

الفصل الثالث

التنمية الاقتصادية ودور
أسواق الأوراق المالية في تمويلها

الفصل الثالث التنمية الاقتصادية ودور أسواق الأوراق المالية في تمويلها

تمهيد :

لايبالغ من يقطع بالقول أنه يتعذر على أى باحث فى زماننا المعاصر أن يتابع أو يلاحق تلك المؤلفات التى أتخمت بها دور الكتب وامتلات بها أحشاء المكتبات وعكف على تأليفها ونشرها الجهابذة من العلماء وأساتذة الجامعات، فى مسألة نظريات النمو وعمليات الإنماء الاقتصادى.

ومع هذا تظل هذه الكتابات رغم ما تحتويه من قيمة علمية عاجزة عن تقديم الحل لمشاكل التخلف الاقتصادى لأنها ليست من نتاج فكر هذه الشعوب وإنما هى من نتاج الفكر الغربى ومحصلة تجاربه الذاتية^(١٩٩) وتعتبر عن فلسفات إجتماعية وجذور تاريخية وحضارية وانسلاخ واضح من القيم الروحية والدينية وهذه المسائل لا تنفصل ولا تنفصم عن شخصية الشعوب صاحبة هذا الفكر ومروجته ونظرتها إلى الكون، والإنسان والحياة، بينما نجد على الجانب الآخر أن الشعوب التى وقعت فى أسر التخلف وتسعى إلى الفكك من قبضته لتنتلق فى معراج النمو الذاتى أبعد ما تكون عن الالتقاء بهذا الفكر حضارياً وتاريخياً وفكرياً وعقائدياً وكيف لا، ومن هذا الفكر بدأت نظرية الاستعمار الاقتصادى التى مازالت آثارها واضحة فى اقتصاديات البلاد المتخلفة حتى اليوم، فكان التجاريون يرون فى المستعمرات مرسى أميناً للسفن، ومنفذاً للتجارة، ومصدراً رئيسياً لتزويد الدولة الأم بالعمالة والرجال، ومأوى لغير المرغوب فيهم من المجرمين والمتعطلين، ومصدراً خصباً للمواد الأولية والرقيق وسوقاً لتصريف المنتجات^(٢٠٠).

وتحقيقاً للفكرة التى نسعى إلى تأصيلها هنا، وإثبات ماهية الفكر الذى أنبت هذه النظريات نسوق هنا بعض الكتابات التى سجلها التاريخ عن بعض التجاريين للوكهم وقد أثرنا أن نأتى بما كتبه نصاً حتى نكون بمأمن من شبهة التأويل أو التحريف.

With wealth one could finance and equip armies and navies, hire foreign merchenaries,, bribe potential enemies and subsidize allies, power could be exercised to acquire Colonies, to win access to new markets, and to shut foreigners out of ones own markets, and to monopolize trade rules, high - seas fisheries, and slave trade with Africa (viner) 1968 p. 438 (201)

والفكر المتقدم إذ يجعل الثروة هدفاً لتمويل الجيوش وإعدادها واستئجار المرتزقة الأجانب ورشوة الأعداء، ودعم الحلفاء، وتلويحه بأن القوة يمكن أن تمارس في طلب المستعمرات والنفاذ إلى الأسواق وإحتكار طرق التجارة، ومصايد الأسماك في أعالي البحار وتجارة العبيد لايحتاج منا إلى تعليق، غير أنه من المتصور أن يتصدى لنا أنصار الفكر الغربي بالقول أن فكر التجاريين يمثل عصراً من العصور، وأنه ليس حجة على الفكر الغربي- فلا نجد أبلغ في الرد من أن نرجع إلى أئمة الفكر التقليدي وقادته وهذا أحدهم روبرت مالتوس- صاحب المقال الشهير «مبادئ الدراسات السكانية An "Essay on the principle of Population" والذي أصبح بسببه على مر الأيام والسنين هدفاً للنقد والتجريح يقول عنه الفريد سوفى صاحب كتاب مشكلة السكان فى العالم :

كان توماس مالتوس راعياً للكنيسة «هايلبيرى»

وقد دفعه فكره إلى تنديده بكل التنظيمات الخيرية التى تبذل المعونة والمساعدة للمعوزين المعدمين، فأى عون يقدم للفقراء يزيد من عددهم حيث يخمد الشعور بالمسئولية ويجعلهم يعتمدون على المجتمع فى تربية أولادهم (٢٠٢).

ويضيف صاحب هذا الكتاب أن نظرية مالتوس لاتصمد أمام النقد العلمى لأنها لا ترى فى الإنسان غير مجرد وحدة استهلاكية أى أنها تتجاهل أن كل مستهلك إضافى هو فى الوقت نفسه منتج إضافى.

ومن المعروف أن مالتوس كان يرى أن قدرة الإنسان على الإنجاب أعظم من قدرته على الإنتاج Man's ability to reproduce is greater than his ability to produce .

وفى مجال النمو الاقتصادى اتجه مالتوس اتجهاً متميزاً فى ربط متطلبات النمو بخفض أجور العمال ولم يكن مالتوس يقصد من خفض الأجور سوى زيادة الأرباح لدى المنظمين والرأسماليين وهذا فى رأيه الأساس الأول للنمو الاقتصادى(٢٠٣).

كما يرى مالتوس أن تزايد السكان الأغنياء هو الذى يؤدي إلى التنمية أما تزايد السكان الفقراء فيؤدي إلى التخلف (٢٠٤).

وهذا ريكاردو أحد عمالقة الفكر التقليدى فشأنه فى ذلك شأن مالتوس يرى أن العمال كالألات ويكفيهم من الأجر مستوى الكفاف ويرى أنه لو زاد أجرهم عن هذا الحد فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة السكان مرة أخرى ثم يعودون من جديد إلى مستوى الكفاف (٢٠٥).

وامتداداً لفكر التجاريين يرى ريكاردو أن التعامل بين الدولة الأم والمستعمرات من قبيل التجارة الداخلية وأن المستعمرات لا تعتبر دولاً بل هى مؤسسات زراعية وصناعية(٢٠٦) وهذا أمر فى رأينا فى منتهى التطرف.

أما جون ستيوارت ميل الذي يعتبر آخر عمالقة الفكر الكلاسيكي (١٧٧٢-١٨٢٣) فإنه يعتبر الاقتصاد المتخلف بمثابة إمتداد زراعى أو صناعى وان كان بعيداً جغرافياً عن الدولة الأم، لذلك فالمبادلات التى تتم بين الطرفين لاتعتبر من قبيل المبادلات الخارجية وإنما الأقرب اعتبارها من قبيل التعامل بين المدينة والريف (٢٠٧).

ولذلك فإننا نرى أن الفكر التقليدى والذى مازال أكثر شيوعاً فى عالمنا المعاصر لم يخرج عن نطاق فكر التجاريين فى نظريته الاستعمارية للدول المتخلفة. وإذا ما تطرقنا إلى آخر ما انتهى إليه الفكر الاقتصادى أن أمام الدول الأخذة فى النمو أن تختار بين أسلوبيين:

أسلوب النمو المتوازن Balanced growth وأسلوب النمو غير المتوازن Unbalanced growth وقد استوقفنا اقتراح روزنشتاين رودان من خلال معالجته لمسألة التنمية بأسلوب النمو المتوازن «بأن يعتمد البلد المتخلف فى توفير الموارد المالية على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافى الذى لا يحمل الاقتصاد القومى تبعات التمويل، والعمل على نشر الصناعات الخفيفة مع ملاحظة البعد قدر الإمكان عن الصناعات الثقيلة بنفقاتها المرتفعة ومستلزماتها الفنية العديدة» (٢٠٨).

اقتراح ظاهره الرحمة وباطنه العذاب. إن ما انتهى إليه رودان أغنى من أن نعلق عليه، وليس ثمة دليل أظهر ولا أدل من ذلك على أن نظرة الغرب نحو الدول المتخلفة هى نفس نظرة التجاريين التقليديين. لقد بات واضحاً أن الدول الاستعمارية على تلون أشكالها لا تريد للدول المتخلفة أن تتفقت من قبضتها ولا تريد لها الفكك من الهيكل الاقتصادى الكولونالى الذى يربط الدول المتخلفة معها برباط التبعية والخضوع، لقد نشأت ظاهرة الاقتصاد الثنائى وتعاضمت حدتها بسبب السيطرة الأجنبية على أجهزة التجارة الخارجية فضلاً عن المشروعات التى تتكفل بالإنتاج، فانشطرت الاقتصاد القومى لهذه البلاد إلى قطاعين أحدهما حديث ومتقدم نسبياً والآخر تقليدى متخلف ولا يرتبط أحدهما بالآخر إلا بأوهن الصلات (٢٠٩) وقد علق أحد الاقتصاديين على ذلك ونحن معه فيما انتهى إليه- بقوله «وواضح مدى التحيز الاستعمارى للدول المتقدمة وإن بدا ظاهره فى صالح الدول المتخلفة إلا أن باطنه ينطوى على رغبة واضحة فى إبقاء البلاد المتخلفة كمنتج للمواد الأولية وتحجيم نشاطها الصناعى مما يزيد من رابطة التبعية بينها وبين الخارج ويؤجل خطوها نحو الصناعة الثقيلة» (٢١٠).

وعلى الرغم مما تحتمله وحدات القطاع المتخلف من أعباء تنمية الوحدات المتقدمة الآن فى صورة الوظيفة المزدوجة والأساسية التى قامت بها كمصدر للمواد الخام والمنتجات الأولية وكأسواق لتصريف المنتجات النهائية فقد باع كل محاولات هذه الوحدات والمسماه بمجموعة الـ ٧٧ « بالفشل فى الحصول على وعد من وحدات القطاع

المتقدم والمسماة بالمجموعة المتقدمة بتخصيص نسبة واحد في المائة (١٪) فقط من دخولها لأغراض التنمية في القطاع المتخلف حيث تجمعت وحدات القطاع المتقدم - شرقا وغربا رغم الخلافات الأيدولوجية العميقة بينها في «وفاق» شديد التماسك على رفض هذا المطلب المتواضع متذرعة بمشكلاتها الداخلية من ناحية، وما تقدمه من «فئات» لبعض اتباعها من الوحدات المتخلفة من ناحية أخرى (٢١١).

وعلى الرغم من كثرة الشواهد التي تؤيد وجهة النظر القائلة أن الفكر الغربي الحديث لا يختلف في مضمونه عن الفكر الاستعماري القديم فقد يكون من المناسب أن نسجل هنا على صفحات هذا البحث سطورا من الفكر الغربي الحاقد على الدول النامية التي خرجت من قبضة المستعمر وسيطرته على مقدراتها وراحت تنفض عن نفسها غبار التخلف وتفر من أسر التبعية.

وقد اقتبسنا هذه النصوص من الموسوعة البريطانية ورأينا أن نعرض للنص الأصلي في صلب الرسالة لأننا نرى فيه وثيقة لدمغ هذا الفكر وكشف عوراته وتمزيق الأقنعة التي توارى خلفها.

The underdeveloped Countries sense of dissatisfaction and grievance arises not only from measurable differences in national incomes but also from the less easily measurable factors such as reaction against the colonial past, and their complex drives to raise their national prestige and achieve equality in the broadest sense with the developed countries. Thus it is not uncommon to find their government using a considerable proportion of their resources in prestige projects, ranging from steel mills, hydroelectric dams, universities, and defense expenditure to international athletics. The symbols of modernisation may contribute a nationally shared satisfaction and pride but may or may not contribute to an increase in the measurable national income."

إن هذه السطور التي تفيض حقدا وعداوة للشعوب النامية وتوجه اللوم لها لأنها مازالت تعاني من آثار الاستعمار الاستيطاني القديم والاقتصادي الجديد. ثم تحمل على هذه الدول حملة عاتية فتصف دوافعها بالعقد إذا ما تصورت أنها تستطيع أن تلحق بالدول المتقدمة وتتساوى معها، ثم هي تشكك في جدوى ما أقدمت عليه بعض هذه الدول من إنفاق جزء كبير من مواردها في مشروعات كبيرة بدءاً بصناعات الصلب إلى السدود الهيدروليكية، إلى نفقات الدفاع وتأسيس الجامعات وأن هذه الرموز وإن كانت تساهم في شعور المواطنين بالرضا والفخر، ولكنها قد تساهم وقد لا تساهم في زيادة الدخل القومي.

بقى أن ننبه بعد ذلك إلى أن معظم الشعوب التي توصف اليوم بالتخلف وبه تعرف هي ذات الشعوب التي حملت مشاعل أعظم حضارة في الوجود وأشرقت على الدنيا بتراث فكري وإنساني أثرى الحياة كلها وأعان الشعوب التي كانت تائهة في عماء الجهل وظلمات التخلف على النهوض من كبوتها، هو أمر لا سبيل إلى مجاحدته أو التنكر له من قبل الشعوب التي استنهضتها الدول التي لم تك حينذاك متخلفة ثم حلت محلها (٢١٢).

يقول زومبارت لقد أصبحنا أغنياء لأن أجناساً بأسرها وشعوباً بأكملها قد ماتت من أجلنا ، ومن أجلنا أيضاً إفتقرت قارات بأكملها (٢١٣).

ومن المعلوم أن المجتمعات البشرية في حركة دائمة، فبعضها يسير قدماً بينما يتعثر البعض الآخر ويتخلف عن الركب، وقد بدأت جميع البلدان متخلفة على أساس المعايير التي تستخدمها الآن وفي تاريخ الحضارات القديمة كان لمصر وأشور وبابل مركز الصدارة منذ فجر التاريخ ثم ازدهرت حضارة أثينا وروما ثم ازدهرت الحضارة الإسلامية في شتى بقاع الأرض في الشام ومصر وشمال أفريقيا والأندلس وجنوب شرق آسيا (٢١٤) وفي القرون الوسطى التي وصفها الغرب بأنها عصر الظلام وأحلك أيامه كانت السفن العربية ذات الأشرعة تمخر المحيط الهندي من الموزامبيق (٢١٥) إلى مالبار (٢١٦) سالكة نفس الطرق التي عرفها الفينيقيون من قبل (٢١٧) بينما كانت دول أوروبا غارقة في ظلمات الجهالة ومستنقعات التخلف وأما أمريكا فلم يكن قد تم اكتشافها بعد، فكانت نسياً منسياً ولم تك شيئاً.

وسوف نعالج من خلال هذا الفصل مسألة التنمية الاقتصادية ودور سوق الأوراق المالية في تنميتها وذلك بالقدر الذي يسمح به هذا الفصل.

وسوف يقتضى الأمر منا أن نعرض لمسألة التخلف في مبحث والتنمية الاقتصادية في مبحث آخر وعلى أن يكون هذان المبحثان جسراً نعبر عليه إلى المبحث الثالث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول : التخلف الاقتصادي :

ليس من قبيل المغالاة أن نقرر منذ البداية أن أحداً لم يستطع حتى الآن أن يقدم تعريفاً جامعاً مانعاً لمفهوم التخلف، ونحن بذلك لا ننقص العلماء حقهم ولا نبخس الناس أشياءهم، ولعل هناك من الأسباب ما يرفع الملام عن قادة الفكر الاقتصادي ورجاله الأعلام، نتناول بعضها في إيجاز لا يخل، وإذا اقتضت الضرورة فلا مندوحة من إسهاب لا يمل:

أولاً : إن مسألة التخلف أو التقدم من الأمور النسبية التي يتم قياسها بمعايير متعددة ومتباينة، وتجمع بينها جميعاً أنها من صنع البشر، ولا نظننا بحاجة إلى إثبات إستيلاء النقص على البشر جميعاً.

ثانياً: لما كانت درجات التخلف ليست درجة واحدة، كما أن درجات النمو ليست واحدة فليس من الإنصاف أن نسوى بين الدول المتخلفة رغم تباينها في درجات التخلف، وإن كان من الممكن تسجيل خصائص مشتركة ولكنها أيضاً تتفاوت في درجاتها، خاصة وأنه من الثابت أن بعض هذه الدول قد طرقت أبواب التقدم وبعضها مازال يخطو نحوه بخطى وثيدة، والبعض الآخر مازال قابلاً في مستنقعات التخلف أشبه مايكون بالمياه الراكدة في بحيرات أسنة وكأنه ينتظر نزول الغوث من السماء، وإذا شمر عن ساعديه فإنما لاستجداء المنح والمساعدات.

ثالثاً: إن هناك خلطاً بين الفقر والتخلف، والغنى والتقدم، وإذا كان هذا الأمر متقبلاً فيما مضى فلم يعد ذلك متصوراً بعد تفجر ثورة البترول في السبعينات وقد تراكمت الثروات في اقتصاديات ضعيفة غير قادرة على استغلال جزء من مواردها الذاتية (٢١٨) .

رابعاً: إن الصاق صفة الركود أو السكون بالاقتصاديات المتخلفة قد لا يصادف الصواب كله ولا بعضه. ولذلك فنحن على خلاف ما يراه بعض الاقتصاديين نرى مع البعض الآخر أنه من غير المتقبل وصف اقتصاد ما بكونه ساكناً. ذلك أن سوء استخدام الموارد أو عدم استغلالها لا يعني الركود أو السكون، ففي ذلك مجافاة لنواميس الطبيعة والكون والحياة، ذلك أن النمو حدث تلقائياً، فالنبات ينمو والشجر والدواب والهوام وكل شيء أودع الله فيه الروح أو خلق فيه الحياة ينمو حتى الخلايا داخل جسم الإنسان تنمو، لذلك فلا غرو أن نقرر أن الدول التي تقتصر إلى جهاز إنتاجي كاف لتشغيل الموارد المعطلة، وإلى فن إنتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز، وليس لديها تراكمات

رأسمالية، وينخفض تبعاً لذلك نصيب الفرد من الدخل القومي فيها إلى حد الكفاف أو مادون ذلك، وتتضاءل نتيجة لذلك حجم المدخرات لديها، لا يمكن وصف اقتصادها بأنه اقتصاد ساكن، لأنه ينمو أياً كان معدل النمو ومهما بلغ من الانخفاض.

على أن ثمة أسئلة تثار عند تحديد التخلف، فإذا كان التخلف شأنه في ذلك شأن أى صفة أخرى يتحدد بالمقارنة بغيره من الصفات، وفي غيبة المقارن به تفقد الصفة التي اقترنت بالمقارن دلالتها، فإذا قيل أن عدد السكان يزيد في مصر بمعدل ٣ مواليد في الدقيقة الواحدة أى بمعدل ١٨٠ مولود في الساعة، أى ٤٢٢٠ مولود في اليوم . أى ١٥٧٦٨٠٠ مولود في السنة فإن هذه البيانات رغم ما تثيره لدى العوام من الناس، ليس لها قيمة إحصائية ولا دلالة علمية يقينية ولا ظنية فهذه الأرقام لا تفيد الكثرة ولا تفيد القلة والعلم بها لا ينفخ والجهل بها لا يضر.

فمن هنا يكون السؤال إذا وصفت دولة معينة بالتخلف، فبالنسبة لمن هي متخلفة؟ خاصة وأن الدول الرأسمالية المتقدمة ليست مستوى واحد وأن الدول الاشتراكية ليست مستوى واحد والدول نفسها التي توصف بالتخلف ليست كذلك مستوى واحد.

في محاولة لتحديد المفهوم المادى للتنمية الاقتصادية من جانب أحد المشاهير من الاقتصاديين^(٢١٩) أجاب على تساؤلنا بأن البلاد المتخلفة إنما تشكل القطاع التخلف من النظام الرأسمالى العالمى، وأضاف أن هذه مسلّمة عامة القبول لدى الاشتراكيين والرأسماليين على السواء. إلا أنه من الواضح أن ما أفضى به الباحث ليس من قبيل المسلمات عند الاقتصاديين، فقد عقب أحدهم على ذلك بقوله «لماذا يقاس التخلف بالبلاد الرأسمالية وحدها، إن قياس التخلف يكون بالدول المتقدمة الصناعية ذات الدخل المرتفعة والتكنولوجيا المتطورة والقوة الإنتاجية الهائلة والقوة العسكرية المدمرة والسلطة السياسية التي تمثل مصدر القرارات في العالم ، ولهذا يستوى القياس في التخلف والتقدم بين دولة متخلفة رأسمالية أو اشتراكية ودولة متقدمة رأسمالية أو اشتراكية»^(٢٢٠) .

ولن يكون بوسعنا هنا أن نزج بأنفسنا في هذا الجدل العلمى وفي هذا الحيز الضيق.

وأياً كان الأمر فقد تطور تعبير التخلف خلال الحقبة الأخيرة فتسمت هذه الدول بمسميات مختلفة واحدة بعد الأخرى فى خلال العشرين سنة الأخيرة فمن البلاد المتأخرة Backward Countries إلى البلاد المتخلفة Under - developed Countries

إلى البلاد الأقل تقدماً Less developed countries إلى الدول النامية Developing countries أو وفقاً لإصطاح على ترجمتها أحد الاقتصاديين^(٢٢١) الدول الآخذة في النمو وذلك بقصد تخفيف وقع اللفظ على تلك الشعوب بما ينال من كرامتها وكبريائها ثم إلى مجموعة الدول الـ (٧٧)(٢٢٢) .

أهم مفاهيم التخلف التي تمخض عنها الفكر الاقتصادي :

تعرف الدول المتخلفة عادة بأنها تلك التي ينخفض فيها مستوى دخل الفرد انخفاضاً كبيراً عنه في الدول المتقدمة، وعلى أساس تحكمي تعتبر الدول التي ينخفض فيها نصيب الفرد من الدخل عن خمسمائة دولار متخلفة^(٢٢٣) «وجاء في توضيح هذا التعريف وشرحه أن تفسير الدخل المنخفض كمؤشر للفقر بالمعنى المادي قد يكون مقبولاً بشرطين.

الأول: أن مستوى الدخل الفردي إنما يتقرر بنصيب الفرد من الاستهلاك «خاصة وأن نسبة كبيرة من الدخل تُحول من الاستهلاك إلى أغراض أخرى من خلال سياسة الادخار الإلجباري.

وأما الشرط الثاني: أن يعكس مستوى الفقر في أحد البلاد بصورة صادقة بين جموع شعبها. باعتبار متوسط دخل الفرد في حالة تفاوت الدخل واتساع الفجوة بين الأغنياء والفقراء لا يعبر بصورة حقيقية عن المستوى المعيشي السائد.

وإذا كان التعريف المتقدم قد تناول على وجه التعميم وبغير تحديد الدول المتقدمة التي يمكن قياس مستوى دخل الفرد في الدول المتخلفة عليها، فإن التعريف التالي لفهوم الدول المتخلفة يتفق مع السابق في جوهره إلا أنه يتناول على وجه التفصيل عدداً من الدول التي يمكن القياس عليها يقول Prof. Samuelson "أن البلد الأقل تقدماً هو ببساطة الذي ينخفض فيه نصيب الفرد من الدخل الحقيقي بالنسبة لدخول الأفراد لبعض الدول مثل كندا والولايات المتحدة وبريطانيا العظمى والدول الأوروبية الغربية عامة في هذه الأيام^(٢٢٤) .

ويتفق عدد كبير من الاقتصاديين على أن معيار متوسط دخل الفرد لا يصلح لقياس درجات النمو والتخلف، وأن هناك كثيراً من البلاد الرأسمالية التي ينخفض فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل عن تلك الدول التي توصف بالتخلف، إن دولة كدولة الإمارات العربية على سبيل المثال يزيد متوسط دخل الفرد فيها عن الولايات المتحدة زيادة كبيرة ومع ذلك، بل وهي كذلك توصف بالتخلف. بينما يرى أحد عمالقة الفكر الاقتصادي في مصر^(٢٢٥) أن المعايير التي يستدل بها على درجة التخلف الاقتصادي متعددة، وهو يرى مع ذلك الرأي السائد أن مستوى الدخل الفردي الحقيقي أقل هذه

المعايير قصوراً من الناحية العلمية، وذلك على الرغم مما يعتريه هو الآخر من القصور، وأنه ليس معنى ذلك وبطبيعة الحال إسقاط حجة المعايير الأخرى في الدلالة على التخلف الاقتصادي.

لماذا البلاد المتخلفة متخلفة؟

ويثور التساؤل إذا كانت البلاد المتخلفة تتصف بكونها بلاداً منخفضة الدخل فلماذا سميت هذه البلاد بالبلاد المتخلفة؟

أجاب على ذلك الغرب بأن استخدام لفظ التخلف إنما يركز على مجموعة من الافتراضات والتي تبني عليها جميعاً مسألة التنمية الاقتصادية، وأن الدول المتخلفة متخلفة لأنها لم تنجح بطريقة أو بأخرى في الاستفادة الكاملة من طاقاتها من أجل النمو الاقتصادي (٢٢٦)

وقد يكون من المناسب وقبل أن نعرض لخصائص التخلف الاقتصادي أن نثبت حقيقة لا يختلف عليها اثنان من الاقتصاديين وهي أن التخلف ظاهرة بنيانية معقدة وأن اندماج الاقتصاديات المتخلفة في الاقتصاديات المتقدمة بسبب الاستعمار الاستيطاني والاقتصادي يشكل أعلى درجات التبعية الاقتصادية، ومن الثابت أن جميع الاقتصاديات المتخلفة التي ترتبط مع الاقتصاديات المتقدمة بعلاقة تبعية أو سيطرة لازالت حبيسة في مصيدة التخلف.

خصائص التخلف الاقتصادي : أجملها أستاذنا الدكتور زكي شافعي في ثلاث خصائص أساسية:

الأولى : عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة، وتخلف طرائق الإنتاج.

الثانية : شيوع ظاهرة البطالة البنيانية.

الثالثة : التبعية الاقتصادية للخارج

أما عن السبب الأول وهو عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة Productive Capital فيستدل عليه بما تشترك فيه الدول المتخلفة جميعاً من انخفاض نصيب الفرد من رؤوس الأموال المنتجة. وقد ذهب بعض الاقتصاديين إلى أن اقتصاداً قومياً يتمتع بوفرة من الموارد الطبيعية، ولكن تنقصه التكنولوجيا أو رؤوس الأموال اللازمة لتنمية هذه الموارد يكون في نفس الفقر الذي يعانيه اقتصاد قومي لا تتوفر له هذه الموارد (٢٢٧).

وقد اختلفت وجهات النظر في عنصر رأس المال كأساس للتنمية الاقتصادية في البلاد المتخلفة، واختلفت نتيجة لذلك المكانة التي تحتلها ندرة رؤوس الأموال ضمن

خصائص التخلف الاقتصادي، فعلى حين يرى البعض أن ندرة رأس المال Capital Scarcity من الأهمية بمكان بحيث تحجب ماعداها من الخصائص، وبحيث يعتبر توفر رأس المال محور التنمية الاقتصادية، يرى آخرون أن هناك من العوامل الأخرى مايفوق في الأهمية عنصر رأس المال(٢٢٨) .

ولهذا الرأي الأخير أنصاره، وقد أشار أحد الباحثين(٢٢٩) من خلال تناوله لموضوع ندرة رأس المال في الدول المتخلفة إلى أن الدول المتقدمة كانت فيما مضى بولاً متخلفة تعاني من ندرة الأيدي العاملة. الأمر الذي كان من الممكن معه أن يفرض عليها البقاء في دائرة الدول المتخلفة رداً طويلاً من الزمن لولا أنها نجحت في استخدام أساليب إنتاجية موفرة للعنصر النادر لديها وهو العمل، ومستغلة لكثافة العنصر المتوفر لديها وهو رأس المال، وأضاف أنه إذا كانت الدول المتقدمة قد ركزت اهتمامها بالعنصر المتوفر لديها وهو رأس المال، أما العنصر النادر وهو العمل فقد اعتبر كمتغير تابع لرأس المال- ثم تساءل الباحث- فلماذا لا تنهج الدول النامية نفس الأسلوب بأن تركز اهتمامها فكرياً وعملاً على العنصر المتوفر لديها وهو العمل، وأن تجعل من رأس المال وهو العنصر النادر لديها متغيراً تابعاً.. ألا يمكن مثلاً بناء استراتيجية للتنمية في إطار نظرية لتراكم رأس المال البشري. Human capital accumulation على غرار نظرية التراكم الرأسمالي.

وهذا الرأي جدير بالدراسة، خاصة وأن أسلوب الفن الإنتاجي Techniques of production الذى تنتجه أى وحدة إنتاجية بين خيارين.

الأول: أسلوب إنتاج يتميز بكثافة رأس المال أو بمعنى آخر أسلوب كثيف رأس المال Capital Intensive.

والأسلوب الثانى: يتميز بكثافة العمل أو الكثافة البشرية Labour Intensive، وإن كان لا يوجد اتفاق عام حول كثافة العمل أو الكثافة البشرية، والكثافة الرأسمالية(٢٣٠)، فقد يقصد بالكثافة الرأسمالية كمية المعدات الإنتاجية المتضافرة مع عنصر العمل أو بعبارة أخرى نسبة الأصول الرأسمالية الثابتة لكل عامل فى الصناعة(٢٣١) .

ومع هذا فإن مختلف الدراسات التى تمت فى هذا المجال تشير إلى أن استخدام اسلوب انتاجى كثيف رأس المال ينتج عنه ارتفاع إنتاجية العمل وبالتالي زيادة الفائض الذى يمكن استخدامه فى مشروعات استثمارية جديدة(٢٣٢) .

ولكن ليس معنى ذلك أن نتجاهل قوة العمل فى الدول المتخلفة والتى أصبح ينظر إليها وكأنها مصدر البلاء والسبب فى خراب البلاد وهلاك العباد.

