

رأس المال

Capital

تحتاج رأسمالية السوق بلا شك إلى رأس المال، أي المال الذي ينفذ به المشروع التجاري. فالأعمال التجارية الكبيرة والصغيرة تحتاج لأن تشتري أجهزة ومعدات قبل أن تتمكن من إنتاج السلع والخدمات، تماماً كما كان المزارعون منذ القدم يقرضون لشراء البذور والأدوات إلى أن يأتي الحصاد ويبيعوا محاصيلهم. وفي أغلب الحالات يفصل وقت طويل بين إنفاق المشروع لرأس المال وتدفق العائد إليه. وحتى في المجتمعات الزراعية الخالصة يمكن أن يمتد الفاصل بين الزراعة والحصاد إلى عقود، كما في حالة زراعة الكروم. إن القاعدة في المجتمعات الصناعية هي أن يفصل وقت طويل بين إنفاق رأس المال ووصول العائد، وأن تكون المبالغ المالية المطلوبة كبيرة جداً. وفي الاقتصاد الغربي الحديث يأتي جزء كبير من الدخل من اختراعات لم تكن موجودة لدى الجيل السابق، وكل الدخل تقريباً يأتي من اختراعات لم تكن موجودة قبل قرن. ورأس المال الوفير مطلوب لتوصيل تلك المنتجات إلى السوق. انظر مثلاً الفترة من عام ١٩٠٠م إلى عام ١٩٥٠م، ستجد أن صناعات السيارات والطائرات والأدوات المنزلية التي كانت تسيطر على الاقتصاد في عام ١٩٥٠م لم يكن لها وجود في عام ١٩٠٠م. فما كان موجوداً في عام ١٩٠٠م هو مخترعون ورجال أعمال كانوا يملكون بإيصال هذه الأشياء إلى المواطنين العاديين.

ليس ثمة مبالغة في القول إنه، في أية لحظة، ينشأ الجزء الأكبر من رخاء المجتمع الغربي في عقول بضعة عباقرة، لا تزيد نسبتهم عن واحد في المليون. ويحتاج تحويل أفكار هؤلاء إلى واقع اقتصادي إلى مبالغ مالية ضخمة لا يستطيع أن يوفرها إلا نظام مالي متين يحظى بثقة المستثمرين.

يقدم اختراع توماس ألفا إديسون Thomas Alva Edison لمصباح الإضاءة في عام ١٨٧٩م مثلاً جيداً يصور بوضوح كيف تدور عجلة العملية الرأسمالية الحديثة. (إن إديسون، على خلاف ما هو شائع، لم يخترع المصباح الكهربائي بنفسه. فقبل منه بعامين تمكن مهندس كهربائي روسي يدعى بول جابلوكوف Paul Jablochkov من إنارة أحد شوارع باريس بمصابيح مقوسة.) ورغم أن إديسون كان رجلاً غنياً، فإنه لم يكن يتحمل أن ينتج إلا عدداً صغيراً من المصابيح. فإنتاج المصابيح لسوق الجملة كان يتطلب بناء مصانع ضخمة، واستئجار آلاف العمال المدربين، وشراء كميات كبيرة من المواد الأولية، وهي أمور لا يستطيع أن يتحملها حتى أغنى أفراد الأمة وحدهم. والأسوأ من كل ذلك أن المصابيح كانت عديمة القيمة دون تزويد موثوق بالكهرباء. ومن كان يريد أن يحرز قصب السبق في بيع المصابيح، كان عليه أن يبني محطات لتوليد الطاقة الكهربائية وشبكة نقل لتوزيع الكهرباء. وفجأة توفر المستثمرون المستعدون للمخاطرة برأس مالهم في تحويل رؤية إديسون إلى حقيقة.

كان جون بيربونت مورغان J. P. Morgan هو المصدر الأوضح لرأس المال اللازم للاستثمار في أي مشروع ضخم في الولايات المتحدة، في أواخر القرن التاسع عشر. لكن ثروة مورغان الشخصية ذاتها لم تكن تكفي لضمان شركة إديسون للمصابيح الكهربائية التي أنشئت لتسويق اختراع الأخير. (عندما علم جون روكفيلر John D. Rockefeller بأن مورغان ترك لدى وفاته في عام ١٩١٣م عقارات تساوي ٨٠ مليون دولار، قال: "تخيلوا، لم يكن الرجل غنياً جداً"^{١٣}).

كان بيت مورغان House of Morgan يستطيع أن يوفر أموالاً أكثر بكثير من أصوله الفورية. ومع منعطف القرن العشرين بلغت قيادة مورغان للصناعة البنكية الأمريكية حد أنه كان يستطيع أن يحشد جيوشاً من البنوك في اتحادات تستطيع أن توفر كميات ضخمة من رأس المال. يشير المؤرخون الاقتصاديون كثيراً إلى أن الولايات المتحدة لم يكن لديها بنك مركزي بين انتهاء وثيقة البنك الثاني للولايات المتحدة في عام ١٨٣٧م ووضع نظام الاحتياطي الفيدرالي في عام ١٩١٣م، وهما نفسهما عام ميلاد مورغان ووفاته. خلال أغلب ذلك الوقت كان مورغان بمثابة البنك المركزي الفعلي للأمة، حتى إنه ذات مرة أُنقذ الخزنة الأمريكية.

كان مورغان الرجل الذي يستطيع أن يرتب بسهولة حركة مئات ملايين الدولارات اللازمة لإنشاء خطوط السكك الحديدية أو المرافق أو شركات الصلب التي وضعت الولايات المتحدة في طليعة الدول الصناعية. كما كان يدرك أن تمويل التقنيات الجديدة كان في أغلب الأحيان قضية خاسرة، تماماً كما أعاد جيل كامل من المستثمرين في الإنترنت والتقنية اكتشاف ذلك مؤخراً، كانت هذه الأخبار قديمة، حتى في زمن مورغان. وكان تاريخ الاستثمار في التقنية في إنجلترا قائماً على الاحتيال والويل والخسارة، بدءاً من شركات الغوص^(١) في القرن السابع عشر، مروراً بشركات القنوات في القرن الثامن عشر، ووصولاً إلى فقاعة^(٢) السكك الحديدية المذهلة في العقد الخامس من القرن التاسع عشر. ولذلك كان مورغان يمول التقنيات المؤسسة فقط.

(١) شهد سوق الأسهم المالية الإنجليزية في العقد الأخير من القرن السابع رواجاً لأسهم الشركات التي شكّلت لاستعادة الكنز الغارق، وكان ذلك أول هوس أسهم مُدَوَّن. انظر Edward Chancellor, Devil take the Hindmost (New York: Penguin, 1999), 36-38.

(٢) يشير مفهوم الفقاعة bubble في الاقتصاد - كما في تعبيرات الفقاعة الاقتصادية أو فقاعة المضاربة أو فقاعة السوق أو فقاعة السعر أو الفقاعة المالية - إلى تلك الحالة التي تتسبب فيها المضاربة على سلعة ما إلى زيادة سعرها، بما يؤدي إلى زيادة المضاربة عليها، وعندئذ يبلغ سعر السلعة مستويات خيالية، ومن هنا يأتي تشبيه انتفاخ الفقاعة أو البالون، إلى أن تبلغ مرحلة انفجار الفقاعة أو البالون محدث هبوط حاد في السعر [المترجم].

كانت حالة إديسون استثناء بالنسبة لمورغان. فمورغان، المتحمس للكهرباء، كان قد زود قصره الواقع في ٢١٩ شارع ماديسون بمدينة نيويورك ببعض المصابيح الكهربائية الأولى. تطلب ذلك تركيب مولد مزعج الصوت وراء بيته، وكثيراً ما كانت أسلاك الكهرباء بالبيت تشتعل، وأدى ذلك في إحدى المرات إلى تدمير مكتبه. ربما لذلك مؤل مورغان بناء محطة كهرباء مانهاتن الضخمة الأولى التي كانت توفر الكهرباء لمكاتب بنك مورغان الواقع في ٢٣ وول ستريت. وحين عرض مورغان هذه الوسائل بفخر للصحافة، أخفى عمداً أن المولدات كلفت ٢٠٠٪ أعلى من الميزانية.

تبرز قصة مورغان/إديسون أيضاً الدور البنائي الذي لعبته أسواق رأس المال. فقد ساعد مورغان والممول الاستثماري هنري فيلارد Henry Villard في تمويل أعمال إديسون التجارية المبكرة في العقد قبل الأخير من القرن التاسع عشر، وأدجوا لاحقاً شركة إديسون الأصلية للمصابيح الكهربائية في شركة إديسون جنرال إلكتريك. وفي مطلع العقد التالي أصبح جلياً لمورغان ورفاقه أن إديسون، مع أنه ربما كان مخترعاً ذكياً، كان رجل أعمال فاشل. في ذلك الوقت كانت مولدات ومعدات التيار المستمر والتيار المتناوب تتنافس على القبول في السوق الكهربائي. ولأن نظام التيار المستمر كان يعمل بقوة كهربائية أقل، فقد فضله إديسون على نظام التيار المتناوب. لكن لسوء الحظ كان التيار المباشر لا يلائم النقل لمسافات بعيدة، وهو ما أضعف تنافسيته في السوق. ثمة شركة منافسة، هي تومسون-هيوستن، كانت تدير محطات تنتج كلا نوعي الكهرباء. وفي عام ١٨٨٣م سُجلت في إنجلترا براءة اختراع محوّل "يخفض" التيار المتردد عالي الفولطية بعيد المسافة للاستخدام المنزلي. وفي غضون بضع سنوات رخص جورج ويستنجهاوس George Westinghouse هذا النظام في الولايات المتحدة، واستخدمته شركة تومسون-هيوستن لتقتطع من حصة إديسون في السوق.

سرعان ما أدرك مورغان وشركاؤه أن الطريقة الوحيدة لتجنب انهيار شركة إديسون جنرال إلكتريك هو أن تُدمج مع شركة تومسون- هيوستن، واتخذت الشركة الجديدة اسم جنرال إلكتريك. وظلت جنرال إلكتريك تحتاج إلى رأس مال طوال سنوات الكساد في العقد الأخير من القرن التاسع عشر، إلى أن أصبحت أخيراً العملاق الذي سيطر على السوق الكهربائية الأمريكية لأكثر من قرن. وإديسون، غير الموفق كعادته، باع أسهمه في الشركة الجديدة، في نوبة غضب، بعد الاندماج مباشرة، ووضع أمواله في اختراعات مستقبلية غير موفقة. وعندما قيل له لاحقاً كم كان نصيبه في جنرال إلكتريك سيتضاعف لو بقي فيها، ورد عنه أنه أجاب: "حسناً لقد ضاع كل شيء"، لكنني أمضيت وقت طيباً في إنفاقه"^(٣). توضح القصة أن ممولي شركة إديسون للكهرباء، كشأن أجيال الرأسماليين قبلهم وبعدهم، كانوا يقدمون التمويل للمشروعات، وكذلك التوجيه الضروري عند النقاط المفصلية في تطور المشروعات.

يبين دور مورغان في هذه الحادثة أن المستثمرين لا يقدمون رأس المال فحسب، بل يخاطرون به أيضاً، وفي معظم الحالات يصبونه في بالوعة. وكما دلت انهيار شركات دوت كوم^(٤) الأخير بطريقة مؤلمة، فإن الغالبية الساحقة من الشركات والأعمال التجارية الجديدة تفشل. لكننا ونحن نتحدث عن الماضي بعد انقضائه، مع التركيز على قصص النجاح، مثل إديسون الكهربائية/جنرال إلكتريك وشركة جنرال موتورز ومايكروسوفت، يبدو الاستثمار في المشروعات الجديدة مربحاً. وسوق رأس المال للمشروعات الجديدة، بهذا المعنى، يعمل مثل البانصيب العام، حيث تشتري الملايين

(٣) شهدت شركات الإنترنت، التي تقوم بمعظم عملها عبر الإنترنت، وفي العادة من خلال موقع على الشبكة وتستخدم المجال عالي المستوى com (وهو بالمناسبة اختصار لكلمة "تجاري" commercial)، شهدت فقاعة اقتصادية في نصف العقد الأخير من القرن العشرين، انتهت في عام ٢٠٠٠ بانفجارها فيما عُرف باسم dot-bombs، ولذلك أسقطت الشركات التي بقيت منها الاختصار com من أسمائها (المترجم).

التذاكر، لكن قلة محظوظة فقط هي التي تربح. وفي مجتمعنا الرأسمالي يقدم توفر رأس المال العام والخاص في ذاته حافزاً قوياً للإبداع والاختراع. كانت الرقصة المالية التي أداها إديسون ومورغان وفيلارد مؤشراً لذروة أسواق رأس المال في أواخر القرن التاسع عشر. سيعرض هذا الفصل قصة مولد هذا النظام في الأزمنة القديمة وتطوره في القرون الوسطى المتأخرة وأوائل العصر الحديث. وتلك القصة في صميمها قصة لثلاثة عوامل: التكلفة، والمخاطرة، والمعلومات.

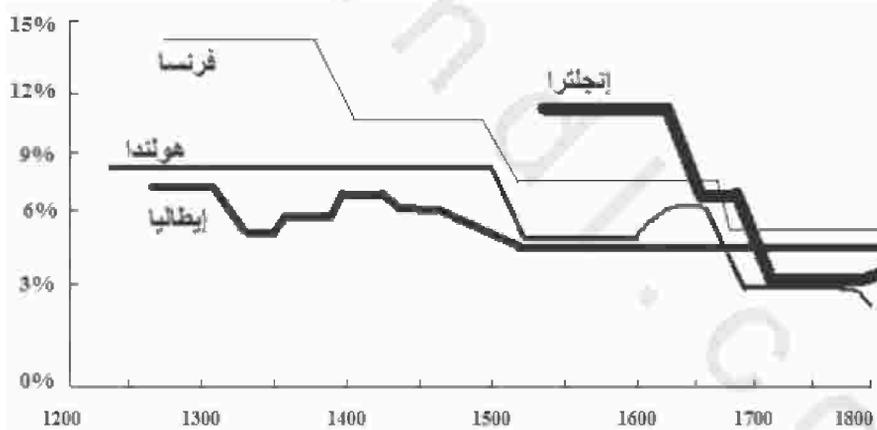
تكلفة رأس المال

تستهلك كل الأعمال التجارية مالاً. والمال، مثله مثل أية سلعة أخرى، له تكلفة، أي سعر الفائدة. فالمزارع الذي يحتاج إلى بذور ومحراث في الربيع، يجب أن يسدد قرضه بفائدة. وحينما تكون أسعار الفائدة عالية، يقال إن المال غالي أو مكلف، وحينما تكون منخفضة، يقال إنه رخيص. والمال الرخيص يشجع الاستثمار في الأعمال التجارية، بينما يجبط هذا الاستثمار المال الغالي. وحين ترتفع أسعار الفائدة كثيراً، يتخلى المزارع عن زراعته، ويرجئ رجل الأعمال نشاطه التجاري.

