولية الأخرى .

فهو أساساً تفسيراً فنياً **Technical** ويرجع الإنهيار إلى (الكمبيوتر) إلى برامج المتاجرة، إلى نظم الاتصالات إلى الأدوات المالية الجديدة، إلى الأسواق الآجلة، خاصة أسواق المستقبلات والخيارات، وأخيراً إلى كل ما يدور حول ذلك من عمليات مضاربة. وبمحاولة دراسة هذا التفسير، نلاحظ أنه رغم عدم وجود أى من هذه التجديدات عام ١٩٢٩ فقد حدث الانهيار رغمًا عن ذلك! وفيما يتعلق بالكمبيوتر وأدوات الاتصالات نتذكر الحقيقة البديهية وهى أن الكمبيوتر لا ينفذ إلا ما يطلبه منه الإنسان. ورغم أنه فى عام ١٩٨٧ كان لأوامر البيع الأوتوماتيكية دخلاً كبيراً فى تسارع هبوط الأسعار إلا أن برامج المتاجرة لم تكن تنفذ إلا ما كان مطلوباً أن تقوم به. ولذلك فإنه من المناسب لوم الفلسفة التى قامت عليها، وهو ما يؤدى بالعديد من الخبراء إلى نقد أسلوب إدارة محافظ الأوراق المالية المعروف باسم "تأمين المحافظ" **Portfolio insurance** هذا الأسلوب عبارة عن تكتيك إدارة أوتوماتيكي يهدف إلى تحقيق أرباح فى حالة ارتفاع البورصة، فى نفس الوقت الذى يؤمن فيه أقصى خسارة ممكنة فى حالة الانخفاض إلى حد أدنى محدد مسبقاً بمعرفة المستثمر. ويلاحظ أن هذا الأسلوب يؤدى - فى حالة ارتفاع الأسهم - إلى زيادة نصيبها فى المحفظة الممسوكة، والعكس فى حالة الانخفاض ولذلك أرجع العديد سبب انخفاض أكتوبر إلى هذا الأسلوب فى الإدارة الأوتوماتيكية والذى تشتهر به بصفة خاصة المؤسسات المالية الأمريكية الكبرى **Financial Institution** والتى تدير محافظ تجاوز المائة مليار دولار. مثل هذه البرامج تتنبأ بأنه إذا هبطت أسعار الأسهم عن ٣% أو أكثر، فإنه يجب بيع عقود آجلة على مؤشرات البورصات، وفى هذه الحالة مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ فإذا ما تأكد اتجاه أسعار الأسهم للانخفاض، فإن المؤشر ينخفض بدوره فيعود مدير المحفظة إلى شراء العقود محققين أرباحاً تعوض الانخفاض المحقق فى الأسعار فى السوق الفوري، وهو ما خلق هوة بين العقود الفورية (النقدية) والعقود الآجلة، تراوحت فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ بين ٢٠ و ٣٠% وهو ما دفع إلى بيع جامح فى السوق النقدى.

وعقب انهيار البورصات، قدر الاقتصاديين أن الحجم الكلى للخسائر على مستوى البورصات الدولية، جاوز ٢٠٠٠ مليار دولار، وأجمع الكل على أن الكساد قادم نتيجة لتأثر القطاع العائلى بانخفاض محافظ أوراقه المالية وبالتالي حجم الإستهلاك وهو ما يؤدي إلى تخفيض المشروعات لحجم استثماراتها التى لم يكن من الممكن تمويلها من قبل المؤسسات المالية التى تعرضت بدورها إلى خسائر ضخمة . وتحت تلك الفروض (الكسادية) كان الإستنتاج النهائى أن أسواق المال لن يمكنها الإقلاع، وأن أسعار الأسهم ستبقى منخفضة، وهو ما اعتبر السيناريو الأكثر تشاؤما صاحب هذا تفسيراً آخر كان يرى أن (الأمر) لم يكن يخرج عن وجود "فقاعة مالية" تضخمت نتيجة المضاربة، حيث لا تقوم على أى أسس اقتصادية حقيقية، وأن الـ Crash كانت بمثابة (فرقة) الفقاعة . وهذا . كل شيء ! وقد يمكن الإفتتاح بهذا التفسير، خاصة وأنه لم يمض عام على انهيار البورصات حتى سجلت مؤشرات البورصات الدولية ارتفاعات عادت بها إلى مستوى ما قبل الإنهيار .