لذلك فلا غرو أن يشير Nurfse (٢٣٣) في حديثه عن الكثافة السكانية في البلاد المتخلفة بقوله: «إن جوهر المشكلة هو في العمل على توجيه أكبر جزء من الناتج إلى التكوين الرأسمالي Capital Formation وأضاف أن هذا لا يعنى انقاص مستوى الاستهلاك في البلاد المتخلفة، بل ومن الصعب الإقدام على ذلك، ولذلك فإن نيركسه يرى أن الحاجة إلى التصنيع في الدول المتخلفة أكبر بكثير من الحاجة إليه في الدول المتقدمة كوسيلة للتنمية، حيث يوجد قوة عاملة فائضة في المجموعة الأولى ويمكن أن تستخدم هذه القوة في التكوين الرأسمالي وفي زيادة تراكم رأس المال Capilal Accumulation.

أما الدول المتقدمة فهي تواجه بمشكلة ندرة الأيدي العاملة فيها ولذلك فهي تحتاج إلى زيادة استخدام رأس المال ليحل محل القوة العاملة.

حلقة الفقر المعيبة : Vicious circle of poverty :

ومن الآراء التي صادفت رواجاً كبيراً بين كتاب الغرب وكذا المستغربين من الشرق عند دراسة اقتصاديات الدول المتخلفة ما يسمى بحلقة الفقر المفرغة ويطلق عليها بعض الاقتصاديين حلقة الفقر المعيبة أو الخبيثة.

بل ويستند بعض الاقتصاديين في تعليل توطن التخلف في بلاده إلى ما تكابده البلاد المتخلفة من استحكام الحلقات المفرغة للفقر.

ويرى نيركسه أن أهم حلقات الفقر المفرغة التي تعانيها البلاد المتخلفة ما تعلق منها بتكوين رعوس الأموال فمن ناحية العرض يتوقف عرض رعوس الأموال على كل من المقدرة على الادخار والرغبة فيه، فهناك انخفاض في المقدرة على الادخار ناتج عن انخفاض مستوى الدخل وهذا بدوره ناتج عن انخفاض الانتاجية، وانخفاض الإنتاجية راجع إلى نقص المعدات الرأسمالية ونقص المعدات الرأسمالية ناتج عن قلة المدخرات. وهكذا (٢٣٤).

وأما من جهة الطلب على الاستثمار فيتوقف الطلب على رؤوس الأموال على توفر الحافز على الاستثمار، بينما يكون الدافع منخفضاً لانخفاض المقدرة الشرائية للسكان نظراً لانخفاض دخولهم الحقيقية. وانخفاض مستوى الدخل الحقيقي يعكس انخفاض مستوى الإنتاجية وهذا يرجع أيضاً لانخفاض مقدار رؤوس الأموال المستخدمة في الإنتاج ويرجع هذا الأخير لانخفاض الحافز على الاستثمار.

ويعلق على ذلك أحد الاقتصاديين (٢٣٥) بقوله «في رأينا أن هذه الفكرة يجب أن تؤخذ مع التحفظ الشديد على الرغم مما يبدو ظاهرياً من استنادها إلى حقيقة سبب

انخفاض الدخل، ويضيف أننا إذا دققنا النظر لوجدنا أن الغالبية من الدول المتخلفة لم تستمر في دائرة مفرغة من الفقر. بل إنها مرت بمرحلة من مراحل التطور والنمو ولم تكن ذات مظهر صناعي قياسي على مستويات التصنيع في الغرب، ولكنه كان على الأقل خروجاً من الركود الذي تفترضه فكرة حلقة الفقر المفرغة وانتهى إلى أنه على الرغم من صحة هذه الفكرة جزئياً إلا أنه مبالغ في أهميتها ومدى أثرها، وأن كثيراً من الدول قد كسر هذه الحلقة، وغالباً ما توجد في الدول المتخلفة «واحات متقدمة وسط صحراء التخلف الشاسعة وكان نيركسه قد اقترح في علاجه لهذه المشكلة محاولة البدء بكسر حلقة الفقر من النقطة التي بدأت عندها وتتحدد عنده بنقطة ضعف فرص الاستثمار.

المبحث الثاني : التنمية الاقتصادية :

مفهوم التنمية الاقتصادية :

أثار تعريف التنمية الاقتصادية مثلما أثار تعريف التخلف الاقتصادي جدلاً نظرياً حول تحديد مفهوم التنمية.

ولانظننا بحاجة إلى الولوج في هذا الجدل والذي تخرج تفاصيله عن موضوع هذا البحث إلا إذا اقتضت الضرورة، وإنما سنكتفى هنا بإلقاء الضوء على مفهوم التنمية من خلال ذلك الفيض المتدفق من كتابات الإقتصاديين.

عرف بعضهم التنمية الاقتصادية بأنها تنصرف في جوهرها إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، وهى بهذا المعنى غاية تستهدفها المجتمعات المتقدمة والمتخلفة على السواء^(٢٣٦).

وواضح من التعريف المتقدم أنه استخدم مفهوم التنمية Development كمرادف لمفهوم النمو Growth وهو أمر لانقر صاحبه عليه لأنه لا يتفق وصحيح اللغة ، ومن المعلوم أن علوم اللسان هادية للصراب وألفاظها هى أدواتها الدالة على معانيها كيف تؤخذ وتؤدى وإلا استعمل الكلام فى غير موضعه ولم يدل على مقاصده.

وقد تنبه لذلك بعض الإقتصاديين ونبه أحدهم بدوره إلى عدم الخلط بين النمو والتنمية من خلال تناوله لمفهومها بقوله:

التنمية الاقتصادية أوسع مدى من النمو الاقتصادي، فالتنمية تدخل إرادى من جانب الدولة لإجراء تغييرات جذرية فى هيكل الاقتصاد ودفع المتغيرات الاقتصادية نحو النمو بأسرع وأنسب من النمو الطبيعى لها وعلاج مايقترن بها من اختلال وهى تؤدى بذلك إلى تحسين كفاءة الاقتصاد وزيادة الناتج.

وأما النمو الاقتصادي فهو نمو تلقائى يؤدى إلى زيادة الناتج القومى دون تغيير إرادى فى عمل وأداء الاقتصاد، وهو يحدث فى المجتمعات على مر الزمن والعصور ويؤدى إلى النمو الطبيعى لها^(٢٣٧).

وعلى الرغم مما تقدم فإن بعض الإقتصاديين لايرى ثمة وجه للفرقة بين التنمية والنمو ويرى أنهما مترادفين وكل منهما يصلح بديلاً عن الآخر.

ومن التعريفات التى تتسم بالإيجاز الشديد وتتصف بالشمول ما ساقه أحد الإقتصاديين الغربيين^(٢٣٨) بقوله « إن التنمية هى نمو يقترن بالتغيير وإن التغيير يصيب المجتمع ككل.

ويرى الاقتصادي المعاصر Kindlberger أن التنمية الاقتصادية هي الزيادة التي تطرأ على الناتج القومي في فترة معينة والتي تقترن بتغييرات تكنولوجية وفنية وتنظيمية في المؤسسات الإنتاجية القائمة أو التي ينتظر إنشاؤها (٢٣٩).

هذا وقد ذهب الكثير من الاقتصاديين من خلال تعريفهم للتنمية الاقتصادية إلى التركيز على جانب واحد من التنمية هو تكوين رأس المال، أى زيادة الطاقة الإنتاجية ولم يهمل بعضهم الجوانب الأخرى للتنمية ولكنهم تناولوها كمسائل ثانوية، ولذلك ذهب Meier إلى أن التراكم الرأسمالي هو جوهر التنمية والذي من خلاله تصبح كافة أوجه النمو ممكنة (٢٤٠).

وقد اعتبر Meier الهدف النهائي من برامج التنمية هو كسر حلقة الفقر الخبيثة.

أما الموسوعة البريطانية Encyclopedia Britannica فقد عرجت إلي مفهوم التنمية الاقتصادية من خلال عرضها لموضوع النمو الاقتصادي وتوضيح وجه الخلاف بينهما وانتهت إلى أن «النمو الاقتصادي يتميز عامة عن التنمية الاقتصادية بأن التنمية ترتبط بالاقتصاديات القريبة من مستوى الكفاف أما اصطلاح النمو الاقتصادي فإنه يستخدم عند الإشارة إلى الاقتصاديات التي ترتفع فيها- في الوقت الحالى- نسبة دخول الأفراد» (٢٤١).

وأما الموسوعة الأمريكية Encyclopedia Americana فقد تناولت مفهوم التنمية الاقتصادية على أنه «العملية التي يتحول من خلالها مجتمع راكد ذو مستوى منخفض من الدخل الحقيقي إلى مجتمع ترتفع فيه الدخل بنسبة تزيد أو تقل بقدر تجسد التكنولوجيا في رأس المال المتراكم» (٢٤٢).

ومن مجموع التعاريف المتقدمة يبين أن سعى البلاد المتقدمة إلى النمو يختلف عن سعى البلاد المتخلفة إليه، لأن نمو الدول النامية نمواً مطرداً «يتطلب تحريك جذرى وسريع ومستمر في البنيان الاقتصادي بينما نمو البلاد المتقدمة لا يحتاج إلى أكثر من زيادة طبيعية في بعض النسب المؤثرة على النمو الاقتصادي.

ولهذا السبب تستقل الدراسات الخاصة باقتصاديات النمو Growth عن تلك الخاصة باقتصاديات التنمية Development (٢٤٣).

تغيير البنيان الاقتصادي : Economic Structure :

إذا كنا قد انتهينا إلى حتمية إحداث تغيير في البنيان الاقتصادي للدول النامية فإن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال «تكوين جهاز إنتاجى فنى ومتقدم، قادر على تشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية المعطلة، وتكوين هذا الجهاز يعنى إحداث

تغيير بنيانى عميق فى الاقتصاد القومى لأنه يعنى التوسع فى فروع الإنتاج القائمة والقيام بفروع جديدة والأخذ بالتكنولوجيا الحديثة ورفع الإنتاجية وتغيير بنى الطلب على عوامل الإنتاج وعلى المنتجات، وتغيير بنى العلاقات الاقتصادية الدولية^(٢٤٤) .
سياسات التنمية :

يرى بعض الاقتصاديين أن أمام البلاد المتخلفة أن تختار بين سياستين من سياسات التنمية. أولاهما سياسة «التدرج البطيء» والثانية سياسة الدفعة القوية Big push والتي ينصرف جوهرها إلى القيام بحد أدنى من الاستثمار لضمان نجاح برامج التنمية^(٢٤٥) ونحن نرى أن سياسة الدفعة القوية تمثل بالنسبة للبلاد الآخذة فى النمو تحدياً لا بد من قبوله باعتباره أمراً محتوماً تقتضيه الضرورة لإمكان إحداث التغيير البنىانى فى فترة مقبولة ومدة محدودة على أن ذلك رهن بمقتضيات العدالة وتوزيعها بين الناس وتفادى التمويل التضخمى لماله من أضرار مدمرة على الفقراء.

ونجاح الدفعة القوية فى الانطلاق بالاقتصاد القومى والانتقال به من حالة الركود إلى النمو السريع يقتضى استبعاد الاستراتيجيات التى تقوم على فلسفة الحرية الاقتصادية، بل إن فكرة الدفعة القوية The big push إنما تقف على الضد تماماً من فلسفة الحرية الاقتصادية.

وترتيباً على ما تقدم فليس من المتصور أن تتحقق التنمية الاقتصادية من تلقاء نفسها كما تصور «هوفمان» وذلك من خلال المراحل التى حددها ويتعين على البلاد المتخلفة اجتيازها ليندفع الاقتصاد تلقائياً تحت ضغط قوى السوق^(٢٤٦) .

ولا مكان لإحداث التنمية من خلال اليد الخفية التى بشر بها آدم سميث وبطبيعتها الخيرة فى التوفيق بين مصالح الأفراد والجماعات^(٢٤٧) والتى بدت فى رأى أحد علماء الاجتماع وكان الشلل قد أصابها، أو كأن أحد آلات الثورة الصناعية قد بترتها.

أما وقد ثبت أيضاً أن أياً من نماذج التنمية الاقتصادية التى تمخض عنها الفكر الغربى وأفرزتها أقلامه لا تلائم الاقتصاديات المتخلفة ويستوى فى ذلك الأخذ بأسلوب النمو المتوازن أو النمو غير المتوازن. فإذا ما تجاهلنا مادعى إليه روزنشتاين رودان من وجوب اعتماد البلاد المتخلفة على رؤوس الأموال الأجنبية وبالقدر الكافى الذى لا يحمل الاقتصاد القومى تبعات التمويل والعمل على نشر الصناعات الخفيفة والاستهلاكية والبعد عن الصناعات الثقيلة وهى أفكار استعمارية عفى عليها الزمن، فإن من أهم الانتقادات التى وجهت لاستراتيجية النمو المتوازن هو أنها تنطوى على ثنائية الاقتصاد القومى وتتطلب كما خيالياً من رؤوس الأموال.

وكذلك لم تسلم نظرية النمو غير المتوازن من النقد حيث أنها تفترض أن تتم التنمية عن طريق المبادرة الفردية ويتم من خلالها تعجيل التنمية عن طريق موجات الاختلال وهو ما يقتضى صدور قرارات المنظمين فى الاقتصاد الحر بعيداً عن تدخل الدولة وهو أمر لاسبيل إلى إقراره لإحداث التنمية الاقتصادية.

استحالة تكرار التجربة الرأسمالية :

إذا كان انتقال رؤوس الأموال من البلاد الغنية التى أصابها تخمة من التراكمات الرأسمالية إلى البلاد الفقيرة التى تعاني من قلة هذا العنصر أمراً قد تقتضيه الضرورة وتدعو إليه مصلحة الأطراف جميعاً، وكذلك إذا كان إنتقال الأيدي العاملة من البلاد ذات الوفرة السكانية إلى البلاد التى تعاني من نقص العنصر البشرى أمراً جائزاً ومقبولاً فإن ما يتعين أن نسلم به هو أن نقل التجارب الذاتية من البلاد الغربية التى قطعت شوطاً كبيراً فى مجال التقدم العلمى والنمو الاقتصادى والفن الإنتاجى إلى البلاد المتخلفة دون مراعاة لخصوصيات هذه الأخيرة، فضلاً عن تعذر تفاعل واندماج الحضارات الموقدة مع حضارات هذه الشعوب، خاصة وأن هذه الحضارات ما قامت إلا على أنقاض الأخرى، هذه التجارب المستوردة لا تدعو إليها حاجة ولا تقتضيهما الضرورة وإنما يترتب على هذا المسلك إحكام قبضة الدول المتقدمة على الدول المتخلفة والسيطرة عليها وتقييدها بسلاسل لها بريق الذهب فى حين أنها لا تخرج عن قيود التبعية والخضوع.

والذين يتسألون اليوم كما تساءل غيرهم بالأمس «أليس من الممكن أن تسلك الدول المتخلفة نفس المسلك الذى سلكته الدول الرأسمالية من قبل لإحداث التنمية؟» نقول لهؤلاء حسبنا أن نشير هنا إلى قول «زومبارت» للرد على هذا التساؤل:

« لقد أصبحنا أغنياء لأن أجناساً بأسرها وشعوباً بأكملها قد ماتت من أجلنا، ومن أجلنا أيضاً افتقرت قارات بأكملها» (٢٤٨).

وما حدث فى أمريكا منذ زمن يسير لا يتجاوز مائتى عام لا يختلف عن تلك الصورة التى نقلها إلينا زومبارت فى التجربة الرأسمالية.

لقد سجل التاريخ، أنه بعد اكتشاف أمريكا تم اقتلاع سكان البلاد الأصليين واستعبادهم ودفنهم أحياء فى مناجم الذهب والفضة التى تم اكتشافها، وتم تحويل أفريقيا إلى ساحة لا لصيد الحيوانات وإنما لصيد نوى البشرية السوداء.

لقد انتهى عصر الاكتشافات البحرية والسخرة والاسترقاق ونهب المستعمرات واستنزاف الثروات، بل أن الدول المتخلفة فى العصر الحديث هى على وجه الترجيح

ذاتها أو معظمها تلك المستعمرات التي تعرضت من قبل للنهب والاستنزاف وكانت منافذ لتلك البلاد لتصريف المنتجات واستجلاب المواد الأولية والخامات.

لذلك فإن عجلات الزمان لن تعود إلى الوراء ولو كان في الإمكان أن تعود ما سلكت الدول المتخلفة- والتي لم تكن يوماً متخلفة- نفس المسالك التي سلكتها الدول الاستعمارية لأن من هذه البلاد بلداً هي كنانة الله في أرضه، وبلداً اختصها الله بأن تكون مهبط الوحي ومبعث الرسل وإنبثاق الهدى والنور للبشرية التي كانت غارقة في ظلمات الجهالة والوثنية.

لذا فلا غرو أن انتهى أحد الكتاب الاقتصاديين الاشتراكيين في مصر (٢٤٩) إلى أن الأوضاع السائدة في البلدان النامية مغايرة لتلك السائدة في كل من العالم الرأسمالي والعالم الاشتراكي، فالإعتماد ليس كاملاً على آليات السوق كما هو الحال في النظام الرأسمالي، كما أنه لا يتصور تأميم وسائل الإنتاج في بلد نام كما هو الحال في النظام الاشتراكي، ومن ثم برزت الحاجة إلى بلورة نظرية خاصة بالتخطيط والتنمية خاصة بالعالم الثالث.

وليس معنى هذا أننا نفلق كل النوافذ والمنافذ في وجه تجارب الآخرين، وليس معنى ذلك أيضاً أن كل النظريات الغربية شر مستطير بل إن فيها من الجزئيات ما فيه خير كثير لا ينبغي أن نحجبه عن أنفسنا جهالة ولا أن نصد أنفسنا عنه تعصبا.

المدرسة الرومانسية واخضاع القيم الاقتصادية للقيم الدينية :

German Romantic School :

إذا كنا قد حاولنا من خلال هذا المبحث أن نثبت أن الفكر الاقتصادي الغربي الحديث إنما هو إمتداد للفكر الاستعماري القديم منذ عصر التجار، فإن أمانة العرض تقتضى ألا نغفل أنه قد ظهر من بين ثنانيا الفكر الغربي المدرسة الرومانسية بقيادة « آدم مولر » (٢٥٠) والتي إنتقدت الفكر الكلاسيكي وتمجيده للحرية الاقتصادية، وقد كان الرومانسيون يتطلعون إلى مجتمع تكون فيه القيم الاقتصادية خاضعة للقيم الأخلاقية والدينية حتى تقترب من المثل العليا الاجتماعية.

وقد أُلح Müller على الإيثار والقيم الدينية في مواجهة ما اعتبره أنانية آدم سميث وماديته (٢٥١) ويرى مولر أنه في غيبة القيم الدينية فإن النشاط الاقتصادي يفقد هدفه النهائي، وأن الصعوبات التي تواجهها في الحياة الاقتصادية إنما ترجع إلى أن الناس قد نسوا القوة الإلهية العظمى. وأضاف أن العمل ليس هو المصدر الوحيد للإنتاج ولكنه مجرد أداة عاجزة بغير قوة الله والتي يجب أن تسند إليه، وذلك العون المادي متمثلاً في الأرض ورأس المال لم يكن للإنسان فضل في وجوده ويرى أن عوامل

الإنتاج ليست هي الأرض والعمل ورأس المال وإنما الطبيعة والإنسان وتراث
الماضي (٢٥٢) وعبر عن الماضي بقوله: Every man stands at the center of civic life,

He has behind him a past which must be respected before him, a future
which must be cared for .

التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي :

بقي أن نطوف في عجالة حول مفهوم التنمية في إطار المنهج الإسلامي، وسوف
يكون طوافنا طواف الضامن الذي يتربح الرحيل واستئناف المسير، فالمسألة التي بين
أيدينا أعظم من أن نتناولها من خلال هذا المبحث، وفي ذات الوقت أجل من أن نغفل
نكرها ولو بالإشارة أو التنويه.

ليس الإسلام كما يتصور البعض أو كما يروق للبعض أن يصوره شعائر وعبادات
أو حلقات ذكر وعلم وابتهالات، فالأمور التعبديّة إنما تمثل جانباً واحداً في حياة المسلم
وهو الجانب الروحي، ولكن الإسلام منهج شامل، كامل متكامل، يتناول كل جوانب
الحياة الإنسانية المادية والروحية، منهج قائم على العلم المطلق بحقيقة الإنسان
وحاجاته، وحقيقة الكون الذي يعيش فيه وطبيعة النواميس التي تحكمه. وهو منهج قائم
على العدل المطلق المبرأ من الميل والهوى والضعف، كما أنه مبرأ من الجهل والقصور
والغلو والتفريط.

إن كل ما يقع في هذا الكون إنما يقع عن تدبير، ويصدر عن حكمة ويتجه إلى غاية
وهناك في النهاية سنة ماضية وفق المشيئة المطلقة التي وضعت نواميس الكون
والحياة (٢٥٣).

وحيثما نتصدى لمسألة التنمية يقتضى الأمر منا أولاً الوقوف على مفهوم المشكلة
الاقتصادية في التصور الإسلامي.

مفهوم المشكلة الاقتصادية في التصور الإسلامي :

لم تعرف المجتمعات الإسلامية وكذا غير الإسلامية عبر العصور والدهور ما
اصطلح على تسميته بالمسألة الاقتصادية حتى بداية القرن العشرين، ولا غرو
فالفيلسوف الاسكتلندي مؤسس علم الاقتصاد آدم سميث عرف الاقتصاد بأنه علم
الثروة أى ذلك العلم الذى يبحث فى أسباب الرفاهية المادية (٢٥٤) وبمعنى آخر أنه العلم
الذى يبحث فى طبيعة وأسباب ثروة الأمم (٢٥٥).

مع أن تعريف الاقتصاد بأنه علم الثروة يصرف الأنظار عن غايته وسياسته وهو
الإنسان والذى لا يتم الإنتاج إلا به ومن أجله.

وهذا هو ما تنبه إليه مارشال في تعريفه للاقتصاد حينما عرفه بأنه دراسة لسلوك الإنسان في نطاق نشاطه العادي وذلك من حيث كيفية إنتاجه للثروة واستعماله لها أو حصوله على الدخل وكيفية إنفاقه له (٢٥٦).

ولم تبرز في هذه التعريفات المشكلة الاقتصادية بمفهومها الحالي في الاقتصاد السياسي، إلى أن جاء البروفيسور رويينز وأعطى تعريفاً جديداً للاقتصاد أبرز من خلاله المشكلة الاقتصادية، إذ أنه عرف الاقتصاد بأنه «العلم الذي يبحث في سلوك الإنسان من ناحية العلاقة بين حاجاته المتعددة والوسائل النادرة والتي لها استخدامات بديلة» (٢٥٧).

تشخيص المشكلة الاقتصادية :

لا يقر الاسلام ما ذهب إليه الرأسماليون من أن المشكلة الاقتصادية هي مشكلة ندرة الموارد ولا نهائية الحاجات، أي أن مردها إلى الطبيعة التي اتهمت ظلاماً بالشح ثم بالعجز عن تلبية احتياجات البشر.

إن تشخيص المشكلة على الوجه المتقدم ينصرف إلى كونه لوم للطبيعة على مشكلات من صنع البشر. وهذا الأمر لا يتعارض فقط مع عقيدة كل من يدين بالإسلام بل والمُنصفين أيضاً من الغرب (٢٥٨). وإنما تنشأ المشكلة من أمرين:

الأول: القصور في استخدام الموارد المتاحة والمسخرة من قبل الله تعالى.

الثاني : سوء توزيع الناتج بين أفراد المجتمع.

ويستدل على ذلك من أعظم كتاب أنزل لهداية الانسان وتوجيهه إلى ما يحقق له سعادة الدنيا وسعادة الآخرة.

يقول تعالى : ﴿ ولقد مكناكم في الأرض وجعلنا لكم فيها معاش قليلا ما تشكرون ﴾ (٢٥٩).

﴿ وما من دابة في الأرض إلا على الله رزقها ﴾ (٢٦٠).

﴿ وكأين من دابة لا تحمل رزقها الله يرزقها ﴾ (٢٦١).

﴿ وآية لهم الأرض الميتة أحييناها وأخرجنا منها حبا فمنه يأكلون * وجعلنا فيها جنات من نخيل وأعناب وفجرنا فيها من العيون * لياكلوا من ثمره وما عملته أيديهم أفلا يشكرون ﴾ (٢٦٢).

ويقول أيضا: ﴿ الله الذي خلق السموات والأرض وأنزل من السماء ماء فأخرج به من الثمرات رزقا لكم وسخر لكم الفلك لتجرى في البحر بأمره وسخر لكم الأنهار وسخر لكم

الشمس والقمر دائبين وسخر لكم الليل والنهار وآتاكم من كل ما سألتموه * وإن تعدوا نعمة الله لا تحصوها إن الإنسان لظلوم كفار» (٢٦٣).

«ولو أن أهل القرى آمنوا واتقوا لفتحنا عليهم بركات من السماء والأرض ولكن كذبوا فأخذناهم بما كانوا يكسبون» (٢٦٤).

«أفرايتم ما تَحْرُثُونَ أنتم تزرعونوه أم نحن الزارعون» (٢٦٥).

«فليَنظُرِ الإنسان إلى طعامه * أنا صببنا الماء صبا * ثم شققنا الأرض شققا * فأنبتنا فيها حبا * وعنبا وقضباً * وزيتوناً ونخلاً * وحدائق غلباً * وفاكهة وأبا * متاعاً لكم ولأنعامكم» (٢٦٦).

«وفي السماء رزقكم وما توعدون فورب السماء والأرض إنه لحق مثلما أنكم تنطقون» (٢٦٧).

«وهو الذي سخر البحر لتأكلوا منه لحماً طرياً» (٢٦٨).

ويستدل بهذه الآيات المعجزات أن الندرة التي يزعمونها فرية، وإنكار وجود بنعم الله سبحانه وتعالى، واتهام للطبيعة بالشح، والعجز عن تلبية احتياجات البشر، وهي التي أودع الله فيها الأقوات والأرزاق والقوى والطاقات وغير ذلك مما تستحيل بدونه حياة الإنسان والطير والدواب، وتسجل الآيات زيف ما يزعمونه من اختلال في العلاقة بين الموارد والسكان بقوله تعالى «وأنبتنا فيها من كل شيء موزون» (٢٦٩).

وإذا كانت هذه النصوص تكشف عن زيف ادعاءاتهم فليس بعد قول الله قول لأحد، ولا ادعان لامامة الغرب ومن سار على دربه ونهج نهجه (٢٧٠).

إثبات خرافة الندرة :

وإذا كنا قد اثبتنا من خلال نصوص قرآنية قطعية الدلالة والثبوت ما يدحض فرية الندرة، فقد كان يكفينا هذا القدر، ويغنينا عن الاسترسال، إلا أننا قد رأينا في توارد الأدلة ما يدمغ أكذوبة الندرة.

تفيد تقارير اللجنة الرئاسية بالولايات المتحدة الأمريكية وكذا دراسات الإنتاج العالمي من الغذاء لعلماء جامعة ولاية «ايوا» أنه لا يزرع من الأراضي الصالحة للزراعة في العالم سوى ٤٤٪ وفي كل من أفريقيا وأمريكا اللاتينية لا يزرع سوى أقل من ٢٠٪ من الأراضي التي يمكن زراعتها (٢٧١) وهذا في حد ذاته دليل على القصور في استخدام الموارد وليس ندرتها.

وما ذكره شيخ المؤرخين تقي الدين أحمد المقرئ في كتابه عن تاريخ المجاعات في مصر (٢٧٢) ما وقع في عهده من غلاء فحش أمره، وشنع ذكره فما كان من الناس إلا أن

أكلوا القُطط والكلاب^(٢٧٣)، وقد كانت مساحة الأرض الزراعية حينذاك تزيد عما هي عليه الآن، وكان عدد السكان لا يزيد على مليونين ونصف مليون نسمة، مقابل ما يزيد الآن عن ٥٥ مليون نسمة في مصر. وهنا يثور التساؤل: فهل كان سبب المجاعة ندرة الموارد، أم القصور في استخدامها!!؟

وإننا نتساءل أيضا: أية ندرة تلك التي يمكن أن نتعلق بها لدفع اللوم عن أنفسنا وإلقائه على الطبيعة، وقد توحشت الأسماك في الأنهار وأعالى البحار، ثم ماذا من السموم التي تدفع البلاد المختلفة من أجل الحصول عليها أعز ما تملك من العملات الصعبة ليزداد حجم الاختلال في موازين مدفوعاتها فضلا عن قتل الإنسان والنبات والحيوان وتهديد الحياة. إن المصادر الغربية تشير إلى أن المبيد الحشرى «فوسفل» "Fosvel" قد ارتبط بقتله للجاموس والبشر في مصر فكثفت الشركات المنتجة من إنتاجها.

لقد عبر عن الندرة أحد الكتاب الغربيين من خلال ما أسماه «أخلاقيات قارب النجاة» هذا الكاتب هو «جارت هاردن» وتخلص نظريته في أن الأرض تشكل الآن قارب نجاة ليس فيه من الطعام ما يكفي الجميع. ثم يستطرد... أليس من المنطقي أن يذهب الطعام إلى من يتمتعون بأكبر فرصة في النجاة، وألا نخاطر بسلامة الجميع بإحضار ركاب جدد؟ ثم يتساءل: ماذا يحدث إذا اقتسمت المساحة في قارب النجاة؟ ثم يجيب... يغطس القارب، ويفرق الجميع. العدالة المطلقة تعنى الكارثة المطلقة^(٢٧٤).

قواعد النظام الاقتصادي الاسلامي :

الإسلام دين دعوة ومنهج وحياة، وليس مجرد نصوص أو طقوس ومن تأمل في قوله تعالى «هو أنشأكم من الأرض واستعمركم فيها»^(٢٧٥) أدرك أن هناك تكليفا من قبل المولى سبحانه وتعالى لعباده بعمارة الأرض، وذلك بما يصلح شؤون حياتهم، ويسر لهم سبل معاشهم، فإذا قصر البشر في عمارتها - رغم تكليفهم وتوجيه الخطاب إليهم - فقد خالفوا أمر خالقهم فيما استخلفهم فيه والدين الإسلامى من هذا المنطلق ليس مجرد شعائر وعبادات ولكنه عقيدة وشريعة. ومقتضى هذه العقيدة الإيمان بوحداية الله. وتفردة بالخلق والتدبير وتنزهه عن الند والشريك والمائلة فى الذات أو الصفات، وتفردته باستحقاق العبادة والتقدیس. وأما الشريعة وهى الشق الثانى للدين الاسلامى فما هى إلا القواعد والأحكام الفقهية المتعلقة بالعبادات والمعاملات، وهذه الأخيرة هى التى تحدد علاقة الفرد بربه، وعلاقة الفرد بغيره، ومن هذه المعاملات ما يتعلق بالبيع، والرهن، والديون، والكفالة، والضمانة، والوكالة والحوالة والشركة والوديعة والعارية والشفعة والهبة.