ثمة عوامل كثيرة تساعد في تحديد تكلفة رأس المال، من أهمها التوازن بين العرض والطلب. فحين يزيد عدد المقرضين ويقل عدد المقترضين، يرخس المال، والعكس بالعكس. يتعقب الشكل رقم (٤.١) تراجع أسعار الفائدة في إنجلترا وهولندا وإيطاليا وفرنسا بين عامي ١٢٠٠م و١٨٠٠م. نتج هذا الهبوط التدريجي في الأسعار عن أسباب كثيرة، كان من أهمها الزيادة في عرض رأس المال الاستثماري، أي المال المتاح للإقراض. أدى هذا الهبوط في تكلفة رأس المال إلى نشاط ونمو متزايدين في الأعمال التجارية.

أدرك الاقتصاديون الأوائل أهمية أسعار الفائدة. من ذلك أن أحد المراقبين الاقتصاديين الإنجليز الأوائل، هو السير جوشيا تشايلد Sir Josiah Child ، لاحظ في عام ١٦٦٨م أن "كل الدول اليوم يتناسب غناها وفقرها مع ما تدفعه عادة لفائدة المال"^(٣١). بالنسبة لتشايلد كانت العلاقة رياضية، فإذا كان رجل الأعمال يستطيع أن يتحمل سعر فائدة ٣٪، فإنه يتوفر له ضعف رأس المال بسعر ٦٪. قال المؤرخ ت. س. آشتون T. S. Ashton :

إذا أردنا سبباً واحداً لتسارع النمو الاقتصادي في منتصف القرن الثامن عشر، على ما في ذلك من اختزال، فإن هذا السبب الواحد هو أسعار الفائدة المنخفضة. فقد نتجت المناجم العميقة والمصانع قوية البنيان والقنوات جيدة التشييد وبيوت الثورة الصناعية عن رأس المال الرخيص نسبياً^(٣٢).



الشكل رقم (٤، ١). أسعار الفائدة الأوروبية في الفترة ١٢٠٠-١٨٠٠.

المصدر: Data from Homer and Sylla, A History of Interest Rates, 137-38.

يسهل فهم مفهوم تكلفة رأس المال على القروض للأفراد وعلى السندات التي تصدرها الحكومات والشركات. فهذه التكلفة عبارة عن سعر الفائدة على القروض أو السندات. لكن، في المقابل، يصعب على كثير من المستثمرين فهم كيف تنطبق تكلفة

رأس المال على حصة الملكية (أسهم الشركات)، مع أنها تنطبق عليها فعلاً. ابدأ بفكرة أن سعر السهم في الشركة، بمعنى الحقوق في حصة من مداخيل الشركة، يتم التعبير عنه "بعدد من الدولارات لكل سهم". ثم اعكس هذه العبارة وفكر في "عدد الأسهم لكل دولار"، بمعنى مقدار الملكية الذي يجب أن تدفعه الشركة للمستثمرين لقاء كل دولار من رأس المال الاستثماري المطلوب لشراء مصنع أو أجهزة أو عمل. عندما ترتفع أسعار الأسهم، تنخفض تكلفة رأس مال الأسهم العادية، أي المال الذي تحصل عليه الشركة من بيع أسهمها، وتصير الشركات فرحةً أسهماً جديدة للمستثمرين في مقابل رأس مال استثماري. وهذا بالضبط هو ما حدث في ازدهار شركات الإنترنت/التقنية مؤخراً، عندما باعت الشركات الجديدة أسهماً غالية للغاية للجمهور بحماسة شديدة.

وفي المقابل، فحينما تنخفض أسعار الأسهم، ترتفع تكلفة رأس المال. وهنا تضطر الشركات لأن تسلم جزءاً أكبر من الملكية للغيراء في مقابل التمويل، وساعتها يتراجع الاستثمار. حدث ذلك في ثمانينيات القرن العشرين، عندما انخفضت أسعار الأسهم لدرجة أن مديري الشركات اقترضوا المال في شكل سندات مضاربة^(٤) لشراء أسهمهم نفسها من الجمهور مرة ثانية.

تستطيع الشركة أحياناً، كما حدث في أواخر تسعينيات القرن العشرين، أن تحصل على مزيد من رأس المال بسعر أرخص من خلال بيع الأسهم، بدلاً من بيع السندات أو الحصول على قروض. وفي بعض الأحيان يكون العكس هو الصحيح. لكن رأس المال، أياً كان مصدره، تكون له تكلفة دائماً. تحدد تلك التكلفة مدى ما يمكن إنجازه من المشروع ومدى سرعة نمو الثروة.

(٤) سندات المضاربة junk bonds هي سندات عالية العائد، لكنها عالية المخاطرة في الوقت نفسه للترجم.

مخاطرة رأس المال

لا تنحصر القصة كاملة في العرض والطلب فقط، حيث تلعب مخاطرة المشروع التجاري دوراً حاسماً في سعر رأس المال. فالقرض الذي يأخذه مقترض مؤتمن وموثوق يكون سعر الفائدة عليه أقل كثيراً من قرض يأخذه مقترض غير موثوق. من ذلك أن سندات الخزانة الأمريكية تعطي أسعار فائدة أقل كثيراً من السندات التي تصدرها، مثلاً، ترمب كازينوز^(٥). وفي أوقات الاضطراب المدني أو التهديد العسكري الخارجي تصبح كل السندات، بما في ذلك السندات الحكومية، أعلى مخاطرة، ولذلك ترتفع الأسعار. وكما قلنا في الفصل الأول، فإن الرسم البياني لأسعار الفائدة لأية أمة يمكن أن نعتبره "رسماً بيانياً للحمى" لديها، أي مؤشراً على صحتها الاقتصادية والاجتماعية والعسكرية^(٥).

والمخاطر يمكن أن تُكثَّف أو تُخفف. افترض أنك تفكر في فرصة اقتصادية احتمال نجاحها واحد من خمسة، وتتطلب منك أن تستثمر أو تقترض ١٠٠٠٠٠٠ دولار، وإذا نجحت سيرتفع مالك إلى ١٠٠٠٠٠٠٠ دولار (بمعنى أن تحقق أرباحاً قدرها ٩٠٠٠٠٠٠ دولار). إن ذلك أمر مغر، لكنك تدرك أيضاً أن هناك احتمال فشل قدره ٨٠٪، وهو سيناريو سيجعلك تخسر الـ ١٠٠٠٠٠٠٠ دولار كاملة. وحيث إن هناك احتمال ٢٠٪ لتحقيق ربح قدره ٩٠٠٠٠٠٠ دولار، واحتمال ٨٠٪ لخسارة الـ ١٠٠٠٠٠٠٠ دولار، فإن العائد المتوقع لهذا الاستثمار هو ١٠٠٠٠٠٠ دولار، بمعنى أنك "في المتوسط" ستضاعف مالك. وبالطبع لا يمكنك أن تحصل على العائد المتوسط، فأنت إما أن تخسر كثيراً أو تربح أكثر.

وحتى مع هذا العائد المتوقع المناسب، فإنك قد تتردد في متابعة هذه الفرصة. فإذا

(٥) ترمب كازينوز Trump Casinos شركة لمنتجات الترفيه، واجهت في عام ٢٠٠٤م مشكلات مالية عسيرة، اضطرتها إلى اجترار حلول منها بيع سندات من النوع عالي العائد عالي المخاطرة للمتجمعين.

كنت لا تستطيع بسهولة أن توفر أو تقترض ١٠٠٠٠٠٠ دولار، فإن ألم خسارتها أو الاستدانة بها قد يكون أكبر من فرحة ربح ٩٠٠٠٠٠٠ دولار فجأة. تخيل الآن أنك تعيش في أوروبا ما قبل الحديثة، التي كان التخلف عن السداد فيها يعني سجن المدين، أو في اليونان القديمة التي كان يعني فيها أن يصير المقرض عبداً رقيقاً للمقرض.

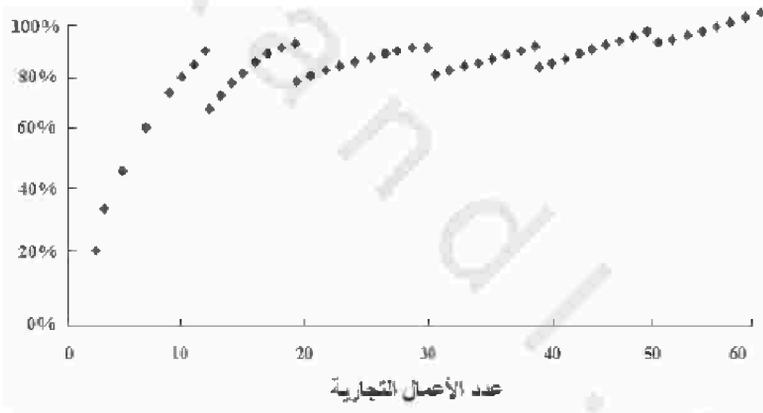
هذه المخاطرة مكثفة جداً، وقبل العصر الحديث لم يكن يتحملها إلا قلة من الناس. أدرك الخبراء الماليون الإنجليز في القرن التاسع العاشر الذي تفرضه على الاستثمار العواقب القاسية للتخلف عن السداد، ولذلك سنّ مجلس العموم قوانين الإفلاس. وقد أحدث تخفيف خطر سجن المدين انفجاراً في النشاط الاستثماري.

لم يكن الدمار الناتج عن التخلف عن السداد فيما قبل العصر الحديث يقتصر على رجال الأعمال. فحتى وقت قريب نسبياً كان حملة الأسهم بالشركة يتعرضون له أيضاً. ومن المؤكد أن مجرد ملكية أسهم في شركة، إذا كان سيعرضك لاحتمال عقاب شديد في حال فشل الشركة عن تلبية كل التزاماتها، فإنك ستحجم بالتأكيد عن تزويد الشركة برأس المال من خلال شرائك لأسهمها. تمثل الحل لذلك في الشركة ذات المسؤولية المحدودة^(٦) الحديثة، وهي تقدم تشريعي آخر ذي صلة من القرن التاسع عشر يحمي حملة الأسهم من مقرضي الشركة. ستتعب تطورها في موضع لاحق في هذا الفصل.

عوداً إلى مثالنا، افترض أنك بدلاً من أن تتحمل كل مخاطرة خسارة الـ ١٠٠٠٠٠٠ دولار وحدك، تستطيع أن توزع مخاطرتك، بمعنى أن تتقاسم المخاطرة مع مستثمرين آخرين. فإذا ضمت الشركة مائة سهم، فإن كل منها سيتحمل خسارة ١٠٠٠ دولار فقط في حالة الفشل، وربح ٩٠٠٠ دولار في حالة النجاح. ونشر المخاطرة أو توزيعها سيشجع مستثمرين أكثر على المشاركة في الاستثمار.

(٦) الشركة ذات المسؤولية المحدودة limited liability company هي شركة تتألف من شخصين أو أكثر، تكون مسؤولية الشريك عن ديونها وخسائرها والالتزامات المترتبة عليها بمقدار حصته في رأس مالها، وتنقل حصة الشريك إلى الورثة أو من يوصي لهم بها بالترجم.

افترض، كمثال أخير، أنك مستثمر فردي. يمكنك أن تتنوع مخاطرتك في عدد كبير من هذه العمليات الموزعة. سينخفض احتمال الفشل العام، حيث سيظل ٩٠٪ من احتمال خسارتك للاستثمارات السابقة. وكلما زاد عدد المشروعات، انخفض احتمال خسارة مالك. يوضح الشكل رقم (٤,٢) كيف يرتفع احتمال النجاح في هذا المثال مع زيادة عدد الأعمال التجارية المتاحة. فبالاستثمار في أربعة أعمال تجارية فقط، تكون فرصك في النجاح أكثر من ٥٠٪، وبالإستثمار في ثمانية عشر عملاً، تكون فرصة نجاحك ٩٠٪^(٧).



الشكل رقم (٤,٢). احتمالات النجاح مع تزايد التنوع.

إن المرء حين يشتري أسهماً في أعمال تجارية موزعة مختلفة، تزداد فرص نجاحه كثيراً، وتزداد قدرته على توفير رأس المال للأعمال التي تحتاج إليه. جاءت الشركة

(٧) إن الطبيعة المتدرجة اللافنة للنظر في هذا الرسم البياني تخص هذا المثال فقط، فأنت باشتراكك في عشرة أعمال تجارية تحتاج فقط إلى نجاح مشروع واحد لتجنب خسارة المال، لكن باشتراكك في أحد عشر مشروعاً، تحتاج إلى نجاحين لتقليل المخاطرة.

المساهمة^(٨) في القرن السابع عشر للإجابة عن هاتين الحاجتين - توزيع المخاطرة وتنوعها - بما يزيد مقدار رأس المال الاستثماري للأعمال التجارية الجديدة.

المعلومات ورأس المال

وحتى إذا كان رأس المال رخيصاً ووفيراً، فلا بد من أن توجد أسواق لكي تجمع المقترضين والمقرضين معاً، وكذلك لكي تربط الشركات التي تباع أسهماً وسندات والمستثمرين الراغبين في شرائها. وتلك مهمة على جانب كبير من الأهمية. فأسواق رأس المال تعمل تماماً مثل أسواق البقالة أو السيارات المستعملة أو الماس. فالأسواق تحدد أسعاراً ملائمة، حيث توفر فضاءً يتفاوض فيه المشترون والبائعون ويتبادلون المعلومات.

تنجز الأسواق هذه الأهداف، أي جمع المشترين والبائعين معاً وتحديد الأسعار، بدرجات متفاوتة من الكفاءة. والسوق الكفاء هو ذلك الذي يجري فيه المشترون والبائعون أعمالهم بحرية وانفتاح بنفس الأسعار تقريباً. تقدم محطات الغازولين مثلاً رافعاً للسوق الكفاء. في هذا المثال يكون الإنسان العادي الذي يقود سيارته يومياً إلى العمل فكرة ممتازة عن السعر السوقي العادل للغالون الخالي من الرصاص. أما السوق غير الكفاء فهو ذلك الذي تجري فيها صفقات على سلع غير متماثلة دون علانية أو مكان مشترك، كما في حالة بيع البيوت.

كانت أسواق رأس المال غير فعالة بناتاً في معظم أوروبا فيما قبل القرن السابع عشر. فكانت تجمع المقترضين والمقرضين بالكلمة أو الحظ فقط، مع أن الطرفين كانا في أغلب الأحيان يعيشان في المدينة نفسها. وعليه فلم يكن بمقدور طالبي رأس المال

(٨) الشركة المساهمة joint-stock company شركة يقسم رأس المال فيها إلى أسهم قابلة للتداول، وتتمتع بكيان مستقل عن حملة أسهمها، أي تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة عن أصحاب حقوق الملكية المترجم.

