

A. U. B. LIBRARY

تمويل المشروعات

محمد حمزة عيسى

مدرس إدارة الأعمال
بكلية التجارة بجامعة فؤاد الأول بالجيزة

عيسى عبد ابراهيم

مدرس إدارة الأعمال
بالمعهد العالي للمعلوم المالية والتجارية

الطبعة الأولى



الناشر: مكتبة النهضة المصرية

٩ شارع عدلى باشا - القاهرة

القاهرة

مطبعة لجنة التأليف والترجمة والنشر

١٣٦٧ هـ - ١٩٤٨ م

Ref. Mar. 15, 54

تقديم الكتاب

لعل حاجتنا في مصر إلى دراسة موضوع «تمويل المشروعات» على أسس علمية سليمة أشد اليوم — في مرحلة تحولنا الاقتصادي الحاضر — منها في أى وقت مضى من تاريخ تطورنا الاقتصادي . فقد كان المصريون يقنعون إلى عهد قريب باستثمار أموالهم في شراء العقارات تاركين لرؤوس الأموال الأجنبية وظيفة تمويل المشروعات .

ومن هنا تضاعف اهتمام المصريين بدراسة هذا الموضوع الخطير الذى ما فتئ يلقى أكبر العناية في البلاد الأجنبية المتقدمة وانصرف الباحثون عن دراسته كوحدة متكاملة ، وإن توزعت الكثير من موضوعاته بين شتى الدراسات القانونية والاقتصادية ، على أن هذا التوزيع ذاته كان يفقد المادة ما تتطلبه من النظرة الموحدة الشاملة .

واليوم وقد تعددت وتضافرت بشائر الاهتمام بالشؤون الاقتصادية ، من قيام نهضة صناعية مباركة تعتمد إلى حد كبير على مجهود ومال المصريين ، وسن القانون الخاص بالشركات المساهمة الذى جعل للمصريين حظاً موفوراً في تأسيس وإدارة وتسيير المؤسسات الصناعية والتجارية الكبرى وإقبال الادخار المصرى على استثمار المال في هذا المضمار ، أصبح لموضوع «تمويل المشروعات» مكان الصدارة بين الدراسات المعنية بالاقتصاد المصرى .

ولا ريب لهذا في أن كتاب «تمويل المشروعات» للأستاذين الفاضلين عيسى عبده إبراهيم ومحمد حمزة عليش قد سد نقصاً كان يشعر به كل مشتغل بالشؤون الاقتصادية سواء في ذلك في مجال النظر أو في ساحة العمل .

والمؤلف بعد هذا مكتوب في لغة سليمة سهلة ومبوب تبويباً منطقياً يجعل الرجوع إليه ميسوراً ، وقد كتب بحق على حد قول مؤلفيه الفاضلين « ليكون مرجعاً لطلاب الجامعة وليكون موضع نظر رجال الأعمال » .

ولا شبهة في أن الطالب سيجد فيه ما ينشده من العرض السهل المبسط لوظيفة المنشآت المالية المختلفة في سوق رأس المال وارتباط بعضها ببعض ، وتفاعل مؤثرات وآثار نشاطها .

وقد حرص المؤلفان حرصاً شديداً يحمذان عليه على تصوير حالة السوق المصرية مظهرين نواحي النقص فيها ، ومبديين من الاقتراحات ما يسد هذا النقص ، وتوخيا في بحثهما الأسلوب المقارن فعقدا الفصول لدراسة النظم السائدة في الأسواق المالية الأجنبية وعلى الأخص سوق لندن التي تأثرت بها السوق المالية في مصر إلى حد كبير . كما أنهما غنيا بصنع دراساتهم بطابع عملي واضح فأكثر من ضرب الأمثلة الواقعية على ما يسوقان من نظريات ولم تفتهما الإشارة إلى البيانات الإحصائية هنا وهناك ، وبهذا صح لمؤلفهما أن يكون زادا للطالب ولرجل الأعمال على حد سواء .

وللكتاب فضل توجيه النظر إلى دقة مشكلة « تمويل المشروعات » وكيف أن نجاح المشروع أو فشله يكون رهيناً في الكثير من الأحوال بحسن دراية وخبرة القائمين به في المسائل المالية ، ولذلك فإن فائدته كبيرة لمن يقبل على تأسيس المشروعات المالية ضوئت أم كبرت ، إذ الراجح أن مطالعة الكتاب كفيلة بأن توحى إليه بكثير من الأفكار في هذا المجال .