وإذا تناولنا جانباً واحداً من هذه الجوانب، وهو جانب المال، فمن الثابت في الدين الإسلامي نهي عن أكل أموال الناس بالباطل، وتحريمه للربا وقد جعل الآخذ والعاطي فيه سواء، كما أنه نهى عن الغش، والاستغلال، وإيتاء الأموال للسفهاء، ونهى عن أكل أموال اليتامى، وعن بخرس الناس أشياءهم، كما نهى عن النجش، وبخرس الكيل والميزان، كما نهى عن الاحتكار والتسعير، وأمر بالوفاء بالعقود والعهود، وأمر على سبيل الندب بإثبات الدين حتى لا تضيع الحقوق، وأمر بحسن القضاء والاقتضاء في البيع والشراء، وأمر بالأمانة، وفرض الزكاة، وجعل في أموال الأغنياء حق معلوم للسائل والمحروم، وفرض الفرائض (الموارث) وأبان أحكام الوصية، وأباح بيع المزايدة، والرهان المقبوضة، وغير ذلك كثير مما جاء في كتب الفقه على وجه التفصيل.

وقد صاغ المفاهيم المتقدمة بدقة متناهية، جامعة مانعة، أحد أعلام الاقتصاد الإسلامي^(٢٧٦) وهو بصدد تحديد قواعد هذا النظام وذلك على الوجه التالي:

- (١) أن الحاكمية والعبودية لله وحده سبحانه وتعالى.
 - (٢) أن المال مال الله ونحن مستخلفون فيه.
 - (٣) أن شقى الشريعة الإسلامية وهما العبادات والمعاملات يرتبطان ارتباطاً عضوياً وموضوعياً ببعضهما البعض.
 - (٤) أن مهمة الإنسان على ظهر الأرض هي عبادة الخالق تبارك وتعالى.
 - (٥) أن غاية الوجود على ظهر الأرض هي «إعمارها» ويرتبط بذلك تثمير الأموال.
- خصائص النظام الإقتصادي الإسلامي :

- (١) أهمية دافع الربح في تسيير النشاط الاقتصادي، ولكن بمفهوم وضوابط إسلامية محددة.
- (٢) أهمية نظام السوق وميكانيكية الأثمان بضوابطه الإسلامية.
- (٣) مركز وأهمية العمل في هذا النظام وإقترانه بالإيمان.
- (٤) الحرص على الإنفاق بشعبه الثلاث: الاستهلاكى والاستثمارى والصدقى على أساس أن الإنفاق هو جوهر التنمية.
- (٥) تحريم الربا، كركن أساسى فى هذا النظام.
- (٦) توفر صيغ استثمار حقيقى للأموال عن طريق تضافر العمل ورأس المال.
- (٧) تحريم الاحتكار والاكنتاز. وكل الممارسات الخاطئة فى النشاط الإقتصادى من غش وتدليس ونجش... إلخ، ضمناً لسوق إسلامية كاملة.

(٨) نظام مالى متكامل تكون ركيزته الزكاة ويشكل دعامة أساسية لدور محدد للدولة فى توجيه وترشيد النشاط الاقتصادى.

(٩) تكافل اجتماعى بناء، يعمل على توفير «تمام الكفاية» لكل فرد من أفراد المجتمع ويدفع الجميع إلى الاشتراك الفعلى فى النشاط الاقتصادى تعميراً للأرض.

(١٠) نظام توزيع يقوم على أساس معايير العمل والحاجة والضمان، فالغنى بالغرم والخراج بالضمان، فمن يعمل يكسب ومن لا يستطيع فعليه أن يسد حاجاته الأساسية عن طريق العمل ثم يتم مقابلة بقية هذه الاحتياجات من خلال معيار الحاجة.

(١١) نظام ملكية، متعدد، يشمل ملكية الدولة، والملكية العامة، والملكية الخاصة، أخذاً فى الاعتبار أن النوع الأخير يشكل عصب هذا النظام، ويضبط بضوابطه الشرعية، بمعنى قيامه بوظيفته الاجتماعية.

(١٢) نظام رقابى ذاتى شامل من الفرد على نفسه، ومن الفرد على الحاكم، ومن الحاكم على الفرد، ومن الخالق تبارك وتعالى على الجميع (٢٧٧).

المال وحرية التملك فى الإسلام :

إذا كان المال هو قوام الحياة وائى للحياة أن تقوم أو تستقيم بغيره، فليس بوسعنا أن نتحدث عن التنمية فى الإسلام دون أن نشير إلى أنه على النقيض تماماً من المذهب الاقتصادى الرأسمالى الحر والذى يطلق عنان الحرية للأفراد للتصرف فى المال والممتلكات إلى الحد الذى ذهب بآدم سميث إلى التساؤل من خلال نظرية المشاعر الأخلاقية Theory of moral sentiments عن الغاية من الجشع والطمع والجرى وراء الثروة. وأجاب على ذلك من خلال كتابه «ثروة الشعوب» أن كل هذا التهافت الجشع على الثروة يلقى ما يبدره أخيراً فى الرجل العادى (٢٧٨) وهذه المقولة ترتبط بزعمه أن هناك يداً خفية تعمل على تحقيق التوازن والتوافق بين مصلحة الأفراد الذاتية ومصلحة المجتمع.

بل إن سميث Smith ذهب مؤكداً وجهة نظره بقوله «إننا لا نتوقع عشاغا من كرم القصاب أو صانع الخمر أو الخباز ولكن نتوقع منهم رعايتهم لمصلحتهم الذاتية. إننا لا نخاطب إنسانيتهم وإنما نخاطب حبهم لذواتهم، ولا نحدثهم عن الأشياء الضرورية لهم وإنما عن المزايا التى يحصلون عليها» (٢٧٩).

وإذا كانت الحرية الرأسمالية قامت على الإفراط المقيت فى حب الذات أو ما أطلق عليه علم النفس «الأنا الأعظم» "Egoism" فإن الإسلام على الجانب الآخر يقيد حرية

المسلم فى التصرف فى المال فصاحب المال فى نظر الإسلام ليس هو المالك الأصيل لأن المالك الأصيل هو الله، وإنما هو منافع به ومؤتمن عليه ومستخلف فيه.

تكوين الفائض الاقتصادى من منظور اسلامى :

الفائض الاقتصادى هو الزيادة فى الدخل القومى على الاستهلاك القومى (٢٨٠) وتقتضى زيادة الفائض الاقتصادى فى الدول النامية أما زيادة الدخل، وأما تقييد الاستهلاك وتحجيمه. ولما كانت زيادة الدخل عملية معقدة وتدور معها وحولها حلقة الفقر الخبيثة *The vicious circle of poverty*. فإن الخيار الثانى المطروح أمام الدول النامية هو تقييد الاستهلاك وترشيده والذى يتعين البدء به للعمل على إزالة بعض الاختلالات الهيكلية كالخلل القائم بين الإنتاج والاستهلاك أو بين التصدير والاستيراد، وإلى أن تتمكن هذه الدول من تدعيم بنيتها الاقتصادية وإزالة مختلف الاختلالات الهيكلية والبنائية، وإقامتها لجهاز انتاجى فنى ومتقدم ويتميز بالمرونة وقادر على تشغيل كافة الموارد المعطلة وغير المستغلة، إلا أن السؤال الذى يظل مطروحاً هو نظرة الإسلام لمسألة الاستهلاك.

الاستهلاك من منظور إسلامي :

المسلم مطالب بالاعتدال فى التمتع بالطيبات من الرزق وعدم الإفراط أو التفريط أو الإسراف أو التقدير امتثالاً لقوله تعالى:

﴿والذين إذا أنفقوا لم يسرفوا ولم يقتروا وكان بين ذلك قواماً﴾ (٢٨١).

ولقوله تعالى : ﴿وكلوا واشربوا ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين﴾ (٢٨٢) ولقوله ﷺ فيما رواه المقداد بن معد يكرب رضى الله عنه قال: سمعت رسول الله ﷺ يقول «ما ملأ آدمى وعاء شراً من بطنه، بحسب ابن آدم لقيمات يقمن صلبه، وإن كان لابد فاعلا فتلت طعامه، وتلت لشرا به، وتلت لنفسه» (٢٨٣).

وصح عن رسول الله ﷺ أنه قال «الكافر يأكل فى سبعة أمعاء والمؤمن يأكل فى معى واحد» (٢٨٤).

وليس معنى ذلك أن الإسلام يدعو المسلم إلى أن يحيا حياة الكفاف، ولا أنه يذره يعانى شظف العيش، وإنما يتكفل بدفع ذوى الحاجات وأهل الكفاف إلى الكفاية، ودليلنا على ذلك، قوله تعالى:

﴿يا أيها الذين آمنوا كلوا من طيبات ما رزقناكم واشكروا لله إن كنتم إياه تعبدون﴾ (٢٨٥).

ولما رواه أحمد عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده عن النبى ﷺ قال «كلوا وتصدقوا والبسوا فى غير إسراف ولا مخيلة» (٢٨٦).

وفى رواية عن ابن عباس «كل ما شئت والبس ما شئت ما أخطأك خصلتان سرف ومخيلة» (٢٨٧).

ولما رواه كذلك عمران بن حصين رضى الله عنه أن النبي ﷺ قال «ان الله يحب إذا أنعم على عبد نعمة أن يرى أثر نعمته على عبده» (٢٨٨).

ولما رواه عمرو بن دينار قال : قال عمر بن الخطاب: «إذا أعطيتم فأغنوا يعنى الصدقة» (٢٨٩).

وقد روى ابن حزم عن الحسن أن يعطى من الصدقة الواجبة من له الدار والخادم، إذا كان محتاجا، وعن إبراهيم نحو ذلك وعن سعيد بن جبير، يعطى منها من له الفرس والدار والخادم، وعن مقاتل بن حيان: يعطى منها من له العطاء من الديوان وله فرس (٢٩٠).

ولما رواه البخارى أيضا فى صحيحه قال: حدثنا اسماعيل بن عبد الله، قال حدثنى مالك عن أبى الزناد عن الأعرج عن أبى هريرة رضى الله عنه ان رسول الله ﷺ قال «ليس المسكين الذى يطوف على الناس ترده اللقمة واللقمتان والتمرة والتمرتان ولكن المسكين الذى لا يجد غنى يغنيه ولا يظن به فيتصدق عليه ولا يقوم فيسأل الناس» (٢٩١).

ويبين مما تقدم أن الإسلام يدعو الانسان إلى الاعتدال فى طعامه وشرابه ولباسه. وأن يتمتع بالطيباب فى غير سرف ولا مخيلة.

وإذا كان هذا هو منظور الإسلام للاستهلاك فإن للغرب مفهوما آخر لخفض إنفاق المجتمع على الاستهلاك، فيذهب اللورد كينز فى نظريته العامة التوظيف والنقود، إلى أن عادات الإنفاق على الاستهلاك تتفاوت لدى الطبقات تفاوتاً كبيراً، وأن الميل الحدى للاستهلاك لدى طبقة الأغنياء أقل منه لدى طبقة الفقراء، وأن الفقراء يستهلكون نسبة أعلى من دخولهم عن الأغنياء، وأنه لو لسبب ما كان من المرغوب فيه خفض إنتاج المجتمع من الاستهلاك لكان من السهل إحداث ذلك بفرض ضريبة على الفقراء وإعطاء حصيلتها للأغنياء الذين سوف يدخرون جزءاً كبيراً منها (٢٩٢).

وهذه الوسيلة التى ذكرها كينز تتعارض مع أبسط القيم الأخلاقية والدينية وتمجها الفطر والطبائع السليمة، ذلك أنها تمثل استيلاء على دخل الفقراء بطرق غير مشروعة. وعلى النقيض من ذلك يقرر نبي الإسلام صلوات الله وسلامه عليه منذ أربعة عشر قرناً قاعدة مؤداها تؤخذ من أغنيائهم وترد على فقرائهم (٢٩٣) بينما يرى كينز أن تؤخذ من فقرائهم وتعطى لأغنيائهم. والإسلام لا يسمح باستئثار القلة الغنية بخيرات المجتمع، بل ذهب بعض فقهاء المسلمين إلى القول انه «إذا مات رجل فى بلد جوعاً فأهلها كلهم قتلة، وتجب عليهم الدية» (٢٩٤).

التراكم الرأسمالي من منظور إسلامي :

بعض الكتاب المشتغلين بالاقتصاد الإسلامي يتخرجون من معالجة هذا الموضوع خشية الزلل، وإذا تناولوه، فإنهم يتناولونه بحذر، ولعل في رسالة الإمام على بن أبي طالب لعامله في مصر ما يعالج هذه المسألة بنظرة أبلغ من نظرة الاقتصاديين المعاصرين.

فيقول الإمام على في رسالته لابن الحارث الأشتر النخعي مايلي: «وليكن نظرك في عمارة الأرض أبلغ من نظرك في استجلاب الخراج، لأن ذلك لا يدرك إلا بالعمارة، ومن طلب الخراج بغير عمارة، أضر بالبلاد وأهلك العباد ولم يستقم أمره» (٢٩٥) .

وقد جسد عبدالمك بن مروان نفس المعاني التي تضمنتها رسالة الإمام علي والتي تكفل تكوين الثروة وسرعة نمائها في أسمى الصور الانسانية وذلك في كتاب إلى الحجاج، حينما طلب منه الحجاج أخذ الفضل من أموال السواد، فمنعه من ذلك وكتب إليه يقول «لا تكن على درهمك المأخوذ أحرص منك على درهمك المتروك، وأبق لهم لحوماً يعقدون بها شحوماً» (٢٩٦)

الإسلام والأزمات الاقتصادية :

تفسر بعض الدراسات الأزمة الاقتصادية على أنها تمثل مجموعة من الاختلالات في الاقتصاد الداخلي والخارجي، وهذه الاختلالات تخلص في اختلال العلاقة بين الإنتاج والاستهلاك، وبين الاستثمار والادخار، وبين الموارد العامة والنفقات العامة، وبين الواردات والصادرات.

وهذه الاختلالات تؤدي بالضرورة إلى تفاقم الأزمات الاقتصادية والتي تظهر بشكل أوضح في الاختلال الهيكلي بين الأسعار والأجور. فبينما تزداد الفجوة اتساعاً بين الأسعار والأجور من ناحية، يزداد الاختلال تعاضماً بين الأجور والإنتاج من ناحية أخرى، حيث تنخفض الإنتاجية في مقابل الأجور، الأمر الذي يتضح معه أن الأزمة الاقتصادية تكمن في ضعف الإنتاج (٢٩٧) .

والاختلالات التي أشرنا إليها لا وجه لوجودها في ظل الالتزام بمنهج الإسلام. فالكون أساسه التوازن، والإنسان جزء من هذا الكون، فإذا تحدثنا عن الاختلال فإنما نتحدث عن انحراف الإنسان عن المسار التوازني لنواميس الكون والحياة، ودليلنا على ذلك قوله تعالى ﴿والأرض مددناها وألقينا فيها رواسي وأنبتنا فيها من كل شيء موزون﴾ (٢٩٨) .

فإذا تدبرنا هذه الآية وأمعنا فيها النظر وتأملنا كذلك الآية الكريمة: ﴿والله أنبتكم من الأرض نباتاً﴾ (٢٩٩) .. استبان لنا على وجه لايقبل الشك أن حكمة الله سبحانه وتعالى

تجلت في خلقه الجبال لكي تكون للأرض رواسب وأوتاداً حتى لا تضطرب وتميد، والاضطراب في اللغة هو الاختلال وهو نقيض التوازن. ثم يخبرنا سبحانه وتعالى أن كل ما نبت في الأرض يتصف بالتوازن وهو ما يستدل من قوله تعالى: «وأنبت فيها من كل شئ موزون» (٣٠٠).

هذا الاتزان من نواميس الكون، ولا تستقيم الحياه في غيبته، والإنسان شأنه في ذلك شأن سائر النبات وهو ما يستدل به من قوله سبحانه وتعالى: (والله أنبتكم من الأرض نباتاً).

فإذا كان كل ما نبت على هذه الأرض يتصف بالتوازن، والإنسان نبتٌ من نبات الأرض. فهذا يقتضى التسليم من جانب المسلمين بأن هذا الكون أساسه التوازن، وأن الإنسان وهو جزء من هذا الكون هو المسئول عن أدنى إختلال إذا إنحرف عن المسار التوازني لنواميس هذا الكون، فالإنسان هو المنتج وهو المستهلك وهو المدخر وهو المكتنز وهو المستثمر وبه يتم الإنتاج ومن أجله أيضاً.

فلا ينبغي أن يكون هناك إفراط ولا تفريط ولا إسراف ولا تقتير ولا شح ولا تبذير، وحسب المسلم أن يتلو قوله تعالى: «ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوماً محسوراً» (٣٠١).

وإذا كنا قد تعرضنا خلال هذا البحث لضوابط الإسلام في العمل والإنتاج والإستهلاك والإستثمار فحسبنا ذلك على سبيل الإشارة والتنويه.

التمية الاقتصادية ومشكلة الانفجار السكاني :

لقد وقع مالتوس ومن بعده المالتوسيون الجدد في خطأ يبين حينما نظروا إلى كل مولود جديد على أنه يمثل وحدة استهلاكية إضافية وتناسوا أنه يمثل أيضاً وحدة إنتاجية إضافية، وقد اندفع مالتوس إلى كتابة مقالته عن السكان بعدما قرر بعض فلاسفة عصره انه ليس هناك قانوناً طبيعياً يحد من قدرة الانسان على تحسين ظروفه المعيشية، وأن يوسع الإنسان أن يستخدم قوانين الطبيعة لتحسين الانتاج. وكتب مالتوس مقالته الأولى والتي تنتهي فيها إلى مبدأ مؤداه «أن قدرة الإنسان على الإنجاب أعظم من قدرته على الإنتاج» (٣٠٢).

وإذا أردنا أن نحلل موقف الدول المتقدمة في المؤتمر العالمي للسكان في بوخارست في أغسطس عام ١٩٧٤، والذي زعمت فيه البلاد المتقدمة أن الاكتظاظ السكاني هو السبب الرئيسي للفقر، وقالت غالبيتها، أن إبطاء النمو السكاني هو شرط أساسي مسبق للتنمية الاقتصادية (٣٠٣) فإن تفسير ذلك - من غير مشقة - فيما اعلنه Paul Chmits بقوله «وبجانب هذا الوضع الذي أكسب الشرق وضعا استراتيجيا في

السياسة الدولية، يوجد لديه عنصران آخران يؤثران تأثيراً كبيراً في سياسة التعاون بين الأقطار الإسلامية الأمر الذي يؤدي إلى أن تصبح غداً قوة عالمية، وهذان العنصران هما الزيادة المضطربة في عدد سكانه وما توصلت إليه الأبحاث من أن في باطن أرضه ثروة من المواد الخام تكفي - كما يقول الخبراء - لقيام صناعة تضارع مثيلاتها في أوروبا، بل سيكون لدى المشرق فائضاً يجعله من أولى المناطق المصدرة لها في العالم وهذان - أي العنصران - هما مصدر القوة في العالم الإسلامي (٢٠٤) .

معدل النمو الاقتصادي من منظور إسلامي :

معدل النمو الاقتصادي لا يعتبر في حد ذاته مقياساً للتقدم، إذ أنه لا يفرق بين الحلال والحرام بين إنشاء مزرعة دواجن أو مزرعة خنازير، وإنشاء مسجد أو ملهى ليلي، أو إقامة مصنع لتنقية المياه، ومصنع للخمر أو مدرسة لتحفيظ القرآن وأخرى لتعليم الرقص وفنون الباليه (٢٠٥) .

كلمة أخيرة :

ونحن بما قدمناه لم نكن في مجال للمقارنة، وما يكون لنا أن نفعل، لأنها ستكون مقارنة بين فكر من صنع الإنسان غير المعصوم من الزلل، وفكر مستمد من منهج إلهي شامل للحياة.

المبحث الثالث : دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية :

تمهيد:

استعرضنا في المبحثين المتقدمين مسألتي التخلف والتنمية من خلال كتابات رواد الاقتصاد الأولين ومؤلفات وآراء الثقات من الاقتصاديين المعاصرين الذين تناولوا هذا الفكر بالنقد والتحليل، وانتهينا إلي أن الفكر الغربي المعاصر إنما هو امتداد للفكر الاستعماري القديم وأن نظرة الغرب تجاه الدول المتخلفة لا تختلف عن نظرة التجار والتقليديين وأن هذه الدول على تلون أشكالها لا تريد للدول التي تخلفت عن الركب أن تفلت من قبضتها، بل أنها على النقيض من ذلك لا تألو جهداً في عرقلة نموها والإبقاء على تخلفها وربطها معها - ولو من خلال المساعدات الأجنبية - برباط التبعية والخضوع.

إلا أننا من قبيل الإنصاف والأمانة العلمية - نبهنا إلى أنه لا ينبغي النظر إلى كافة النظريات الغربية التي تتناول مشاكل الدول النامية، وعمليات الإنماء الاقتصادي على أنها شر مستطير لأن فيها من الجزئيات ما فيه خير كثير.

وإذا استعرضنا في عجالة في المبحث المتقدم المذهبين الأساسيين في استراتيجية التنمية في الوقت الحاضر وهما نظرية النمو المتوازن ونظرية النمو غير المتوازن وانتهينا أيضاً إلى عدم صلاحية أي من النظريتين لإحداث التنمية الاقتصادية في الدول الآخذة في النمو، الأمر الذي دعا أحد مشاهير الاقتصاد المصريين إلى القول: ربما كان أبلغ ما يقال في هذا المجال أن خير الاستراتيجيات ماتلاعت مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة بالبلاد (٢٠٦) .

إن خلاص البلاد المتخلفة من معالم التخلف يقتضى بدهاء إزالة أسبابه، ولعل أحد الأسباب الرئيسية التي ساقها كمٌ غفير من الاقتصاديين في هذا الصدد تكمن في عدم كفاية رعوس الأموال المنتجة وتخلف طرائق الإنتاج في هذه البلاد.

وإذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأسمالي Capital formation إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رأس المال تعد أحد العوامل المسؤولة عن استمرار أوضاع التخلف، ويرى آخرون أن ندرة رأس المال تحجب ماعداها من خصائص التخلف وأن رأس المال يعتبر محور التنمية الاقتصادية، ويوافق هؤلاء جميعاً من يرى أنه من غير المتصور إحداث التنمية الاقتصادية في غيبة التكوينات الرأسمالية Capital formation إلا أن فريقاً آخر من الاقتصاديين يرى أن هناك من العوامل ما يفوق رأس المال في الأهمية (٢٠٧) .

ويجمع بين هذه الآراء ما ذكره "Meier" من أن التراكم الرأسمالي ليس كل شيء إلا أنه يمثل جوهر عملية التنمية والتي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة (٢٠٨).

وإذا كنا قد إنتهينا في مبحث سابق إلى أن إحداث التنمية يقتضي إحداث تغيير عميق في البنيان الاقتصادي للبلاد النامية، وأن السبيل إلى ذلك إنما يتحقق من خلال تكوين جهاز انتاجي كاف لتشغيل الموارد العاطلة، وإلى فن انتاجي متقدم لاستخدامه في تشغيل هذا الجهاز، فمما لاشك فيه أن تكوين هذا الجهاز يقتضي زيادة التكوينات الرأسمالية زيادة مضطربة بما يسمح بزيادة المقدرة الإنتاجية للاقتصاد القومي.

وإذا ماتمكنت البلاد النامية من زيادة طاقاتها وقدراتها الإنتاجية، ترتب على ذلك زيادة الدخل، فزيادة المدخرات الوطنية، فزيادة التكوينات الرأسمالية (٢٠٩) عندئذ تنكسر حلقة الفقر الخبيثة التي تناولها نيركسه في مؤلفه الشهير عن مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة.

أثر المدخرات على معدل النمو الاقتصادي :

لقد ثبت من الدراسات التي أعدت في مختلف البلدان والمؤسسات الدولية أن نسبة المدخرات إلى الدخل في البلاد المتخلفة تقل عن ١٠٪ بينما تبلغ هذه النسبة حوالي ١٥٪ في الدول المتقدمة اقتصاديا، كما أعدت العديد من الدراسات في شأن مقدار رأس المال المطلوب لزيادة الناتج القومي بمقدار وحدة واحدة وذلك في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد على حدة ، وفي الاقتصاد القومي ككل ، وهذا المقدار هو الذي يُطلق عليه معامل رأس المال Capital Coefficient أو نسبة رأس المال الى الناتج Capital - output ratio

فلو افترضنا أننا بصدد زيادة الناتج القومي بما قيمته ٢٠ مليون جنيه ويقدر معامل رأس المال بـ ٤ جم فإن ذلك يقتضي زيادة التراكمات الرأسمالية Capital accumulation بمقدار ٨٠ مليون جنيه مصري. ولو افترضنا ان السكان يزيدون بمعدل ٢,٥٪ سنويا فإن الحد الأدنى لمعدل النمو الاقتصادي ينبغي ألا يقل عن معدل النمو السكاني، بل وينبغي تجاوز هذا المعدل بما يسمح بزيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي، أما إذا انخفض عن معدل نمو السكان، فإن ذلك يعني انخفاض متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي فضلا عما يصاحب هذا الانخفاض من آثار على خطط التنمية الاقتصادية.

ونوضح فيما يلي كيفية حساب معدل النمو الاقتصادي (٢١٠)

ويتبين من الجدول المتقدم أنه بإمكاننا الحصول على معدل النمو الاقتصادي:

الناتج القومي	نسبة المدخرات	الادخار	الاستثمار	معامل رأس المال	الزيادة في الناتج القومي
١	٢	٣	٤	٥	٦
١٠٠٠٠٠	٪٦	٦٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٤	١٥٠٠٠
معدل النمو	$\frac{(٦)}{(١)}$	$\frac{١٥٠٠}{١٠٠٠٠٠}$	$\frac{(٢)}{(٥)}$	$\frac{٠,٠٦}{٤}$	$٠,٠١٥$

بقسمة $\frac{\text{الزيادة في الناتج القومي}}{\text{الناتج القومي}}$ في الشكل (٦)
(١)

أو بقسمة $\frac{\text{نسبة المدخرات}}{\text{معامل رأس المال}}$ في الشكل (٢)
(٥)

المصادر التمويلية للعملية التنموية :

تتعدد مصادر التكوين الرأسمالي في المجتمعات ويعتبر الادخار بلا خلاف بين الاقتصاديين هو المرحلة الأولى في عملية تكوين رأس المال، تليها مرحلة تعبئة المدخرات، بينما تتحصل المرحلة الثالثة في تحويل المدخرات إلى تجهيزات وسلع استثمار.

ومن المعلوم أن الادخار قد يكون اختيارياً كما قد يكون إجبارياً، أما الادخار الاختياري فهو الذي يقبل عليه الأفراد والمشروعات عن طواعية واختيار ويتمثل في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال بشقيه الخاص والعام.

وأما الادخار الإجباري فينتزع من الأفراد والمشروعات جبراً حيث يتم الاستيلاء على جزء من دخل الأفراد قسراً سواء عن طريق الضرائب أو عن طريق التضخم والذي يعتبره بعض الكتاب استيلاء على الدخل بطرق غير مشروعة (٣١١).

ويقسم بعض الاقتصاديين المصادر التمويلية من وجهة النظر القومية إلى قسمين رئيسيين هما المصادر التمويلية الداخلية والمصادر التمويلية الخارجية.

أولاً: المصادر الداخلية: وتشمل هذه المصادر

- (أ) مدخرات القطاع العائلي.
- (ب) مدخرات قطاع الأعمال الخاص.
- (ج) مدخرات قطاع الأعمال العام.

(د) مدخرات القطاع الحكومي.

وتتمثل مدخرات القطاع الخاص في الفرق بين جملة دخول الافراد التي يمكن التصرف فيها من ناحية، والإنفاق الخاص على الاستهلاك من ناحية أخرى، ويتوقف مستوى الادخار بهذا القطاع على عدة عوامل أهمها مقدار الدخل وبيان توزيعه. أما مدخرات قطاع الأعمال الخاص فتتمثل في الأرباح غير الموزعة فضلا عن مخصصات استهلاك رأس المال. أما مدخرات قطاع الأعمال العام فتتمثل فيما يؤول إلى الحكومة من أرباح المشروعات المملوكة لها. أما عن مدخرات القطاع الحكومي فتتمثل في فائض نشاط الحكومة الجاري وهو الفرق بين الإيرادات الجارية والمصرفيات الجارية ويسهم هذا القطاع بنصيب ضئيل في الادخار القومي، بل وغالبا ما يكون ادخار هذا القطاع سالباً بسبب قصور معدل الزيادة في الإيرادات الجارية عن ملاحقة معدل الزيادة في النفقات الجارية.

ويلاحظ بصفة عامة انخفاض مستوى الادخار في البلاد المتخلفة قياسا علي الاحتياجات ويرجع ذلك غالبا إلى انخفاض مستوى الدخل. ولاتواجه البلاد المتخلفة مشكلة انخفاض مستوى الادخار فحسب، وإنما تواجهها أيضا مشكلة سوء توجيه المدخرات، حيث يستثمر جانب منها فيما يسمى بالاستثمارات السلبية والتي تتمثل في اكتناز الذهب، وتشديد المباني الفاخرة وشراء الأراضي وما إلى ذلك. ولذلك فإن رفع معدلات تكوين رءوس الأموال، وتوجيه الاستثمار إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان مشكلتين رئيسيتين من مشاكل الدولة المتخلفة الساعية إلى النمو، وهما في ذات الوقت جوهر السياسة الإنمائية في أى مجتمع (٣١٢).