وعارضيه أن يتحققوا من تكلفة رأس المال الحقيقية، ولذلك كان الجانبان يترددان في إتمام الصفقات. وما كان من ذلك إلا أن أحدث هزلاً في رأس المال المتدفق إلى المشروعات التجارية الجديدة.

يمكن القول، وبإدلة كافية، إنه في أوروبا القرون الوسطى كانت أسواق كل السلع تقريباً، وليس أسواق رأس المال فقط، أبعد ما تكون عن الكفاءة، بل لم يكن لها وجود فعلي. إن السعر الصحيح اليوم هو ذلك الذي "مر بالسوق"، أي استحث أكبر عدد من المشترين والبائعين للعمل معاً. قبل عام ١٤٠٠م لم يكن السوق يحدد أسعاراً "صحيحة". بل كان يسود نظام أخلاقي تعسفي. وقد لاحظ المؤرخان الاقتصاديان ناتان روزنبرغ Nathan Rosenberg ول إبيردزيل L. E. Birdzell أن "عقيدة النظام كانت تلخصها عبارات مثل "سعر عادل" و"أجر عادل". فكانت الأسعار والأجور تعبر عن حكم أخلاقي للقيمة. ولم يكن للعرض والطلب أية صلة من الناحية الأخلاقية"^[٦].

كما لاحظ روزنبرغ وإبيردزيل أن الأسعار كانت ترتفع فقط في أوقات المجاعة، التي يقل فيها المعروض من الطعام بشدة. وقد عمل ذلك بالدرجة الأولى على توجيه السخط العام إلى المفهوم الذي نسميه اليوم "الاقتصاد الحر".

يؤكد الاقتصاديون منذ وقت بعيد أن الأسواق تعمل بأفضل كفاءة ممكنة حين تجتمع أكبر عدد ممكن من المشترين والبائعين في الوقت نفسه وفي المكان نفسه. وقد كانت الأسواق الموسمية trade fairs الشهيرة بالقرون الوسطى، التي لا يزال بعضها يقام حتى يومنا هذا، تقوم بهذه الوظيفة. ولعلك لاحظت في كثير من الدول الأجنبية (وحتى في بعض المدن الأمريكية، مثل مناطق الدكاكين الصغيرة جداً في مقاطعة دايوند غرب شارع ٤٧ بنيويورك) أن كل دكاكين الجزيرة أو المجمهرات تتجمع معاً في نفس الشارع. ففي عالم لم يعرف الهواتف والصحف، كان التجمع في مكان واحد يزيد تدفق

المعلومات حول الأسعار لكل من المشترين والبائعين ويزيد حجم التجارة إجمالاً. وفي القرن السابع عشر برع الهولنديون في استخدام هذه الظاهرة بتحديد مكان للتبادلات المالية المختلفة ضمن بضعة أبنية لكل منها في أمستردام.

لكن من سوء حظ الهولنديين أن القرب الجغرافي لا يحقق كل المطلوب. فمن غير العملي أن نجبر المشترين والبائعين على السفر إلى شوارع أو مدن مختلفة لشراء وبيع السلع المختلفة والمواد المالية التي يتم تبادلها في اقتصاد عصري معقد. حُلّت هذه المشكلة بفضل اختراع التلغراف ومد أسلاكه عبر المحيط الأطلسي في منتصف القرن التاسع عشر، حيث أسهم في تغيير أسواق رأس المال تماماً. فلم يعد المستهلكون ومقدمو رأس المال وكل السلع الأخرى مضطرين إلى الالتقاء وجهاً لوجه، أو حتى الإقامة في نفس القارة. وأخذ المشاركون تدريجياً يعتبرون الأسعار عادلة، وزاد تدفق رأس المال بدرجة كبيرة، وأصبحت الصفقات تتم في اللحظة نفسها تقريباً.

الجدور القديمة لأسواق رأس المال

تشكل أسواق رأس المال جزءاً جوهرياً من المخزون الإنساني منذ بداية التاريخ في الهلال الخصيب، وربما قبل ذلك بآلاف السنين. فشرية حامورابي كانت تتدخل في صفقات سوق رأس المال، حيث حددت، كما رأينا في الفصل الثاني، سقف سعر الفائدة عند ٢٠٪ لقروض الفضة و٣٣٪ لقروض الحبوب، وهما الوسيطان الأساسيان للتبادل. وهنا نقابل، للمرة الأولى، الرابطة بين المخاطرة والعائد. فقروض الحبوب نظراً لأنها تضيع إذا خاب المحصول، كانت تنطوي على مخاطرة للمقرض أعلى من قروض الفضة. وهذه المخاطرة المضافة هي التي كانت تستوجب سعر الفائدة الأعلى.

قبل أن يخترع الليديون^(٩) بأسيا الصغرى العملات المعدنية المسكوكة في القرن السابع قبل الميلاد، كان القدماء يستخدمون كرات أو قضبان محددة الوزن من الفضة للودائع الرمزية في معابدهم التي كانت بمثابة بنوك مركزية^(١٠). والمستثمر الحديث معتاد على الأسواق المالية التي تتضمن كل من الدين - أي القروض والسندات التي تغل فائدة محددة ورأس المال - والأسهم العادية أو شركة التضامن shared partnership التي تدفع جزءاً من أرباح المشروع. تعرف الأسهم العادية equity في العالم الحديث غالباً باسم الشركة المساهمة. ظهر هذا الترتيب - الشركة المساهمة - إلى الوجود في روما وفي فرنسا القرون الوسطى، لكنه لم ينتشر إلا بعد أن شاع في هولندا القرن السابع عشر. وفي الأزمنة القديمة كانت شركة التضامن، التي يقوم فيها طرف بتقديم رأس المال إلى مُشغّل المشروع في مقابل حصة من الأرباح، كانت تفي بالغرض نفسه^(١١).

منذ بداية التاريخ المدوّن وحتى وقت قريب جداً كان التمويل بالأسهم العادية من أي نوع نادراً ما يُستخدم، حيث كان الدين، وليس الأسهم العادية، هو الطريقة المفضلة للتمويل. والمشكلة في التمويل بالأسهم العادية يسهل فهمها، وهي ما يطلق عليه الاقتصاديون "عدم التناظر في المعلومات"، الذي يسهّل على الشخص الذي يدير العمل - شريك التشغيل - أن يخفي الأرباح (والخسائر) عن المستثمر، الذي يجد بدوره أن مراقبة العمل لضمان ألا يُنتقص من حصته المستحقة أمر مضيع للوقت ومكلف. وكما أوضحت فضائح المحاسبة بالشركات مؤخراً، فإن المشكلة ذاتها لا تزال تؤرق المستثمر الحديث أيضاً، وإن على نطاق أكبر.

أما التمويل بالدين، أي القرض البسيط الذي يسدّد بفائدة ويضمّن بمتلكات المقترض وشخصه، فهو أقل تعقيداً وأوضح وأسهل كثيراً على المستثمر في المراقبة.

(٩) الليديون هم أهل Lydia وهي منطقة تاريخية في غرب الأناضول، شهدت ممالك قوية، واشتهر شعبها بالتجارة، فكانوا أول من أسس متاجر التجزئة وأول من اخترع النقود المعدنية للترجم.

وهنا يتوقع المقرض والمقرض دفعات ثابتة في تواريخ ثابتة. ويحظى الإقراض بالرهن بجاذبية خاصة لأن المقرض يمكن أن يستولي على ممتلكات المقرض الثابتة كتعويض في حالة التخلف عن السداد.

في العالم القديم كانت التكلفة المتعلقة بالمعلومات وفرض القانون المصاحبة للتمويل بالأسهم العادية أعلى مما يمكن تحمله. ولهذا السبب كان الدين - القروض والسندات - أكثر انتشاراً بكثير من الأسهم العادية في تمويل النشاط التجاري فيما قبل القرن العشرين^(١٠). فضلت شريعة هامورابي طريقة التمويل بالدين لتوفير رأس المال، على الأقل من وجهة نظر المستثمر، لأنها كانت تسمح للمقرض بأن يعطي للمقرض أرضه وبيوته وعبيده ومحظيته وحتى أطفاله كضمان. لكن هذا الضمان القوي جداً كانت له عيوبه أيضاً. فإمكانية خسارة الأشياء الأثمن في حياة المرء يحبط المخاطرة، وهي شريان الحياة للاقتصاد الحيوي.

ظهور النقود

إن النقود الموثوقة ظاهرة حديثة، ويصعب أن نفهم كيف كان العالم يعيش دونها قبل أن يسكّ الليديون الكرات الأولى من الكهرمان (سبيكة من الذهب والفضة) في شكل عملات معدنية.

تخيل اقتصاداً بدائياً يجري فيه تبادل عشر سلع مختلفة فقط. دون عملة يجب على التجار أن يقايضوا هذه السلع في أزواج: ست بالات من القطن في مقابل بقرة، أو كيسين من الحبوب في مقابل حمولة عربية من الحطب وهكذا، بإجمالي خمسة وأربعين

(١٠) توجد تفسيرات أخرى لتفضيل الدين على الأسهم العادية فيما قبل العصر الحديث، منها أن التيقن من قصر العمر كان يجعل العائد البعيد للملكية الأسهم أقل جاذبية، ويجعل ملكية الأسهم تنطوي على مخاطرة أكبر.

زوجاً مختلفاً، لكل زوج سعره^(١١). والأسوأ من ذلك أن الشخص الذي يريد، على سبيل المثال، أن يشتري قطناً من شخص آخر، كان لا بد أن يمتلك شيئاً يريده الشخص الآخر. تسهّل النقود المسكوكة عملية التبادل. فبالعملة يكون هناك عشرة أسعار فقط، ولا يكون المشتري في حاجة لأن تتطابق رغباته مع رغبات شخص آخر. وبالمقدرات الكريهة للاقتصاد تصبح العملة الذهبية والفضية "وسيط التبادل". ولعله من المدهش أن البشر تدبروا أمرهم دون مال لفترة طويلة^(١٢).

يعد التأمين أسلوباً آخر لإدارة المخاطرة، وقد ابتكره اليونانيون في شكل "القرض برهن السفينة"^(١٣) الذي كان يستخدم لتمويل الرحلات التجارية البحرية. كانت هذه القروض تسقط إذا غرقت السفينة، ويمكن اعتبارها وثيقة تأمين كانت توضع مع القرض. ونتيجة لخاصية التأمين الضمنية تلك، كان رأس المال من هذا النوع غالباً دائماً. ففي زمن السلم كانت الفائدة ٢٢.٥٪، في مقابل ٣٠٪ في زمن الحرب. كان البناء الغريب لهذه القروض يفرضه ندرة المعلومات في العالم ما قبل الحديث. وفي حال عدم وجود هذه الخاصية التأمينية، كان على المقرض أن يطالب بأصول المقرض الأخرى في حال فقدان السفينة. وهذا بدوره كان يتطلب المهمة المستحيلة المتمثلة في تحديد القوة المالية لكل صاحب سفينة. وكان من الأسهل بكثير تضمين "ضريبة تأمين إضافية" موحدة كجزء أساسي من القرض برهن السفينة، وأن تُجرى معه.

تقابلنا العملة الأساسية لأسواق رأس المال - المعلومات - إذن في مرحلة مبكرة جداً من التاريخ الإنساني. فعندما تتوفر المعرفة حول القوة المالية للمقرض وأمانة الشريك وغلة المحاصيل وأسعار الفائدة السائدة والكثير من الأشياء الأخرى، يصبح المقرضون أكثر استعداداً للإقراض والمقرضون أكثر رغبة في الاقتراض. وبذلك ينشط

(١١) الصيغة الرياضية لعدد الأزواج الممكنة لعدد (ن) من السلع المختلفة هي $n(n-1)/2$.

(١٢) القرض برهن السفينة bottomy loan عقد برهن بموجبه صاحب المركب مركبه مقابل مال يقترضه للقيام برحلة للمترجم.

الاقتصاد في حال ثبات الأشياء الأخرى. لكن المعلومات في العالم ما قبل الحديث كانت إما غالية جداً وإما غير متوفرة بالمرة. وقد فرض ذلك طريقة التمويل بالدين بأسعار فائدة عالية، وهو ما أعاق النمو الاقتصادي بدوره.

أسواق رأس المال الرومانية

سمح استقرار روما الاجتماعي النسبي بانخفاض أسعار الفائدة بها إلى ٤٪ تقريباً في القرن الأول بعد الميلاد. لكن لم تكن كل الأمور الأخرى على ما يرام في روما. فلسوء الحظ كانت غنائم الحرب هي مصدر الدخل الرئيس للإمبراطورية. ويعد أن تراجعت الفتوحات في القرن الثاني، تعرضت روما لأزمة مالية دائمة تقريباً. عندئذ لجأ الرومان إلى الضرائب على المزارع وإلزام أطراف خاصة بجمباية الضرائب، ولعلها من المفارقات أن رجال الأعمال الرومان هم الذين أقاموا أول شركات مساهمة مسجلة لهذا الغرض وكانوا يتاجرون في أسهمهم في معبد كاستور.

ضغطت المعدلات الضريبية الاستغلالية على المزارعين الرومان بقسوة. وحالات فشل المحاصيل والكساد الاقتصادي، التي كان يمكن تجاوزها بسهولة في الأزمان السابقة، باتت تنتزع الأراضي من أيدي المزارعين. أخلت ذلك الريف من سكانه ودمر النشاط الزراعي، وهو المصدر الرئيس للدخل في كل المجتمعات ما قبل الحديثة. كان انهيار روما مسألة مالية بالدرجة الأولى. فأسعار الفائدة المنخفضة في حقبة السلام الروماني^(١٣) لم تكن كافية لموازنة التأثيرات غير الصحية للاقتصاد القائم على الغزو بدلاً من التجارة^(١٤).

(١٣) حقبة السلام الروماني Pax Romana هي الفترة الطويلة من السلام النسبي وتراجع التوسع عن طريق القوة العسكرية من عمر الإمبراطورية الرومانية في القرنين الأول والثاني الميلاديين، ليس فقط على اعتبار أن معظم تاريخ الإمبراطورية كان يقوم على الغزو والحروب، وإنما في الأساس نتيجة لخضوع معظم الأقاليم المتنازعة سابقاً للسيطرة الرومانية المترجم.

إيطاليا عصر النهضة

كانت اقتصادات القرون الوسطى المبكرة وأسواق رأس المال بها، التي كبلها التحريم الكليركي للربا، أكثر اختلالاً مما كانت عليه الحال في روما. توقف تدفق رأس المال تقريباً، لكن كانت هناك بعض البقع المضيئة. حدث التقدم المبكر الكبير في مجال الأسواق الموسمية، التي أصبحت سريعاً أعلى نقطة في التقييم التجاري السنوي. ومنح الحكام المحليون الحماية للتجار الأجانب الذين كانوا يحضرون هذه الأسواق، وهو امتياز ليس بالهين في عصر كان غياب القانون فيه مطلقاً تقريباً في الريف.