نعود أخيراً ونؤكد على أنه مهما كانت التفسيرات والتحليلات فإن بداية التسعينات شهدت كساداً حقيقياً فى الولايات المتحدة وفى أوروبا . هذا على خلاف الدول الصناعية الجديدة التى حققت وتحقق نمواً ملحوظاً وعلى صعيد أسواق المال، يلاحظ قيام السلطات العامة بتقوية نظم الرقابة على الأسواق، خاصة الأسواق الآجلة، بالإضافة إلى فرض لوائح وتشريعات يصعب معها تكرار هذا الإنهيار، خاصة فى مجال الضمانات المالية فى الأسواق الآجلة، ووضع نظم (تعلق) للتسعير فى حالة التغير الجامح فى الأسعار، بالإضافة إلى تحجيم استخدام برامج المتاجرة .

هل تنهار البورصات من جديد ؟

ليس لأن إنهياريين كبيرين وقعا خلال هذا القرن نتوقع انهيار ثالثاً (ولو محدوداً) ولكن لأن انهيار البورصات هو من طبيعة الأشياء . وأن كان نادراً !

لقد شاهد العالم الحديث توسعاً اقتصادياً ملموساً ساعده التقدم الفنى السريع فى أساليب الإنتاج وزيادة الطاقة الإنتاجية، وما صاحب ذلك من ارتفاع كبير فى مستويات المعيشة . ولكن هذا التوسع الكبير

لم يأخذ مساره فى الأجل الطويل، نمووا مستقرا بل صادف النمو الاقتصادى فترات غير مستقرة ساد فيها التقلبات من توسع سريع مصحوب بالتضخم تارة، وكساد اقتصادى فى الإنتاج والتوظيف مع البطالة تارة أخرى، وأصبحت الصفة المميزة للتوسع التضخم والإختلال السعري، والنتيجة المصاحبة للكساد بطالة واختلاف فى الإنتاج والتوظيف، لذلك لم يخل مسار النمو الاقتصادى من الاضطرابات الدورية وصعدت من حدثها ظاهرتى التضخم والبطالة.

وعموماً ، فإن النمو الإقتصادى يتميز فى تقلبات مساره بما يعرف بالدورات التجارية والتى تشير إلى الارتفاعات والانخفاضات الدورية فى مستوى النشاط الاقتصادى والتى تستمر لعدة سنوات . وتحدث الدورات التجارية عندما يرتفع الدخل القومى الإجمالى الجارى بالمقارنة بالدخل المحتمل (فى حالة التوسع) والعكس صحيح فى حالة الكساد .

والبورصات ، التى هى بارومتر الحياة الاقتصادية، لا يمكن ان تتحرف عن القاعدة : الإزدهار والكساد (أو الارتفاع والهبوط) . ولكن ، ما الجديد فى هذا العالم قد يدفعنا إلى اعتقاد وقوع انهيار جديد فى البورصات العالمية؟ الجديد، هو أن هذا العالم .. أصبح جديداً !

أن التغيرات السياسية والاقتصادية والتكنولوجية التى حدثت خلال الأعوام الأخيرة، خاصة بعد إنهار أكتوبر ١٩٨٧ هى تغييرات ذات دلالات عميقة، تختلف كثيراً عن التغيرات التى أعقبت عقود ما بعد الحرب العالمية الثانية . فعلى المستويات السياسية والاقتصادية فأن العالم، رغم ما توحى به نهاية الحرب الباردة وادعاءات الوفاق، ورغم النهاية (السعيدة!) لمباحثات "الجات" الشهيرة التى دامت سبعة أعوام وانتهت إلى إنشاء المنظمة العالمية للتجارة (من أجل رخاء العالم!) يبدو على حافة كوارث سياسية كما أن الحرب الاقتصادية أصبحت أكثر عمقاً .. وحمقا بين القوى الكبرى بعضها البعض، وبين القوى الصغرى والوسطى .. يحيط بكل ذلك شبح الكساد والبطالة والمجاعات، بما يذكر العالم بالثلاثينات .