وفي رأينا أن إحدى المشاكل التي تؤدي إلى تسرب جزء كبير من الدخل والذي كان من الممكن أن يضاف إلى رصيد التراكمات الرأسمالية هو عدم تخير المؤسسات المالية القائمة في معظم البلدان النامية لأدوات الاستثمار المناسبة والتي تتفق ومعتقدات شعوبها، بل إنها على النقيض من ذلك راحت تفرض علي المستثمرين المحتملين من أدوات الاستثمار ما تمجه طبائعهم وتأباه معتقداتهم.

التمويل التضخمي وسياسة النقود الرخيصة :

يعتبر التمويل عن طريق التضخم من المسائل التي احتدم الخلاف بشأنها وثار الكثير من الجدل العلمي حولها كسياسة ملائمة لتكوين رأس المال بسبب ما يترتب علي انتهاج هذه السياسة من إعادة توزيع الدخل القومي لصالح الفئات الاجتماعية القادرة ذات الميول الادخارية العالية على حساب الفئات الكادحة ذات الدخل المنخفضة والمحدودة.

وقد ذهب أنصار التمويل التضخمي إلى ضرورة لجوء الحكومات في البلاد النامية إلى زيادة الائتمان المصرفي والتوسع في إصدار أوراق البنكنوت «فيما يطلق عليه بعض الاقتصاديين» سياسة النقد الرخيص " وسند هذا الفريق في ذلك هو ضعف المدخرات وضآلة معدل التكوينات الرأس مالية في البلاد النامية وصعوبة حل هذه المشكلة بالأساليب التقليدية(٣١٣).

وينصرف المقصود بسياسة النقود الرخيصة إلى تلك السياسة النقدية التي يتمخض عنها زيادة محسوسة في المعروض النقدي دون مراعاة لتناسب هذه الزيادة مع نمو الناتج المحلي، ودون مراعاة السلطات النقدية لمتطلبات الاستقرار النقدي، أي المحافظة علي مستوى معقول من الأسعار، ومن المعروف أن صندوق النقد الدولي يعتمد في أساليبه للتعرف على الاتجاهات التضخمية أو الانكماشية على معامل الاستقرار النقدي Coefficient Of Money Stability بربط المتغيرات في حجم وسائل الدفع (m3) بالتغيرات في الناتج القومي الإجمالي.

وقد أثبتت التجارب أن سياسة النقود الرخيصة لم تنجح في تحقيق تراكم رأس المال، بل تمخض عنها زيادة محسوسة في الاستهلاك بسبب زيادة الميول الاستهلاكية المظهرية والترفيهية من جانب أصحاب عوائد حقوق التملك.

ويرى أنصار التمويل التضخمي أنه يمكن تلافي الآثار المترتبة علي إعادة توزيع الدخل في صالح الطبقات القادرة طالما أن الزيادة في النقود سيقابلها زيادة في الإنتاج بنفس النسبة تقريبا.

كما يرى معارضو التمويل التضخمي أن استمرار التضخم أمداً طويلا من شأنه أن يباشر أثراً سلبياً على المدخرات الاختيارية لأنه يقلل من حجم الفائض الذي يدخره القطاع العائلي، وربما يضطر أفراد هذا القطاع - مع موجة الغلاء والارتفاع المتواصل للأسعار - إلى استخدام مدخراتهم السابقة في مواجهة أعباء المعيشة.

ويرى البعض أن التمويل التضخمي يترتب عليه الاستيلاء على جزء من دخول الأفراد بطرق غير مشروعة.

ثانياً: مصادر التمويل الخارجي:

إذا لم تكن المدخرات الوطنية كافية لتمويل التنمية الاقتصادية فغالبا ما تلجأ حكومات الدول النامية إلى التمويل الخارجي لسد الثغرة بين الادخار والاستثمار وذلك عن طريق القروض الخارجية والمساعدات التي تقدمها بعض المؤسسات الدولية، إلا أنه قد بات لكل ذي بصر وبصيرة أن هذا التمويل يجري استخدامه من جانب الدول المتقدمة اقتصاديا كأداة لفرض وصايتها على الدول النامية وربطها معها برباط التبعية

وأغلب هذه القروض ذو طابع خدمي واستهلاكي، ناهيك عما يقترن بهذه القروض من فرض القيود وإملاء الشروط والحصول على امتيازات ومكاسب سياسية وعسكرية. ومن خلال هذه القروض يتم تحويل الكثير من بلدان العالم الثالث إلى اقتصاديات ديون، أي اقتصاديات فاقدة لحركتها الذاتية وتحتاج دائما لمزيد من القروض لا لأغراض التنمية ولكن بغرض خدمة واستهلاك الديون السابقة، بل من الثابت أن عددا كبيرا من الدول النامية التي اعتمدت على الموارد الخارجية، قد وصلت إلى مرحلة العجز عن سداد القروض وفوائدها بينما لم تتمكن من تخطي حاجز التخلف ولذلك لم يكن مستغربا أن يحذر البنك الدولي من أن تراكم الديون الخارجية على الوحدات المتخلفة أصبح يشكل عبئا متزايدا لدرجة أن تكاليف خدمة هذه الديون وصل إلى حد يهدد قدرة هذه الوحدات على تنمية اقتصادياتها^(٣١٤).

إن مسألة ضخ القروض من الوحدات ذات الفائض التي اتخمتها التراكمات الرأسمالية إلى دول العالم الثالث (ذات العجز) إنما تستهدف إعادة تدوير الفوائض البترودولارية، وما يصاحب ذلك غالبا من تنشيط كافة صادرات الدول الرأسمالية من مواد غذائية وأسلحة وتكنولوجيا وسيارات وأجهزة ترفيهية ومشروعات وخبراء ويترتب على ذلك ارتداد هذه القروض وفوائدها إلى هذه الدول حيث يتم إعادة تصديرها مرة أخرى عن طريق المزيد من القروض والمزيد من الشروط^(٣١٥).

لذلك فإن التمويل الخارجي يجب النظر إليه دائما كعنصر ثانوي أي كعنصر مكمل للموارد المحلية وليس بديلا عنها، بل ويجب أن تتناقص أهمية التمويل الخارجي لهذه الدول بحيث يتسنى لها في نهاية مرحلة معينة أن تستغنى عنه كلية^(٣١٦).

وحسبنا أن نسوق هنا ما ذكره أحد كتاب الغرب المعتدلين في هذا الصدد.

Foreign assistance, if not in The form of grants, means some burden in the future The extent Which foriegn loans can be serviced repaid will ultimately depend on what can be saved at home in the future.

فالكاتب المذكور وهو من مشاهير الاقتصاديين الغربيين يصدقنا القول حينما يقر أن المساعدات الأجنبية مالم تكن في شكل منح أو هبات، إنما تمثل عبئا في المستقبل وأن المدى الذي يمكن أن يعتمد عليه في خدمة هذه القروض إنما يتوقف على حجم المدخرات المحلية.

ثم يستطرد الكاتب في مزيد من الصراحة إلى القول بأن المدخرات المحلية هي المصدر الذي ينبغى الاعتماد عليه بصفة أساسية لكسر حلقة الفقر المعيبة وإزالة أسباب التخلف.

Domestic savings are therefore the more reliable source of development to break The vicious circle of poverty and under - development⁽³¹⁷⁾

أما عن الحجة التي كثيراً ما تساق في شأن عدم إمكانية زيادة معدل الادخار المحلى في ظل أوضاع التخلف الاقتصادى فإنها لم تعد مقبولة في الفكر التنموى الحديث - ذلك أن هناك شبه إجماع بين المشتغلين بشئون التخلف والتنمية في دول العالم الثالث علي أن مشكلة التمويل لا تتمثل في نقص المدخرات المحلية وإنما في الأسباب التي تربض وراء هذا النقص^(٣١٨).

ونخلص مما تقدم أن تعبئة المدخرات القومية وتوجيهها إلى مختلف أوجه الإستثمار في إطار الأولويات الموضوعة في لحظة تعد من المتطلبات الأساسية للتنمية الاقتصادية واحد التحديات التي يتعين على هذه الدول ان تواجهها وتتغلب عليها .
موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي :

يدور النشاط الاقتصادي لأى مجتمع في دائرتين إحدهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل إنتقال وتداول للسلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج، والأخرى مالية وتتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية، وقد ترتب على ذلك انقسام المعاملات التي تصدر عن أية وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع والخدمات وهي التي تقترن بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار، وعمليات أخرى داخلية وتحويلية يترتب عليها دخل لأصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر ولذلك تتعامل هذه الوحدات في نوعين من الأسواق:

١ - السوق الحقيقية Real Market وتشمل سوق السلع الاستهلاكية والاستثمارية وخدمات عناصر الإنتاج.

٢ - السوق المالية. Financial market.

وتظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية والتي قد لا تحتاج إليها في زمن معين، وقد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلاً من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية وتسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة، ولذلك تلجأ هذه الوحدات ذات العجز والتي تمثل جانب الطلب إلى المجموعة الأولى ذات

الفائض التي تمثل جانب العرض، ويترتب على ذلك إنتقال الموارد المالية من قطاع لآخر من خلال السوق المالية^(٣١٩).

وقد قدمنا في مبحث سابق أن السوق المالية بمعناها الواسع Financial market تمثل مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر أو غير منقطع وأنها بذلك تؤدي دوراً بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رعوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز المالي، وهي بذلك تمارس تأثيراً محسوساً على مسار الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف.

ويعلق بعض الاقتصاديين أهمية كبرى على دور الوساطة التي تقوم بها السوق المالية أخذاً في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد والمؤسسات هم المنتجون، بينما يقوم بمعظم الادخار مجموعة أخرى هم غالباً المستهلكون ويرى هذا الفريق من الكتاب أن ذلك مدعاة للتمييز بين الاستثمار الحقيقي Real Investment والاستثمار المالي Financial Investment وكذلك بين الاستثمار والادخار المخطط والمحقق^(٣٢٠).

Ex ante and Ex post investment and saving

ويمكن أن نخلص من ذلك إلى ما خلاص إليه بعض الاقتصاديين وهو أن رفع معدلات تكوين رعوس الأموال وتوجيه الاستثمارات إلى المجالات التي تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان جوهر السياسة الإنمائية في أي مجتمع^(٣٢١).

وإذا كنا قد عرضنا في عجالة لأهمية الدور الذي تقوم به السوق المالية بمعناها الواسع، فقد أن لنا أن نتقل من التعميم إلي التخصيص فنحنى جانباً الدور الذي تقوم به المؤسسات المالية المتخصصة في المعاملات قصيرة الأجل أو ما يسمى بسوق النقد Money market وكذلك المؤسسات المالية المتخصصة في القروض طويلة الأجل والتي تمثل أحد شقى سوق رأس المال لتناول الشق الآخر من هذا السوق وهو سوق الأوراق المالية موضوع هذا البحث.

المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية :

إذا كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية أن المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية

والمالية والذي يتمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة التي يجرى التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

وغنى عن البيان أن ثمة ارتباط وثيق لاينفك ولاينفصل ولاينفصم بين أسواق الأوراق المالية وشركات المساهمة والتي أوضحت أبرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من امكانات قد تعجز عنها بعض الحكومات حتى إنه ليشق على الباحث المدقق تصور وجود إحداها في غيبة الأخرى.

وإذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليد الثورة الصناعية وأنها وسيلة التنمية الاقتصادية ونتاجها، فإن أحداً لايمارى أن أسواق الأوراق المالية على الجانب الآخر، قد ارتبط وجودها بوجود شركات المساهمة، بل هي وبحق لازمة من لوازم بقائها واستمرار مسيرتها وتدعيم اقتصادياتها.

نشأة شركات المساهمة:

من المعلوم تاريخياً أن فكرة الشركة عموماً قد تبلورت بشكل واضح في القرون الوسطى، ولعل من بين الأسباب الرئيسية لهذا التطور هو موقف الكنيسة ثم الشريعة الإسلامية من القرض بفائدة والنظر إليه باعتباره نوعاً من الربا. ولقد حرمت الكنيسة هذا القرض في بداية القرن الثاني عشر (٣٢٢).

واستخلص بعض الكتاب من ذلك أن تحريم القرض بفائدة قد دفع البعض إلى الالتجاء إلى سبل «احتيالية» للتخلص من الحظر الذي فرضته الكنيسة، وأنهم قد وجدوا في التجارة البحرية مرتعاً لاستثمار أموالهم، فكان المقرض يقدم المال إلى ربان السفينة مقابل وعد بالحصول على جزء من الأرباح، ولم تمنع الكنيسة في هذا القرض الذي عرف بالقرض البحري.

وإذا كان هناك بعض الكتاب الذين تناولوا - نقلاً عن غيرهم - هذه المعلومات باعتبارها من أساليب التحايل للخروج من الحظر الذي فرضته الكنيسة (٣٢٣)، فإن هناك من الكتاب الاقتصاديين من تناول هذه المسألة بشيء من الإنصاف بما ذكره في مؤلفه أن بعض الكتاب يرون أن أهم وسيلة للتحايل على الربا قد اتخذت صورة الشركة وأن المرابي - من وجهة نظرهم - كان يسلم شخصاً آخر مبلغاً من النقود هو في الحقيقة قرض ليستغله في التجارة سواء في عملية واحدة أو عمليات متعددة، فإذا ما انتهت هذه العمليات التجارية استرد المقرض المبلغ السابق تسليمه وكذلك ثلاثة أرباع الربح تاركاً الربع فقط لمن قام بالعمل، وبهذا «والرأى مازال لهؤلاء الكتاب» تمكن المرابون من توظيف أموالهم في الربا والحصول على ثلاثة أرباع الربح دون القيام بأى مجهود - ويضيفون - أنه قد أفلتت هذه الصورة من قاعدة تحريم الربا وذلك بحجة أن المقرض

يتعرض لخطر ضياع أمواله، وأنه قد تطورت هذه الشركة الربوية حتى أصبحت شركة التوصية الحالية. وقد عقب الكاتب الأخير بعدم موافقته على ما انتهى إليه الرأي السابق بقوله «لكننا نرى أنه من الصعب اعتبار هذه الصورة قرصاً بفائدة أو ربا بالمعنى الفنى للكلمة وذلك لعدم التزام المقرض بتسليم المبلغ فى حالة الخسارة» (٣٢٤).

ونحن نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأى من حيث درء شبهة الربا عن هذه العمليات وأنها تتفق وعقود المضاربة الإسلامية حال عدم مخالفة باقى الشروط لأحكامها.

وقد استفاد المستشرقون والمقننون من التراث الإسلامى، ويعترف بذلك المنصفون منهم فيقول المستشرق «دى سنتلانا» فى مقال له ورد فى تراث الإسلام» إن النهضة التى شهدتها أوروبا طوال القرن التاسع عشر فى التشريع يرجع الفضل فيها لقانون العرب ويقصد بقانون العرب (القرآن الكريم والسنة المطهرة) وجملة علوم المسلمين ثم يضرب بعض الأمثال وأهمها «الشركات» وهو يرجعها إلى عقد القراض فيكتب الكلمة بالحروف اللاتينية هكذا Quirad (٣٢٥).

وكما عرف العرب الشركة قبل الإسلام وبعده عرفتها معظم الأمم كالفراعنة والبابليين وتعرض لها قانون حمورابى قبل ألفى عام من ولادة المسيح عليه السلام (٣٢٦).

وفى نهاية النصف الثانى من القرن السادس عشر وبداية القرن السابع عشر بدأ بزوغ نوع جديد من الشركات هى شركات الأموال التى تقوم من ناحية على تجميع روعس أموال ضخمة لاستغلالها فى مشاريع عجزت أمامها الافراد وشركات الأشخاص بامكاناتها المحدودة.

ولقد كانت حركة الاستكشافات الجغرافية فى القرن الخامس عشر هى المحرك الأساسى لظهور تلك الشركات نظرا لما حققته البعثات البحرية الأولى من أرباح طائلة ومع اندفاع المستثمرين نحو تلك الشركات ظهر ما يسمى ب «حمى» الشركات المساهمة وإلى وقوع كثير من المضاربات العنيفة وظهور شركات وهمية الأمر الذى أدى إلى افتقاد هذه الشركات لثقة أصحاب الأموال والهجوم عليها أيضا من قبل بعض الذين ينادون بحرية التجارة فى القرن الثامن عشر من أمثال آدم سميث. ومع ارتباط أسماء هذه الشركات فى ذلك الحين - أو أغلبها - بأسماء الحكومات المستعمرة، مع قيامها بممارسة الإشراف التام على كثير من مرافق المستعمرات والتجارة بخيراتها صدر فى انجلترا ما يسمى بقانون الفقايع الذى حرم طرح أسهم لهذه الشركات بغير إذن البرلمان البريطانى أو بمرسوم ملكى إلا أنه بعد ظهور المخترعات التى أثرت فى تقدم البشرية، ووسائل حياتها وقلبت الصناعة، وغيرت كثيراً من معالم التجارة وتطلب

التوسع في التجارة والصناعة وال عمران استثمار أموال كثيرة، اقتضى ذلك التوسع في شركات الأموال وإنتشارها وإصدار القوانين المختلفة لتنظيمها (٣٢٧).

شركات المساهمة والتطور الاقتصادي :

خلصنا مما تقدم إلى أن شركات المساهمة تعد من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادي، وهذه الشركات تمثل كيانات اقتصادية يتعاظم دورها بتعاظم النشاط الاقتصادي للمجتمع ودرجة نموه وتقدمه. ولأن هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشريك فإن لها وجود مستقل عن الشركاء، فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه، الأمر الذي يضمن لهذه الشركات الاستمرارية ويضاعف بالتالي أهميتها.

لقد تغيرت صورة المحل التجارى والشركة التجارية والصناعية القديمة، ففي المراحل الزمنية السابقة كانت الوحدات الإنتاجية والتجارية صغيرة وفردية، ولذلك لم تكن فى حاجة الى قدرات مالية وتنظيمية، حتى إن أحد الاقتصاديين والذي اشتهر قانون الأسواق باسمه، وهو جون باتيست ساي، يصف ذلك الخلط بين الغايات والأهداف فى تلك الشركات بقوله «إن الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجارى تهيمن على أهداف الشركة» (٣٢٨).

لقد تطورت هذه الشركات تطوراً مذهلاً منذ بداية القرن السادس عشر فتصّخت روعس اموالها وتعددت أنشطتها وتجاوز بعضها حدود أوطانها حتى غدت السوق العالمية وكائنها شبكة للشركات العملاقة التى يتجاوز حجمها وحجم انشطتها حجم بعض البلدان مجتمعه.

وإذا ما كانت التنمية الاقتصادية فى بلد ما تتوقف على قدرة جهازها الإنتاجى على تشغيل كافة الموارد التى يمتلكها المجتمع، فان شركات المساهمة تقوم فى زماننا المعاصر بهذا الدور، وبصورة جلية واضحة فى المجتمعات الرأسمالية، ولكن ليس بقصد إحداث التنمية، ولكن بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ويختلف الأمر فى الدول النامية، فدور شركات المساهمة فى هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية، فمن هذه الدول من ينتمى إلى النظام الرأسمالى الذى نشأت فى حضانته هذه الشركات وتعاظم فيه دورها، ومن هذه الدول من ينتمى إلى النظام الاشتراكي والذي لا يسمح أصلاً بوجود هذه الشركات لقيام هذا النظام على تملك المجتمع لكل أدوات الانتاج، وبعض الدول تنتهج نظاما يعد خليطاً بين النظامين، وهنا يتوقف الدور الذى تقوم به شركات المساهمة على القدر الذى يسمح به القطاع الخاص بالمشاركة مع القطاع العام فى خطط التنمية الاقتصادية.

وبوسعنا أن نقرر أن الدول النامية أخرج إلي التوسع في هذه الشركات من غيرها من الدول التي قطعت شوطاً بعيداً في طريق التقدم، فمن خلال هذه الشركات يمكن الاعتماد على الذات، والتقليل من الاعتماد على الخارج والولوج في معترك التنمية.

إن الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق النمط الجديد للتنمية، والذي يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة، والتقلت من قبضة النظام الكولونيالي العالمي، ولا يتحقق ذلك الأمر إلا من خلال التوسع في إنشاء المشروعات الإنتاجية ودعم قدرة الجهاز الإنتاجي بما يمكنه من زيادة الصادرات والحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات والحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية من الانهيار.

وتقتضى سياسة الاعتماد على الذات تعبئة كافة الموارد المالية المتاحة والممكنة بأعلى درجة من الكفاية واستخدامها على نحو رشيد. ولعل أفضل السبل وصولاً لهذه الغاية هو تحفيز الأفراد والمؤسسات والهيئات على المشاركة في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية من خلال المساهمة في المشروعات التي يتقرر إنشاؤها أو من خلال دعم القدرة الإنتاجية للمشروعات القائمة والتي ترغب في التوسع والتطوير، من خلال زيادة روعس أموالها.

على أنه يمكننا أن نلخص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية «شركات المساهمة» فيما يلي (٣٢٩):

١- تعتبر هذه الشركات وعاءاً هاماً تصب فيه مدخرات الأفراد والمؤسسات، حيث يجرى توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر.

٢- تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها. إذ يسمح نظامها القانوني لآلاف الأفراد والمؤسسات بالمساهمة فيها مما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها مزايا أخرى نذكر منها.

أ- التمتع بمزايا الإنتاج الكبير وتحقيق الوفورات الداخلية internal economics، فمن المعروف أنه بوسع المنشآت الكبيرة دون غيرها استخدام اساليب التكنولوجيا الحديثة، وتزداد كفاءة المعدات الرأسمالية بزيادة احجامها ويعبر اقتصادياً عن هذه الخاصية للآلات بأنها غير قابلة للتجزئة Indivisible (٣٣٠)

ب- قدرة هذه المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث والدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج، وإنتاج سلع جديدة تغزو بها الأسواق المحلية، وتفتح بها أسواقاً جديدة خارجية.

ج - قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار، ذلك أن القدرة المالية والتنظيمية لهذه الشركات، واستقلال شخصيتها القانونية عن شخصية أصحاب المشروع يمكنها من الدخول في المشروعات الاستثمارية الضخمة والتي تكون فيها درجة المخاطرة عالية، ولا تقدر علي تحملها المنشآت الفردية والصغيرة، إلا ان مردود هذه المشروعات أيضا يتناسب مع حجم المخاطر، ومع هذا فإن المنشآت الكبيرة قادرة على تخفيض حدة المخاطر. وذلك عن طريق تنوع إنتاجها، وتعدد أسواقها، وتنوع مصادر خاماتها، وهو الأمر الذي لا تتمكن المنشآت الصغيرة من تحقيقه. وتعتبر هذه المزية أيضاً أحد وفورات الإنتاج الكبير الذي يتوقف هنا على حجم المنشآت.

ويمكننا القول بأن التقدم في فنون الإنتاج في المجتمعات الرأسمالية مدين في جانب منه لهذا النوع من الشركات التي قامت بإستغلال قدراتها التنظيمية والمالية في الإنتاج والإبداع.

دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية :

قدمنا في مبحث سابق - ونحن بصدد الحديث عن الأهمية المالية والاقتصادية للسوق الأولية - أنها تعتبر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، وأنه ليس من المتصور في ظل النظم الاقتصادية المعاصرة ، إحداث التنمية في غيابها وذلك للأسباب الآتية:

- ١- تعد السوق الأولية أحد الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية، وتحريك رموس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.
- ٢- تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرا محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجميع، وعلي توزيعه في مرحلة التوظيف.
- ٣- تعد السوق الأولية مصدراً رئيسياً لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع إلى الوحدات الانتاجية.
- ٤- ان من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية، ليس مسألة تجميع المدخرات فحسب، وإنما تواجهها أيضاً مشكلة سوء توجيه المدخرات حيث يستثمر جزء منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية، والتي تتمثل في شراء الأراضي وتشبيد المباني وشراء الذهب وما إلى ذلك، في حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي في مرحلة التكوين أو تلك القائمة والراغبة في التوسع والتطوير.

٥- ان شركات المساهمة ما كان لها أن تقوم ولا أن يظهر لها ثمة وجود في غيبة السوق الأولية التي مولتها، وما قامت هذه الأسواق إلا حينما عجز الأفراد - بإمكاناتهم المحدودة والشركات الفردية والصغيرة بمواردهم المتاحة - عن تمويل المشروعات العملاقة، خاصة بعد حركة الاستكشافات الجغرافية في القرن الخامس عشر والتي كانت تعد المحرك الأساسي لظهور تلك الشركات.

٦- إن الشركات القائمة والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لرأب الصدع في هيكلها التمويلية، ليس أمامها من سبيل سوى اللجوء إلى أحد مصدرين:

الأول هو سوق النقد، والثاني هو سوق رأس المال «وتحديداً» السوق الأولية.

اولا: سوق النقد : Money Market :

ويطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي - بحكم تخصصها في إقراض وإقتراض النقود أو التجارة في الديون - بتمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض، وعلاقتها بالعمل في هذه الحالة هي علاقة الدائن بالمدين، وتحمل المنشآت المقرضة بثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفاً حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو «خسارة» (٣٢١).

وقد ثبت لدى المنصفين والباحثين - على وجه القطع واليقين من خلال الممارسات الفعلية للمنشآت الصناعية وغير الصناعية والتي تعاني من نقص في السيولة الفعلية وضعف تدفقاتها النقدية، أن هذه المنشآت قد قطعت شوطاً بعيداً في طلب القروض، والسحب على المكشوف، فعجزت عن سداد أصل الديون، وفوائد القروض فأضافت إلي أعبائها أعباءاً ثقلاً، ناعت بحملها بعد أن التهمت الفوائد الربوية عوائد إنتاجها، فاختلت هيكلها التمويلية وتعرضت لما يعرف عند علماء التمويل والاستثمار بالاعسار الفني Technical insolvency أو الاعسار المالي Financial insolvency وذهب بعضها إلى حد إشهار إفلاسها Bankruptcy

ثانياً: السوق الأولية :

تلجأ المنشآت «تحت التأسيس» إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال، وطرحها للاكتتاب العام، بينما تلجأ المنشآت القائمة الي هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة روعس اموالها وذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية، وسواء كان ذلك لمواجهة اية برامج توسعية، أو عمليات إحلال وتجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير. وقد يدفع المنشأه إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري.

كما ان احد الأسباب التي تدفع بعض المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون والتي قد تنوء بحملها وتعجز عن سداد أقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها.

ليس هذا فحسب، بل هناك سبب آخر يدعو المنشآت القائمة إلى اللجوء إلى السوق الأولية، إذ قد تخفق بعض المنشآت في تحقيق الأرباح التي يتوقعها المساهمون وقد لا تتمكن لهذا السبب من إجراء توزيعات نقدية في حدود توزيعات السنوات السابقة، لذلك قد لا تجد هذه المنشآت محيصاً من توزيع أسهم مجانية بجانب التوزيعات النقدية أو بدونها، إرضاء للمساهمين، وعملاً على استقرار أسعار أسهم الشركة في بورصة الأوراق المالية، الأمر الذي يتوقف عليه دعم موقف الشركة في مواجهة المساهمين من جهة والمتعاملين مع الشركة من جهة أخرى.

ومن المعروف أن توزيع أسهم مجانية على المساهمين تقتضى زيادة رأس مال الشركة، وتستخدم الشركة في هذه الحالة الأرباح المتجمدة والمحتجزة من سنوات سابقة في شكل احتياطات والتي لم يتم توزيعها على المساهمين - بادماجها في رأس المال.

ومجمل القول أن بوسع الشركات أن تلجأ إلى أحد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال:

١- زيادة رأس المال بمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية.

٢- تحويل جزء من الاحتياطات إلى رأس المال.

٣- تحويل السندات إلى أسهم.

كذلك تلجأ بعض المنشآت إلى إصدار أسهم ممتازة رغم ما يثيره هذا النوع من الأسهم من اعتراضات على أساس أنه يخلق نوعاً من الطائفية بين المساهمين ويشجع على وجود الطباقية داخل شركات المساهمة التي تتميز من حيث الحقوق بالمساواة بين جميع المساهمين، وهذه الأسهم تعد خليطاً أو هجيناً Hybrid من الأسهم والسندات من حيث أنها تقرر لأصحابها حقوقاً لا تخولها لهم الأسهم العادية، وأنها تعد استثماراً مضموناً وبصفة خاصة في حالة انقضاء الشركة، وأنها تمنح أصحابها حق الأولوية في الأرباح أو اموال الشركة عند تصفيتها، فضلاً عن تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل التوزيع، أو تقرير فائدة ثابتة لهم يتم اقتطاعها من الأرباح التي حققتها الشركة قبل القيام بالتوزيع.

كما أن هذه المنشآت قد تقوم بإصدار سندات بل وكذلك تفعل الحكومات لتوظيفها في أغراض استثمارية، أو لتسد بها العجز في الموارد المالية أو لتستخدمها في سداد أحد قروض السندات التي إقترت موعداً استهلاكها.

ولما كانت السندات التي تصدرها الشركات ليست نوعاً واحداً وإن كانت جميعاً تدخل تحت مسمى القرض. فقد استتبع ذلك تعدد التقسيمات التي تناولها فقهاء القانون وشراحه وكذا علماء التمويل والاستثمار. ولا يكاد يعرف خلافاً فيما تطرقوا إليه في هذه المسألة إلا من حيث التفاصيل وهو الأمر الذي سنتناوله بقدر من التفصيل في مبحث مستقل في الباب الثاني.