ومن المسائل التي قد تثير اهتمام رجال المال في هذا الخصوص بحث الكتاب لموضوع « الاحتياطات » الظاهرة منها والخفية . فإن خطورة هذا الموضوع لا تخفى على كل من مارس شؤون الشركات وميزانياتها .

هذا ومن الجدير بالتنويه بعد ذلك أن موضوع تمويل المشروعات يصطلي في يومنا بحرارة الخلاف بين النظريتين الاشتراكية والرأسمالية .

وقد عرض المؤلفان في كتابهما لموضوعهما من الزاوية الفردية الرأسمالية ، وبديهي أن هذا الأسلوب ليس هو الوحيد في تمويل المشروعات ، فقد زاد نصيب الدولة في هذا الشأن إلى حد كبير وأخذت هي أيضاً تمول الكثير من المشروعات التي لا تختلف في نشاطها عن المؤسسات الفردية الخاصة ، وفي تولى الحكومة المصرية لمشروع توليد الكهرباء من خزان

أسوان واشتراكها في تأسيس بعض البنوك ، ومساهمتها في كثير من عمليات النقل خير شاهد على أن تمويل المشروعات صارت تنقسمه الحكومات والأفراد وفقاً لما تقتضيه المصلحة العامة .

وبعد ، فلا يسع من يطالع مؤلف الأستاذين الفاضلين إلا أن يهنئهما لتوفيقهما في اختيار الموضوع الذي بحثاه ، ونجاحهما في تناوله ، وتقصى شوارده ، وإخراجه لرجال العلم والعمل بحثاً زلالاً سائغاً شرابه ، ولنا أن نرجو أن يكون مؤلفهما هذا فاتحة لأبحاث مماثلة ينتفع بها كل متابع لنشاطهما معجب بآثارهما ، تولاهما الله عن المتفعين بعلمهما بأحسن الجزاء .

محمد زهير جبرانة

الجامعة والمعاهد العلمية حتى تعود من جديد إلى استيفاء البحث وتوسيع الدراسة من جانبنا والتدقيق من جانب القراء ، ثم بدأنا أخيراً أن نخرج على صورته هذه . ولم نسكن بحسب عند كتابة فصوله الأولى أنه ما بين يناير وأكتوبر من السنة نفسها سيحقق بعض الذي أشرنا إليه من أحداث لها شأنها في سوق رأس المال في مصر ، فقد شهدت شهر الربيع والصيف الماضية فقا شديداً في بعض المشروعات التي قامت في ظروف الحرب وما معها من حركة حية غير مسندة إلى أسس اقتصادية سليمة ، كما شهدت نفس هذه الفترة نهضة تقال تلقى على بعض الروجين ، وخرجت هذه الأمور من نطاقها الضيق إلى أوسع الدوائر حتى ردت أنباءها الصحف ، والذي نرجوه أن تكون فيها جلتاً به في هذه الصفحات بشأن السوق المصرية أقرب إلى البائنة في الحرم والجوارح إلى التناغم منا إلى التنبؤ الصحيح . . . ولأن الأحداث التي وقعت بالفعل وما لا زال تحدث لا يتعين على هذا الرجاء طويلاً .

على أننا نرجو في جميع الأحوال أن تحقق الغرض الذي نهدف إليه ، وهو التنبؤ إلى أهمية هذه الدراسة والمساهمة فيها بتصويب لا يزال جدي متواضع .