حلت الأسواق الموسمية أيضاً إحدى المشكلات الكبيرة في تجارة القرون الوسطى، وهي ندرة العملات المعدنية الذهبية والفضية، وذلك بتطوير طرق المقاصة. فكان كل تاجر يمسك دفترًا للمشتريات والمبيعات ثم يقدمه لمسؤول يبطل التبادلات المتوازنة. فمثلاً إذا اشترى تاجر سلعة بقيمة ألف وخمسمائة فلورين وباع سلعة بقيمة ألف وأربعمائة فلورين، فإن ديونه تسوى بدفع الفرق فقط، أي المائة فلورين¹¹.

يعتبر الائتمان بمثابة زيت التشحيم لعجلات التجارة. فحيثما يغيب لا تدور الماكينة، وحيثما يتوفر تسرع العجلات. خلقت آلية المقاصة بالأسواق الموسمية شكلاً من الائتمان حفز التجارة. وسوف يطور الأوروبيون المتأخرون آليات الائتمان الخاصة بهذه الأسواق الموسمية المبكرة إلى أدوات مالية أقوى كثيراً.

بدأت الكنيسة تدريجياً، مع استئناف النشاط التجاري عبر أوروبا، تسمح باستثناءات من تحريم دفع الفائدة. فإذا كان المال المقترض يمكن أن يستخدم بطريقة مربحة أو بأخرى، كان قانون الكنيسة يميز دفع فائدة على القرض. فمثلاً إذا اضطر المقرض لأن يبيع أرضاً لجمع مبلغ القرض، فإنه كان يستطيع أن يحمل المقرض فائدة، لأن الأرض المبيعة كانت ستدر على المقرض دخلاً بطريقة أو بأخرى. والقروض التي تفرضها

الدولة كان يمكن أن تدفع عليها فائدة هي الأخرى. ومع انتشار ممارسة القروض الحكومية، وجدت الكنيسة صعوبة كبيرة في الإبقاء على تحريم الربا. في القرن الخامس الميلادي، ومع اجتياح القبائل الجرمانية لطول شبه الجزيرة الإيطالية وعرضها، وجدت أعداد من اللاجئيين ملاذاً آمناً على مجموعة صغيرة من الجزر تختفي في البحيرات المنعزلة عند الحافة الشمالية الغربية للبحر الأدرياتيكي. وجاء غزو أتيليا الهوني^(١٤) لقلعة أكويليا Aquileia الرومانية القديمة القريبة، على رأس الأدرياتيكي في عام ٤٥٢ ليحوّل تدفق اللاجئيين إلى هذه الجزر إلى سيل. وفي الفوضى التي حلت بالقرن الذي تلا سقوط روما، تأرجحت السيطرة على هذه المنطقة بين القوطيين^(١٥) والإمبراطورية الرومانية الشرقية التي كانت تدار من القسطنطينية.

أصبحت مجتمعات البحيرة التي تُركت لتحمي نفسها في الدوامة التي كانت تحيط بها مستقلة إلى حد بعيد. في البداية كانت أكبر المستوطنات تقع في غرادو Grado، إلى الجنوب مباشرة من أكويليا، التي أسس فيها اللاجئون اتحاداً هشاً من الجماعات. وتدرجياً انتقلت القيادة إلى الجنوب الغربي إلى جزر رياتو Rialto، التي أقيمت عليها مدينة البندقية. والبندقية، التي كانت في البداية تخضع لسيادة القسطنطينية، ثارت عليها في عام ٧٢٦م بعد أن أمر الإمبراطور البيزنطي ليو الثالث بتحطيم كل الأيقونات والصور الدينية. اختارت المدينة الصغيرة لقيادتها أورسو Orso الذي تُوجّج دوكساً dux، وفيما بعد تحول هذا اللقب إلى دوج doge، وهو الأول في سلسلة متصلة من ١١٧ حاكماً لهذه الدولة- المدينة، التي ستصبح المصدر الأغزر للإبداع المالي لأوروبا، وفي بعض الأوقات ستصبح معقلها الأقوى للمقاومة الأيديولوجية ضد الكنيسة^(١٦).

(١٤) الهوني أحد الهون، وهم شعب مغولي رحال سيطر على جزء كبير من أوروبا الوسطى والشرقية بقيادة أتيليا في حوالي عام ٤٥٠ بعد الميلاد للمترجم.

(١٥) القوطيون شعب جرمانى اجتاح الإمبراطورية الرومانية في القرون الأولى للميلاد للمترجم.

كانت القروض الحكومية لدعم الحروب المتواصلة التي ميزت تاريخ البندقية العاصف خاصة مهمة لأسواق رأس المال فيها. وبحلول القرن الثالث عشر كانت الجمهورية تجمع مبالغ ضخمة بطلب قروض من مواطنيها الأغنياء. كانت هذه القروض تسمى القروض ذات الفائدة الدائمة (بريستيتي *prestiti*)، ولم يكن لها ميعاد للسداد، وكانت تعطي لأصحابها أقساط فائدة دائمة. كان أصحاب هذه القروض يستطيعون بيعها بعد ذلك (عادة بسعر أقل بكثير مما دفعوا أصلاً لخزانة البندقية) في الأسواق المالية المحلية والأجنبية. تغطي سجلات هذه المبيعات ثلاثة قرون، وتقدم للمؤرخين الاقتصاديين صورة متواصلة تقريباً لأسعار الفائدة في أحد أهم أسواق رأس المال بأوروبا.

تطورت البندقية سريعاً إلى قوة عسكرية وعملاق تجاري بحري، سيطر على شرق البحر الأبيض المتوسط لخمسة مائة سنة. وبمرور الوقت تبعتها مدن إيطالية أخرى، مثل فلورنسا وميلانو وبيزا وجنوى. يشترك كل هؤلاء في تركة النظام الروماني المعيب للقانون التجاري الذي أعاق المشروع التجاري الضخم. كان القانون الروماني يوجب أن يكون كل الشركاء في الشركة مسؤولين شخصياً عن ديونها. ونظراً لأن التخلف عن السداد كان يؤدي إلى مصادرة كل ممتلكات الفرد، وفي حالات متطرفة استرقاق الشريك وعائلته، كانت الشركات تحصر عضويتها عادة في المجموعات الأسرية، حيث تقدم روابط القرى شيئاً من الثقة.

لكن حتى عندما كانت التجارة محصورة داخل أفراد الأسرة الموثوقين، كانت عقوبات الفشل المتطرفة تحبط المخاطرة الحذرة، وهي أساس التجارة والتقدم الاقتصادي. ليس من قبيل المصادفة، إذن، أن تنشأ أول المشروعات التجارية الكبيرة في شكل بنوك تجارية تحت إدارة أسرية، على غرار أسرة ميدتشي بفلورنسا. فقد كان البناء الأسري يقلل احتمال الخراب للجميع بسبب تفاحة واحدة فاسدة، وكانت الأعمال البنكية تحظى بتوفر رأس المال السهل من المودعين.

الحوالة

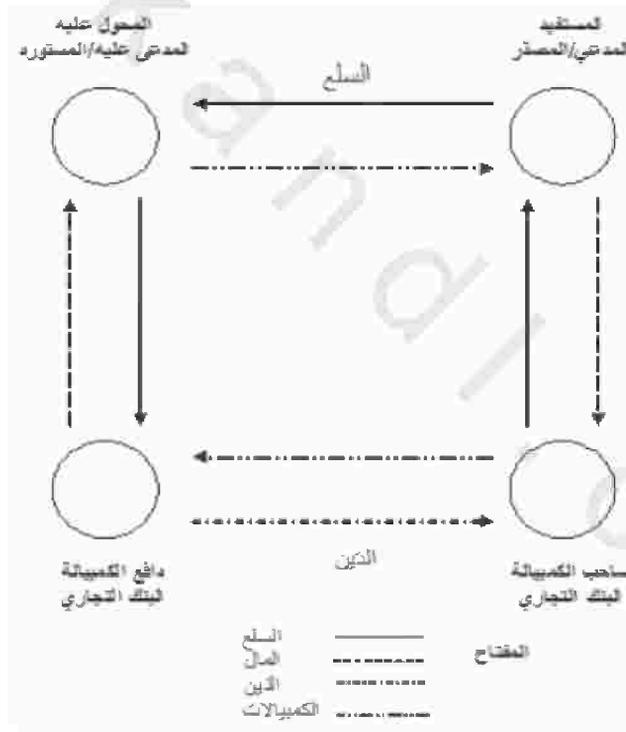
أصبحت الحوالات شريان الحياة للتجارة الأوروبية في أوائل القرن السادس عشر. كانت ببساطة كمبيالات يعطيها المدين في مكان لمقرض في مكان آخر، عادة دولة أجنبية. ومع أن أصل الحوالة قُدم مع الزمن، فقد كانت الحوالات، مع بداية التاريخ المدون، شائعة الاستخدام في الهلال الخصيب. فكان التجار البابليون، الذين كانوا يستخدمون الفضة والشعير كعملة، يحصلون على كمبيالات بعملة الإمبراطورية الآشورية - الرصاص - قبل المغادرة للعمل هناك^(١٣١).

استخدم اليونانيون أيضاً الكمبيالات على نطاق واسع، لكن البنوك الإيطالية الكبيرة فيما قبل عصر النهضة هي التي أخذتها إلى أبعد مدى. ولكي تفهم كيف كانت الكمبيالة تعمل، دعونا نبدأ بتاجر حرير فلورنسي يريد أن يدفع ثمن شحنة من الحرير تكلف خمسمائة دوكاتية وصلت للتو إلى أحواض أحد مستوردي الحرير في البندقية. فالتاجر الفلورنسي لأنه لا يملك الخمسمائة دوكاتية في يديه، لا بد أن يقترض المال، ولذلك يكتب كمبيالة للمستورد الذي يعيش في البندقية.

لكن لماذا يقبل رجل من البندقية كمبيالة من فلورنسي غير معروف؟ في حوالي عام ١٥٠٠ أدخل التجار في أنتويرب تجديداً مهراً على المفهوم، حيث جعلوا هذه الكمبيالات صالحة للتحويل. بمعنى أنها كانت قابلة للتحويل إلى شخص آخر غير المقرض الأصلي^(١٣٢). وجد هذا التقدم أرضاً خصبة في إيطاليا. والآن أصبحت الكمبيالة القابلة للتحويل التي كتبها الفلورنسي تعمل كتقد في يد تاجر الحرير بالبندقية.

كان بمقدور المستورد في البندقية، وهو تاجر جملة، أن يأخذ هذه الكمبيالة إلى بنك محلي ويستبدلها بنقد. وهو بالطبع لم يكن يحصل على الخمسمائة دوكاتية كاملة، حيث كان البنك يخضم قليلاً منها. ومقدار هذا الخضم كان يتوقف على ثلاثة أشياء: موثوقية تاجر الحرير الفلورنسي، وتاريخ استحقاق الكمبيالة، ومكان الصفقة. فكلما كان تاريخ استحقاق الكمبيالة أقرب، كان موقف الدائن أقوى، وكلما كان مكان الصفقة أقرب إلى البنك، زادت قيمة الكمبيالة.

عندما كان البنك الموجود في البندقية يسوي الصفقة مع المستورد، كان يقال عن البنك إنه "خصم" الكمبيالة. ومثالنا هنا بسيط نسبياً. ففي حالات كثيرة كانت الحوالة تتم بعملتين مختلفتين على فترة تصل إلى عدة أشهر. في هذه الحالة كانت الكمبيالة تتضمن سعر الصرف بين العملتين، وكذلك مكون سعر الفائدة الذي كان يأخذ في الحسبان المدة بين الإصدار والدفع النهائي^(١٥). في القرن السابع عشر كان أحد أشد طرق العالم التجارية ازدهاماً يمتد بين أمستردام ولندن. يوضح الشكل رقم (٤.٣) كيف أن تدفق الكمبيالات كان يرتبط بتدفق السلع والدين والنقد بين المدينتين.



الشكل رقم (٤،٣).

المصدر: From Larry Neal, The Rise of Financial Capitalism, 6, with permission from

.Professor Neal and Cambridge University Press

صعود التمويل الهولندي

في أواخر القرن الخامس عشر انتقلت تدفقات رأس المال تدريجياً إلى الشمال، أولاً إلى مدن هانزا، وهي المنطقة المحيطة ببرمين وهامبورغ بألمانيا. وهناك صنعت أسرة فوغر Fugger ثروات ضخمة من التعدين، ثم ثروات أكبر من إقراض المال. فقد مولوا حروباً لا تحصى وحملات فيما وراء البحار، من أبرزها طواف ماجلان البحري حول الكرة الأرضية. قليلون فقط من الحكام لم يستدينوا من أسرة فوغر. وقد كان الفاتيكان واحداً من أكثر دول أوروبا في العدوان العسكري. وطبيعي أن آل فوغر كانوا أكبر دائنيه. وعند تلك النقطة لم يعد بمقدور الكنيسة أن تقي على تحريمها للربا، لذلك ألغى مجمع لاتيران الخامس في عام ١٥١٧م معظم القيود على الإقراض بفائدة.

في القرنين الخامس عشر والسادس عشر انتقل المركز المالي لشمال أوروبا تدريجياً من الولايات الهانزية إلى أنتويرب. وعندما نهبت القوات الأسبانية أنتويرب في عام ١٥٧٦م، أخذت أمستردام، مركز الاتحاد الهولندي الجديد، الدور المالي القيادي. كان المستهلك الأكثر شراهة لرأس المال الهولندي هو جيش هولندا، الذي قضى معظم القرنين السادس عشر والسابع عشر يخوض حرباً شرسة من أجل الاستقلال عن أسبانيا. كانت العبقرية الخاصة التي حظي بها التمويل الهولندي تجعل الجميع ينخرطون فيه. فكان بإمكان الشخص الذي كانت تتوفر معه بضعة غلدرات أن يشتري سندات حكومية، تماماً مثل الشخص الذي يستطيع اليوم أن يضع مدخراته في سوق المال أو البورصة. كانت المقاطعات والمدن الهولندية تصدر ثلاثة أنواع من السندات المالية. أولها الكمبيالات قصيرة الأمد Obligation وكانت عبارة عن "سندات لحاملها" يمكن لأصحابها أن يبيعوها نقداً بسهولة لبنك أو سمسار في أي وقت. وكانت السناهيات^(١٦) الدائمة Losrenten، وهي

(١٦) السناهية annuity مرتب أو دخل سنوي يتلقاه المرء مدى الحياة عادة للمترجم.