السوق الأولية وطرق التمويل وأثرها على الهيكل التمويلي :

قدمنا أن بوسع شركات المساهمة أن تلجأ إلى السوق الأولية إذا ما كانت راغبة في زيادة مواردها المالية سواء من خلال زيادة رأس المال أو إصدار قروض السندات أى التمويل بالدين Debt financing أو بهما معاً.

ومما لاشك فيه أن مسألة اختيار أسلوب التمويل Method of financing تعد من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية لما تنطوي عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل المنشأة، وحقوق المساهمين، ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها فضلاً عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذلك من تغيير لهيكل رأس مال المنشأة The capital structure of the firm والذي يعبر عن ذلك المزيج من مصادر التمويل طويل الأجل Long Term Sources of Financing ووقد يتجاوز ذلك إلى التأثير على الهيكل التمويلي للمنشأة والذي يتضمن ذلك الخليط Mixture من جميع مصادر التمويل أى طويلة وقصيرة الأجل (٣٣٢).

ولما كان البناء الهيكلي لرأس المال الذي تنشده مختلف المنشآت هو الذي يترتب عليه تخفيض تكلفة رأس المال Cost of capital إلى أدنى حد ممكن وبالتالي تحقيق هدف أصحاب المشروع وهو تعظيم حقوق المساهمين، لذلك فإن ثمة اعتبارات يجب أخذها في الحسبان من جانب الإدارة المالية للمنشآت الراهنة في زيادة مواردها المالية ومنها :

١- مدى سلامة الهيكل التمويلي للمنشآت في ضوء استخدام وسيلة التمويل التي وقع عليها الاختيار.

٢- تكلفة رأس المال.

أثر الرافعة المالية على ربحية المساهم E. P. S. وحقوق المساهمين.

الرافعة المالية : The Financial Leverage :

تعرف الرافعة المالية بأنها استخدام أموال ذات تكلفة ثابتة بهدف زيادة ربحية السهم (٣٣٣).

والرافعة المالية - كما يقول علماء التمويل والاستثمار - سيف ذو حدين، فقد تكون إيجابية Positive وقد تكون سلبية Negative ، ويفصلون ذلك بقولهم أنه إذا كانت الرافعة ايجابية فإن مؤدى ذلك زيادة ربحية السهم Eps بزيادة الدين Debt وعلى النقيض من ذلك، إذا انخفضت ربحية السهم كانت الرافعة سلبية⁽³³⁴⁾.
وقد تناولت الموسوعة الأمريكية هذا المعنى فى عبارة سهلة ويقدر من التفصيل وذلك على النحو التالى:

If one can borrow at a fixed interest rate and use borrowed funds to earn more than the fixed interest rate, the balance will come to the borrower as a profit.

But should the borrower earn less with the funds than he contracted to pay for them, he takes a magnified loss⁽³³⁵⁾.

ولما كانت الرافعة تؤدي إلى زيادة الربح المتوقع (NOI) operating income وزيادة المخاطرة فى أن واحد. لذلك، فإن التوسع فى استخدام الرافعة المالية فى المنشأة من شأنه زيادة حجم المخاطرة المالية financial Risk الأمر الذى يحمل معه أسباب إخفاق الشركة وإفلاسها، وهو الأمر الذى عبر عنه أحد الكتاب بقوله:

By increasing its use of leverage, the firm also increases financial risk and thereby the probability of financial failure.⁽³³⁶⁾

ونظراً لأن الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة العائد المتوقع والمخاطرة فى أن واحد، فإن ذلك يثير التساؤل عن صافى الأثر المترتب على استخدام الرافعة بالنسبة للمساهمين ومصالحهم الاقتصادية العليا.

وقد أجاب على هذا التساؤل أحد علماء التمويل والاستثمار بقوله «إن أحداً لا يستطيع بدهاء أن يرجح أحد هذين العاملين، وطالما أن المنشأة قد اتخذت نفسها هدفاً يخلص فى تعظيم حقوق المساهمين، فإن السبيل الوحيد لتوضيح أحد الاسلوبيين يكمن فى التعرف على سلوك سعر السوق لأسهم هذه الشركة فإذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم نتيجة استخدام الرافعة المالية، فإن ذلك يشير إلى أن الزيادة فى حجم المخاطرة يرجح الزيادة فى ربحية السهم المتوقعة والعكس أيضاً صحيح.

Off hand, it is not clear which of these two factors outweighs the other since..... (337)

وفى موضع آخر يذكر نفس الكاتب أنه كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما زادت مخاطرة الإفلاس وكلما كان العائد المطلوب من جانب المساهمين أعظم.

the Higher the financial leverage ratio, the higher the risk of bankruptcy, and therefore the higher will be the extra required premium.(338)

وقد يكون من المفيد أن نقف عند التساؤل الذي طرحه علماء التمويل والاستثمار والذي يخلص في الآتي:

هل يوجد هيكل أمثل للتمويل Optimal Capital financial structure، وإذا كان الأمر كذلك فكيف يمكن تحديده؟

وإذا تجاهلنا ولو لبعض الوقت تحليل «موديجلياني وميلر» Modigliani and Miller والذي وصفه بعض الكتاب بالتطرف وتجاهله لبعض الثوابت تحيزاً منه لفكر معين، فإنه يمكن القول أن مسألة وجود هيكل أمثل للتمويل قد تنازع الرأي فيه مدرستان:

المدرسة الأولى تصرح أن هناك هيكل أمثل يقوم على مزيج من أسهم رأس المال والدين، وهذا المزيج من شأنه تقليل تكلفة رأس المال، وأغلب علماء التمويل على أن التمويل بالدين أرخص نسبياً من التمويل عن طريق زيادة رأس المال، وحجتهم في ذلك أن الفائدة على الدين يتم استقطاعها من الفوائد أو الربح الذي حققته المنشأة. مما يؤدي إلى انخفاض أعباء الضريبة وبالتالي زيادة ربحية السهم Earning per share، في حين أن إصدار أسهم جديدة من شأنه زيادة عدد الأسهم المصدرة.

Debt financing is relatively cheaper than equity financing because Interest is tax deductible.

بينما تصرح مدرسة أخرى من مدارس الفكر أنه باستثناء مزية الإعفاء من الضريبة في حالة الدين، فإن أي انخفاض في تكلفة رأس المال ينتج عن التمويل بالدين يقابله على الجانب الآخر زيادة في تكلفة رأس مال الأسهم. وتفصيل ذلك أن التمويل بالدين مؤداه زيادة درجة المخاطرة، وزيادة المخاطرة تؤدي إلى زيادة نسبة العائد المطلوب تحقيقه من جانب المساهمين والذي يتضمن قيمة العائد الخالي من المخاطرة Risk free rate of return «كمعدل الفائدة على السندات الحكومية» مضافاً إليه علاوة المخاطر Risk premium، وزيادة تكلفة رأس المال على هذا الوجه من شأنها التأثير على القيمة السوقية لأسهم المنشأة في أسواق الأوراق المالية، وهو ما لا يتفق والهدف الذي تسعى إليه المنشأة من خلال استخدامها لكافة الأدوات والطرائق التي تؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين(339).

أما «ميللر وموديجلياني» فقد ذهبوا في تحليلهما للهيكل الأمثل إلى افتراض أن الهيكل الأمثل هو الذي يقوم على الدين بنسبة ١٠٠٪. وقد بنى أصحاب هذه النظرية افتراضهم على أساس الإعفاءات الضريبية الناتجة عن اقتطاع الفائدة المدفوعة من الربح المحقق وتوصلوا إلى المعادلة الآتية:

$$V_L = V_U + tB$$

حيث V_L تمثل القيمة السوقية للمنشأة المستخدمة للرافعة

V_U تمثل القيمة السوقية للمنشأة غير المستخدمة للرافعة

T معدل الضريبة على المنشأة

B حجم الدين في هيكل رأس مال المنشأة.

ومن الواضح وفقاً لهذه المعادلة أنه كلما زادت كمية الدين كلما تعاضمت قيمة المنشأة.

The higher the amount of debt, the greater the value of the firm.

وقد تعرضت هذه النظرية للهجوم ووصفت بأنها غير واقعية لأنها تتجاهل أمراً واقعياً في الحياة العملية وهو الإخفاق المالي كما يبين من النص التالي:

This unrealistic result reflects among other things, the fact that the M & M analysis ignores bankruptcy. In practice, a firm is confronted with steeply rising interest rates beyond fairly low levels of the debt equity ratio, since lenders and borrowers are sensitive to the possibility of "gamblers" ruin on bankruptcy (340)

ويبين مما تقدم أن معظم الفكر الغربي يميل إلى التمويل بالقرض، وسنعرض فيما يلي لنماذج تطبيقية لاستخدام الرافعة المالية.

أثر استخدام الرافعة المالية علي ربحية الأسهم « باستخدام مستويين من الأرباح

هيكل رأس المال المقترح بدون استخدام الرافعة		هيكل رأس المال الجارى باستخدام الرافعة المالية		البيانات
ب	أ	ب	أ	
\$ ٨.٠٠٠	\$ ٧.٠٠٠	\$ ٨.٠٠٠	\$ ٧.٠٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضرائب EBIT
-	-	٤٥٠٠	٤٥٠٠	ناقصا الفائدة
٨.٠٠٠	٧.٠٠٠	٢٥٠٠	٢٥٠٠	الأرباح بعد خصم الفائدة
١٦.٠٠٠	١٤.٠٠٠	٧.٠٠٠	٥.٠٠٠	ناقصاً الضرائب ٢٠٪
٦٤.٠٠٠	٥٦.٠٠٠	٢٨.٠٠٠	٢.٠٠٠	ناقصا العائد على الأسهم الممتازة
-	-	١.٠٠٠	١.٠٠٠	
٦٤.٠٠٠	٥٦.٠٠٠	١٨.٠٠٠	١.٠٠٠	الربح مقسوماً على عدد الأسهم العادية
٢٥.٠٠٠	٢٥.٠٠٠	٥.٠٠٠	٥.٠٠٠	
\$ ٢.٥٦	\$ ٢.٢٤	\$ ٣.٦٠	\$ ٢.٠٠	

مقتبس من principles of financial management

Table 13/ 3 p. 372.

ويبين من الجدول المتقدم أن الرافعة المالية كانت تارة إيجابية وتارة سلبية.

فعند مستوى مرتفع من الأرباح وهو هنا \$ ٨٠,٠٠٠ يمكن تغطية التكاليف الثابتة وارتفعت ربحية السهم عند ذات مستوى الربح الذي لم تستخدم فيه الرافعة، وعند مستوى أدنى من الربح وهو \$ ٧٠,٠٠٠ انخفضت ربحية السهم باستخدام الرافعة عن هذا المستوى الذي لم تستخدم فيه الرافعة. وهو الأمر الذي يكشف عن الدور الذي تقوم به الفائدة في رفع التكاليف الثابتة للمنشأة، الأمر الذي قد يؤدي إلى انهيارها في حالات الكساد أو مرورها بظروف غير مناسبة. كما أن استخدام المنشأة للرافعة المالية قد يؤدي إلى عدم بلوغ المنشأة لنقطة التعادل إذا تجاوزت تكاليفها الكلية إيراداتها الكلية أو عدم بلوغها نقطة التعادل (BEP) Break even point إلا عند حجم كبير من الإنتاج.

فإذا ما كانت المنشأة تسعى لتجنب أية خسائر وإلى بذل غاية الوسع لتعظيم حقوق المساهمين، فإن مبيعاتها يجب أن تغطي كل التكاليف المتغيرة التي تتغير بتغير حجم الإنتاج فضلاً عن التكاليف الثابتة ومنها الفائدة الثابتة التي تدفعها ثمناً للاقتراض، وهي التي لا تتغير بتغير حجم الإنتاج، ويؤدي تضخمها وزيادة عبئها إلى زيادة المخاطر المالية، وتعرض المنشأة للخسائر أو الإعسار المالي.

وإذا كان الفكر الغربي وكتاب الغرب قد ذهبوا شوطاً بعيداً في تحيزهم لأسلوب التمويل باستخدام القرض واقتفى أثرهم وسار على دربهم ونهجهم عدد من كتاب الشرق، فقد رأينا أن نعرض هنا للأسلوب الذي عولجت به مسألة الرافعة المالية في إحدى الموسوعات الأجنبية الشهيرة فيما يشبه التفريق للوصول إلى النتائج التي تؤيد وجهة نظرهم في هذا الشأن، فجاء العرض من الناحية العلمية مشوهاً ومشوباً بالأخطاء، ومعيباً. بما يقدح في صحته من الناحية العلمية والمنطقية وذلك على الوجه المبين بعد بفرض إثبات أن القرض الربوي هو أفضل الطرق إلى إثراء المساهمين.

الرافعة المالية عند مستويات مختلفة لعدد من الشركات

البيانات	الشركة (أ) درجة منخفضة من الرافعة	الشركة (ب) درجة عالية من الرافعة	الشركة (ج) درجة عالية من الرافعة
ديون طويلة الأجل بفائدة ٥٪	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
أسهم رأس المال	٩٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
إجمالي رأس المال المستثمر	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
معدل العائد على رأس المال	٪١٢	٪١٢	٪٢٤
الأرباح الدولارية على إجمالي رأس المال	١٢,٠٠٠	١٢,٠٠٠	٢٤,٠٠٠
(-) ناقصاً الفائدة بمعدل ٥٪	٥٠٠	٢,٥٠٠	٢,٥٠٠
أرباح المساهمين	١١,٥٠٠	٩,٥٠٠	٢١,٥٠٠
معدل العائد لكل جنيه من رأس المال	٪١٢,٧٨	٪١٩	٪٤٣

هذا الجدول مقتبس من الموسوعة الأمريكية

The Encyclopedia Americana - International edition vol. 17P. 204

انظر الملحقات - الملحق رقم (٥)

وأول ما يسترعى الإنتباه عند النظر فى الجدول الذى قدمته الموسوعة هو تباين معدل العائد على رأس المال فى الشركات الثلاث وهو أمر غير مفهوم وافترض غير مقبول، وقد عبرت الموسوعة عن ذلك بقولها:

— suppose company (c) with the same high leverage as company (B) doubles its return on total capital to 24%.....

وقد كان من المتعين تثبيت وتمائل معدلات الربحية فى المنشآت الثلاث حتى يمكن التعرف على أثر الرافعة المالية، إلا أن التحيز الواضح لأصحاب هذه النظرية ومن سار على دربهم ظهر جلياً فى هذا المسلك المعيب والذى من شأنه إفساد أسس المقارنات بين المتساويات.

وقد قمنا بمحاولة من جانبنا لإثبات زيف هذه النظرية والتي نقلناها عن غيرنا وكأنها من النظريات المسلم بصحتها. فوفقاً للحالة الافتراضية المبينة بعد، استبان أن أعلى قيمة للسهم والتي تتمثل فى قيمته الذاتية من خلال السياسة المالية التي تتبعها المنشأة قد تحققت فى الشركة التي تعتمد على التمويل الذاتي بنسبة ١٠٠٪ تليها تلك التي اعتمدت على التمويل الذاتي بنسبة ٧٥٪ والتمويل الخارجى بنسبة ٢٥٪ وأدناها تلك التي اعتمدت على التمويل الذاتي بنسبة ٥٠٪ والتمويل بالقرض بنسبة ٥٠٪.

الشركات أ، ب، ج شركات تنتمى إلى صناعة واحدة ومتماثلة من جميع الوجوه ورأس مال كل منها ٢,٥٠٠,٠٠٠ جنيه.

قامت الشركات الثلاث بزيادة رأس مالها المستثمر إلى ٥ مليون جنيه، أما الشركة أ، فقد آثرت أن تكون الزيادة عن طريق طرح أسهم زيادة رأس المال وعدم اللجوء إلى الاقتراض.

وأما الشركتان ب، ج فقد آثرتا تنويع مصادر التمويل وبحيث يصبح هيكل رأس المال المستثمر على الوجه التالى:

الشركة ب ٧٥٪ أسهم، ٢٥٪ قروض.

الشركة ج ٥٠٪ أسهم، ٥٠٪ قروض.

— ويفرض أن الأرباح قبل استقطاع الفوائد والضرائب تبلغ نسبتها ٢٠٪ من رأس المال المستثمر.

— وأن سعر الفائدة ١٠٪.

— وأن نسبة المخاطرة الاقتصادية فى الشركات الثلاث ٢٪.

وأن نسبة المخاطرة المالية تمثل جزء من عشرة وبذات النسبة بين القروض ورأس المال.

- ويفرض أن قيمة السهم ١٠ جنيها، فإذا وقع اختيارنا على تطبيق أحكام القانون المصرى على هذه الحالة فما هو أثر الفائدة والضرائب على الرافعة المالية.
وأى مصادر التمويل يتفق وأهداف المنشأة من حيث تعظيم ثروة المساهمين؟

حالة افتراضية

الشركة (ج)	الشركة (ب)	الشركة (أ)	البيان
٢٥٠٠٠٠ ج (٥٠٪)	٣٧٥٠٠٠ ج (٧٥٪)	٥٠٠٠٠٠ ج (١٠٠٪)	أسهم
٢٥٠٠٠٠ ج (٥٠٪)	١٢٥٠٠٠ ج (٢٥٪)	-	سندات
٥٠٠٠٠٠ جنيه	٥٠٠٠٠٠ جنيه	٥٠٠٠٠٠ جنيه	إجمالي رأس المال المستثمر بعد الزيادة [رأس المال المملوك + القروض]
١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	الأرباح قبل الفوائد والضرائب (بنسبة ٢٠٪)
٢٥٠٠٠٠	١٢٥٠٠٠	-	(-) فائدة السندات ١٠٪
٧٥٠٠٠٠	٨٧٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	صافي الدخل (بعد خصم فائدة السندات)
٢٧٥٠٠٠	٤١٢٥٠٠	٥٥٠٠٠٠	(-) إعفاء ضريبي ١١٪ من رأس المال المملوك غير خاضع للضريبة.
٤٧٥٠٠٠	٤٦٢٥٠٠	٤٥٠٠٠٠	صافي الدخل الخاضع للضريبة
١٥٢٠٠٠	١٤٨٠٠٠	١٤٤٠٠٠	(-) الضريبة المستحقة ٣٢٪
٣٢٣٠٠٠	٣١٤٥٠٠	٣٠٦٠٠٠	صافي الدخل
٢٧٥٠٠٠	٤١٢٥٠٠	٥٥٠٠٠٠	+ الإعفاء الضريبي (١١٪) السابق خصمه
٥٩٨٠٠٠	٧٢٧٠٠٠	٨٥٦٠٠٠	صافي الدخل + الإعفاء الضريبي
٢٥٠٠٠٠ سهم	٣٧٥٠٠٠ سهم	٥٠٠٠٠٠ سهم	وبافتراض أن القيمة الاسمية للسهم بكل من الشركات الثلاث ١٠ جنيهاً يكون عدد الأسهم بكل شركة
٢,٣٩٢ جنيه	١,٩٣٩ جنيه	١,٧١٢ جنيه	العائد على السهم
٢٠,٩٣ جنيه	٢١,٤٣ جنيه	٢٥,٦٨ جنيه	القيمة الحقيقية للسهم =
$(\frac{٠.٥+١}{٠.٥-١٧}) ٢,٣٩٢$	$(\frac{٠.٥+١}{٠.٥+١٤,٥}) ١,٩٣٩$	$(\frac{٠.٥+١}{٠.٥-١٢}) ١,٧١٢$	[العائد على السهم $(\frac{١ + \text{نسبة النمو}}{\text{العائد المطلوب تحقيقه} - \text{نسبة النمو}})$]

قياس الرافعة المالية : Measuring financial leverage :

بقي أن نشير إلى أن هناك مقاييس للرافعة المالية بعضها يتعلق بدرجة الرافعة المالية والبعض الآخر يتضمن عدداً من النسب المالية التي يجرى استخدامها لقياس الرافعة المالية.

أولاً : درجة الرافعة المالية : Degree of financial leverage (DFL)

يجرى استخراجها بالمعادلة الآتية:

نسبة التغير في ربحية السهم

نسبة التغير في الأرباح قبل الفائدة والضرائب

فعند استخدام المنشأة للرافعة المالية أى التمويل بالقرض فإن التغير في الأرباح قبل الفائدة والضرائب يترتب عليه تغيراً كبيراً في ربحية السهم، والمعادلة المتقدمة توفر معياراً جيداً لقياس الرافعة المالية.

وقد استبان لنا من خلال الحالة التي عرضنا لها لبيان أثر الرافعة المالية على ربحية السهم، وزيادة هذه الربحية إلى \$ ٣.٦٠ مقابل \$ ٢.٠٠ نتيجة استخدام الرافعة المالية، وعند ربح قدره \$ ٨٠,٠٠٠ ولم تتحقق هذه الزيادة عند \$ ٧٠,٠٠٠ وللوصول إلى درجة الرافعة المالية بتطبيق المعادلة السابقة:

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\$ ٣,٦٠ - \$ ٢,٠٠}{\$ ٢,٠٠} = \frac{\% ١٨}{\% ١٤,٣} = ٥,٦$$

(DFL) EBIT

أما المقاييس الأخرى التي يجرى استخدامها لقياس الرافعة المالية فهي مجموعة من النسب المالية Financial Ratios والتي جرت العادة على استخدامها بمعرفة المحللين الماليين للوقوف على مدى سلامة الهيكل التمويلي للمنشأة وأهم هذه النسب.

(١) نسبة المديونية Debt ratio وتمثل جملة الديون إلى جملة الأصول ونظراً لأن هذه النسبة تتضمن كلا من الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل Long and short term debts فإنها معيار جيد لقياس المديونية في هيكل المنشأة.

(٢) نسبة الدين طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وهذه النسبة تعد مؤشراً جيداً لقياس درجة المديونية في هيكل رأس المال.

(٣) معدل تغطية الأرباح للفائدة : Interest Coverage Ratio :

وهي النسبة التي يمكن عن طريقها تحديد قدرة المنشأة على الوفاء بأعباء الدين المتمثلة في الفوائد، ولكنها لا تقيس الدين ذاته، وهي توفر مؤشراً متقبلاً من جهة الدائنين لمستوى المخاطرة (٣٤١).

وهناك نسبة أخرى لا تقل عن النسب السابقة أهمية وإن لم تتفوق عليها جميعاً وهذه النسبة هي:

(٤) نسبة إجمالي الدين إلى حقوق الملكية:

تشير هذه النسبة إلى مدى امكانية تغطية حقوق الملكية ممثلة في رأس مال الشركة واحتياطياتها والفائض المرحل (ان وجد) لكافة ديون المنشأة، وبعبارة أخرى فان العلاقة بين حقوق الملكية وديون المنشأة هي علاقة بين حجم الأصول المملوكة للمنشأة وحجم الأصول الذي يمثل حقوقاً للغير على المنشأة.

ويصور أحد العلماء هذه النسبة بالاتي:

The relationship of the indebtedness of the company to its net worth is important one. Generally the owners should have more money invested in assets the creditors.

Any increase in the ratio is unfavorable and decrease is favorable.

ويشير هذا التعريف إلى أنه لا ينبغي أن تتجاوز الأصول المستثمرة المملوكة للدائنين الأصول المملوكة للمساهمين.

ولا شك أن زيادة النسبة يؤدي إلى تصدع البناء المالي للمنشأة، ويزداد التصدع بزيادة الأعباء وتعد هذه النسبة من أبرز نسب الإعسار الفني والمالي لدى المحللين الماليين.

الاصدارات الجديدة وحق الأولوية فيها :

عندما تقوم احدى شركات المساهمة بطرح أسهم جديدة لزيادة رأس المال فانها تقرر حق الأولوية في الاكتتاب للمساهمين القدامى، فيكون ذلك بمثابة امتياز لهم Privilege يتمتعون به دون غيرهم من المستثمرين المحتملين، فتعرض عليهم تغطية الزيادة في رأس المال بأسعار مقبولة، تقل غالباً وبدرجة محسوسة عن أسعار السوق الجارية The current market value وبحيث يصبح بوسع كل من قدامى المساهمين

الحصول على عدد من الأسهم يتقرر في ضوء عدد الحقوق Rights التي تحددها إدارة الشركة لكل سهم قديم، ونسبة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم قديم، وذلك فيما اصطلح عليه باللاتينية Pro rata basis ، مثال ذلك أن تقرر الشركة حق الاكتتاب في سهم جديد لكل عشرة أسهم في حيازة المساهمين أى بمعدل ٠.١ سهم جديد لكل سهم قديم.

والمساهم في بعض البلاد كالولايات المتحدة له حق الخيار في شراء الأسهم الجديدة متى كان راغباً في الحفاظ على النسبة التي يمتلكها في المنشأة، أو أن يبيع حقه في شراء هذه الأسهم للغير إذا لم يكن راغباً في شرائها أو لا يستطيع دفع ثمنها (٣٤٢).

والجدير بالذكر أن بعض القوانين تجعل الأولوية على سبيل الوجوب ومن ذلك القانون الفرنسي الصادر في اغسطس ١٩٣٥ والذي يقرر وجوب عرض الأسهم الجديدة على قدامى المساهمين ويكون لكل منهم الحق في الاكتتاب بنسبة أسهمه الأصلية ولا يمكن حرمانه من هذا الحق ولا تخفيض النسبة المقررة له، ومتى اكتتب بعض المساهمين القدامى في الأسهم الجديدة ورفض البعض الآخر، لزم إعادة عرض الاكتتاب فيما لما يتم الاكتتاب فيه على المساهمين القدامى الذين قدموا طلبات الاكتتاب وأظهروا رغبتهم في الاكتتاب في الأسهم المرفوضة فضلاً عن النسبة المقررة لهم. وتوزع الأسهم عندئذ عليهم بنسبة طلباتهم، ويعرض للاكتتاب العام بعد ذلك ما لم يتم الاكتتاب فيه (٣٤٣).

وهناك أكثر من سبب يدعو إلى إعمال النظرية القانونية التي ترعى حقوق الأولوية أو الأفضلية. The legal theory of pre-emptive. ولعل أهم هذه الأسباب يمكن إجمالها في الآتى :

إن إصدار أسهم جديدة وطرحها للاكتتاب العام مؤداه مشاركة المساهمين الجدد في الاحتياطيات أو التراكمات الرأسمالية التي كونتها الشركة طوال حياتها، وهي تتمثل بصفة أساسية في الأرباح المحتجزة والتي لم يتم توزيعها على المساهمين خلال السنوات السابقة وهي مع ذلك حق خالص لهم وحدهم دون غيرهم باعتبارهم أصحاب المشروع، ويترتب على المسلك المتقدم انخفاض القيمة الدفترية للأسهم والتي تتمثل في حقوق المساهمين «رأس المال والاحتياطيات» مقسومة على عدد الأسهم المصدره.

ولذلك فإن استخدام حقوق الأولوية أو التفضيل يترتب عليه رفع الضرر عن قدامى المساهمين، إذ تكون لهم الأولوية أو الأفضلية في شراء الإصدارات الجديدة وبالتالي تعويضهم عن انخفاض القيمة الدفترية، فاذا لم يكن المساهم راغباً في المشاركة في

زيادة رأس المال، فإن بوسعه أن يبيع حقوقه لأخرين ويتم تعويضه بالتالى عن انخفاض القيمة الدفترية.

ولحقوق الأولوية مزية أخرى خاصة فى الدول التى تسمح بتعدد أصوات المساهمين وفقا لعدد الأسهم التى يمتلكها كل منهم، فضلا عن ذلك فإن هناك سبباً آخر لا يغفله الكتاب المتخصصون فى التمويل والاستثمار، ألا وهو أن استخدام حقوق الأولوية من شأنه تدعيم العلاقة بين إدارة الشركة ومساهميها، وينمى لديهم الشعور بالانتماء والولاء.

خطوات تمويل الحقوق : The mechanics of rights financing :

- ١- تحديد سعر السهم من الإصدار الجديد من جانب مجلس إدارة المنشأة.
 - ٢- تحديد عدد الحقوق Rights وهى نسبة الاسهم من الإصدار الجديد والتي يتم تخصيصها لكل سهم قديم.
 - ٣- تحديد الفترة التى تمارس فيها هذه الحقوق.
- أما عن كيفية تحديد عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم جديد فإنه يمكن التوصل إليها باتباع الخطوات التالية :

مقدار الزيادة فى رأس المال

$$\frac{\text{سعر الإصدار الجديد}}{\text{عدد الأسهم القديمة}} = \text{١- عدد الأسهم الجديدة}$$

سعر الإصدار الجديد

عدد الأسهم القديمة

$$\frac{\text{عدد الأسهم الجديدة}}{\text{عدد الأسهم القديمة}} = \text{٢- عدد الحقوق}$$

عدد الأسهم الجديدة

على أنه ينبغى على المستثمر أن يحفظ عن ظهر قلب ثلاثة أمور لها تأثير مباشر على قيمة الحق:

١- تاريخ الإعلان.

٢- تاريخ التسجيل.

٣- تاريخ إنتهاء السريان أو انقضاء الأجل.

وتفصيل ذلك أنه فى تاريخ الإعلان يحدد مجلس الإدارة عدد الحقوق المخصصة لكل سهم، وسعر السهم وكذلك تاريخ التسجيل.

أما تاريخ التسجيل فهو الذي تسجل فيه أسماء المساهمين، منذ تاريخ الإعلان وحتى تاريخ التسجيل حيث تباع الأسهم بسعرها في السوق مضافاً إليه قيمة الحقوق، وبعد إنتهاء تاريخ التسجيل تباع الأسهم بدون حقوق.

وأما تاريخ إنقضاء الأجل The expiration فهو التاريخ الذي لاتصبح فيه لتلك الحقوق قيمة، ذلك أن الفترة ما بين تاريخ التسجيل وهذا التاريخ تتراوح غالباً ما بين أسبوعين إلى شهر، بإعتبار هذه الفترة كافية لكي يستخدم المساهمون حقوقهم بيعة أو ممارسة.