المؤلفان

أكتوبر سنة ١٩٤٨

بسم الله الرحمن الرحيم

بيان

بين يناير ومارس سنة ١٩٤٨ فرغنا من كتابة هذه الفصول ، ورأينا أن نبقى في نطاق الجامعة والمعاهد العلمية حتى نعود من جديد إلى استيفاء البحث وتوسيع نطاقه في ضوء الدراسة من جانبنا والنقد من جانب القراء ، ثم بدا لنا أخيرا أن نخرجه على صورته هذه . ولم نكن نحسب عند كتابة فصوله الأولى أنه ما بين يناير وأكتوبر من السنة نفسها سيتحقق بعض الذي أشرنا إليه من أحداث لها شأنها في سوق رأس المال في مصر ، فقد شهدت شهور الربيع والصيف الماضية قلقا شديدا في بعض المشروعات التي قامت في ظروف الحرب وما صاحبها من حركة حُمية غير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة ، كما شهدت نفس هذه الفترة تبعات ثقال تلقى على بعض المروجين ، وخرجت هذه الأمور من نطاقها الضيق إلى أوسع الدوائر حتى رددت أنباءها الصحف ، والذي نرجوه أن نكون فيما جئنا به في هذه الصفحات بشأن السوق المصرية أقرب إلى المبالغة في الحرص والجنوح إلى التشاؤم منا إلى التنبؤ الصحيح . . . ولو أن الأحداث التي وقعت بالفعل وما لا نزال نخشاه لا يبقيان على هذا الرجاء طويلا .

على أننا نرجو في جميع الأحوال أن نحقق الغرض الذي نهدف إليه ، وهو التنبيه إلى أهمية هذه الدراسة والمساهمة فيها بنصيب لا يزال جد متواضع .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تمويل المشروعات

مقدمة

لا تزال مسألة تمويل المشروعات الصناعية والتجارية والمشروعات العامة موضع دراسة مستفيضة في أرق البلاد من الناحية الاقتصادية ، وهي من غير شك أحق بالبحث في البلاد التي تعتبر في بعض مراحل الرقي ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً كما في إنجلترا — حيث توجد أكبر سوقين ماليتين في العالم — تشغل هذه المسألة حتى اليوم صفحات عديدة من المجلات العلمية وبعض المؤلفات .

وتعني أغنى بلاد العالم بهذه الدراسة نظراً إلى أن المشكلة التي تعالجها لا تقتصر على توفير المال بالحض على الادخار مثلاً ، أو بتشجيع رؤوس الأموال على الهجرة إلى داخل البلاد عن طريق التشريع ونحوه ، بل تتعدى ذلك كله إلى حسن توجيه المدخرات والأموال الفائضة إلى الوجهة الصحيحة ، ولقد لوحظ أخيراً أن كثيراً من المشروعات المبشرة تعثرت أو هلكت في مهدها لأنها لم تجد مالا كافياً لظهورها أو لنموها وهكذا يتبين أن التوزيع الحالي للأموال كان عقبة في سبيل بعض المشروعات الناشئة أو تلك التي لا تزال في رجم الغيب مما ترتب عليه آخر الأمر حرمان الجماعات المتمدينة من أشباع حاجات قائمة كان السبيل إلى إشباعها ميسوراً .

وتنحصر مسألة تمويل المشروعات في الاقتصاد الحديث في بحثين رئيسيين :

الأول — كفاية التوزيع : بمعنى تخصيص ذلك القدر من المال الكافي لنجاح المشروع ومن الواضح أن الوصول في توزيع المال إلى درجة الكفاية يقضي على مشكلة لا تزال تواجه العالم ، تلك المشكلة هي احتجاب بعض المشروعات المستندة إلى فكرة ناضجة واستقصاء كاف بسبب قلة المال أو انعدامه .

الثانى - الادارة القائمة على التوزيع الطافى : ذلك أن الوصول إلى درجة الكفاية فى التوزيع يقتضى ظهور هيئات جديدة تباشر عملية التمويل على أسس علمية ، على أننا لا نقصد بهذا القول استبعاد الهيئات القائمة ، ولا إنكار مجهودها ، وإنما نقصد ضرورة اتساع نشاطها وتوجيه الوجهة الصالحة مع إضافة ذلك القدر اللازم من الهيئات الجديدة لأداء الخدمات الفائضة التى قد لا تنهض بها الهيئات الحاضرة ، وبصفة خاصة فى كل ما يتصل بالقروض طويلة الأجل والمساهمة فى المشروعات الناشئة .