النوع الثاني، تشبه القروض ذات الفائدة الدائمة في البنديقية (بريستيتي)، وعلى خلاف السندات لحاملها، كان حامل هذه السندات يُسجّل اسمه في سجل عام ويحصل على فائدة منتظمة. وكانت قابلة للبيع في السوق الثانوي، وعند موت حاملها تنتقل إلى ورثته. وأخيراً كان النوع الثالث من السندات يسمى السناهيات غير الدائمة *lijfrenten* وهي تشبه السناهيات الدائمة، ما عدا أن الدفع كان يتوقف بموت حاملها.

لم يكن الهولنديون يستخفون بكلمة "دائمة". من ذلك مثلاً أن امرأة تدعى إلسكين جوريسدوختر *Elsken Jorisdochter* استثمرت في عام ١٦٢٤م ألفاً ومئتي فلورين في سند يدفع قسطاً قدره ٦.٢٥٪، كان قد أُصدر لتمويل ترميم السور. سلمتها المرأة إلى أحفادها معفاة من كل الضرائب (مثل سند البلدية الحديث). وبعد حوالي قرن، ومع انخفاض أسعار الفائدة، خفضت الحكومة الهولندية السعر إلى ٢.٥٪. وفي عام ١٩٣٨ وصل السند إلى سوق نيويورك للأوراق المالية، وفي عام ١٩٥٧ قدمته البورصة لدفع الفائدة في أوترخت^{١٦٦}.

كانت السناهيات غير الدائمة *Lijfrenten* تتطلب عائداً أعلى - في البداية ١٦.٦٧٪ - لأن دفع فائدتها كان يتوقف بموت الحامل. يكشف الفرق بين سعر ١٦.٦٧٪ للسناهيات غير الدائمة والسعر ٨.٣٣٪ للسناهيات الدائمة الكثير حول متوسطات الأعمار المتوقعة في أوروبا في ذلك الوقت. والأسواق المالية الهولندية، رغم تقدمها، لم تكن متطورة بما يكفي لتغيير فائدة السناهيية غير الدائمة وفقاً لعمر المشتري! وبحلول عام ١٦٠٩م تراجعت هذه الأسعار إلى ١٢.٥٪ و ٦.٢٥٪ على التوالي. وجاء توقف الأعمال العدائية مع أسبانيا في عام ١٦٤٧م، والاعتراف الأسباني بالاستقلال الهولندي في السنة التالية يُحدث تأثيراً مفيداً على أسعار الفائدة. فقد أصبح بقاء الجمهورية مضموناً، وكذلك تراجع طلبها على رأس المال كثيراً. وبحلول عام ١٦٥٥م صار بمقدور الحكومة أن تقترض بـ ٤٪، وهو سعر

فائدة لم تشهده أوروبا منذ أوج الإمبراطورية الرومانية. حدث التقدم الكبير الأخير في التمويل الهولندي في عام ١٦٧١م، عندما شرع يوهان دي ويت Johan de Witt، الذي كان الحاكم الأول لهولندا وعالم رياضيات ممتاز، في تطبيق نظريات باسكال الجديدة في الاحتمال على التمويل. توصل دي ويت إلى صيغة استخدمت عمر المشتري لتحديد الفائدة التي تدفع للسناهيّة غير الدائمة^(١٧). ووصول دي ويت إلى السلطة يكشف في ذاته أن الهولنديين كانوا يقدرّون أهمية أن يصعد أفضلهم وأنهبهم إلى أعلى منصب حكومي^(١٧).

حفزت أسعار الفائدة المنخفضة التجارة الهولندية التي كانت نشطة فعلاً، ومعها أوروبا الشمالية كلها. تبين الروايات المعاصرة أنه كان بمقدور المواطنين الهولنديين ذوي السمعة الحسنة أن يقترضوا بأسعار منخفضة كذلك المتاحة لحكومات المدن والحكومات البلدية. وقد استفادت التقنيات الطليعية في ذلك الوقت - مشروعات الصرف والاستصلاح وتشديد القنوات واستخراج الحث^(١٨) وبناء السفن - بدرجة كبيرة من رأس المال الرخيص، وبالمثل المواطنون العاديون الذين أرادوا أن يشتروا بيوتاً وأراضي ومزارع. والأهم من ذلك أن توفر الائتمان بأسعار منخفضة كان يعني أن التجار باستطاعتهم أن يحتفظوا بمخزون كبير من السلع. وأخذت أمستردام والمدن التجارية الهولندية الأخرى تشتهر بأنها المكان الأول في أوروبا الذي يمكن أن تحصل فيه على أي شيء وفي أي وقت.

إن الكفاءة التي تعامل بها الهولنديون مع المعاملات النقدية جعلت من أمستردام مركز أوروبا المالي. وبحلول عام ١٦١٣م كانت برايس كورانت Prijis Courant - نسخة

(١٧) لسوء الحظ لم ينتهي صعود دي ويت للسلطة نهاية سعيدة. فقد عوقب الرجل بقسوة على فشله المدرك في أثناء غزو فرنسا لهولندا في عام ١٦٧٢م، حيث ضرب بالنار وشنق ومزق الغوغاء الغاضبون جثته. انظر Poitras, 190.

(١٨) الحث نسيج نباتي نصف متفحم يتكون بتحلل النباتات تحللاً جزئياً في الماء، كان يتخذ كوقود للمترجم.

القرن السابع عشر من مجلة وول ستريت - تشر أسعار الصرف مرتين في الأسبوع. وبحلول عام ١٧٠٠م كانت تتوفر بانتظام أسعار عشر عملات، وخمس عشرة عملة أخرى بطريقة أقل انتظاماً. على سبيل المثال، عندما مولت إنجلترا مشاركة الولايات الألمانية في حرب السنين السبع في منتصف القرن الثامن عشر، صُقِّت كمبيالاتها من خلال أمستردام. وعبر بحر الشمال، بدأ الإنجليزي جون كاستينغ John Castaing في ١٦٩٧م ينشر مجلة "مسار التبادل" the Course of Exchange التي كانت تورد، مرتين في الأسبوع أيضاً، أسعار اثنين وخمسين سهماً مختلفاً والسناهيات والسندات الحكومية، إضافة إلى أسعار النقد الأجنبي^(١٨).

وفرت مجلة "برايس كورانت" ومجلة كاستينغ أكثر زيوت التشحيم المالي تأثيراً، وهي المعلومات. فبدون هذا المقوم الحيوي، لن يقدم المستثمرون رأس المال، وتوقف الرأسمالية برمتها. لم يشهد العالم من قبل هذا التركيز للخدمات المالية الذي حدث في أمستردام. فعلى بعد بضع مبان فقط من مجلس المدينة كان يقف بنك ويزل Wisselbank وبورصة الأوراق المالية بيرز Beurs وبورصة السلع كورنبريز Korenbeurs، وكذلك مكاتب أكبر شركات التأمين والسمسة والتجارة. وفي العالم بطيء الحركة الذي كان قائماً قبل عصر التلغراف، كان القرب المكاني للمؤسسات المالية الهولندية الرئيسة من بعضها البعض يعطيها ميزة فائقة على منافسيها الخارجيين^(١٩). وحتى في العصر الحديث يصبح هذا التجمع الجغرافي مكتفياً ذاتياً عند نقطة معينة، حيث ينجذب المتخصصون في مجال معين أكثر فأكثر إلى نفس المكان. سيمر وقت طويل قبل أن تفقد هوليوود ووادي

(١٩) في كل من لندن وأمستردام كانت المقاهي، التي كانت تقع بالقرب من أرصفة الموانئ، بمثابة أسواق غير رسمية للأوراق المالية، حيث كان السماسرة المترددون عليها يتصرفون بناءً على المعلومات فور وصولها إلى أحواض السفن. توجد رؤية شبه فصصية ممتعة للتفاعل بين المقاهي وأسواق رأس المال المبكرة في David Liss's delightful *The Coffee Trader* (New York: Random House, 2003).

السييلكون ومانهاتن سيطرتها على السينما والإلكترونيات والأحداث المالية، على التوالي، وثلاثتها من نفس نوع التجمع الجغرافي الذي دشنته هولندا. ليس من قبيل المصادفة، إذن، أن تظهر إلى الوجود إبداعات مالية كثيرة في هولندا القرنين السابع عشر والثامن عشر، منها التأمين البحري، ومرتبات التقاعد والسناهيات، والعقود المستقبلية^(٢٠) وعقود الخيارات^(٢١)، وقوائم التسعير العالمية وصناديق الاستثمار. وكان التقدم الأهم هو مولد التمويل الاستثماري الحديث. فلأول مرة في التاريخ أمكن توزيع مخاطر القروض بين آلاف المستثمرين، وأصبح بمقدورهم أن يقللوا مخاطر استثمارهم بتوزيع حصصهم بين السندات الكثيرة المختلفة التي كان يبيعها الممولون الاستثماريون. وقد أدى انخفاض مخاطر الاستثمار إلى تعزيز الرغبة في الاستثمار، وهو ما أدى بدوره إلى خفض أسعار الفائدة أكثر فأكثر.

كانت الشهية الهولندية للاستثمار في الخارج شرهة. يقدر المؤرخ الاقتصادي جان دي فريز Jan de Fries أن الاستثمار الأجنبي الهولندي في عام ١٨٠٠م بلغ ١.٥ مليار غلدر تقريباً، أي ضعف الناتج المحلي الإجمالي السنوي لهولندا. وبالمقارنة مع ذلك نجد أن الاستثمار الأمريكي في الخارج لا يتجاوز اليوم نصف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي. يتدفق رأس المال، في كل العصور، من الدول ذات الاقتصادات الناضجة والثروة الفائضة إلى الدول التي تحتاج إليه للتنمية. ومع تحول إنجلترا من الركود السياسي والاقتصادي إلى قوة عالمية في القرن السابع عشر، تدفق النهر الرئيس لرأس

(٢٠) العقود المستقبلية futures أحد أدوات المشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود يتم خلالها تسليم وتسليم أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر في وقت إنشاء العقد المترجم.

(٢١) عقود الخيارات options أحد أدوات المشتقات المالية، وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق، وليس الالتزام، للمشتري (المكتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية التي تنتهي في ذلك التاريخ المترجم.

المال من أمستردام إلى لندن، وفي القرن التاسع عشر قدم الاقتصاد الإنجليزي المتقدم جداً رأس المال للولايات المتحدة النامية. والولايات المتحدة بدورها أصبحت مصدر رأس المال الرئيس للدول النامية في القرن العشرين. هكذا تدور الأيام.

تراجع التمويل الهولندي

فقدت تجربة التمويل الهولندي زخمها بعد عام ١٧٧٠م. وأسباب تراجع الهيمنة المالية الهولندية بعد ذلك التاريخ معقدة، لكن يبرز من بينها اثنان. أولاً لم توظف أمستردام أنواع البنوك المركزية والهيئات التنظيمية القوية المسؤولة عن حماية جمهور المستثمرين، وهي الهيئات التي ستتطور لاحقاً في بريطانيا والولايات المتحدة. ثانياً والأهم أن الهولنديين وجدوا أنفسهم يتراجعون أمام العملاق المالي والعسكري الذي كان يصعد ببطء على الجانب المقابل من بحر الشمال - إنجلترا - وهو نفسه العملاق الذي ساعدوا في خلقه بأموالهم^(١٩).

سار الهولنديون، لسوء الحظ، في طليعة اتجاه آخر في التمويل الحديث: اجتثاث البنوك الاستثمارية للمستثمرين الصغار. كانت سندات الحرب في أواخر القرن الثامن عشر للدول الأجنبية، التي كان الكثير منها يتخلف عن السداد بغض النظر عن الجانب الذي ربح الحرب، كانت تُسعر بحيث تعطي عائداً أكثر قليلاً من سعر ٤٪ الآمن للعائدات المحلية، وهو ما كان مربحاً لضامني السندات وقائلاً للمستثمرين الصغار السذج بسبب مخاطر التخلف عن السداد التي كانت مرتفعة. وعلى ذلك فإن بيع أسهم الإنترنت، التي بالغ الإعلام في ترويجها، لجمهور ساذج من جانب ممولين استثماريين محتالين، في أواخر تسعينيات القرن العشرين، لم يكن ليفاجئ المستثمر الهولندي المتوسط في عام ١٨٠٠م.

الذين في إنجلترا وأمريكا

نصّب القرن السابع عشر هولندا في موقع عملاق العالم في التجارة والتمويل، لكنه كان أقل رفقاً بإنجلترا. فعلى مدار نصفه الأول كان البرلمان والمحاكم يتناوشان مع ملوك أسرة ستيوارت، وتحديدًا جيمس الأول وتشارلز الأول. بلغ هذا النزاع ذروته بهزيمة القوات البرلمانية للجيش الملكي في ناسبي Naseby في عام ١٦٤٥م وقطع رأس تشارلز في عام ١٦٤٩م. دمر ذلك اقتصاد إنجلترا.

وحتى قبل أن يندلع النزاع، كانت مالية الدولة البريطانية متصدعة. قد لا يصدق القارئ الحديث أن التاج الإنجليزي، كشأن كل الملوك الأوروبيين، لم يكن يمتلك مصدرًا موثوقًا للتمويل. وكما رأينا في الفصل السابق، فإن مصدر الدخل الرئيس للملوك كان يتمثل في بيع الاحتكارات، إضافة إلى بيع أو تأجير أراضي الدولة والتعريفات على الواردات والصادرات، وهي كلها أعمال كانت تخنق المشروعات والتجارة^{١٢٠}. كان الملوك الإنجليزي، كغيرهم من الأسر المالكة في كل مكان، يقترضون للإتفاق على مغامراتهم العسكرية المكلفة. وكانوا كثيرًا ما يعجزون عن سداد كثير من القروض، ونظرًا لصعوبة مطالبة ملك حالي بالسداد، ظلت أسعار الفائدة عالية. وبعد إعادة أسرة ستيوارت في عام ١٦٦٠، نما دين إنجلترا إلى درجة أنها لم تعد قادرة على خدمته. أدى ذلك إلى أشهر حالة عجز عن السداد في كل التاريخ الإنجليزي، التي عرفت باسم "توقف الخزينة العامة"، في عام ١٦٧٢، التي أفلس فيها تشارلز الثاني أغلب البنوك التي كانت تمده بالائتمان^{١٢١}.