وإذا كنا قد إنتهينا إلى أن بعض المساهمين قد يعرضون عن شراء الأسهم الجديدة المعروضة عليهم، وأن بوسعهم في هذه الحالة أن يبيعوا الحقوق في السوق المفتوحة، فقد يكون من المفيد أن نعرض للكيفية التي يتم بها تحديد هذه الحقوق^(٣٤٤).

كيفية تحديد ثمن الحقوق :

لو افترضنا أن مساهماً له الحق في الاكتتاب في سهم جديد لكل خمسة أسهم في حيازته، وبسعر ٣٥ دولار للسهم، وأن تاريخ الإعلان هو أول مايو، وأن تاريخ التسجيل كان ٣٠ مايو، وأن تاريخ انقضاء الأجل ١٥ يونيو، وأن سعر السهم في تاريخ الإعلان كان ٣١ دولار وأن عدد الأسهم التي كانت في حيازته ٢٥ سهماً، فما هي قيمة الحق؟

$$\text{قيمة الحق} = \frac{\text{سعر السهم في السوق} - \text{سعر الاكتتاب}}{١ + \text{عدد الحقوق}}$$

$$= \frac{٢٥ - ٣١}{١ + ٦} = \frac{-٦}{٧} = -٠,٨٥ \text{ دولار}$$

ولكن ماذا لو قرر المستثمر بيع حقه بعد تاريخ التسجيل، فتصبح المعادلة على الوجه التالي:

$$= \frac{٢٥ - ٣١}{٥} = -١,٢ \text{ دولار (٣٤٥)}$$

هذا مع ملاحظة أن سعر السهم في السوق بعد تاريخ الإعلان يصعد لكي يشمل قيمة الحق في اليوم الذي يتم الاعلان فيه عن الاكتتاب المميز.

دور السوق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية :

سبق لنا التنويه في موضع سابق إلى أنه لما كانت حقوق أصحاب المشروع في شركات المساهمة يتعذر تصفيتهما لحساب أحد المستثمرين، ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق حيث تباع فيها الحقوق وتشتري دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.

ولذلك فإن ثمة إجماع بين علماء الاستثمار والتمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل Liquidating الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات .

ونظراً لقيام السوق بتلك الخدمة فإن المستثمرين يصبحون أكثر استعداداً لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها، طالما أن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل مالديهم من أوراق مالية بسرعة وسهولة، وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن، وذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية، والهيكلية، والتشغيلية.

ولإلقاء مزيد من الضوء على دور السوق الثانوية في تمويل التنمية الاقتصادية فحسبنا الإشارة إلى أن عجز المساهمين عن تسييل الأسهم التي في حوزتهم مؤداه استحالة قيام شركات مساهمة جديدة، فليس هناك من يقبل شراء أسهم يتعذر إعادة بيعها، ولذلك فإن غياب البورصة عن واقعنا المعاصر يعني وأد أية محاولة من جانب شركات المساهمة لزيادة رؤوس أموالها، فضلاً عن تعذر قيام شركات مساهمة جديدة.

ومفاد ماتقدم أنه إذا كانت البورصة نفسها لاتقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادي- وخاصة في زماننا المعاصر- يعني إصابة الجهاز الإنتاجي بالشلل، وتراجع المستثمرين عن الاستثمار، والتوقف عن انشاء المشروعات وتوقف عمليات الإنماء الاقتصادي، الأمر الذي نستطيع أن نؤكد معه أنه لوجود لشركات المساهمة في غيبة أسواق الأوراق المالية، كما أنه لاقيمة لهذه الأسواق في غيبة شركات المساهمة ، فكل منهما لازمة من لوازم بقاء الأخرى، وسببا لوجودها .

وهناك رأى أن التداول الذي يتم في أية بورصة وإن كان لا يؤدي إلى خلق تكوينات رأسمالية جديدة، إلا أن قيام أحد المدخرين بشراء عدد من الأسهم، مفاده إيجاد سيولة موازية تصبح متاحة للاستثمار في مواضع أخرى من الاقتصاد، وبغض النظر عن الكيفية التي سيستعمل فيها البائع السيولة الجديدة فإنها ستؤدي إلى تخفيض تكلفة الفرصة البديلة (OPPORTUNITY COST) في حالة استعمالها لتمويل استثمار جديد، وستؤدي إلى زيادة المنفعة (UTILITY) في حال استعمالها لتمويل إنفاق استهلاكي.

وتفسير ذلك أنه في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فإن البائع ما كان ليقدم على البيع لو كان استثماره في تلك الأسهم أفضل من الفرص البديلة المتاحة.

أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فإن ذلك يعني ببساطة أن بائع السهم قد توصل إلي قناعة بأن منفعته من استهلاك ثمن الأسهم أكثر من منفعته من الصبر عليها، والاكتفاء باستهلاك عائدها السنوي، وفي المنظور الوطني فإن هذا الوضع لا يختلف عن إقدام أحد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدلا من شراء أسهم، وهذا قرار مشروع مألوف.

وعلى ذلك يمكن القول بأن البورصة قد تتجاوز كونها قنالا (٣٤٦) لتسييل الاستثمارات المالية وقت الحاجة لتصل إلى حد كونها أداة لتقليل كلفة الفرصة على صعيد الاقتصاد الكلي وتعظيم المنفعة على صعيد الاقتصاد الجزئي (٣٤٧).

وقد يكون من المناسب هنا أن نختم هذا البحث بالدور الذي لعبته سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في دولتين ناميتين تصدي لهما بالدراسة الكاتب الاقتصادي Antonin Basch في مؤلفه القيم عن تمويل التنمية الاقتصادية Financing economic development .

أولا : بورصة المكسيك : Mexico stock exchange :

المكسيك إحدى دول أمريكا اللاتينية التي تعاني من معدل تضخم مرتفع، وقد حققت تقدماً ملحوظاً في تدفق المدخرات وتنمية سوق رأس المال، فقد تدفقت في السنوات الأخيرة كميات ضخمة من رؤوس الأموال للاستثمار في الأوراق المالية، إلا أن إحدى السمات الرئيسية لسوق المال المكسيكية هي عملية تقضيل المستثمر المكسيكي للأوراق المالية ذات العائد الثابت المرتفع نسبياً ولاشك أن العوائد المرتفعة تعكس جزئياً نقص رؤوس الأموال إلا أنها تعوض على الجانب الآخر - من غير شك - الزيادة التي حدثت في الأسعار.

أما عن تملك أسهم شركات المساهمة فليست من الأمور المستحبة في المكسيك ويرجع ذلك إلى أن الشركات القائمة مغلقة تقريباً (٣٤٨).

والسوق المكسيكية محدودة، وليس من السهل قيام أحد المساهمين بتسييل أسهمه، لأنه غالباً لا يجد مشترياً لها، وبسبب تقضيل الشركات الحصول على الأموال من خلال القروض وليس عن طريق سوق رأس المال، ولتفضيل الأفراد في ذات الوقت للأوراق المالية ذات العوائد الثابتة المرتفعة نسبياً، خاصة وأن عوائد هذه الشركات منخفضة

بصفة عامة مقارنة بالعوائد الأخرى بسبب انتهاج الشركات المكسيكية الهامة لسياسة التمويل الذاتي بإعادة استثمار جزء كبير من أرباحها.

والسوق أيضا تتسم بعدم الكفاءة بسبب نقص المعلومات التي تتعلق بالميزانيات، وعدم تلقى المساهمات لمعلومات كافية عن القيمة الحقيقية للأسهم Intrinsic value فإن هذه السوق تعد معوقة (٣٤٩).

وقد بلغ حجم التعامل في البورصة عام ١٩٦٠، ٥.٣ بليون (Peso) يساهم فيها قطاع الأسهم بنسبة ٣٪ فقط.

ولذلك فلاغرابية أن اتخذت عدة خطوات من خلال البنوك القائدة وبيوت الاستثمار لتوسيع السوق من خلال إصدار أسهم الشركات الجديدة، وبإغراء الشركات القائدة علي طرح المزيد من الأسهم في السوق.

ومع أن الدراسة السابقة قد مضى عليها مايقرب من ربع قرن إلا أنه من الواضح أن بورصة المكسيك- شأنها شأن سائر معظم البورصات في الدول النامية- تفتقد مقومات السوق الكفاء، وكافة معايير الأداء الجيد. ولا تؤدي بالتالى دوراً هاماً فى عملية التنمية الإقتصادية.

سوق الأوراق المالية فى كولومبيا :

كولومبيا إحدى دول أمريكا اللاتينية التي تحتفظ بدرجة مناسبة من الاستقرار النسبى، ومن المعروف ان كولومبيا تعتمد بدرجة كبيرة على تصديرها لسلعة واحدة وهى البن والذي مازال يمثل ٧٠٪ من إجمالي صادراتها.

وقد بلغ معدل الاستثمار في المتوسط خلال الفترة (١٩٥٩ - ٥٠) حوالى ١٨٪ من الناتج القومى الإجمالى G.N.P.

لقد تجمع لدى مؤسسات الادخار تراكمات محدودة من المدخرات ويتجه الأفراد بصفة عامة إلى استثمار جزء كبير من أموالهم فى أوراق الشركات- خلافا لماهو عليه الحال فى المكسيك- وقد أصبح الاستثمار فى هذه الشركات شعبيا ومستحبا بين الطبقة المتوسطة نتيجة الأداء الجيد من جانب المشروعات القائدة، وكذلك الأداء الطيب من جانب البورصات وخاصة فيما يتعلق بالرقابة على الشركات.

This investment has become popular among the middle class as a result of the good performance by the leading enterprises, the well-working stock exchanges, and particularly, the superintendency of joint-stock companies.

ومن الملاحظ ان أنشطة الشركات قد أدت إلى زيادة الثقة في الأسهم المقيدة في البورصات، كما أن القوانين واللوائح تفرض على الشركات إعداد ميزانيات تفصيلية مرة كل عام على الأقل، وتشطب أسهم الشركات المقيدة في البورصة حال مخالفتها للقوانين واللوائح.

وقد نمت الشركات المساهمة خلال الفترة من ٥٢ - ١٩٥٩ وبلغ عدد المساهمين في أحد الشركات ٦٠ الف مساهم (٣٥٠).

هوامش الباب الأول

(١) لسان العرب - لابن منظور - طبعة دار المعارف - والآية من سورة الفرقان رقم ٢٠.

(2) Encyclopaedia Britannica vol. 11

(٣) المقايضة هي أسبق أشكال المبادلة تاريخياً. ومن الثابت أن الجماعات البدائية لم تعرف البيوع في الأسواق حتى القرن الثامن قبل الميلاد، ومع هذا فما زالت المقايضة قائمة في كثير من المجتمعات حتى وقتنا هذا «الموسوعة العربية الميسرة» والمقايضة هي مبادلة المرء غيره ما يفيض عن حاجته بما هو في حاجة إليه، ويحدثنا التاريخ أن بابل كانت في القرن السادس قبل الميلاد مستودعاً عالمياً، تجرى فيها المقايضات بالسلع التي كانت تحملها القوافل «جورج لوفران- تاريخ التجارة منذ أقدم العصور حتى العصر الحديث- ترجمة هاشم الحسيني- مكتبة الحياة- بيروت «وطيلة القرون الوسطى كانت السفن العربية تمخر المحيط الهندي من الموزمبيق التي احتلتها البرتغال في القرن السادس عشر إلى ملبار وهي ساحل هام غرب الهند «ابن بطوطة- تحفة النظار في غرائب الأمصار وعجائب الأسفار» هذا وتتميز المقايضة عن البيع أن بديلها ليسا من النقود ولذا يعتبر كل مقايض بائعاً ومشترياً في وقت واحد، فهو بائع للشيء الذي قايض به، ومشترياً للشيء الذي قايض عليه» د. أنود سلطان- العقود المسماة طبعة ١٩٥١.

(٤) ويرى أستاذنا الدكتور عبد الحميد الغزالي أنه يظهر نوع من التخصص في الإنتاج ودرجة من تقسيم العمل الجماعي انتقلت المجتمعات البشرية البدائية - نتيجة لذلك - من مرحلة الاقتصاد الذاتي حيث كان الفرد ينتج ما يكفي بالكاد لبقائه على قيد الحياة، إلى «رحلة ظهور الفائض الإنتاجي، وبالتالي قيام الاقتصاد التبادلي، ومن ثم ظهر نظام المقايضة كأول نظام للتبادل عرفته البشرية (أ. د. عبد الحميد الغزالي - مقدمة في الاقتصاديات الكلية ط ٨٧ ص ١٤٠).

ولعل أبرز أشكال المقايضة ما يسمى التجارة الصامتة « Silent trade » والتي لا يحدث من خلالها التقاء بين الأطراف الراغبين في التبادل.

وتتم هذه المبادلات عندما يقوم أحد الأطراف أو الجماعات بترك سلعهم في مكان معين مخصص لهذا الغرض، وتذهب مجموعات أخرى لذات المكان ومعها السلع التي ترغب في مبادلتها، فإذا ما توافقت الرغبات تركت ما معها من سلع في ذات المكان وأخذت السلع الأخرى محلها. وميزة هذا النوع أن التبادل يتم حتى بين الجماعات المتنافرة والتي لا يتصور قيام تبادل بينها بالطرق العادية المألوفة (الموسوعة الأمريكية مجلد ٢ ص ٢٧٦).

(٥) وقد عبر السيد ألفريد مارشال عن ذلك بقوله:

"As Courant says," Economists understand by the term market not any particular Marketplace in which things are bought and sold, but the whole of the geographical area in which buyers and the sellers in such free intercourse with one another, that the prices of the same goods tend to equality easily and quickly.

"Alfred Marshall - Principles of economics - eighth edition P. 270.

ولعله من المثير حقاً، أن بعض الشعوب غير البدائية ما زالت تمارس المقايضة حتى الآن ومن هذه الدول التي تمارس أشكالاً متقدمة للمقايضة الولايات المتحدة الأمريكية، ونحيل إلى الموسوعة الأمريكية الجزء الثالث من بيتغى المزيد من التفصيل في هذا الصدد.

(٦) وقد عبر السيد Alfred Marshall في عبارة جزيلة من المعنى المتقدم بقوله

The distinction of locality is not necessary. The traders may be spread over a whole town or region of a country, and yet make a market if they are, by means of fairs, meetings, published price lists, the post office, or otherwise in close communication with each other.

وأضاف أنه كلما اقترب السوق إلى السوق الكاملة كلما قوى الاتجاه نحو تساوي الثمن المدفوع لذات السلعة في ذات الزمن في كل أنحاء السوق وهو ما عبر عنه بقوله:

The more nearly perfect a market is, the stronger is the tendency for the same price to be paid for the same thing, at the same time in all parts of the market.

(Principles of Economics, eighth ed, op. cit. p. 270).

(٧) د. عبد العزيز مهنا : الأسواق وتصريف المنتجات.

(٨) الأسواق الدائمة هي أماكن معينة منتشرة داخل القرى حيث توجد الحوانيت التجارية، ويتخذ البائعون من هذه الأماكن مواقع ثابتة لعرض ما لديهم من سلع ويتجمع الناس في هذه الأماكن بل ويتوافدون إليها من القرى المجاورة التي لا تتوفر لديها مثل هذه السلع وأما الأسواق الموسمية فهي التي ترتبط بزمن معين ومكان محدد، ففي الموالد والأعياد التي تقام في بعض القرى وخاصة لنوى الكرامة من الأولياء يتوافد الخلق من القرى المجاورة أفراداً وجماعات بما يتفق مع التقاليد والأعراف والقيم والمعتقدات السائدة في هذه المجتمعات، وتقام الأسواق ويجري فيها تبادل شتى السلع والمنتجات وأما الأسواق الأسبوعية فهي التي تقام في القرى وضواحي المدن في أيام محدودة من أيام الأسبوع ويأتي إليها الناس من القرى المجاورة والتي تقام فيها أيضاً أسواقاً مماثلة وتؤلف هذه القرى مجتمعة نسقاً واحداً تكون القرية وحدته ويمثل هذا النمط النظام الشمسي حيث يتوسط سوق القرية الدائم الأسواق الصغيرة للقرى المحيطة انظر: -

Eric Wolf - peasants - prentic Hall Inc, 1966 P. 40 - Nash - Premetive and Peasant Economic Systems - Chandler Publishing Co, California 1966. P. 60.

(٩) وتسمى السوق بإسم السلع التي اشتهرت بها ومن الأمثلة على ذلك سوق السلاح وسوق الليمون وسوق الخضضر وسوق البلح وسوق الفلال وكلها في مصر - كما قد تتسمى السوق بأسماء بعض البلاد التي وجدت فيها كسوق الفسطاط وكفر البوار في مصر وسوق حضرموت في اليمن وعكاظ ومجن ونو المجاز في المملكة العربية السعودية، ويعتبر سوق عكاظ من أشهر الأسواق التقليدية وأعظمها في تاريخ العرب في العصر الجاهلي إذ كانت معرضاً للإنتاج المادي والفكري ومنتدى لتبادل العلوم والفنون ووسيلة اتصال وإعلام.

(١٠) الرأسمالية التجارية Commercial Capitalism هي وريث النظام الإقطاعي وقد اصطلح الاقتصاديون على تسميتها "mercantilism" ورغم أن مسماها موضع خلاف بين بعض الاقتصاديين إلا أن الثابت أن أصل هذه التسمية كما ورد في الموسوعة الأمريكية ج ١٨:

Mercantile "The name applied to a set of economic Views prevailing in Europe from the 16 Th to the 18 Th Centuries. Adam smith called it merecantile system and the term mercantilism is derived from that.

(11) Ge rge Dalton: Economic System of Society - Politicul Economy, B. T. Mecormic. P. 30.

- (١٢) الموسوعة الأمريكية - مرجع سابق.
- (١٣) د. أحمد جامع - الرأسمالية الناشئة.
- (١٤) حسين تيمور بك - البورصة وتجارة القطن طبعة سنة ١٩١٧.
- (١٥) د. عيسى عبده - حسن لبيب - سامى وهبه - البورصات المطبعة «الأميرية» سنة ١٩٤٧.
- (16) Money Banking and Credit in Medieval Bruges - A Study in the Origns of Banking (Rymond De Roover, Ph. D. - Mediaeval Academy Of America. 1948.
- (17) The stock market is a place Where such investments are bought and sold at dependent upon the relation of supply and prices demand charles Amos Dice - the stock market - Mc graw Hill Book co Inc 1952.
- The Security Market is a place Where buyers and sellers come to gether to trade in securities (fredrick. Amling- Investment - Fourth edition - prentice Hall Inc, New Jersey).
- The stock Market is an organization which provides a market place and facilites for the purchase and sale of selected government and corporate securities. (American peoples Encyclopaedia Vol 17. P. 319).
- A stock exchange is an organised market for dealing in securities of businesses and governments (Encyclopaedia Britanica Vol. 16.)
- (١٨) د. أحمد زكى هيكل - عمليات البورصة فى مصر طبعة أولى سنة ١٩٤٩.
- (١٩) د. مقبل جمبى - الأسواق والبورصات.
- (٢٠) رئيس بورصة البضائع فى مصر (سابقاً) نقلاً عن كتابه «أعمال البورصة فى مصر مطبعة البصير بالإسكندرية سنة ١٩٣٨».
- (٢١) مدينة أنفرس باللغة الفلندرية Antwerp والإنجليزية Antorp وهى ولاية فى بلجيكا لغة العامة فيها فلمنكية ومعظم صادرات بلجيكا تمر بها.
- (٢٢) انظر الملاحق- ملحق رقم (١) الوثائق التاريخية للبورصة التى وافانى بها السفير البلجيكى وكذا المراسلات المتبادلة مع سيادته.
- (٢٣) جورج لوفران- مرجع سابق.
- (٢٤) اللغة الجرمانية هى: لغة بلاد الفلاندر وهى تتصل إتصالا وثيقا بالهولندية.
- (٢٥) (١) الموسوعة الألمانية : Meyers Kleines lexikan Frster Brand 1931 (دار الكتب).
- (ب) الموسوعة الفرنسية : Clopedique quiliet pasis Raoul- Dictionaire Ency Mortier (دار الكتب).
- (ج) دار الكتب: The New Colombia Encyclopedia. 1915

(د) Websters, thrid new internationi Dic.

(٢٦) جول خلاط- مرجع سابق (بشيء من التصرف).

(٢٧) فايق كامل- طرق التجارة فى أعمال البورصات ، سامى وهبة البورصات وتجارة القطن .

(28) Securities Markets are impersonal or open Markets, Buyers and sellers of securities are ususly known to each other, and usually trade through brokers or dealers.

" Financial Markets and the economy charles N. Henning, william Pigott 3rd ed. (Ain shams university)"

(29) Organised securities markets and stock Exchanges are a product of economic development. Encyclopadia

Britanica vol 16 op. cit. p. 449.

(٣٠) أضاف بعض الكتاب ومنهم (حسن لبيب - عيسى عبده - سامى وهبة) فى كتاب البورصات شرطاً ثانياً لضمان إستمرارية السوق الذى بدونه تفقد البورصة من وجهة نظرهم، أحد مقوماتها وهو أن تسمح قواعد البورصة بالبيع على المكشوف، أى السماح للبائع أن يبيع ما لا يملكه من أوراق اعتماداً على أنه سوف يكون باستطاعته الحصول على ما كان محلاً للتعاقد فيما بعد بفضل السوق المستمرة ليسلمها للمشتري. وإذا كان اعتبار هذا الشرط أمراً مستغرباً ولكن الأكثر غرابة حقا أن ينقل جمهرة من الكتاب هذا الرأى عن هذا المرجع لكون تمحيص لما ينطوى عليه من إفساد البيوع وكأنه أحد المسلمات التى يتعين التسليم بها، ومن المراجع التى تناولت هذا الرأى وإن شئت فقل - هذا الشرط مذكرة معهد التخطيط القومى رقم ١٣٣١ لسنة ١٩٨٢ تحت عنوان تطور سوق الأوراق المالية فى مصر - إعداد المستشار محمود فهمى رئيس هيئة سوق المال فى مصر سابقا، وكذلك الموسوعة العلمية والعملية لإتحاد البنوك الاسلامية الجزء الخامس ص٣٩٣، ولعلنا لا نحتاج الى جهد كبير لاثبات عدم سداد هذا الرأى وإن شئت فقل عدم قبول هذا الشرط، فقد تكفل المؤلف الذى نقلوا عنه بهدم الرأى الذى تناوله من قبل وأظهر عيوبه ومثالبه وذلك من خلال تصديه لمسألة المضاربة بقوله «أن من يبيع على المكشوف لتوقعه هبوط الأسعار يعد مقامراً لا مضاربا» ولم يقع بخلد أحد من قبل ولا خطر على باله أن المقامرة شرط لاستمرار السوق. ويستأنف ذات المرجع الحديث عن مثالب البيع على المكشوف بقوله أن ثمة وسائل مقبولة وغير مشروعة للتأثير على الأسعار ومنها محاولة احتكار السلعة للتحكم فى البائعين على المكشوف. ومقصود الكاتب هنا هو بيان المخاطر الجسيمة التى يتعرض لها البائع على المكشوف فيها اصطلح المتخصصون على تسميته "The Corner" والكورنر هو الإحراج الناتج عن الاحتكار ويخلص فى اتفاق مجموعة من السماسرة على اتخاذ هذه البيوع وسيلة لشراء كل ما يعرض فى السوق من هذه الأسهم، ومتى حل ميعاد الاستحقاق يصير المشترون على تسلم الكميات التى تعاقدوا عليها ويعجز البائعون على المكشوف من تسليمها لندرة هذه الورقة فيضطرون الى طلبها من المشتريين أنفسهم وبالسعر الذى يفرضونه (على شلى- البورصات مرجع سابق) وتسمى هذه الحالة Cornerning the shorts أى خنق المكشوف، ومن أشهر هذه العمليات ما شهدته مصر فى موسم ١٩٤٩ - ١٩٥٠ إذ ارتفع سعر القطن متوسط التيلة الى ما يقرب من ضعف ثمن القطن طويل التيلة إثر قيام بيتين كبيرين من بيوت التصدير بشراء كميات كبيرة من القطن متوسط التيلة فى بورصتى العقود والبضاعة الحاضرة.. وبذا تمكنا من التحكم فى السوق اذا كانت كميات القطن متوسط التيلة محدودة للغاية فى ذلك الوقت، وقد تأثر المضاربون على الكشوف وهم البائعون لأقطن لا يقابلها أقطن حاضرة بارتفاع الأسعار مما اضطرتهم إلى تصفية مراكزهم أو تغطية عملياتهم فى سوق ضيقة وتحملوا نتيجة لذلك خسائر جسيمة، وهذه العمليات ممنوعة فى أمريكا بموجب القانون الخاص بتجارة السلع وقانون البورصة د. مقبل جميعى - الأسواق والبورصات - وكذا نبيه غطاس - معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال - لبنان.

(31) American Peoples Encyclopedia vol. 17, p/ 319.

(٢٢) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية ج ٥ - مرجع سابق ص ٣٩٢.

(33) The fourth function of the stock change is to provide facilities for legitimate speculation in stocks and bonds "The American Peoples Encyclopedia vol. 17 p. 319.

(34) Hazem El Beblawi, The Kawait stock markets.

(٣٥) جول خلاط أعمال البورصة فى مصر، ومن أعجب ما نقله وأغرب ما يسمعه المرء ولا يكاد يصدق ما نقله عن برويون فى شأن المضاربة قوله...

«المضاربة فى الوضع الصحيح هى عبقرية الاستكشاف فهى التى تتبدع وتجدد وتسد الحاجة وتحل المعضل وهى كالروح اللانهائى تخلق كل شىء من لا شىء وهى الملكة الاقتصادية الأصلية لأنها دائمة اليقظة لا تقنى مواردها، مسينة الظن فى الرخاء عظيمة الجراءة فى الشدائد، ترى الرأى وتتصور الصورة وتضع الحدود وتجادل وتنظم وتأمّر وتشرع وليس على العمل و رأس المال والتجارة سوى التنفيذ، فتلك الرأس وهذه الأعضاء تمشى أميرة وتتبعها إماء.»
«بريون»

(36) Inflationary tendencies have directed attention to stock exchanges as a means of offsetting prices Encyclopedia Britanica v. 16 p. 542.

(37) Archer Choate, Financial Mangement, An introduction. p. 99. John wiley sons & Jons New York.

(٢٨) وقد أجازت التشريعات الأخرى شأنها فى ذلك شأن التشريع المصرى- إذا ماغضضنا الطرف عن رأى بعض فقهاء القانون وشراحه- زيادة رأس مال شركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق.

"Investment banker distributions may also involve securites previously issued and outstanding but not publicly distributed. (Archer choate op. cil 122).

وقد تصدى أحد فقهاء القانون لهذه المسألة بقوله «وكثيراً ما يثور التساؤل حول مكنة هذه الشركات الالتجاء إلى الاكتتاب العام لزيادة رأس مالها، خصوصاً أنه لا توجد نصوص تشريعية (فى القانون المصرى) تحرم ذلك. كما أن هذه الزيادة تجىء فى الغالب فى وقت تكون الشركة قد استقرت ومارست نشاطها، بحيث يمكن القول بالسماح لها بزيادة رأس مالها عن طريق التوجه إلى الجمهور بشرط إتباع الأحكام المقررة للاكتتاب العام، وأضاف قائلاً «غير أننا لا نعتقد بجواز إلتجاء هذه الشركات إلى الاكتتاب العام كوسيلة لزيادة رأس مالها لأن القول بغير ذلك يؤدى بالضرورة إلى التحايل أو الالتفاف حول ضرورة اعتماد الوزير المختص لطلب الترخيص بإنشاء هذه الشركات، الأمر الذى يعطل الرقابة الوقائية للسلطات الحكومية (د. أبو زيد رضوان- مرجع سابق ص ٨٦- ٨٧) ونحن لا نتفق مع ما انتهى إليه هذا الرأى وحجتنا فى ذلك أنه سيكون بوسع أى من المؤسسين أن يتنازل فيما بعد عن كل أو جزء من الأسهم التى يمتلكها من خلال السوق الثانوية «سوق التداول»، وهو ما يعنى أن رأس مال الأسهم التى يمتلكها لن تكون وفقاً على المؤسسين وإنما ستنتقل الملكية من خلال التداول إلى سائر المستثمرين المحتملين شأنها فى ذلك شأن شركات الاكتتاب العام.

وفضلاً عما تقدم فإن التضييق على هذه الشركات إذا ما رغبت فى زيادة رءوس أموالها قد يؤدى إلى إحداث خلل فى هيكلها التمويلية وتعجزها عن التوسع والتحديث أو المساهمة فى عمليات الإحلال والتجديد، وهو ما يعنى وضع العراقيل أمام هذه الشركات مما قد يؤدى إلى تعثرها وتعطيل مسيرتها، وكأنها مساهمة تشريعية تستهدف تعويق التنمية الإقتصادية وهو أبعد ما يكون عن قصد الشارع وشراح القانون فى أن واحد.

(٣٩) وليس بمستغرب في الدول النامية أن تقوم بعض الجهات الحكومية - في غيبة من بيوت الخبرة المتخصصة - بإصدار سندات حكومية يتم طرحها للاكتتاب العام على غير تحرز أو تخوف من عواقب الأمور، حتى إذا ما أخفقت في تغطية إصدارها راحت كل جهة تلقى باللوم على الجهة الأخرى وغالبا ما ينتهي الأمر إلى فك الاشتباك وإلقاء التبعة على وسائل الإعلام التي أخفقت في استقطاب المدخرين وعجزت حملتها الإعلانية عن إخراج المدخرات من جحورها.

(40) The problem might be overcome in some cases by offering participation in the management of the firm to new shareholders. Yet the original are usually loath to introduce a new managing owners. Archer Choate op. cit p. 157.

(٤١) لمزيد من الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة اكتاب خاصة بإحدى شركات الاستثمار المتخصصة في عمليات تغطية وتسويق الاكتاب والترويج للمشروعات (أنظر الملاحق) ملحق ٢.