والبورصات أكثر المواقع حساسية للمتغيرات السياسية والاقتصادية، فإذا كانت تلك المتغيرات سلبية، فإن الهزات والإنهيارات تصبح ممكنة .

وفى الواقع العملى، فإن انهيار (وول ستريت) فى مرتين سابقتين (١٩٢٩ و ١٩٨٧) جر وراءه البورصات العالمية الأخرى، فماذا عن وول ستريت فى نهايات ١٩٩٣؟ منذ عام ١٩٧٤، ارتفع مؤشر داو جونز بمقدار ٥٥٠% :

فقاعة مضاربة فى طريقها للتشكيل :

أن العائد المنخفض على الاستثمارات قصيرة الأجل (أذن الخزنة ٣ شهور) التى تدر حالياً أقل من ٢,٧%، دفعت المستثمرين إلى شراء جنونى لصناديق الإستثمار وبما يجاوز ١٠ مليارات دولار شهرياً هذا الانفجار فى صناعة صناديق الإستثمار دفع البنوك وبيوت السمسرة الكبرى إلى "فبركة" ما يجاوز ٢٠٠٠ مليار دولار ! وهناك اليوم أكثر من ٤٢٠٠ صندوق استثمار فى الولايات المتحدة ٠٠٠ وهكذا جاوزت الصناديق عدد الأسهم المسعرة فى بورصة نيويورك؟

وتحت جنون المضاربة، فإن القدرة على (خلق) المزيد من الأوراق المالية غالباً ما يقلل من شأنها فخلال صراع الخليج الأخير كانت التوقعات تتنبأ ب ١٠٠ دولار لبرميل البترول فى حال اندلاع الحرب، إلا أن العكس تحقق، وهبط البرميل إلى أقل من ١٠ دولارات ٠ وفى البورصات، فإن الأمر متشابه تماماً، حيث يتم جمع أرقاماً هائلة من رؤوس الأموال مقابل إصدار مزيد من الأوراق المالية التى يثار كثير من الشكوك حول نوعيتها ٠

نشير أيضاً إلى تقرير حديث ورد فوول ستريت جورنال (عدد ٦ ديسمبر ١٩٩٣) خلص إلى أن المحللين الماليين فى الولايات المتحدة يرون تشابهاً كبيراً بين حالة السوق الحالية وحالته فى الستينات، يخشون معه أن يعيد التاريخ نفسه (فى ديسمبر ١٩٦١ وصل ارتفاع وول ستريت إلى قمته، ومع حلول أبريل ١٩٦٢ بدأ الهبوط الذى جاوز ٢٧%) .

ختاماً، فإنه ليس هناك ما يمنع سوقاً مغالياً فيه من الاستمرار فى الارتفاع، كما شهدنا فى حالة السوق اليابانى الذى لم يتوقف عن الارتفاع ٠٠ ثم ٠٠ الإنهيار الكلى !

ولكن ٠٠٠ متى يحدث الإنهيار؟ ٠٠٠ ربما خلال عام ٠٠ اثنين ٠٠ ما لم يقع حادث ما يعجل بالانهيار .

تداعيات انهيار البورصة المصرية يوم الثلاثاء الأسود الموافق ٢٠٠٦/٣/١٤

لم يكن أحد يتصور بإمكان الإنهيار المفاجئ لأسعار أسهم بورصتى الأوراق المالية فى القاهرة والأكندرية وإعلان التوقف عن التعامل لمدة نصف ساعة فى ذلك اليوم (الثلاثاء ١٤ مارس ٢٠٠٦).