وضعت الثورة المجيدة في عام ١٦٨٨م حداً لقرن تقريباً من الحرب الأهلية، و"دعا" الإنجليزي الحاكم (كان اسم "الحاكم" stadholder عُرفاً يميّز الهولنديين، ويعني حاكم هولندا المعين، وأحياناً الوراثي) وليم الثالث لتولي العرش البريطاني باسم وليام

أورانج. لم يأت وليام إلى إنجلترا وحده. فإحساسها بأن أيام أمستردام بوصفها عاصمة العالم المالية قد ولّت، تبعت نجبة هولندا المالية، ومنها أسرتا بارنغز Barings وهوب Hope، تبعت وليام عبر بحر الشمال. كما أن يهود أمستردام البرتغاليين، الذين دفعتهم محاكم التفتيش من أسبانيا إلى البرتغال ثم هولندا، تدفقوا على لندن بشكل جماعي. وربما كان أبراهام ريكاردو Abraham Ricardo، والد عالم الاقتصاد ديفيد ريكاردو David Ricardo، أشهر المهاجرين اليهود البرتغاليين.

جاءت مع هؤلاء أفكارهم الهولندية. ونسخ الإنجليز "المالية الهولندية" بحماس، وفي غضون بضعة عقود بعد الحرب الأهلية المدمرة في القرن السابع عشر، غطت أسواقهم المالية على سابقاتها الهولندية. وكان طبيعياً أن تحدث احتكاكات بين الخبراء الماليين الإنجليز القدامى والقادمين الجدد. ومن أدلة ذلك تذر المؤلف الإنجليزي دانيال ديفو Daniel Defoe بلغة الشعر قائلاً:

إننا نلوم على الملك أنه يعتمد أكثر من اللازم
على الغرباء: الألمان والهوغونوت^(٢٢) والهولنديين
فنادراً ما يعتمد الرجل في شؤون دولته
على أعضاء المجلس الإنجليز^(٢٣).

وبعد الثورة المجيدة تحسن الموقف المالي سريعاً في إنجلترا. أولاً استبدل الاعتماد الملكي السابق على القروض قصيرة الأجل بالدين الحكومي طويل المدى على الطريقة الهولندية، الذي كان يعتمد في سداه ودفع فوائده على الضرائب. وبعد ذلك بدأت الخزانة الإنجليزية في التعاون مع جماعة الممولين، حيث جرت أنواعاً مختلفة من الدين لتعرف النوع الذي يفضلها جمهور المستثمرين (أي الذي يجذب أدنى أسعار الفائدة).

(٢٢) الهوغونوت Huguenot هم البروتستانت الفرنسيين، هربوا إلى إنجلترا من ويلات الحروب الدينية في بلادهم [للمترجم].

استعادت السيادة البرلمانية قوتها، وشكّل رجال الأعمال الناجحون مجلس العموم، وهو برلمان يمكن لأعضائه أن يطعنوا في التخلف الحكومي عن السداد. وأخيراً، في عام ١٧٤٩م، أدمج وزير المالية هنري بيلهام William Pelham مجموعة القروض الحكومية المربكة في سلسلة واحدة من السندات، هي "سندات الدين" الشهيرة. وهذه القروض، كشأن قروض الفائدة الدائمة في البنديقية (بريستيتي) وقروض السناهيات الدائمة الهولندية، لم يكن لها وقت محدد للسداد وكانت تقدم فائدة دائمة. ولا تزال سندات الدين تعمل في لندن إلى يومنا هذا^(٢٣).

ورغم أن الاقتراض الحكومي قد يبدو لأول وهلة أنه لا يرتبط بالإقراض التجاري، فإن السوق الصحي للدين الحكومي يعتبر في حقيقة الأمر أساسياً لتمويل الأعمال التجارية. ويرجع ذلك إلى سببين:

- نظراً لأن موثوقية الحكومة معروفة على نطاق واسع وحجم التعاملات في دينها عالية جداً، فإن هذا الدين هو الأسهل في تسعيره وبيعه. وحيث إن آليات تسعير وبيع رأس المال التجاري هي نفسها آليات السندات والكمبيالات الحكومية، فإن السوق الناجح للدين الحكومي لا بد من أن يوجد قبل أن يتمكن سوق الدين التجاري من أن يعمل بسلاسة. وفي الاقتصاد النامي ما قبل الحديث كان الدين الحكومي يعمل بمثابة "عجلات التدريب"^(٢٣) لتوفير رأس المال لرجال الأعمال.

- يقدم الدين الحكومي مؤشراً أساسياً للاستثمار "المضمون". فالسندات والكمبيالات الحكومية التي تعمل بنشاط توفر لرجال الأعمال مقياساً دائماً لمعدل العائد الذي

(٢٣) عجلات التدريب أو عجلات التوازن هي تلك العجلات الصغيرة التي تُركب في دراجة الأطفال الصغار بجانب العجلة الخلفية لمنع وقوعهم من عليها، إلى أن يتعلموا حفظ التوازن على الدراجة من دونها للمترجم.

تطلبه المشروعات الآتية. يشكل ذلك "خط أساس"، يمكن أن تضاف إليه "علاوة المخاطرة"، وهي مقدار الفائدة الإضافية المطلوبة بسبب مخاطر القرض. على سبيل المثال، في وقت دمج الديون أيام بيلهام، كانت سندات الدين تعطي عائدا قدره ٣٪. وقد كان ذلك يشكل أدنى سعر ممكن متاح لأكثر المقترضين موثوقية، وهو التاج الإنجليزي فيما بعد عام ١٦٨٨م. وهكذا كان المشروع التجاري متوسط المخاطرة يمكن أن يتطلب سعر ٦٪، وسعر مضاربة يزيد عن ١٠٪. ووجود السعر المضمون الواضح (أي السعر على السندات الحكومية) يسهل تسعير القروض لرجال الأعمال.

تأكدت أهمية تأسيس سوق صحي للدين الحكومي أولاً وكشرط للدين غير الحكومي بوضوح - أي تأكدت بوضوح - في الولايات المتحدة في أثناء الحرب الأهلية. ففي عام ١٨٦٢م، وحين فشل سالمون تشيس Salmon P. Chase وزير مالية لينكولن في طرح إصدار حرب بقيمة ٥٠٠ مليون دولار، طلب المساعدة من الخبير المالي جاي كوك Jay Cooke. استخدم الممول الاستثماري الفيلاذيلفي الشهير - كوك - التلغراف لينشر جيشا من ألفين وخمسمائة وكيل لبيع تلك السندات مباشرة إلى الجمهور. وطرح كوك إصدارا أكبر في عام ١٨٦٥م، وبداية من عام ١٨٧٠م استخدم الأساليب نفسها لجمع رأس المال لسكة حديد بنسلفانيا. قسمت طريقته في العمل المهمة بين مجموعتين. ضمت الأولى ضامني السندات، الذين اشترى دين الشركة بتخفيض، مع تحمل مخاطرة أن يتبقى معهم مقدار كبير من السندات غير القابلة للتسويق في حال فشل المبيعات. وضمت المجموعة الثانية العدد الكبير من الموزعين الذين باعوا الإصدار مباشرة للجمهور. وبهذه الطريقة تمت تلبية الاحتياجات المالية الضخمة للأمة الوليدة^{١٢٤}.

نشأة الشركة المساهمة

من بين كل الأدوات المالية التي صُدِّرت عبر بحر الشمال إلى لندن في القرن السابع عشر، كان للشركة المساهمة الأثر الأبقى على النمو الاقتصادي اللاحق. إن التأثير الواسع للشركات العملاقة متعددة الجنسيات من أهم ما يميز حياتنا الحديثة. بل إن مما يميز الحياة في العالم المتقدم عنها في العالم النامي مقدار التفاعل اليومي بين المواطنين العاديين مع الشركات العملاقة. وبعيداً عن العواطف السياسية القوية التي تستدعيها الشركات الضخمة متعددة الجنسيات، فلا جدال في أن الاقتصادات التي تهيمن عليها هذه الشركات أكثر استقراراً ورخاءً من غيرها. (سنعالج في موضع لاحق مسألة ما إذا كان الناس أكثر سعادة في دولة الشركات الحديثة).

لماذا تخترق هذه المنظمات الضخمة التجارة الحديثة؟ تتعلق الأسباب بتوزيع وتنوع المخاطرة التي نوقشت في موضع سابق من هذا الفصل. فتقسيم مخاطرة الأعمال التجارية على آلاف الأجزاء الصغيرة يزيد استعداد المستثمرين لتحمل تلك المخاطرة، وخفض الرهان الفردي يوسع طيف المستثمرين الممكنين. كما أن القدرة على شراء أسهم في مشروعات كثيرة مختلفة يقلل مستوى المخاطرة أكثر للمستثمرين الفرديين، بما يجعلهم أكثر استعداداً لتوفير رأس المال.

علاوة على أن الشركة العامة الحديثة هي شركة ذات مسؤولية محدودة، بمعنى أن حامل الأسهم لا يكون مسؤولاً شخصياً عن التزامات الشركة. فكل ما يطاله هو خسارة استثماره، ولا يمكن لدائني الشركة أن يلاحقوا ممتلكاته الشخصية. إن العالم الذي تغيب عنه المسؤولية المحدودة، الذي يكون فيه كل الشركاء وحملة الأسهم العاديين في الشركة مسؤولين بالكامل عن تصرفات بعضهم البعض، والذي يمكن أن يؤدي فشل الشركة فيه إلى السجن أو حتى العبودية، لا مكان فيه للشركات غير

الشخصية الكبيرة. وفي هذه الحالة يكون البناء الفعال الوحيد للأعمال التجارية حتى من الحجم البسيط هو ثقة المجموعات الأسرية.

لكن الأسرة، بعيداً عن منظور الثقة، ليست مؤهلة للتطوير طويل المدى للأعمال التجارية الكبيرة، لأن النجاح في التجارة يتطلب الذكاء والقيادة والرؤية، والمديرون التنفيذيون الذين يمتلكون السمات الثلاثة مجتمعة يصعب العثور عليهم في عامة الناس، وعليه فإن ضمان التوفر الدائم لهذه الموهبة على مدى الأجيال من داخل الأسرة الواحدة يعد أمراً مستحيلاً بالفعل.

إن القدرة على إدارة المشروع الكبير تعتبر مهارة ثمينة، بينما تطلب ظهور المصنع في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر سلعة أكثر ندرة: القدرة على وضع قوة عاملة بمئات أو آلاف الموظفين، كل منهم يؤدي مهمة عالية التخصص، في نظام يعمل بكفاءة. قبل مجيء المصنع كانت هذه القدرة تتوفر فقط في أفضل الضباط العسكريين الكبار^(٢٥). ومن غير الممكن بالطبع تذليل التحدي المتمثل في توفير أعداد كبيرة من هؤلاء الأفراد الموهوبين المطلوبين في المستويات الوسطى لشركة عملاقة من داخل أسرة واحدة، والسبب هو أن النجاح المالي يؤدي حتماً إلى تآكل الطموح والادخار في الأجيال المتعاقبة من أفراد الأسرة، أو كما يقول المثل "من الفقر بدأنا وإلى الفقر نعود".

إن المسؤولية المحدودة مطلب لا جدال فيه للمشاركة العامة الصحية في ملكية الشركات، ودونها لن يقدم الجمهور رأس المال في صورة أسهم عادية للشركات الآخذة في النمو. اشترط قانون الفقاعة^(٢٤) في عام ١٧٢٠م ألا يضم العمل التجاري الذي لا يمتلك وثيقة برلمانية أكثر من ستة شركاء، كلهم مسؤولون "حتى آخر شلن وهكتار" عن التزامات المشروع ككل^(٢٦). وبالتأكيد لا تزدهر مشروعات كبيرة وقوية في هذه البيئة.

(٢٤) حول معنى الفقاعة في الاقتصاد، انظر حاشية سابقة للمترجم (المترجم).

والشركة المساهمة بالطبع ليست بلا عيوب. فمصالح إدارة الشركة، الذين يمتلكون القليل من أسهم الشركة، أولاً يمتلكون شيئاً منها على الإطلاق، قد تختلف تماماً عن مصالح حملة الأسهم، الذين يريدون أن يروا أسعار أسهمهم وريحيتهم تزيد فحسب. يطلق الاقتصاديون الحديثون على هذا الشكل من عدم الفعالية "تكلفة الوكالة". في أكثر الحالات طرفاً يمكن أن تنهب الإدارة الشركة بطريقة فجأة، كما حدث مؤخراً في شركات ورلد كوم WorldCom وإنرون Enron وأديلفيا Adelfia. كما يمكن للمديرين، لكن بطريقة ماكرة، أن يبطّئوا النفقات، أي يستثمروا رأس مال الشركة في بناء إمبراطورية وليس في توزيع أرباح. واندماج شركة تايم وارنر Time/Warner وشركة خدمات الإنترنت AOL مثال جيد لهذه الظاهرة. ورداً على هذه الأفعال الصارخة التي تنم عن سوء سلوك الشركة يمكن لحملة الأسهم أن يحدوا من تكاليف الوكالة نظرياً بالتصويت لرفض الإدارة العاجزة أو الأنايية. لكن ذلك لا يحدث بالكثرة الواجبة.

وعلى ذلك فإن الشركة المساهمة ذات المسؤولية المحدودة تقدم ما هو أكثر من مجرد تقليل مخاطر الاستثمار بدرجة كبيرة عبر الآليات التي سبق تفصيلها. فهي إلى جانب الاعتبارات السابقة تزيد الإنتاجية بتفضيلها "للرجال الجدد" الناحلين والجوعى لأدوار القيادة على الورثة المترفين والكسالى في أغلب الأحيان من الأسرة المؤسسة، الذين ربما يمتلكون حصة، بينما لا يمتلكون القيادة.

لم يتشكل هذا النظام كامل النضج بين عشية وضحاها بعد الثورة المجيدة في عام ١٦٨٨م. فعلى خلاف ما تفترضه القوامة التي ينتحلها ملالي أصولية السوق اليوم، تتطلب ثقافة الاستثمار القوية مؤسسات حكومية قوية لضمان ألا يضار حملة الأسهم بسبب "عدم تناظر المعلومات"، بمعنى ألا يغشهم مديرو الشركات. وثبتت فضائح المحاسبة الأخيرة بوضوح أننا بعد أربعة قرون من عمل الشركات المساهمة لم نبلغ الكمال بعد. فلا بد أن يراقب حملة الأسهم والحكومة الشركات عن كثب.

إن الجذور التاريخية للشركة المساهمة مفقودة. كانت الشركات الرومانية التي نُظِّمَت لجمع الضرائب وتقديم المؤن للإمبراطورية تتاجر بالأسهم ولو على نحو متقطع. وفي حوالي عام ١١٥٠م قسمت طاحونة مائية عمرها ثلاثمائة سنة في بازاكل Bazacle بجنوب فرنسا ملكيتها إلى أسهم. وتتوفر سجلات متواصلة تقريباً لسعر سهم الشركة منذ حوالي عام ١٤٠٠م. وقد تاجرت الشركة في بورصة باريس حتى عام ١٩٤٦م، عندما أمتت الحكومة الفرنسية الطاحونة نتيجة لعدم تقديرها لأسواق رأس المال وللحس التاريخي^(٢٧).