(٤٢) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ قانون شركات المساهمة.

(٤٣) لزيادة الإيضاح وقع اختيارنا على نشرة إصدار سندات خاصة بجمهورية مصر العربية وتم إضافتها «الملاحق رقم ٣».

(٤٤) صندوق النقد العربي - أسواق رأس المال في الدولة العربية ص ١٧٥.

(٤٥) الاتحاد العربي للبورصات - ندوة أهمية المعلومات والإفصاح عنها في البورصات العربية - نوفمبر ١٩٨٧ القاهرة.

(٤٦) الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية مرجع سابق - البحث المقدم.. السيد بلطنج عبد الاله نائب مدير بورصة القيم بالدار البيضاء عن طرق وأساليب نشر المعلومات والإفصاح عنها في بورصة القيم بالدار البيضاء.

(٤٧) المرجع السابق.

(48) Archer Choate Op. Cit. P. 124 .

(٤٩) معجم مصطلحات الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال لنبية غطاس . بيروت.

(50) Chamber of The Basle stock Exchange Regulations governing The admission of securities for listing on The Basle Stock Exchange.

(51) Chamber Of The Basle Stock Exchange

(52) The more marketable a security is, The higher the price purchasers are willing to pay. Financial Management , Op. Cit, p 10

(53) Since Security Markets enhance the liquidity of securities, They necessarily augment their collateral values. Robert H. Wessel, Principles Of Financial Analysis P. 210.

(٥٤) مذكرة معهد التخطيط القومي رقم ١٣٣١ - جمهورية مصر العربية اكتوبر سنة ١٩٨٢ إعداد المستشار محمود فهمي رئيس الهيئة العامة لسوق المال (سابقا)

(55) - Robert H. Wessel Op. Cit P. 227

(56) Fredrick Amling, Investment, Fourth Edition An Introduction Analysis and Management P. 234.

(٥٧) يجرى التعامل أيضا في السوق الأولية من خلال أسواق التعامل المباشر وغير المباشر إلا أن التعامل غير المباشر يقتصر هنا على السوق غير الرسمية ، أما السوق الرسمية فتقتصر على عمليات التداول فقط .

(٥٨) أضاف المشرع المصرى بموجب القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ مادة جديدة برقم ٣٠ مكرر إلى القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ ونصها « لا يجوز التعامل في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذى تتم الصفقة بواسطته ضامناً لسلامة البيع، ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك». إلا أن المشرع أدخل تعديلاً جديداً على النص المتقدم من خلال قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ليوائم التصورات المستقبلية لهيكل سوق الأوراق المالية في مصر، فنصت المادة ١٨ منه على أن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة فى البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها وإلا وقع التعامل باطلاً، وهو ما يعنى بمفهوم المخالفة إطلاق حرية التعاقد أو التنازل أو التصرف فى الأوراق المالية غير المقيدة دون وساطة الشركات المرخص لها.

(59) Kenntth Garabade-Securities Markets, Mc Graw- Hill Book Co.P. 423.

(٦٠) المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية - القرار رقم ١ لسنة ١٩٨٤ فى شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق.

(٦١) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار أسواق الأوراق المالية العربية تنظيمها - أنواتها وأوضاع التعامل فيها ص١٨٤.

(٦٢) د. على جمال الدين، الوجيز فى القانون التجارى، القاهرة ١٩٨٢ ص٤٢.

(٦٣) الموسوعة البريطانية، مرجع سابق جزء ١٦ ص٤٥٣.

(64) Robert H. Wessel, Principles of Financial Analysis P. 234.

(٦٥) جاء فى لسان العرب لابن منظور أن الماكسة فى البيع تعنى انتقاص الثمن واستحطاطه والمكس هو النقص، وانتقاص الثمن فى البياعة، ويقال تماكس البيعان أى البائع والمشتري إذا تشاحا. وهذا بخلاف المكس وهو الضريبة التى يأخذها المكاس ممن يدخل البلد من التجار، وفى المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية ماكسة فى البيع مماكسة أى طلب منه أن ينقص الثمن.

(66)The over-the-counter market obtained its name from the manner in which security trading was practised in colonial days, when most security dealers actually had counters in their places of business. When purchases or sales were made it was customary for the securities literally to be passed back and forth over these counters. Although this practice has been abandoned, the name is still applied to those security markets. (Robert H. Wessel, Principles of Financial Analysis P. 223.

وكذلك:

The first securities issued by the federal government and private commercial enter prises were bought and sold in the offices of banging houses. These houses actually had counters over which investor bought and sold by negotiation and over which they paid for and accepted delivery in the security in which they were dealing.

Such purchases and sales were known as over-the-counter transaction to distinguish them from those executed on the organized exchanges.

(Charles Amos Dice & Eiteman, The Stock Market 52, P. 105.).

وأيضاً

"Before the establishment of organized exchanges, securities were purchased and sold over the counter of various bank offices. As organized exchanges came into existence, trading in unlisted stocks continued to be called over - the - Counter trading, even though that term was now a misnomer.

The Encyclopedia Americana. Vol. 17. P. 727.

وأيضاً:

In the early days of securities trading, stocks and bonds were often bought at private banking houses in the same way that commodities might be purchased over the counter of a general store. This was the origin of the term over - the counter.

(The New Encyclopedia Britannica Vol. 16. P. 451.)

(٦٧) سنتناول وظيفة الـ Dealer بشئ من التفصيل في الموضوع المخصص لها، ولكننا نسجل بداية أننا سنضطر لاستخدام هذا المصطلح في أغلب الأحوال دون ترجمة أو تعريب لعدم إفساد المعنى ورغبة في التيسير وبحيث يكتب بالعربية كما ينطق بالإنجليزية.

(68) The London Stock Exchange, The largest in the world in terms of the number and Varitey of domestic and international securities traded. in the United kingdom there is no over-the-counter market as such, "The New Encyclopaedia Britannica Vol. 16. P. 450, 451."

(٦٩) تنقسم السوق في تونس إلى سوقين، السوق القارة والسوق غير القارة، والسوق غير القارة هي التي يقع فيها تداول كل القيم التي لم يقع قبولها بعد في السوق القارة (الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية - ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية. الدار البيضاء، ديسمبر ١٩٨٦).

(70) Strange as it may seem, 95 per cent of all securities trading take place in the over - the - counter to - day .

Charles Amos Dice & Eitemen, Stock Market 1952. P. 105.

(٧١) تقضى المادة ٥٥ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية بوجوب تقديم طلب قيد الأوراق المالية التي تصدرها أية شركة مساهمة إلى جميع بورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جدول الأسعار بها. وألزمت نفس المادة لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها في جدول الأسعار جميع الأوراق المشار إليها في الفقرة أ إذا لم تقدم الشركات صاحبة الشأن طلب القيد في الميعاد المقرر.

(٧٢) انظر مقالنا بجريدة العالم اليوم بتاريخ ١٩٩٣/٩/٨ تحت عنوان خبير مصري يقترح انشاء سوق أوراق مالية غير رسمية.

(73) The Fredrik Amling, Investements, op. cit. P. 252 .

(74) The first Public sale of the stock of the ford motor company in early 1956 is an outstanding example of the employment of many securities dealers in an initial distribution in this instance about 1000 dealers participated, Robert wessel, op. Cit. P. 224.

(75) A- Robert. H. Weessel, OP Cit P 226.

B- Kenneth Garbade, Securities Markets, P. 431.

(76) A. Kennth Garabade Cp Cit, P. 432.

B.Robert Wessel Op. Cit. P. 226

(77) Kenneth Garabade, Cp. Cit P 449.

(٧٨) تمت الاستعانة بالمؤلفات الخاصة بالسوق غير الرسمية الأمريكية باعتبارها أنشطة وأضخم هذه الأسواق في العالم ولسبقها لشتى البلدان في هذا المجال وما يجري حاليا من محاولة بعض الدول وخاصة النامية محاكاتها في هذا الصدد.

(79) (NASDAQ) so accelerated The disclosure of price Information, how ever that it fundamentally altered the structure Of that market (kenth Garbade) Op. Cit P 441.

(80) Kennrth Gerbade, Op Cit 441.

Papers uissed by

وكذلك

National Association Of Securities dealers

وقد رأيت أن اضيفها إلى المحققات (ملحق ٤).

(81) Encyclopedia Britanica Op. Cit P. 452.

(82) Fourth Market, The Market in Which Unlisted securities are Traded Privately between brokers and clients using The more normal methods Longman Dic Of business Eng.

(83) A block is defined as one Transaction involving 10.000 Or More shares of stock (Jack Clark fran cis, management of investment m Grow Hill . P . 105

(84) Although market depth and breath are closely related in practice they are not identical concepts. (Kennth Garbade op. cit. p. (421).

(٨٥) هذا الجدول مقتبس من كتاب Securities markets مرجع سابق.

(٨٦) د. أحمد أبو اسماعيل - أصول علم الاقتصاد ط ٧٦ ص ٢٤٥.

درج الكتاب والمتخصصون وغير المتخصصين على استخدام لفظ الكفاءة على أساس أنها تقابل الكلمة الانجليزية Efficiency وعلى حين تعنى كلمة Efficient فى المعاجم الأجنبية حسن الاداء (Do his work well) فإن كلمة الكفاءة فى اللغة العربية تعنى شيئاً آخر، فيقصد بها التماثل والسوية فيقال هذا الرجل كفاء لهذه المرأة ويقال الكفاءة فى الزواج من الدين وفى كتاب الله العزيز «ولم يكن له كفواً أحد» أى لا نظير له ولا مثيل.

وفى الحديث النبوى «المسلمون تتكافأ دماؤهم» فى الفيزياء والهندسة تستخدم كلمة الكفاءة للإشارة الى نسبة العمل المفيد الذى تنتجه الآلة أو العامل الى الطاقة المبذولة فيه أى كوسيلة لقياس الجهد أو الطاقة المبذولة الى ناتج الجهد Economic Business & Finance - نبيه غطاس.

ولذلك فانه لوجه للمقارنة بين اللفظ بمعنى التماثل عند التنظير فى اللغة العربية ومعنى حسن الأداء فى اللغة الانجليزية.

وإذا كانت كلمة كفاء صفة والجمع أكفاء، فهل يجوز أن نصف الأسواق بأنها أكفاء وبالرجوع الى لسان العرب لم نجد للفظ المستخدم أصلاً، وما كان ليحوز استخدامه لولا أن أجازته المعجم الوسيط (تخريج مجمع اللغة العربية) والذى أشار إلى أن مولده (مو) بالمعنى الدارج حالياً يرجع الى ما بعد عصر التنوين وهذه دعوة منا لاعادة النظر فى المصطلحات التى لا تتفق وصحيح اللغة.

(87) Efficient Markets mean that quick penalties and rewards in the form of share prices changes resulting from managerial decisions in a firm once the information flows into the market (Archer choate - Financial Management op. cit. P.110.

(٨٨) د. أمال التيجانى - نوة الاستثمار ومواقفه - اتحاد البورصات - الدار البيضاء ديسمبر ٨٦ ص ٢٧٠.

(٨٩) د. أمال التيجانى - نوة أهمية المعلومات والافصاح عنها فى البورصات العربية وقد إستعانت الباحثة فى هذه الدراسة بـ Eugene F.Fama Efficient Capital Markets. The Journal of

(90) Often the market for a stock behaves contrary to Finance. May 70. . what the fundamental economic conditions suggest. The economic position of a company and the national economy might be strong and yet the stock market might drop in price. The market as a whole acts independently of the realities of the business and economic world referred to as fundemantals.

ويرى نفس الكاتب ان المستثمرين والمحترفين لا ينبغي اغفالهم لاتجاهات السوق

"Investors or traders should not become blinded to the economic realities of the trend of the stock market."

The fundmental factors may be weak and yet the market sttructure may be holding up with unexpected strength even against bad current news (Charles Amos Dice stock market. op cit p. 259).

(٩١) ويرى نفس الكاتب أن المستثمرين والمحترفين لا ينبغي اغفالهم لاتجاهات السوق.

"Investors or traders should not become blinded to the economic realities of the trend of the stock market."

(Investments- Fredrick Amlig p 526)

(92) The fundamental factors may be weak and yet the market structure may be holding up with unexpected strength even against bad current news (Charles Amos Dice stock market. op cit p. 259).

(93) The manager of a western house told the authors that from two thirds to three-fourths of his current business was on the short sale of the market. The subsequent action of the market proved that his estimate of his own accounts was representative of the market as a whole. (Ibid p. 265).

(94) Manipulation of the market of a given stock for a rise in price creates a strong position market in that stock (Charles Amos Dice op. cit. p. 261).

(95) Fredrick Amling op cit p. 548

(96) Kenneth Gabede - securities markets - op. cit. p. 420.

(97) The stock market technician assumes that the stock market has a life of its own, independent of the fundamental attributes of investment value possessed by individual companies that constitute the market, Fredrick Amling op. cit. p. 548.

(٩٨) أما من حيث إتاحة المعلومات مجاناً، فإن أنباء الاقتصاد والأعمال يتم استخراجها بطريقة عشوائية، وتتألف المراكز المتخصصة في بث الأنباء ونشر المعلومات ودفعها إلى الصحافة وتبذل غاية جهدها لنشرها قبل غيرها، وفور انطلاق هذه الأنباء وتطابرها من خلال الصحف المالية والتي تباع في كل أنحاء العالم، والمكتبات العامة تصبح الكتب التي تنشرها المراكز المالية المختلفة وإعلانات الراديو والتلفزيون متاحة للمساهمين، وليس هناك ثمة تكد (Lag) في نشر هذه الأنباء وتلك المعلومات على الفور. أما أن تكون بتكلفة صفرية فهذا الأمر مازال بعيداً عن الواقع.

(99) Jack Clark Francis, Management of investment P. 604 - 910. Second ed. Mc. Graw - Hill International Editions.

(١٠٠) بحث د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين. الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي - الأمانة العامة لجامعة الدول العربية - الإدارة العامة للشئون الاقتصادية.

(١٠١) تم الاعتماد بصفة أساسية في دراسة المسار العشوائي على البحث السابق للدكتور سيف الدين إبراهيم تاج الدين.

(102) There is enough evidence historically of the validity of the random walk hypothesis that prices are independent and unpredictable, at least in the short time, however in the long run, economic and trend analysis helps to determine the future direction. The predictive function of economic - Value analysis lessens the impact of the random walk hypothesis and makes charting only an avocational and academic subject in making real investment directions.

(Fredrick Amling, op. cit. P. 560).

(103) Charles Amos Dice & Eiteman op. cit. p. 354

(104) Jbid P. 354

(105) Fredrick Amling, op. cit pp. 528- 530

(106) John O. Clendenin, Introduction to Investment 3rd ed 1960.

(107) Jack Clark Francis, Management of Investment, Mc Graw Hill International editions.

(108) Fredrick Amling, op. cit. P. 551.

(109) Jack Clark Francis op. cit. P. 584.

(110) IBID, P, 590.

(111) Charles Amos Dice op. cit. P, 355.

(112) Fredrick Amling, op. cit. p. 529,530.

(113) The more conventional methods of estimating the market and determining its level are economic indicators.. neither is considered the panacea for all problems of prediction, They are considered aids to markets analysis not Dogma (Fredrick Amling op. cit. p. 539.)

(114) The shares of 5000 companies traded on U. S. Exchanges had lost staggering \$ 190 Billion in value (news week 26 - 10 - 87).

Mr Regan asked, what had suddenly changed in the out - look for the U. S. world economies to justify a 36% collapse in stock prices over eight weeks. (Financial times 21 - 10 - 1987).

إلا أن المحللين الماليين والاقتصاديين اعتبروا هذه الأحداث انعكاسا للواقع الاقتصادي الأمريكي استنادا على الآتي:

أولاً : ان الولايات المتحدة الأمريكية تحولت من أكبر دولة دائنة في العالم إلى أكبر دولة مدينة وقدرت صافي مديونياتها «في حينه» بحوالي ٢٥٠ إلى ٣٠٠ مليار دولار وتوقع الاقتصاديون ان يتجاوز رقم مديونياتها عام ١٩٩٢ ١٠٠٠ مليار دولار وما أعلنه الرئيس الأمريكي في أن مقابل كل دولار يكسبه المواطن الأمريكي فإنه ينفق دولار وربع الدولار.

ثانياً : بلغ العجز في الميزانية الفيدرالية الأمريكية خلال السنة المالية ١٩٨٧ حوالي ١٤٨ مليار دولار.

ثالثاً : تفاقم العجز في الميزان التجاري إلى حوالي ١٥٦ مليار دولار عام ١٩٨١ مقابل ٣٦,٣ مليار دولار عام ١٩٨٠، وإعلان وزارة الخارجية الأمريكية ان رقم العجز في الميزان التجاري خلال شهر أغسطس ١٩٨٧ بلغ ١١ مليار دولار.

رابعاً : أدى التضخم الزاحف إلى اضطرار البنوك المركزية إلى زيادة أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض عوائد الأوراق المالية وتحولت المنافسة لصالح الاستثمار النقدي بدأ التحول من سوق رأس المال إلى السوق النقدية.

خامساً : أدى ارتفاع سعر الدولار إلى انخفاض نسبي محسوس في أسعار الواردات بالنسبة للأمريكيين مما شجع على زيادة طلبهم عليها ولذلك فإن زيادة سعر الصرف أدى إلى تقليص حجم الصادرات الأمريكية ونمو الواردات وزيادة العجز.

هذا عن الأسباب التي تتعلق بالناحية الاقتصادية والتي تسأل عنها الرئيس ريجان، دراسة للباحث غير منشورة.

(115) Fredrick Amling op. cit. p. 555

(116) Fredrick Amling. op. cit 554.

(١١٧) قامت مؤخراً الهيئة العامة لسوق المال باعداد مؤشر للأسعار وكذا المجموعة المالية، إلا أن مؤشراً يعتمد على عدد محدود من الأوراق المالية لشركات لا يمكن الجزم بأنها ممثلة لكافة الشركات لا يتسم بالدقة ويمكن أن يطلق عليه Rough Average

(١١٨) بورصة الأوراق المالية - التقرير الشهري عن حركة التعامل عن شهر أكتوبر ١٩٩٠.

(١١٩) التقرير الشهري لبورصة الأوراق المالية عن شهر أكتوبر ١٩٩٠ وكذا التقرير السنوى عن سنة ١٩٨٩م.

(120) Charles Amos Dice op. cit. p. 337- 380

وكذا مقالنا بجريدة الأهرام الاقتصاديةى تحت عنوان «تغيير سعر الفائدة وأثره على انتقال الأموال بين سوقى النقد ورأس العدد ١١٧٩ فى ١٩/٨/١٩٩١.

(121) Fredrick Amling. op. cit. p. 547.

(122) Charles Amos Dice, Op. cit. p. 380.

* Fredilck Amlina op. cit. pp. 553 - 555.

(123) Stock and shares, Hartly withers, london.

(124) Choose a broker in whom you have full Confidence, give him all your business. let him know your investment plans, get his advice, but after all use your own head and make your own Decisions. (Dice, op. cit p 66)

(125)The market order instructs the broker to buy or sell immediately at the price available to the Customer. this means to buy at the lowest price or to sell at the highest possible price (robert wessel op. cil. p. 214).

(126) Fredric Amling op. cit p. 273. -

- Dice, op. cit, pp. 67:69.

- Robert wesse L, op. cit. p. 215.

(127) Customers who are interested in buying or selling are never satisfied with current market price. limit orders continue in force what- ever period the customer specifes (Robert H. wessel. op. cit. p. 212.

A limit or limited order specifes the price at which stock is to be bought or sold. this is in contrast to the market order in which no price is specified (Amling op. cit. p. 272).

(128) - Robert Wesrel, op. cit p 214 .

(129) The meaning of the word immediate is that the broker must execute the order at once if he can, if not must Cancel it and report the market. the immediate order must be Confused with the market order. the market

order is executed at once at the best price then obtainable. (Dice, op. cit. p. 68).

(١٣٠) على الرغم أن مدة سريان الأمر إنما تتعلق بالأوامر محددة السعر limited orders على أساس أن الأوامر الصادرة بسعر السوق يتم تنفيذها فور وصولها إلا أن ذلك لا ينطبق على الأسواق الضيقة أو الضحلة وتلك التي تتميز بالضيقة والضخالة معا حيث يستغرق تنفيذ هذه الأوامر بعض الوقت ويعتبر ذلك استثناء من الأصل العام الذي جرى عليه التعامل في مختلف الأسواق ويتم بالتالي تحديد مدة لسريان الأمر الصادر بسعر السوق في مثل هذه الأسواق.

(131) It is Customary in some brokerage offices to send out each friday confirmation stating that the customer has through the mails a certain orders "in open" At the end of three months.. Dice, op, cit. p.68

(132) Sometimes security holders becom deeply Concerned lest the prices of their shares decline sharply, thereby, Causing them to sustain severe losses. The customer may be out of touch with his broker, and therefore in no position to take quick action should a break in the market occur under such Condition A stop loss order could be employed. The Customer sets a price below the current market.. (Robert wessel, op. cit. p 215.)

(١٣٣) مليكة عريان - عمليات بورصات الأوراق المالية والبضاعة الحاضرة والكونترات سنة ١٩٣٤

(134) An order to buy or sell, is a contract between two parties.

The stock exchange has Provided ways and means to Compel members to keep this contract. It also protects members from loss due to default of Contracts by other members in so far as Practicable. (Charles Amos Dice, Eitman op. cit. p.p 70 - 71.

(١٣٥) إن اختيار الموظف - الذي تلقى الأمر بمقر الإتصالات الهاتفية - لأحد الموظفين التابعين لبيت السمسرة لتلقى الأمر عنه لا يتم بطريقة عشوائية وإنما على أساس أن هذا الموظف الموجود بردمة البورصة أقرب الى المقصورة وتفصيل ذلك أن الأوراق المقيدة في السوق تتوزع على عدد من المقصورات Trading posts كل مقصورة منها تختص بعدد معين من هذه الإصدارات بحيث لا يتم التعامل في إحدى هذه المقصورات على الأوراق المتعامل عليها في المقصورة الأخرى.

(١٣٦) المقصورة لفة أصلها القصر وهو الحبس ومنها قصر بهم الليل اذا حبسهم وكذلك حور مقصورات في الخيام والمقصورة انز إذا خلصوا فلم يخطالهم غيرهم من قومهم (لسان العرب لابن منظور).

واصطلاحا لا يختلف عن المعنى اللغوي فالمقصورة مكان مميز داخل البورصة يحظر على الجمهور دخوله (فهو الحبس ومنع المخالطة) ويتحدد الاشخاص الذين لهم حق إرتياد المقصورة. وقد عرف المشرع المصرى المقصورة بأنها المكان الذى تعينه لجنة البورصات فى دار البورصة لتنفيذ اوامر البيع والشراء. د. رضا عبيد - القانون التجارى ط سنة ١٩٨٤.

(137) If the order is not a market order calling for imemediate action the broker turns it to an appropriate specialist who will excute it when an

indicated price is reached.

(Encyclopaedia Britannica op. cit. pp 450-451).

(١٢٨) وفي مصر تقضى المادة ٢٥ من اللائحة الداخلية لبورصة الأوراق المالية، أن تجرى المقاصة بين السماسرة الدائنين والمدينين بعد أن يحدد مركزهم تسوية العمليات بواسطة غرفة مقاصة، واللجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة الى نقابة السماسرة أو الى أحد المصارف وتقرر القواعد التي يجب أن تسيّر عليها الغرفة.

(١٣٩) من المعروف أن بورصة وول ستريت توجد في مدينه نيويورك وبالتالي تخضع كافة العمليات فيها لأحكام هذه المدينة.

(140) If it is the intentin of Customers not to deliver stock sold, or not to receive stock bought so that the Transacrion involves no transfer of stock, The New Yourk laws hold that such customers are gambling in difference and that such transactions are invalid. The order by the customer implies an intention that stock shall be transfered from sellers to buyers.

(Dice. op. cit. p. 70).

(١٤١) تقضى المادة (١٦) من اللائحة الداخلية باعتبار الطلبات والعروض التي تظل إلى آخر الجلسة دون تعاقدها عليها أسعار إقفال اذا كان سعر الطلبات أعلى وسعر العروض أدنى من آخر سعر دون في الجدول على ان يذكر بجانب سعرها إحدى كلمتي (مشتري أو بائع) حسب الإقتضاء.

هذا وقد أدخل حديثاً نظام شاشات الكمبيوتر حيث يجلس مندوبو شركات السمسرة وأمام كل منهم شاشة متصلة بوحدة رئيسية في هيئة سوق المال، ويتمكن من خلالها مندوبو هذه الشركات من تسجيل عروض البيع أو طلبات الشراء.

(١٤٢) يس عيد السيد بورصة الأوراق المالية بالقاهرة عام ١٩٤٩ (جمعية الاقتصاد والتشريع).

(143) Encyclopedia Britannica op. cit. p. 451

(١٤٤) استخدام لفظ المياوم ليقابل كلمة Jobber في المراجع التالية ولكننا لا نجد لذلك

أصلاً.

أ- مليكة عريان: عمليات بورصات الأوراق المالية والبضاعة الحاضره الكونترانات مشروحه ومصورة سنة ١٩٣٤.

ب- يس عيد السيد - بورصة العقود والقطن وكذا بورصة الأوراق المالية في مصر.

ج - د. مقبل جيمى الأسواق والبورصات

د- حسين تيمور بك: البورصات وتجارة القطن.

(145) Robert. H.Wessel, Principles of financial Analysis. op. cit. p.p 234-231.

(146) Paradoxically a man may be a fraud and a thief in his other dealings and at the same time be scrupulously honset, while on the floor of the exchange here a man's word is literally as good as his bond.

Robet wessel op. cit. p 234.

(١٤٧) بصور القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ والذي منح مهلة قدرها ستة أشهر لبيوت السمسرة القائمة لتعديل أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له، وما نصت عليه المادة ١٢٣ من اللائحة التنفيذية لذات القانون من وجوب اتخاذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وما نصت عليه

أيضاً المادة ١٨ من هذا القانون بأن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة احدى الشركات المرخص لها بذلك، والا وقع التعامل باطلاً، وأن تضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطةها، فى ضوء هذه النصوص، لم يعد للسماسرة ومعاونيهم من الوسطاء، والمندوبين الرئيسيين وجوداً قانونياً بسمياتهم تلك، إذا أصبحت الشركة بما تحمله من شخصية معنوية كشركة مساهمة مسنولة عن تنفيذ العمليات وضمن سلامتها، وعلى الرغم من ذلك فقد أثرتا الإبقاء على هذه المسميات لما لها من وجود تاريخى وتشريعى أيضاً وهو ما يقيد عن دراسة تطور التشريع وفلسفة التغيير فى سوق رأس المال المصرى.

(١٤٨) استحدث القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال فى المادة ١٨ النص التالى «يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، والا وقع التعامل باطلاً وتضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطةها، وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التى يخطر على الشركة القيام بها.

(١٤٩) ص. أميل ليفى - موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ص ٩٦.

(١٥٠) قانون التجارة - الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية - طبعة عام ١٩٨٥.

(١٥١) د. رضا عبيد - القانون التجارى الطبعة الخامسة ١٩٨٤ ص ٢٧٤ - ٢٧٦.

(١٥٢) حكم محكمة النقض المصرية بتاريخ ٧/٧/٧٣. د. رضا عبيد المرجع السابق ص ٢٧٢ - ٢٧٤.

(١٥٣) د. على العريف - شرح القانون التجارى المصرى - ص ٣٨٧ طبعة ثانية سنة ١٩٧٩.

(١٥٤) أ. د. على جمال الدين - القانون التجارى ط ٨٢ - دار النهضة.

(١٥٥) لسان العرب لابن منظور - وقد ذكر حديثاً لم أقف على صحته عن قيس ابن أبى عودة قال : كنا قوماً نسمى السماسرة بالمدينة فى عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فسمانا النبى صلى الله عليه وسلم التجار.

(١٥٦) المعجم الوسيط.

(١٥٧) أخرجه البخارى ومسلم بالاتفاق واللفظ للبخارى، وذكر صاحب اللؤلؤ والمرجان فى شرحه لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم لا يكون له سمساراً، قال أى دلالاً وأورد الحديث أيضاً صاحب سبل السلام فى باب شروط البيع وما نهى عنه.

(١٥٨) الجزيرى - الفقه على المذاهب الأربعة الجزء الثالث دار الارشاد ص ١٦٧.

(١٥٩) كفاية الأخيار حل فى غاية الإختصار - الإمام تقي الدين أبى بكر الحسينى الدمشقى - ص ٢٨٣، مكتبة ومطبعة عيسى البابى الحلبي.

(١٦٠) المغنى - لابن قدامة - أبى محمد ابن عبد الله - ص ٨٧ - كتاب الوكالة - مكتبة جمهورية مصر.

(١٦١) سورة الكهف الآية ١٩.

(١٦٢) الحديث رواه مالك فى موطنه عن سليمان بن يسار فى باب نكاح المحرم وذكره الشوكانى فى باب التوكيل فى إقامة الحدود وغيرها.

(١٦٣) الحديث أخرجه أبو داود وصححه، ورواه أيضاً الدارقطنى، وعلق عليه الشوكانى بأنه دليل على جواز العمل بالإمارة أى العلامة وذكره صاحب سبل السلام فى باب الوكالة.

(١٦٤) المغنى لابن قدامة - مرجع سابق - ص ٨٦.

(١٦٥) المرجع السابق ص ٩٢ - ٩٣.

(١٦٦) المرجع السابق - ص ٩٣ وقد أخرجه البخارى فى كتاب المغازى باب غزوة مؤته عن عبد الله ابن عمر رضى الله عنهما (البخارى بشرح السندى) ص ٥٨ دار إحياء الكتب العربية - عيسى البابى الحلبي.

(١٦٧) ابن قدامة مرجع سابق ص ٩٤ .

(١٦٨) المرجع السابق .