لم يكن هذا اليوم مفاجأة غير متوقعة، فقد سبقته تداعيات فى فبراير السابق بإنخفاض مؤشر البورصة بوجه عام، ولكن الأسباب التى أدت لهذا الإنهيار تأتى فى المقام الأول بسلسلة إنهيارات شهدتها بورصات الخليج فى السعودية والكويت والإمارات العربية وبما أثر على البورصة المصرية فى صورة زيادة المعروض من الأسهم التى يمتلكها الخليجيون فى هذه البورصة وبما انعكس أثره على الأسعار بإنخفاض المفاجئ وأدى إلى دفع صغار المستثمرين المصريين إلى السعى لبيع ما لديهم من أسهم خوفاً من المزيد من إنهيار الأسعار وبالتالي زيادة الخسائر الرأسمالية لديهم، ولقد قدر حجم الخسارة الإجمالية لتدهور البورصات الخليجية بنحو ٤٠ مليار دولار أمريكى تحملت سوق الأوراق المالية فى مصر نحو ٢ مليار دولار وبما يقرب من ٥% من إجمالى الخسارة فى زمن لا يتعدى ٣٠ دقيقة وبقيمة تعادل ما يقرب من ٧٠ مليون دولار فى الدقيقة وهى مبالغ أثرت بشكل مباشر فى أداء الإقتصاد العربى بوجه عام، فهذا الرقم المخيف كان من الممكن استثماره فى إقامة المزيد من المشروعات الإنمائية فى الصحة والتعليم والإسكان والغذاء فى الوطن العربى، والسبب رهان كبار المضاربين على الهبوط وإتباع صغار المستثمرين لهذا الإتجاه النزولى دونما تفكير أو روية خاصة وأن الشركات المستثمر فيها تلك الأسهم لم يصبها أى خسائر عارضة أو تعرضت لهزات عنيفة أثرت على قيمة أسهمها فى البورصة.

إن هذا الموقف يؤكد ما سبق استعراضه فى هذا المبحث من أسباب إنهيار البورصات ودور الشائعات المتعاطم فى التأثير على قرار صغار المستثمرين بالإنقياد وراء الكبار فى البيع وقت هبوط الأسعار وتحقيق خسائر فادحة يستفيد منها فيما بعد المضارب على الهبوط الذى يغتنم هذه الفرصة ويقوم بشراء ما تم بيعه بأسعار زهيدة

يحقق بعدها أرباحاً رأسمالية كبيرة فى مدى زمنى قصير لا يتعدى أسبوعان أو ثلاثة على أكثر تقدير .

ولكن ما هو الحل ؟

الحل يكمن فى توعية المستثمر الصغير بعدم خوض غمار البورصة بمفرده بناء على شائعات لا أساس لها طالما أنه ليس لديه الخبرة فى تحليل أداء الشركات التى تصدر هذه الأوراق المالية التى يرغب فى شرائها، والمفروض بأن يلجأ مباشرة لشراء شهادات صناديق الإستثمار التى تقوم بتنويع محافظ استثماراتها فى عدة أسهم تشمل عدة قطاعات إقتصادية وتنقى الأسهم التى تضمها فى محافظها بناءً على دراسات أساسية وفنية للشركات المصدرة من خلال الميزانيات التى تنشرها تلك الشركات بصفة دورية فى المتابعة المستمرة لحركة صعود وهبوط تلك الأسهم داخل السوق وفقاً للمؤشرات الموثوق بها لقياس حركة التذبذب اليومية لهذه الأسعار .

ما يعنينا هنا فى المقام الأول أن البورصة مرآة لحركة النمو فى مختلف القطاعات الإقتصادية لأى دولة، وأن عظمة أى سوق ثانوى تقاس بمدى قدرته على توفير وسائل تمويل جديدة للشركات القائمة من أجل إقامة مشروعات أو التوسع فيما هو قائم، وذلك دون الإضرار لزعة الثقة فى الأسواق المالية بتدخل كبار المضاربين من أجل تحقيق أرباح تعتمد فى الأساس على جهل المتعاملين قليلي الخبرة، وبما يخل بموازين قوى العرض والطلب المعتمدة على الأسس العلمية والموضوعية لقياس أداء هذه الأسواق .