كانت الشركات المساهمة الأولى مشروعات جبانة تحميها قوة الاحتكار. أسس التاج الإنجليزي مثلاً مبكراً، هو "خان لندن" Staple of London في عام ١٢٤٨م للسيطرة على تجارة الصوف بالدولة. وفي عام ١٣٥٧م منح إدوارد الثالث الخان الحق في جمع رسوم تصدير من منتج الصوف الآخرين، في مقابل تمويل الخان لمغامراته العسكرية ضد فرنسا، وعندئذ وافق الخان على منح إدوارد قروضا أكثر. كانت عمليات الشركة تتخذ من كاليه Calais مقراً لها، واستمرت مقايضة حقوق احتكار الصوف بالقروض الملكية لقرنين، إلى أن سقطت كاليه في يد الفرنسيين في عام ١٥٥٨م^(٢٨).

ربما كانت أولى الشركات المساهمة الحديثة هي شركة الهند الشرقية الهولندية وشركة الهند الشرقية الإنجليزية. في عام ١٦٠٩م كانت الشركة الهولندية أو (VOC Vereenigde ost-Indische Compagnie)، كما يعرفها مواطنو الأرض الواطئة (هولندا) والمؤرخون الاقتصاديون، أول من جمع مبالغ ضخمة من المال بإصدار أسهم تعطي أرباحاً دائمة. وفي أوائل القرن الثامن عشر قدر الدارسون قيمة الشركة بحوالي ٦.٥ مليون فلورين، وكانت تتكون من حوالي ألفي سهم، قيمة الواحد منها ثلاثة آلاف

فلورين. كانت عائدات حملة الأسهم ضخمة، فعلى مدى أكثر من قرن كانت الأسهم تدفع ربحية قدرها ٢٢٪ تقريباً^{٣١١}. والعوائد الكبيرة لأسهم الشركة تعكس خطرين مختلفين تحملهما المساهمون: أولاً المخاطر الجوهرية المتضمنة في إجراء عمل تجاري جديد خطر للغاية على مسافة بعيدة، وثانياً: أوجه الشك التي كانت تحيط بالشركة المساهمة الجديدة ذاتها. وكما هو الحال دائماً، فإن العائدات العالية لا تخلو من العيوب. فقد تكون نعمة للمستثمرين، لكن تكلفة رأس المال العالية تعتبر كارثة للشركات التي تحتاجها. ولا بد أن الشركة كانت ناجحة جداً بحيث تعطي ٢٢٪ سنوياً لحملة الأسهم! كانت أسواق رأس المال في إنجلترا القرن السابع عشر أقل تطوراً بكثير من نظيراتها على الجانب الآخر لبحر الشمال - هولندا - وليس أفضل من تاريخ شركة الهند الشرقية البريطانية في توضيح المشكلات التي كانت تواجه الشركات المساهمة الأولى. كانت شركة الهند الشرقية تمارس عملاً ينطوي على مخاطرة كبيرة، وهو التجارة في التوابل والقماش في مثلث إنجلترا-الهند-أرخبيل إندونيسيا. وكان تتابع العمل يجري بهذا الترتيب: تستخدم الفضة الأسبانية لشراء القطن الهندي، الذي كان يُبادل في إندونيسيا بالفلفل وجوز الطيب والثوم، ثم تُشحن هذه الأخيرة إلى إنجلترا وتُباع بالعملة المعدنية الفضية. كانت تجارة السكر والقهوة والشاي والنيلة والحريز مع الصين وموانئ جنوب شرق آسيا الأخرى تتم فحسب طريق التجارة المثلي الأساسي^{٣١٢}.

كانت الربحية الهائلة للتجارة توازي المخاطر الهائلة التي تواجهها. فبعيداً عن التقلبات الطبيعية للتجارة، مثل هبوط سعر القطن في جاوه مقترناً بنقص في التوابل الذي كان يشكل كارثة، كانت الرحلة ذاتها محفوفة بالمخاطر. وكانت معدلات الوفيات المروعة بين الأطقم من المرض وتحطم السفن من الأشياء المفترضة، ناهيك عن القراصنة المحليين النهابين والقوات الهولندية والبرتغالية والهندية المعادية. وكان من المعتاد أن تختفي السفن دون أن يعثر لها على أثر.

كانت الرحلة البحرية تستغرق ستة عشر شهراً وتتهادى مع الرياح الموسمية. وكان عمل رأس المال المصاحب بسيطاً نسبياً. كان تجهيز عشر سفن والنفقة الأولية من الفضة لكل رحلة يتطلب مبالغ مالية كبيرة. وإذا سارت الأمور على ما يرام، كانت هذه السفن، بعد ستة عشر شهراً، تبحر عائداً عبر نهر التيمز محملة بالتوابل وغيرها من سلع الشرق. وكان الطلب العالي والعرض المنخفض يضمنان أن تصل هذه السلع أثماناً عالية وتحقق أرباحاً ضخمة.

سرعان ما اكتشفت شركة الهند الشرقية الهولندية وشركة الهند الشرقية البريطانية أن هذه التجارة كانت تتطوي على مخاطرة عالية، ولذلك يفضل أن تُحصَر إلى أقصى حد داخل آسيا وأن يُشَحَن الناتج النهائي - العملات الذهبية والفضية - فقط إلى أوروبا. حقق ذلك ميزتين. أولاً: أن حصر أغلب التجارة في المحيط الهندي قلل التكاليف القاتلة، في كل في الأموال والأنفس، التي كانت تصاحب رحلات الذهاب والإياب المتكررة عن طريق رأس الرجاء الصالح. ثانياً: لم تكن التجارة داخل آسيا تتطلب شحن النقد من أوروبا لدفع ثمن التوابل والمنسوجات. كان ذلك يتفق مع روح الحقبة المركنتلية^(٢٥)، التي كانت تساوي بين صحة الأمة ونصيبها من الفضة والذهب.

قامت الشركة برحلاتها الأولى في عام ١٦٠١م. وفيما كان رأس المال متوفراً بسهولة للشركات الهولندية من أسواق رأس المال المتطورة لديهم، كانت الأسواق المالية الإنجليزية حينذاك بدائية. ففي عام ١٦٠١م لم يكن بوسع الإنجليز الوصول إلى رأس المال الهولندي، وكان من غير المرجح، على أية حال، أن يمُول الهولنديون منافس شركتهم

(٢٥) المركنتلية mercantilism مذهب اقتصادي ساد أوروبا في عصر النهضة وأوائل العصر الحديث، وسميت هذه الفترة به، كان يقوم على أن رخاء الدولة يعتمد على ما تمتلكه من رأس المال، كما كان يقاس بمخزونها من سبائك الذهب والفضة وحجم التجارة، وأن حجم التجارة العالمية ثابت لا يتغير، وعليه فإن الزيادة في أي طرف تكون بالضرورة خصماً من طرف آخر، ولذلك لعبت الحكومات في ظلها دوراً حثيماً في الاقتصاد بتشجيع الصادرات وتقليل الواردات عن طريق تقديم الإعانات للأولى وفرض التعريفات على الثانية للمترجم.

الشرقية. وعندما وجدت شركة الهند الشرقية البريطانية أن رؤوس الأموال طويلة الأجل غير متاحة، اضطرت لبيع أسهم في رحلاتها الفردية. وفي العادة كانت كل رحلة تتطلب رأس مال حوالي ٥٠٠٠٠٠ جنيه، كانت تقسم إلى خمسمائة سهم بسعر ١٠٠ جنيه للسهم الواحد. وحين كانت السلع تصل إلى لندن بعد ستة عشر شهراً، كانت الشركة تخزنها في مخازن وتبيعهها بالمزاد تدريجياً لكي تتجنب إغراق السوق وضغط الأسعار. وبهذه الطريقة كانت الإيرادات توزع بين حملة الأسهم على مدى السنة التالية أو أكثر. وغدت هذه المزايدات الدورية جزءاً منتظماً من تقويم لندن التجاري. ولاحقاً أدت هذه المزايدات وظيفة أخرى، ربما أكثر أهمية، وهي أنها نظراً لجذبها أعداداً كبيرة من حملة الأسهم، تطورت إلى سوق كفاء إلى حد معقول للتجارة في أسهم الشركات.

كانت معظم هذه الرحلات الممولة فردياً تحقق عائداً عالية لحملة الأسهم. بل إن رحلة واحدة فقط خسرت مالاً. على سبيل المثال، أعطت الرحلة البحرية العاشرة في عام ١٦١١م عائداً قدره ٢٤٨ جنيهاً لكل سهم إشتري بـ ١٠٠ جنيه. يبرز ذلك الخاصية الأساسية لأسواق رأس المال في ذلك الوقت، وهي أن عائدات المستثمرين العالية تعني تكلفة عالية لرأس المال على الشركة. ومن المؤكد أن شركة الهند الشرقية البريطانية كانت تفضل كثيراً أن تمويل رحلاتها بقروض رخيصة وتحتفظ لنفسها بالأرباح الهائلة. لكن لسوء الحظ لم يكن رأس المال الرخيص متوفراً في لندن في أوائل القرن السابع عشر، خاصة للأعمال التجارية المحفوفة بالمخاطرة. وعندما بدأت الشركة تثبت قدرتها الموثوقة على "توصيل السلع"، انخفضت تكلفة رأس مالها، وبدأت تطرح بنجاح سندات قصيرة الأجل بأسعار معقولة.

كانت الشركات المساهمة الأولى، فضلاً عن كونها احتكارات، ترتبط بالحكومة بطريقة أخرى، أي عبر سوق الديون. قدم بنك إنجلترا مثلاً ممتازاً لذلك. وعلى النقيض مما يوحيه اسمه، كان هذا البنك شركة مساهمة خاصة إلى أن أتمته حكومة حزب العمال في عام ١٩٤٦م (لعلك تتذكر أنه نفس العام الذي أمم فيه الفرنسيون طاحونة بازاكل).

كان بنك إنجلترا، في السنوات التي تلت الثورة المجيدة، مؤسسة صغيرة هشة. وفي عام ١٦٩٧م ابتكر البنك أسلوباً يعرف باسم التطعيم engraftment. شرع البنك في شراء الدين الحكومي، وهو ما كان يعني عملياً أن الحملة الخاصين للكمبيالات والسندات الحكومية استبدلوها بأسهم في بنك إنجلترا. قدم هذا الدين الحكومي سيلاً متواصلًا من الدخل لحملة الأسهم، وهو ما وفر ضماناً لمزيد من الاقتراض، وجعل البنك على علم بالاحتياجات الحكومية للاقتراض المستقبلي، وهي بلا شك معلومات ثمينة.

نفذت شركة الهند الشرقية البريطانية عملية تطعيم ماثلة. ووظفت التطعيم أيضاً شركة البحر الجنوبي South Sea Company التي منحتها الحكومة في عام ١٧١١م احتكاراً للتجارة مع أمريكا الجنوبية في مقابل أن تأخذ على عاتقها الدين الحكومي الكبير. أثبت هذا الاحتكار أنه عديم الجدوى تماماً في مقابل الاستحواذ الأسباني والبرتغالي على القارة^{٣١}. وفي عام ١٧١٩م نفذت شركة البحر الجنوبي عملية تطعيم أكبر بكثير، تسببت في فقاعة البحر الجنوبي سيئة السمعة، حيث أدى نأثر المستثمرين السذج باحتكار شركة البحر الجنوبي لتجارة أمريكا الجنوبية إلى دفعهم لاستبدال سنداتهم الحكومية بأسهم الشركة سريعة الصعود. وحين انفجرت الفقاعة، وهي نتيجة حتمية، جُرد آلاف من حملة الأسهم من أموالهم. كان أحد هؤلاء السير إسحاق نيوتن الذي قال: "إنني أستطيع أن أحسب حركات الأجرام السماوية، لكن لا أعلم لي بحساب جنون البشر"^{٣٢}.

كانت الحكومة الإنجليزية تحمي أيضاً حملة أسهم الشركات التجارية التي تعمل فيما وراء البحار، ومنها شركة البحر الجنوبي وشركة الهند الشرقية. مُنحت هذه الشركات منزلة المسؤولية المحدودة للمرة الأولى في عام ١٦٦٢م، وهو تحرك كان في صالح حملة الأسهم على حساب الدائنين. ومع أن البرلمان كان حساساً بنفس القدر

(٢٦) كل سهم في شركة البحر الجنوبي كان يعطي عائداً حوالي ٥ جنيهات فائدة على السندات الحكومية التي يحملها. وعند سعر الفائدة السائد ٣٪ كان ذلك يعني ضمناً قيمة سهم حوالي ١٥٠ جنيهًا، وهو تقريباً نفس السعر الذي انخفضت إليه أسعار الأسهم من سعر الفقاعة العالي الذي وصل حوالي ١٠٠٠ جنيه. انظر Chancellor, 69, 93.

لحقوق كل من حملة الأسهم والدائنين، فقد رأى أن الدين الحكومي المطعم الذي تحملته هذه الشركات التجارية كان يعطي للدائنين حماية أكثر من كافية في حالة الإفلاس. ولأن معظم الشركات لم تكن تمتلك ديناً حكومياً مطعماً، فلم يمنح البرلمان منزلة المسؤولية المحدودة لأبعد من الشركات التجارية، إلى أن جاء عام ١٨٥٦م الذي مَدَّ فيه قانون الشركات أخيراً مظلة المسؤولية المحدودة إلى حملة الأسهم في معظم الشركات. ظهرت حماية المسؤولية المحدودة في وقت أسبق في الولايات المتحدة، حيث مُنحت لشركات كثيرة بعد الاستقلال مباشرة. وبحلول العقد الرابع من القرن التاسع عشر كانت كل الشركات العامة الأمريكية تقريباً تستظل بحماية المسؤولية المحدودة^{٣٣١}.

يوثق الكاتب الإنجليزي جيمس بوشان James Buchan بطريقة مؤثرة، في تأمله الرائع حول طبيعة النقود، الخراب الذي كان يمكن أن يجل بحملة الأسهم غير المحميين بمنزلة المسؤولية المحدودة. ينتمي بوشان إلى سلسلة طويلة من المؤلفين، كان أحدهم والد جده الكبير جون بوشان الذي كان من سوء حظّه أنه كان يمتلك أسهماً في بنك مدينة غلاسكو. وعندما فشل البنك في عام ١٨٧٨م في سيل من الاحتيايل الإداري، دان ذلك المودعين بأكثر من ٦ مليون جنيه. كان جون بوشان مسؤولاً قانوناً عن ٢٧٠٠ جنيه منها، وهو مبلغ يساوي ثروته تقريباً ويفوق كثيراً قيمة أسهمه. قضت المحكمة بأن قانون الشركات لا ينطبق على حالته، ومات بعد سنوات قليلة محطماً تعصره المرارة والفقير^{٣٣٢}.