(١٦٩) ابن قدامة مرجع سابق ص ٩٥-٩٦ مكتبة جمهورية مصر .

(١٧٠) ابن قدامة مرجع سابق ص ٩٨ .

(١٧١) المغنى ص ١١٧، د. محمد الشحات الجندي - معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ص ٤٢ .

(١٧٢) سورة البقرة الآية ١٩٠ .

(١٧٣) المحلى- لابن حزم- ج ١ ص ٢٤٦ طبعة دار التراث - مسألة ١٣٦٤

(١٧٤) أسواق الأوراق المالية العربية - إعداد المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ص ٢٧٧ المرسوم واللائحة الداخلية

لسوق الأوراق المالية في ١٤/٨/١٩٨٣، المراسيم واللوائح الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادرة عن سوق

الكويت للأوراق المالية.

(175) A broker acts as a buying or selling agent, He himself is not a part to the transaction He doesnot sell to you or buy from you, He buys and sell for you, (Robert H. wessel, op, cit. P. 213.)

(176) A stock Jobber, A member of the stock Exchange who deals in securities, buying for himself from and selling to brokers and other Jobbers, stock snd shares of the Prticular class or classes Which he specialises, Jobbers are sometimes called dealers. They are not allowed to have direct dealinge with the Public but must always work through a broker, Longman Dic, of business English J. H. Adam.

(177) Harold wincott, The stock market, Lonodn

(178) Charles Amos Dice op. cit. P. 137.

- Fredick Amling op, cit. P. 241.

- Robert H. Wessel op. cit P. 213.

(179) The trader who devotes his time to his work is often criticized as being a high- class gambler who manipulates prices and creates artificial values, On the contrary his work stabilizes prices and provides a constant market. Charles Amos Dice& Eiteman, stock market 3rd ed. op. cit. p 140.

(180) The Floor- trader has been criticized as performing no important economic function and that their activities increase market instabilily Fredrik Amling op, cit. p. 243.

(181) Fredrick Amling op. cit. P. 242.

Dice : op. cit. P. 138

(١٨٢) تم تعديل وحدة التعامل بمقتضى القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ إلى مائة سهم.

ليست هناك ترجمة دقيقة لكلمة Arbitrage فهذا المصطلح كما سبق تناوله يشير إلى قيام أحد المحترفين في لبورصات بالشراء في أحد الأسواق والبيع في سوق آخر بغرض الحصول على فرق السعرين، ولا يستهدف المحترفون تحقيق التوازن بين الأسواق، ولذلك خلت الترجمة في معاجم اللغة الأجنبية المتخصصة من المعنى الشائع Arbitrage, the business of buying some commodity, currency or bill of exchange in one market and selling it in another almost at the same time thus taking advantage of any difference in price or exchange rate between the two markets (long - man Dictionary English J. H. ADAM). of Bussiness

في موسوعة المصطلحات الإقتصادية والإحصائية تم ترجمة الكلمة الإنجليزية Arbitrage وتعريفها بالوظيفة التي تؤديها وليس بالنتيجة التي تترتب علي القيام بها وتحت عنوان «إنتقال رؤوس الأموال من توظيف لآخر» يصفها الموسوعة بأنها عملية نقل رؤوس الأموال القصيرة الأجل من توظيف إلى آخر للحصول على عائد أفضل، وتجري هذه العملية من مركز مالي «كبورصة باريس» مثلاً إلى مركز مالي آخر «كبورصة لندن» وذلك عندما يكون الفرق بين عمليتي الفائدة في المركزين أكبر من تكاليف تغطية الخطر الذي يترتب على إحتمال تغيير سعر الصرف بين عمليتي المركزين، كذلك تحدث مثل هذه العملية بين السندات المختلفة التي تطرح للبيع في نفس البورصة، عندما تختلف أسعار فائدتها وأثمانها تبعاً لذلك «ولم تتطرق الموسوعة مطلقاً لموضوع التوازن»

«موسوعة المصطلحات الإقتصادية والإحصائية- د. عبدالعزيز كامل، دار النهضة العربية - بيروت» .

ثم تناول دايس وإيتيمان Dice & Eiteman في أعظم المراجع التي تناولت موضوع البورصات، ونقل عنهما كبار الكتاب في الأدب المالي تعريف القائمين بهذه العمليات بقوله:

An Arbitrager is one who buys in one market and sells in another for a higher price, He makes his profits by buying for example in Chicago and selling in New York at a price leaves him a margin of profit beyond his expenses, The term, arbitragers, however suggests a group of men who traded between New York and Foreign exchanges Principally the london Stock Exchange, The business of arbitraging has been removed from the Floor and is now carried on the offices of members of the Exchange.

(charles Amos Dice & Eiteman, op. cit. p. 145- 146)

أسواق رأس المال في الدول العربية اعداد صندوق النقد العربي بحث د. هاشم الصباغ وأيضاً Harold wincott, the stock market. London.

- مجلة البورصات العربية بحث السيد/ فيصل علي المطوع، العدد الثاني، شوال ١٤٠٥هـ/حزيران ١٩٨٥.

لم يتضمن قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية ما يوجب على السمسار التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها إلا أن شركات السمسرة تلتزم بضمون المادة ٦٩ من اللائحة العامة للبورصات للمفاهة التزاماً بالقواعد التي تضعها البورصة والتي أشارت إليها المادة ٩٤ من اللائحة التنفيذية وبما جرى عليه العرف في هذا الشأن.

استحدثت المشرع المصري نصاً مماثلاً حيث تنص المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥

لسنة ٩٢ على أن تلتزم شركة السمسة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها والا يجب عليه تعويض العميل.

(١٨٨) الحديث رواه أبو داود في سننه من رواية ابن عباس عن أبي بن كعب وأورده السيوطي في جامعه الكبير في باب الرء، ورواه البخارى في صحيحه في كتاب البيوع بلفظ رحم الله رجلا سمحا إذا باع، وإذا اشترى، وإذا اقتضى» ورواه ابن ماجه في سننه في كتاب التجارات، باب السماحة في البيع ج ٢ ص ٧٤٢ برقم ٢٢٠٢ ورمز له بالصحة

(١٨٩) الحديث رواه الترمذى، وحسنه ورواه ابن ماجه من حديث ابن عمر بلفظ التاجر الأمين الصدوق المسلم مع الشهداء يوم القيامة هكذا ذكره ابن حجر العسقلاني في مختصره ألف الترغيب والترهيب للحافظ المنذرى في باب ترغيب التجار في الصدق وترهيبهم من الكذب وذكره أيضا ابن حجر الهيتمي في الجزء السادس طبعة الشعب - من كتاب الزواجر.

(١٩٠) الحديث رواه الأصبهاني والبعغوى في شرح السنة وذكره ابن حجر العسقلاني في مختصر الترغيب والترهيب للمنذرى وكذلك أورده الهيتمي في الزوائد.

(١٩١) الحديث رواه البخارى ومسلم بالاتفاق واللفظ للبخارى - انظر اللؤلؤ والمرجان باب الصدق في البيع والبيان وكذا ذكره صاحب سبل السلام - الجزء الثالث- برقم ٧٧٦٩ برواية عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده وقال رواه الخمسة إلا ابن ماجه ورواه الدار قطنى وابن خزيمة وابن الجرود - وأورده الشوكاني في باب اثبات خيار المجلس.

(١٩٢) الحديث متفق عليه وفيه دليل على خيار الغبن في البيع والشراء إذا حصل الغبن وذكره صاحب سبل السلام في باب الخيار وورد أيضا في اللؤلؤ والمرجان في باب من يخدع في البيع، وذكره أيضا الشوكاني في باب شرط السلامة من الغبن الجزء الخامس مطبعة مكتبة الدعوة.

(١٩٣) الحديث رواه الشيخان وأخرجه البخارى في كتاب البيوع - باب الكيل على البائع والمعطى، انظر اللؤلؤ والمرجان - وانظر الشوكاني أيضا في باب نهى المشتري عن بيع ما اشتراه قبل قبضه.

(١٩٤) بحث جاسم المصف في ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية الاتحاد العربي لبورصة الأوراق المالية.

(١٩٥) تعقيب د. كحكد جرابية على البحث المقدم من د. جاسم بتصريف من قبل الباحث.

(١٩٦) موجز المعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية ص اميل ليض ط ١٩٥٨.

- د. على العريف مرجع سابق.

(١٩٧) المذكرة التفسيرية للقانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧.

(١٩٨) تقرير البنك الدولي عام ٩٢ الجزء الخاص بسوق الأوراق المالية في مصر.

(١٩٩) ويؤكد نفس المعنى أستاذنا الدكتور محمد زكى شافعى في كتابه التنمية الاقتصادية جزء ١ ص ٥٢ بقوله: ومن هنا يتضح قصور هذه النظريات التقليدية في معالجة مشاكل التنمية الاقتصادية بالبلاد المتخلفة، فقد أنبتت هذه النظريات على هدى من النظم والأنماط الثقافية السائدة بالبلاد المتقدمة.

(٢٠٠) حدية زهران - التنمية الاقتصادية - ص ٦٠٥ - مكتبة عين شمس ط ٨٤.

(201) George Dalton, Economic Systems & Society. Capitalism, Communism and the Third world P. 29

(٢٠٢) الفريد سوفى - مشكلة السكان في العام ترجمة د. جلال صادق ص ٥ وأيضاً روبرت هيلبرونر - قادة الفكر الاقتصادي ص ٩٣ ترجمة د. راشد البراوى وأيضاً مقالنا بمجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ١٠ لسنة ١٤١٠ يولية ٩١ عن الانفجار السكانى وأوهام المالتوسيين.

(٢٠٣) د. حمدية زهران مرجع سابق ص ١٩

(٢٠٤) نفس المرجع السابق ص ١٨

(٢٠٥) نفس المرجع السابق ص ٢٥

(٢٠٦) د. حمدية زهران- مرجع سابق ص ١١

(٢٠٧) د. حمدية زهران- مرجع سابق ص ٣١

(٢٠٨) حمدية زهران ص ١٤٤

(٢٠٩) أ.د. زكى شافعى- مرجع سابق

(٢١٠) أ.د. حمدية زهران- مرجع سابق

(٢١١) أ.د. عبد الحميد الغزالي، مقدمة فى الاقتصاديات العلمية ط ٨٧ ص ٢٥٢، ٢٥٣

(212) Most under developed Countries of to- day are inheritors of mush oldest civilisation which econmically superior in the distant past, that constitutes a serious obstacle to the adoption of the modern industrial system.

نقلا عن حمدية زهران- مرجع سابق

(٢١٣) أحمد جامع - الرأسمالية الناشئة ص ٢٠

(٢١٤) د. على الجريلى- السكان والموارد الاقتصادية فى مصر ط ٦٢

(٢١٥) الموازميق: مستعمرة برتغالية إحتلتها البرتغال فى القرن السادس عشر وانتشرت فيها تجارة الرقيق.

(٢١٦) مالبار: ساحل جنوب غرب الهند جنوب شرق أفريقيا

(٢١٧) جورج لوفران (مرجع سابق).

(٢١٨) أ.د./ حمدية زهران- مرجع سابق.

(٢١٩) د. فؤاد مرسى- البحث المقدم للمؤتمر العلمى السنوى الثانى للاقتصاديين المصريين والذى تم نشره مع باقى البحوث تحت عنوان استراتيجية التنمية فى مصر.

(٢٢٠) د. حمدية زهران- مرجع سابق

(٢٢١) د. رفعت المحجوب فى ترجمة للاصطلاح Developing Countries

(٢٢٢) أ.د. عبد الحميد الغزالي- مقدمة فى الاقتصاديات الكلية- دار النهضة ط ٨٧.

(223) The New Encyclopaedia Britannica vol 1.6 p. 202

(224) Paul A Sameulsun. Economics 9 th ed. ٥

(٢٢٥) المرجوم أ.د. محمد زكى شافعى - مرجع سابق ص ٢١ الجزء الأول

(226) Encyclopaedia Britannica op- cit P- 203

(٢٢٧) د. زكى شافعى- مرجع سابق جزء ١ ص ٢٨

(٢٢٨) د. حمدية زهران- مرجع سابق ط ٨٤ ص ٢٦٨

(٢٢٩) حسين غانم- البحث المقدم للمؤتمر العلمى الثانى للاقتصاديين المصريين سنة ١٩٧٧ تحت عنوان نموذج مبسط للتنمية والمنشور بمؤلف استراتيجية للتنمية فى مصر ص ٤٩٧

(٢٣٠) د. يسرى خضر اسماعيل - تخطيط المشروعات ط ٧٢ ص ١٧٥ - ١٧٧.

(٢٣١) المرجع السابق نقلاً عن د. علي لطفى - مشكلات التصنيع في الدول المختلفة ط ٦٥.

(٢٣٢) المرجع السابق نقلاً عن الأستاذة منى فؤاد عطية - إختيار أساليب الإنتاج في تصنيع الدول النامية معهد التخطيط
ص ١٩٦٩

(٢٣٣) Problems of Capital Formation in underdeveloped countries ترجمة وتلخيص

معهد التخطيط القومي، مذكرة رقم ٢٢٤ وكذا زكى شافعى مرجع سابق ج ١ ص ٥٢.

(٢٣٤) مشاكل تكوين رأس المال في الدول المتخلفة- نيركس- ترجمة معهد التخطيط القومي - مرجع سابق.

(٢٣٥) د. محمد يحيى عويس- المشاكل الاقتصادية المعاصرة ط ١٩٧٨.

(٢٣٦) د. عبد الحميد القاضى: تمويل التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة ط ١٩٦٩ سنة ١٩٦٩.

(٢٣٧) د. محمد عبد المنعم عفر- مشكلة التخلف ومسار التنمية- مجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ١٧، ١٩٨٤م

(238) Dalton : Economic Systems & Society .P. 199.

(239) Kindlebeberger c.p., Economic development N. York Mc Grow Hill Book
1958

نقلاً عن د. صبحى تادرس قريصة ص ٤٥٥

(240) Gerald M.Meier .Leading Issues in Economic Development, 4 th ed.

P. 219.

(241) The New Encyclopedia Britannica, vol. 6p.214

(242) Encyelopedia Americana, vol.9. p.596

(٢٤٣) د. رفعت المحجوب- دراسات اقتصادية إسلامية ص ٤٨

(٢٤٤) نفس المرجع السابق

(٢٤٥) د. رفعت المحجوب - دراسات اقتصادية إسلامية ص ٤٨.

(٢٤٦) د. محمد زكى شافعى- مرجع سابق جزء ١ ص ٨٢ بشيء من التصرف.

(٢٤٧) أ - نفس المرجع السابق.

ب- د. سعد الدين إبراهيم- البحث المقدم لمؤتمر الاقتصاديين الثانى سنة ٧٧ تحت عنوان نظرية
سوسولوجية للتنمية فى العالم الثالث.

(٢٤٨) د. أحمد جامع الرأسمالية الناشئة ص ٢٠ نقلاً عن Maillet Histoire pp. 169-120

(٢٤٩) د. اسماعيل صبرى عبد الله، تعقيب على بحث الدكتور محمد محمود الإمام المقدم للمؤتمر العلمى الثانى
للاقتصاديين المصريين عام ١٩٩٧.

(٢٥٠) آدم مولر (١٧٧٩- ١٨٢٩) وهو واضع النظرية وظل منسياً حتى أدى بحث «النازيين الالمان عن الأجداد واضعى
النظريات إلى إعادة بحث مبادئه وأركانها.

(251) Muller stressed attruism and relegion in opposition to what he
regards as Smith's egoism and materialism

(252) Eric Roll A, History of Econmic Thought, 3 rd ed . Engle wood Cliffs
N.J.n Prentice - Hall Inc

(٢٥٣) سيد قطب - في ظلال القرآن (طبعة دار الشروق).

(٢٥٤) د. مصطفى السعيد - محاضرات في مبادئ الاقتصاد - دار النهضة العربية ١٩٧٣.

(٢٥٥) د. محمد عبد العزيز عجمية - مبادئ علم الاقتصاد - دار النهضة العربية ١٩٨٠.

(256) " Economics is a study of man's action in the ordinary business of life. It enquiris how he gets his income and how he uses it. Thus it is on one side a study of wealth and on the other and more important side, a part of the study of man. rimpo.

د. مصطفى السعيد - مرجع سابق - ولزید من التفصیل يرجع إلى:

Alfred Marshall, Principles pf Economics, eight ed. book.

(257) Economics studies human behaviour as a relationship between ends and scarce means which have alternatives uses.

د. عجمية - مرجع سابق - ولزید من التفصیل يرجع إلى :

Prof Robbins : An Essay on the Nature and Significance Economic Science

(٢٥٨) فرانسیس مورلابيه - خرافة الندرة - ترجمة أحمد حسان The Myth of Scarcity

(٢٥٩) الأعراف (الآية ١٠)

(٢٦٠) هود (الآية ٦)

(٢٦١) المنكبوت (الآية ٦٠)

(٢٦٢) يس (الآية ٣٣ - ٣٥)

(٢٦٣) إبراهيم (الآية ٣٢ - ٣٤)

(٢٦٤) الأعراف (الآية ٩٦)

(٢٦٥) الواقعة (الآية ٦٣ - ٦٤)

(٢٦٦) عبس (الآية ٢٤ - ٣٢)

(٢٦٧) الذاريات (الآية ٢٢ - ٢٣)

(٢٦٨) النحل (الآية ١٤)

(٢٦٩) الحجر (الآية ١٩)

(٢٧٠) روى الأصمعي نادرة ذكرها الزمخشري في الكشاف ونقلها عنه صاحب الظلال في تفسير سورة الذاريات، قال «أقبلت من جامع البصرة فطلع أعرابي على قعود له فقال: ممن الرجل؟ قلت من بني أصم. قال من أين أقبلت، قلت من موضع يتلى فيه كلام الرحمن فقال: اتل على فتلوت عليه الذاريات، فلما بلغت قوله تعالى «وفي السماء رزقكم وما توعدون»، «فورب السماء والأرض إنه لحق مثل ما أنكم تنطقون» فصاح وقال: من الذي أغضب الجليل حتى حلف؟ لم يصدقوه بقوله حتى ألاجؤه إلى اليمين.

(271) Food The Myth of Scarcity, by Francis Moorlappé and Joseph Collins, Souvenir Press (E&A) LTD.

(٢٧٢) إغاثة الأمة بكشف الغمة - تقي الدين أحمد المقرئى - دار ابن الوليد سوريا.

(273) The Myth of Scarcity op. cit. P. 24.

(٢٧٤) خرافة الندرة - مرجع سابق.

(٢٧٥) الآية ٦١ سورة هود.

(٢٧٦) أ. د. عبد الحميد الغزالي - الاقتصاديات الكلية - مرجع سابق.

(٢٧٧) أ. د. عبد الحميد الغزالي - الاقتصاديات الكلية - مرجع سابق، وقد استعنا فى تحديد قواعد النظام الاقتصادى الإسلامى وخصائصه على المؤلف دون سواء باعتباره أحد أعلام الاقتصاد الإسلامى فى العالم الإسلامى، ولأن هذه القواعد والخصائص تمثل وحدة واحدة متجانسة جامعة مانعة.

(278) The Wordly Philosophers, by Robert Heilbroner

ترجمة د. راشد البراوى - قادة الفكر الاقتصادى.

(٢٧٩) المرجع السابق، ص ٨٢.

(٢٨٠) أ. د. رفعت المحجوب «دراسات اقتصادية اسلامية».

(٢٨١) الفرقان (الآية ٦٧).

(٢٨٢) الاعراف (الآية ٣١).

(٢٨٣) الحديث رواه الترمذى وقال حديث حسن، وقد جاء فى رياض الصالحين بلفظ «أكلات» بمعنى لقم، وذكره الغزالي أيضا فى الإحياء فى بيان فضيلة الجوع وذب التبج ج ٣ ص ٧٨ - عيسى الحلبي.

(٢٨٤) الحديث رواه مالك فى موطأه فى كتاب صفة النبى صلى الله عليه وسلم / باب ما جاء فى معنى الكفار - ج ٢ ص ٩٢٤ ط عيسى الحلبي، وكذا رواه البخارى فى صحيحه فى كتاب الأطعمة - باب المؤمن يأكل فى معنى واحد (البخارى شرح السندي) قال حدثنا إسماعيل - قال حدثنى مالك عن أبى الزبير عن الأعرج عن أبى هريرة رضى الله عنه وذكر الحديث، وكذلك رواه مسلم فى صحيحه فى كتاب الأشربة (مسلم بشرح النووى).

(٢٨٥) البقرة (الآية ١٧٢).

(٢٨٦) انظر البخارى بشرح السندي.

(٢٨٧) رواه بن كثير فى تفسيره للآية «كلوا واشربوا ولا تسرفوا» وقال أخرجه البخارى وأحمد - ج ٢ ص ٢١٠ ط عيسى الحلبي.

(٢٨٨) أنظر سبل السلام باب اللباس ج ٢ برقم ٤٩٤ - مكتبة عاطف.

(٢٨٩) الحديث رواه ابن حزم موقوفا فى المحلى ج ٦ - قسم الصدقات - وقال لا نعلم لهذا القول خلافا من أحد من الصحابة.

(٢٩٠) المرجع السابق ص ١٥٥ - ١٥٦ ط دار التراث.

(٢٩١) البخارى يشرح السندي - باب لا يسألون الناس إلحافا - ج ١ ص ٢٤٨ - ط الحلبي.

(٢٩٢) د. جمال سعيد - النظرية العامة لكينز ص ١٥١.

(٢٩٣) الحديث رواه البخارى عن ابن عباس فى باب أخذ الصدقة من الأغنياء ومن «قوله صلى الله عليه وسلم لمعاذ بن جبل حينما بعثه إلى اليمن» فإن هم أطاعوا فأخبرهم أن الله فرض عليهم صدقة تؤخذ من أغنيائهم فترد على فقرائهم» (البخارى بشرح السندي ص ٢٦١ ج ١).

(٢٩٤) الإحكام فى أصول الأحكام لابن حزم الأندلسى وكذا المحلى ج ١٠ كتاب الدماء والقصاص والديات ص ٥٢٤.

- (٢٩٥) نهج البلاغة فيما اختاره الشريف الرضى عن الإمام على ابن أبي طالب، ص ٢١٠، دار مطابع الشعب.
- (٢٩٦) نقلا عن د. محمد عبد المنعم عفر - مجلة الاقتصاد العدد ٢٢ لسنة ١٩٨٤م. والأرض السوداء هى التى بها زرع وشجر وخلافا للأرض البيضاء التى لا شجر بها ولا غرس - الخراج لأبى يوسف - دار الشروق، ص ٣١٨.
- (٢٩٧) أ.د. عبد الحميد الغزالي - من مقال بجريدة الأهرام القاهرية، عدد الجمعة عام ٨٨ بشئى من التصرف.
- (٢٩٨) سورة الحجر (الآية ١٩).
- (٢٩٩) سورة نوح (الآية ١٧).
- (٣٠٠) سورة الحجر (الآية ١٩)
- (٣٠١) سورة الاسراء (الآية ٢٩).

(302) Some philosophers held that no natural law limited man's ability to improve his conditions of life. They believed that man could use scientific natural laws to improve his production, his health and his general welfare. Because Malthus did not agree with some of the ideas , He wrote his first essay to show that man's ability to reproduce was greater than his ability to produce. This was his "Principle of Population". Thompson & Lewis - Population Problem. 5th ed. Mc Graw hll. P. 15.

(٢٠٣) مجلة المسلم المعاصر - العدد ٤٨ ص ١٤٨ - د. كارم السيد غنيم.

(٢٠٤) المرجع السابق.

(٢٠٥) الموسوعة العلمية والعملية لاتحاد البنوك الإسلامية.

(٢٠٦) د. محمد زكي شافعي - مرجع سابق - ج٢ ص ١٤.

(307) UN, Processes and Problems of Industrialization in Underdeveloped Countries, N. York 1955. p. s

نقلا عن د. حمدي زهران - التنمية الاقتصادية.

(308) G erald Meier, Leading Issues in Economic Development. p. 219 (309) Capital Formation can be defined as any investment capacity of society that increases the productivity(James).C. van Horne (1980) Financial management and Policy - Prentice - Hall - New Jersey.

(310) General M. Meier, Leading Issues in Economic Development P. 221.

(٢١١) د. زكي شافعي - مرجع سابق.

Financing & Economic Development Dec. 1963 P. 4

وأىضا

وأىضا محمد عبد المنعم عفر - مقال عن تكوين رأس المال مجلة الاقتصاد الإسلامى العدد ٢٢.

وأيضاً د . يحيى عويس - المشاكل الاقتصادية - القاهرة ط ٧٨، ص ٧٧، ٧٨ وأيضاً محمد صبحي - الاقتصاد ط ٨٦/٨٥ ص ٣٣١ - ٣٤٠.

(٣١٢) د. كامل فهمي بشاي - دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي.

(٣١٣) د. رمزي زكي - مشكلة التضخم في مصر ص ٢٥٩، ٥١٧، ٥١٨.

وأيضاً د. مصطفى السعيد - محاضرات في مبادئ الاقتصاد دار النهضة المصرية.

(٣١٤) أ.د. عبد الحميد الغزالي - مقدمة في الاقتصاديات الكلية - مرجع سابق.

(٣١٥) د. مخلف أحمد عبد الغنى مقال بالأهرام الاقتصادي حول أزمة الاقتصاد السرى العدد ٦٥٤ لسنة ١٩٨٧.

(٣١٦) د. رمزي زكي - مشكلة التضخم في مصر - ص ٧٢٢ - ٧٣٦.

(317) Geral N. Meier, Leading Issues in Economic Development, p. 219.

(٣١٨) د. رمزي زكي - مشكلة التضخم في مصر - مرجع سابق.

(٣١٩) د. منى عيسى العيوبي - رسالة دكتوراه عن التدفقات المالية ودور قطاع الوسطاء الماليين في الاقتصاد المصرى.

وأيضاً د. كامل فهمي بشاي - دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي صه.

(320) Charles N. Henning, William Pigott and Robert Henry Scott, The Economy of Financial Markets in Modern Economy Investment.

(٣٢١) كامل فهمي بشاي - دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي.

(٣٢٢) د. أبو زيد رضوان - شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون ١٥٩ دار الفكر العربى.

(٣٢٣) د. صالح ابن زابن المرزوقى - شركة المساهمة فى النظام السعودى - دراسة مقارنة بالفقه الإسلامى - وقد نقل الكاتب هنا عن غيره دون أن يلتفت إلى ما وراء القصد.

(٣٢٤) د. أحمد جامع - الرأسمالية الناشئة ص ٥٢ - ٥٣ طبعة دار المعارف.

(٣٢٥) د. صالح المرزوقى - مرجع سابق.

(٣٢٦) د. صالح المرزوقى - مرجع سابق.

(٣٢٧) المرجع السابق.

(٣٢٨) بحث للدكتور جمال الدين الشيشتى - صندوق النقد العربى عن دور الأسواق المالية فى تمويل التنمية ص ٤٢ - ٤٣

(٣٢٩) أمين بهبهانى - مجلة البورصات - الكويت - فبراير ٨٦ (بشى من التصرف).

(٣٣٠) د. صلاح أبو اسماعيل - أصول الاقتصاد - دار النهضة ١٩٧٦ ص ١٤١ - ١٤٢.

(٣٣١) البنوك التجارية مثلها كمثل المشروعات الاقتصادية الأخرى إلا أنها تختلف عنها فى أن نشاطها الانتاجى يتمثل فى التعامل فى الديون أو الائتمان، وأنها تحاول تحقيق أقصى ربح ممكن من خلال خلق نوعين من التعامل هما الإلتجار فى الديون أو الائتمان، والثانى هو خلق أوصناعة الديون أو الائتمان.

أ.د. عبد الحميد الغزالي - مقدمة في الاقتصاديات الكلية - النقود والبنوك ص ١٨٩. وأيضاً.

Banks are essentially intermediary financing institutions, which do not own the larger part of the funds they employ, but owe them in turn to others. The relationship of the bank to customer is that of debtor and

creditor. The bank in effect borrows the money that is deposited with it by its clients and lends it to other clients.

(Hutchinson's New 20th century Encyclopedia).

- (332) Principles of Financial Management, Haim levy Marshall Sarnat ed. 1988. p. 370.
- (333) James C, Van Horne, Financial Management and Policy. New Jersey p.785 ed 1980.
- (334) Haim Imvy & Marshall Sarnat, Capital Investment and Finance Decisions
- (335) American Encyclopedia vol. 17 p. 263.
- (336) Haim Levy- Capital Investment op. cit. p 234
- (337) Haim Levy- Capital Investment op. cit .p . 214
- (338) Ibid. P. 236. 263.
- (339) Multinational Business Finance. David k. Eiteman & Arthur Stonehill ed 1973 p. 220-221
- (340) Madura, Introduction to Financial Management, p. 363-364
- (341) Haim Levy - Marshall Sarnat op. cit. P. 386.
- (342) If the shareholder does not elect to participate in the rights offering he may sell his privilege in the marketplace, (Fredrick Amling op. cit. p. 169).
- The privilege may be exercised by the stockholder himself or may be أيضا sold to some one else (Robert Wessel- op. cit. p. 245).
- (٣٤٢) د. يعقوب يوسف صرخوه- الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والانجليزية ص١٧٦
- (344) Robert wessel op. cit. p. 245.
- (345) Ibid 245.
- (٣٤٦) وصحة اللفظ قناة .
- (٣٤٧) د. عبدالله عبدالحميد المالكي - مقال بمجلة البورصات العربية ازار ١٩٨٧ .
- (348) Leading companies are for the most part closely held, the market is limited, shares cannot always be readily sold, (Basch- p. 206).
- (349) The Stock marker is also handicapped by lack of details information concerning the balance sheet of the corporation, Stock holders do not receive enough information about the intrinsic value of the shares and the Bash op. cit., p. 206 .
- (350) Basch op. cit. p. 225 .