ولقد ظن البعض بأن مواجهة مشكلة تمويل المشروعات قد حلت حلاً نهائياً بظهور شركات المساهمة وصدور القوانين المنظمة لها ، وأنه ما على أصحاب أى مشروع إلا أن يكتوّنوا شركة من هذا النوع ثم يتخذوا الإجراءات القانونية الضرورية لاعتماد وجود الشركة كشخصية قانونية ، كاستصدار المرسوم الملئكى المرخص بتكوينها فى مصر مثلاً ، وأنه ما على المؤسسين إلا أن يطرحوا الأسهم للاكتتاب العام سواء فى ذلك أكان الطرح قبل صدور المرسوم أم بعده ، فيقبل الجمهور على شراء الأسهم وبذلك يحصل المشروع على حاجته من المال ، ولقد ذهب بعض الكتاب إلى الظن بصحة هذا الرأى ، وبذلك لم يتعرض فيما كتب من بحوث تدور حول تمويل المشروعات لما تعرضنا له فى هذا الكتاب — وقصر هذا البعض بحثه على مسألة بيع الأسهم والسندات للجمهور بمعرفة المؤسسين أنفسهم بقصد التمويل — ولا نزاع فى أن هذه الطريقة التى تعرض الكتاب المذكورون لوصفها هى واحدة من الطرق التى يلجأ إليها أصحاب المشروعات للحصول على ما يلزمهم من الأموال ، غير أن نجاحها رهين بإقبال الجمهور على الاكتتاب فى الأسهم ، وهذا الإقبال رهين بدوره بمقدار الثقة التى يتمتع بها أصحاب المشروع ومقدار الأمل الذى يعلقه المساهمون على أرباح المشروع ، وما دامت المسألة لم تعد فكرة مطروحة ، فإن إقناع الجمهور بما ينتظر المشروع من نجاح يكون عسيراً فى معظم الحالات التى لا تتوافر لها وسائل الدعاية الكافية والمعرفة السابقة بالمؤسسين ومدى توفيقهم فى الحياة العملية .

ولتطبيق هذا القول على السوق المصرية ، نلاحظ أن عدد شركات المساهمة فى مصر لا يزال أقل مما يتسع له نشاطها الاقتصادى فهو طبقاً لآخر إحصاء حصلنا عليه لا يكاد

يصل إلى أربعمائة شركة^(١) في الوقت الذي وصل فيه عدد شركات المساهمة في بلاد نظمت سوقها المالية ولم تعتمد عن طرح الأسهم في السوق للاكتتاب العام كوسيلة وحيدة لقيام المشروعات إلى درجة تزيد كثيرا على نظيرتها في مصر فعدد الشركات في الولايات المتحدة مثلا قبل الحرب كان يزيد على نصف مليون .

وهنا نبادر إلى التنبيه إلى ظاهرة سادت في مصر في السنوات الأخيرة من الحرب العالمية (١٩٣٩ — ١٩٤٥) والسنوات التي تلتها مباشرة ونرجح أنها كانت السبب المباشر فيما ذهب إليه بعض الكتاب من قصر دراسة التمويل على طريقة طرح الأسهم للاكتتاب العام دون غيرها من طرق التمويل ، تلك الظاهرة هي سهولة الحصول على المال في السنوات المذكورة بمجرد طرح الأسهم ، فقد كان المشاهد أن أصحاب أى مشروع كانوا يكتفون بضم عدد من الشخصيات المعروفة للجمهور بصرف النظر عن لون هذه المعرفة فقد تكون سياسية بحتة أو وطنية أو أية صفة أخرى لا تمت لسوق المال وإدارة الأعمال بأى سبب ، كان يكفي هذا التصرف من جانب المؤسسين مع الالتجاء إلى شئ من وسائل الدعاية والترويج كالنشر في الصحف أو تنظيم حملات الهمس *Whispering campaigns* حتى يقبل الجمهور على الاكتتاب بما يكفي لتغطية الأسهم المطروحة ، وكثيرا ما زاد القدر المطروح فعلا مرة أو مرات مما مهد السبيل لمروجي المشروعات والمتصلين بهم للمضاربة بالأسهم قبل اتخاذ الخطوات العملية الأولى لظهور المشروع في عالم الوجود . وقد ساعد على تفشى هذه الحال نقص خطير في التشريع المصرى في كل ما يتصل بالاقتصاد القومى في تنشيطه