يثبت هذا التاريخ الموجز للشركات المساهمة مجدداً بوضوح أهمية الحكومة في تأسيس أسواق رأس المال الفعالة والحفاظ عليها. في إنجلترا القرن السابع عشر كانت قلة من المستثمرين مستعدة لتقديم رأس المال لمشروعات ذلك الوقت المحفوفة بالمخاطرة دون الحماية الاحتكارية، وتطعيم الدين الحكومي، ودون المسؤولية المحدودة في حالة

الشركات التجارية. انقرضت المؤسساتان الأوليان، وبقيت الثالثة. يؤكد التاريخ الحديث للسوق فكرتين:

- ١- في الحالة الاقتصادية الطبيعية، سيحتال مدير والشركات على حملة الأسهم.
 - ٢- دون إشراف تنظيمي قوي من جانب الحكومة على صناعة السندات المالية، سيقاوم المستثمرون توسيع رأس المال الأصلي.
- إن تطور الأسواق المالية الإنجليزية، الذي بدأ في القرن السابع عشر واستمر حتى القرن الثامن عشر، وصل مرحلة النضج الكامل في القرن التاسع عشر، عندما كان رأس المال البريطاني يُستدعى لتمويل التوسع الصناعي الكبير الذي حدث بعد مؤتمر فيينا^(٢٧). وقد جاءت محركات واط ويولتون البخارية لتعطي دفعات للتحويل في التصنيع والنقل، وكذلك التهمت معجزات العصر - القنوت والسكك الحديدية والمصانع المدارة بقوة البخار - كميات ضخمة من رأس المال. وزاد عدد الأنوال الكهربائية في مصانع النسيج الإنجليزية مائة ضعف بين عامي ١٨١٣م و١٨٥٠م، وزاد إنتاج الحديد أكثر من ثلاثين ضعفاً بين عامي ١٨٠٦م و١٨٧٣م^(٢٨). كان رأس المال الإنجليزي يقضي السكك الحديدية والمصانع والقنوت الإنجليزية، وكذلك نظيراتها في بقية أوروبا وحتى في المستعمرات السابقة سريعة النمو لكنها قليلة النقد.

أسواق رأس المال الإنجليزية في أوج نموها

بعد الأضرار التي خلفتها فقاعة شركة البحر الجنوبي (١٧١٩م-١٧٢١م) كان البرلمان وحده يميز الشركة التي يملكها أكثر من ستة ملاك. حظر البرلمان أيضاً البيع القصير

(٢٧) عُقد مؤتمر فيينا في الفترة من سبتمبر ١٤١٤م إلى يونيو ١٨١٦م على مستوى سفراء دول أوروبا لتسوية قضايا كثيرة نتجت عن الحروب الثورية الفرنسية والحروب النابليونية وحل الإمبراطورية الرومانية المقدسة. أفضى المؤتمر إلى إعادة ترسيم الخريطة السياسية للقارة الأوروبية وتعيين حدود كثير من الدول والولايات الأوروبية والحفاظ على توازن القوة في القارة للترجم.

وتجارة عقود الخيارات، وهي عمليات حسّنت سيولة السوق وكفاءته. وأزال البرلمان تدريجياً، عبر سلسلة من القوانين بداية من عام ١٨٢٠م، قيود قانون الفقاعة لعام ١٧٢٠م، وبسّط تكوين الشركات المساهمة، ووسّع مظلة حماية المسؤولية المحدودة. كما ساعدت تشريعات أخرى في تشجيع التجارة، منها أن البرلمان أبطأ أخيراً، في عام ١٨٤٦م، قوانين الحبوب التي ظلت لأربعة قرون تحمي المنتجين المحليين وتبتر المستهلكين بتنظيم وفرض ضرائب على واردات وصادرات الحبوب.

وأخيراً شهد القرن التاسع عشر أيضاً إبطال سجن المدين في إنجلترا بموجب قانون المدينين لعام ١٨٦٩م، وهي نقطة تجاهلها المؤرخون الاقتصاديون عموماً. (كان القانون مع ذلك يسمح بالسجن إذا ثبت للمحكمة أن ثمة أسباب توجب على المدين الدفع). وفي نفس الوقت تقريباً أصدرت كل الولايات الأمريكية الفردية وكثير من الدول الأوروبية الغربية قوانين مماثلة. وقد كان من شأن إلغاء السجن على التخلف في السداد أن يشجع المخاطرة لدى رجال الأعمال.

ومع نهاية القرن التاسع عشر كانت إنجلترا قد أصبحت مصدر رأس المال الاستثماري البارز على مستوى الكوكب. تدفق رجال الأعمال والمخترعون الموهوبون من كافة أنحاء العالم على لندن طلباً للتمويل، وأصبح الاقتصاد الإنجليزي مركز الطاقة للكرة الأرضية. يوجد أفضل وصف للأسواق المالية الإنجليزية في تلك الفترة في كتاب الصحفي والاقتصادي والتر باغوت Walter Bagehot "شارع لومبارد" (الاسم ذاته مشتق من ممولي لومباردي الإيطاليين الأوائل) الذي نشر في عام ١٨٧٣م:

إن أقصر وأصدق طريقة لوصف شارع لومبارد هي أن نقول إنه كان بالفعل أعظم توليفة من القوة الاقتصادية والحساسية الاقتصادية شهدتها العالم على الإطلاق فالجميع يعترفون بأنه يمتلك نقداً جاهزاً فوراً أكثر بكثير من أي بلد آخر. لكن قلة فقط يدركون أن الرصيد الجاهز - صندوق القروض المطروح الذي يمكن أن يُقرض لأي شخص ولأي غرض - في إنجلترا كان أكبر كثيراً منه في أي مكان آخر في العالم.^{٣٥}

أورد باغوت كميات الإيداعات المعروفة التي كانت متوفرة في المراكز المالية الرئيسية في أوائل عام ١٨٧٣ م^{٣٦٦}:

لندن	١٢٠,٠٠٠,٠٠٠
باريس	١٣٠,٠٠٠,٠٠٠
نيويورك	٤٠,٠٠٠,٠٠٠
الإمبراطورية الألمانية	٨,٠٠٠,٠٠٠

إن من يبحث عن السبب وراء الهيمنة الاقتصادية والعسكرية البريطانية في القرن التاسع عشر يجب ألا ينظر أبعد من ذلك. كان رجل الأعمال الإنجليزي ينفذ بحرية أية فكرة تجارية تعن له. وإذا كان لديه ائتمان مقنع، كانت الأسواق تمطره برأس المال الكافي لتحقيق خططه. إنه رأس المال الذي كان، بلغة باغوت الثرية التي لا تضاهي، "يمكن أن يقرض لأي شخص ولأي غرض".

لعل السمة اللافتة للنظر أكثر من غيرها في الأرقام السابقة هي فارق التسعة أضعاف في الحجم بين الأسواق المالية في لندن وباريس، مع العلم بأن الاقتصاد الإنجليزي في ذلك الوقت كان أكبر من الفرنسي بـ ٢٨٪ فقط. بل إن هذه الأرقام تقلل الفارق. فقد كان للإنجليز أسواق مالية نشطة خارج لندن، بينما كان النشاط المالي في الريف الفرنسي لا يذكر. لكن لماذا كان الفرنسيون (والألمان أيضاً) يمتلكون أسواقاً مالية صغيرة إلى هذا الحد؟ يجيب باغوت بأن الأسباب ثقافية وتاريخية:

بالطبع لا تمثل إيداعات الممولين مقياساً دقيقاً تماماً لمصادر سوق المال. على العكس كان ثمة مال خارج البنوك في فرنسا وألمانيا وفي كل الدول غير البنكية أكثر بكثير مما يمكن أن يوجد في إنجلترا أو اسكتلندا ذات البنوك المتطورة. لكن هذا المال لم يكن "مالياً" سوقياً، أي لا يمكن الوصول إليه. فلا شيء غير المحن المهولة، ولا شيء غير القرض الآمن، كان يستطيع أن يتترع كنوز فرنسا من حبس الشعب الفرنسي^{٣٦٧}.

معنى ذلك أن الفرنسيين والألمان كانوا لا يثقون في مؤسساتهم المالية، ولذلك كان الفرنك أو المارك الفائض يُخبأ تحت الأرض، بدلاً من أن يذهب إلى مشروع. ولم يكن رجل الأعمال الفرنسي أو الألماني أقل ذكاءً أو كدًا من نظيرهما الإنجليزي، لكنهما كانا لا يجدان رأس المال فحسب. وبالعودة إلى وطنه - إنجلترا - يقول باغوت إن هذا التركيز لرأس المال في بنوك الدولة الكبيرة كان ميزة إنجليزية متفردة لأن: مليون في يد ممول بنكي واحد يشكل قوة كبيرة، إذ يمكنه في الحال أن يقرضه إلى من يشاء، ويمكن أن يأتي إليه المقترضون، لأنهم يعرفون أو يعتقدون أن لديه هذا المال. لكن نفس المبلغ مبعثراً إلى عشرات وخمسينات عبر الأمة كلها لا يشكل قوة مطلقاً، إذ لا أحد يعرف أين يجده أو ممن يطلبه.^{٣٨}

أطرى باغوت كثيراً على هذه الحالة: "إنه ترف لم يتمتع به بلد آخر أو حتى اقترب منه من قبل". ثم يتبّه باغوت إلى أن الإتاحة السهلة لرأس المال أعطت فرصة "للحشود القذرة من الرجال الصغار" الذين طردوا الأرستقراطية غير المجددة في القرن التاسع عشر (كان كثيرون متهم رجالاً صغاراً قذرين قبل جيل واحد أو جيلين فقط). "والبناء الفظ والحشن للتجارة الإنجليزية هو سر حياتها، لأنه يحتوي النزوع إلى التغيير، وهو مبدأ التقدم في المملكة الاجتماعية، كما في المملكة الحيوانية"^{٣٩}. و"الرجل الجديد" الصغير القدر لم يبدع فحسب، وإنما أيضاً كان يبيع أرخص من التجار الأصلاء ويأتي بثمار الإبداع إلى الجماهير. وباختصار فقد غدّت وفرة رأس المال المتاح سبباً متواصلاً من التجديد التقني والتجاري، أي النمو الاقتصادي نفسه. وقد أصبح رأس المال "أعمى" حقيقة. فقبل القرن التاسع عشر كان المقترض والمقرض يعرفان أحدهما الآخر شخصياً. أما نظام باغوت الجديد فكان لا يعرف الأسماء. فللمرة الأولى يفصل نظام من الوسطاء معقد وكفء إلى أبعد الحدود بين مستهلك رأس المال ومقدمه، تماماً كما فصل التصنيع بين منتجي السلع والمستهلكين.

لماذا إذن كان الهولندي والإنجليزي والأمريكي يأتي بمدخراته إلى البنك للحصول على فائدة في أسواق المال، بينما لم يفعل الفرنسي أو الألماني أو الهندي أو التركي ذلك؟ يصمت باغوت عن هذا الموضوع. ولكي نجيب عن هذا السؤال لا بد أن نفحص تاريخ الحكم الوطني فيما قبل العصر الحديث.

تذكر كيف أن عدم وجود أسواق مالية وحقوق ملكية في تركيا أجبر علي باشا على أن يصطحب ثروته معه. لقد تكشف لنا الآن العفن الذي كان ينخر في جسد الإمبراطورية العثمانية، وفي زمن ما قبل عصر النهضة عموماً، بل لا يزال ينخر في كثير من الدول غير الغربية إلى اليوم. فحيثما لا تتوفر حماية الملكية الشخصية، ينعدم الحافز للإبداع. وحتى إذا دق قلب المبدع في مكان ما من هذه الأرض الميتة، فلن يجد مالا لتطوير ابتكاراته وإيصالها إلى السوق. فكل رأس مال الدولة كان مجمداً تحت الأرض، أو يبلى في الحلي والمجوهرات، والأهم من ذلك في سرايب خاصة، وعلى الأخص أموال الإمبراطور.

كَبَل التحريم الإسلامي للفائدة الأتراك بقيد آخر. فدون فائدة لن تكون هناك قروض، ودون قروض لن يكون هناك استثمار. في زمن معركة ليبانتو التي لقي فيها علي باشا حتفه، كانت هذه القيود قد سقطت بدرجة كبيرة في الغرب. لكن الحال لم تكن كذلك في العالم الإسلامي الذي كان أداؤه الاقتصادي السيئ مقارنة بالغرب ناتجاً جزئياً عن الحالة البدائية لحقوق الملكية وأسواق رأس المال فيه. فالملكية الخاصة والأسواق المالية والأعمال البنكية، كما نعرفها اليوم، لم يكن لها وجود في الإمبراطورية العثمانية قبل عام ١٨٥٦م، عندما أنشأ الأوروبيون البنوك الأولى في تركيا.

إن حكم التاريخ على الأتراك ربما هو ذلك الذي أوجزه بطريقة ممتازة سيرفانتيس Servantes المشارك الأشهر في ليبانتو (وإن كان لا يزال قاصراً حينذاك): "لقد عرف

العالم كله كيف كان مخظناً في اعتقاده بأن الأتراك لا يُفْهَرُونَ^(٢٨). ولم يكن الأتراك أول ولا آخر أمة تعاني هذا المصير. فملاحظة سيرفانتيس يُرجِّع صداها عبر العصور، حيث اضمحلت دول أخرى لا تقهر، من أقربها إلى الذهن أسبانيا القرن السابع عشر والاتحاد السوفيتي، في النهاية بسبب غياب المواطنين الأحرار والأسواق الفعالة.

(٢٨) يكشف هذا الاقتباس الخوف الذي بثته في قلوب الأوروبيين فتوحات الأتراك وانتصاراتهم المتتالية في كل الاتجاهات ووصولهم حتى أسوار فيينا وحصارها مرتين حتى كادت تسقط أمامهم. وقد كوّن الغرب في ذلك العصر صورة أسطورية للأتراك مؤداها أنهم قوم لا يُفْهَرُونَ، وبالغوا فيها إلى درجة أنهم زعموا أن الأتراك يأكلون لحم أعدائهم. وربما نُشرت هذه المبالغة الأخيرة عن قصد، حيث روجها رجال الدين في فيينا الواقعة تحت حصار الأتراك لكي لا يتركوا لرجالهم مجالاً للاستسلام، فالاستسلام كان معناه أن الأتراك سيأكلون لحومهم أحياء. والأهم من ذلك، وبما يؤكد ما ورد في تقديم المترجم من أننا أمام رواية للتاريخ الاقتصادي متمركزة حول أوروبا ومنحازة لها، وبما يؤكد الانتقائية في اختيار الاقتباسات والأحداث التاريخية وتأويلها، أن المؤلف يورد هذا الاقتباس للتدليل، كما يتضح من سياق الحديث، على مدى تخلف المجتمع التركي، بينما لا يتضمن الاقتباس شيئاً من ذلك للمترجم.