(١) كان مجموع شركات المساهمة التي يوجد استقلالها الرئيسى في مصر حتى السنة المالية التي تنتهى في ٣٠ أبريل سنة ١٩٤٣ لا يعدو ٣٢٣ شركة ، مجموع رؤوس أموالها وسنداتهما ٣٥٦ ر ٧٤٧ ٨٣ ج م ، منها ٢٨٧ شركة مصرية مجموع رؤوس أموالها وسنداتهما ٧٧١ ر ٦٣٩ ٧١ ج م فبلغ مجموع هذه الشركات طبقاً لآخر إحصاء رسمى تنشره مصلحة عموم الإحصاء والتعداد قريبا — حتى السنة المالية التي تنتهى في ٣٠ أبريل سنة ١٩٤٦ ، ٣٧٥ شركة مجموع رؤوس أموالها وسنداتهما ٩٧ ر ٩١٥ ٨٠ ج م ، أى أن مجموع عدد شركات المساهمة المصرية والأجنبية زاد في السنوات الأربع الأخيرة اثنتين وخمسين شركة ، وأن عدد الشركات المصرية منها قد زاد ثلاثا وخمسين شركة في نفس هذه السنوات الأربع الأخيرة . ومن المفهوم بداهة أن إحدى الشركات الأجنبية قد انقضت خلال هذه السنوات الأربع الأخيرة ، وأن الزيادة كلها منحصرة في الشركات المصرية . كما يبدو من هذا الإحصاء أن مجموع رؤوس الأموال والسندات قد زاد في هذه السنوات الأربع نحو ثمانية ملايين من الجنيهات ، ومن المنتظر أن يتزايد هذا الرقم بتشعب النشاط الصناعى والتجارى ويتنبه صغار المدخرين إلى فائدة استثمار رؤوس أموالهم المحدودة في هذا النوع من الشركات .

وحمايته — ونحن وإن اعترفنا بقيام هذه الظاهرة في الفترة التي أشهنا إليها آنفا فإننا ننبه إلى أنها ترجع إلى الظروف غير العادية التي مرت بها مصر من ١٩٤٢ إلى ١٥ يوليو سنة ١٩٤٧ إذ من المعلوم أن الاحتياطات المالية التي تكونت لمصر في الداخل وفي الخارج على السواء كانت في تضخم مستمر ، وهذه الحال تركت بين أيدي أصحاب الودائع والحسابات الجارية أموالا طائلة لم تستغرقها وجوه نشاطهم الخاصة ، فعجزوا عن تسييرها وتلّففوا على أول طالب لها دون تمحيص كاف ، كذلك قلت المنافسة الأجنبية أو امتنعت في بعض الحالات خلال تلك الفترة إلى حد مكن للتجار والصناع والزراع من تحقيق أرباح خيالية ، ولئن كانت ضريبة الأرباح الخاصة التي فرضت على الأرباح التجارية والصناعية بالقانون رقم ٦٠ لسنة ١٩٤١ قد حدث من الفائض الذي أجازت الدولة لكل من التجارة والصناعة أن تستبقيه إلا أن الزراعة بقيت بمنجاة عن كل فريضة تحد من هذه الأرباح إلى حد أن الفدان الواحد في بعض الزراعات كان يغل ربحا فائضا في السنة الواحدة يزيد على ثمنه في الظروف العادية ، على أن التجارة والصناعة رغم فرض القانون سالف الذكر لم تعدم وسيلة للتخفيف من وطأته وهكذا توافرت لدى كل المشتغلين بالحرف سالف الذكر أسباب الثراء إلى درجة لم يتعوّدها من قبل ، فاثارت فيهم نزعة إلى المغامرة بأموالهم فانتهز كثير من مروجي المشروعات هذا الاستعداد وأنشأوا شركات المساهمة وأضفوا عليها مسحة من الجدية بما حشدوا لها من أسماء لم تكن لها سابقة صلة ولا خبرة بسوق المال ، فاستطاعوا بسحر الألقاب وسهولة انقياد العامة من أصحاب الأموال التي تكدست عن طريق الكسب الهين في الظروف التي أسلفنا الإشارة إليها أن يجدوا حاجتهم من المال عن طريق الاكتتاب العام .

ومن الخطورة بمكان أن يذهب الظن برجال الأعمال إلى أن السنوات القادمة ستشهد مثل هذه الوفرة في الأموال التي طرحت عند أقدام كل صاحب مشروع ، كما أنه من الخطورة بمكان أن يذهب الظن برجال الأعمال وبالمساهمين الذين وثقوا بهم إلى القول بأن معدل الأرباح الذي حصلوا عليه في سنوات الرواج غير العادي ، سيكون ميسور التحقيق في السنوات القليلة القادمة التي يحتمل أن تعود فيها الظروف الاقتصادية إلى حالة من الاستقرار .

مع أنه بمجرد اختفاء الظواهر التي أشرنا إليها فيما تقدم ، وهي توافر المدخرات الناتجة عن كسب هين وقصور أبواب التثمين والليل المؤقت إلى المغامرة ، سيجد مؤسسو المشروعات ومروجوها أن الحصول على الأموال اللازمة لمشروعاتهم عن طريق الاكتتاب العام لم يعد ميسورا كما كانت الحال خلال سنوات الحرب والفترة القصيرة التالية لها مباشرة ، وبحسبنا أن نوازن بين حالة السوق اليوم (سنة ١٩٤٨) وحالتها بالأمس القريب لنجد أن الجمهور أصبح الآن يفكر مرة بعد أخرى ويقلب الرأى قبل أن يقدم على الاكتتاب في مشروعات لم تثبت بعد قدرتها على تحقيق الأرباح ، ولقد كان إلى عهد قريب جدا يتلهف على اقتناء أسهم أى مشروع جديد بمجرد علمه — كما قدمنا — بأن بين مؤسسيه أو مديريه شخصية معروفة للناس بصرف النظر عن لون هذه المعرفة .

فإذا تحولت الأمور إلى هذا النحو في المستقبل القريب وأحجم أصحاب المدخرات عن تثمين أموالهم في معظم المشروعات الجديدة مفضلين عليها التثمين في الاستغلال الزراعى وفى المباني وفى المشروعات القديمة التي لها ماض يطمئنون إليه — كما كانت هى الحال قبل قيام الحرب الأخيرة — فهل يترتب على هذا التحول تعويق لتقدمنا الصناعى ؟ — هذا هو السؤال الذى يجب أن يشغل جانبنا من تفكير رجال الاقتصاد ، وفى رأينا أن السنوات القليلة القادمة ستشهد تحفظا مقرونا بشيء من التبصر من جانب أصحاب المدخرات كما ستشهد تحولا نسبيا عن المشروعات الجديدة ، وفى رأينا كذلك أنه إذا لم تتخذ خطوات سريعة وفعالة فى سبيل إيجاد سوق مالية منظمة فى مصر فإن تقدمنا فى ميدان الصناعة والتجارة سيبطئ كثيرا عما كان مقدرا له فى خلال الفورة التي مر بها الإنتاج الحلى خلال سنوات الحرب ، على غير شىء من الأسس الاقتصادية . . . وهكذا يتضح أن رجال المال فى مصر خليقون بأن يهتموا بهذا التحول المنتظر أو الذى وصلت طلائعه ، ولعلمهم يعلمون أن إنجلترا ذات القدم الراسخة فى شئون المال والاقتصاد والتي تضم عاصمتها «لومبارد ستريت» (١) Lombard Street والتي بلغ فيها النظام الرأس مالى وتنظيم الأعمال بصفة عامة شأوا بعيدا جدا ، أصبحت اليوم تواجه مشكلة تمويل المشروعات الجديدة بانزعاج ملحوظ ، ومثل

(١) هو حى الأعمال فى لندن ويسمى أيضا «The City» ، ولا يضارع هذا الحى فى وقتنا الحاضر فى نشاطه وأهميته إلا نظيره فى نيويورك «Wall Street» وهما أهم الأسواق المالية فى العالم .

هذه الحال أولى بمصر التي لا تزال مفتقرة إلى إيجاد سوق مالية منظمة ونشيطة والتي لا تملك من المعدات الرأس مالية إلا القليل ، على شدة حاجتها إلى العديد المنوع من تلك المعدات .

في ضوء ما تقدم يمكن القول بأن المشروعات الجديدة لن تظهر بالقدر الذي نرغب فيه فيه إذا لم ننظم سوقنا المالية على صورة تكفل لها مواجهة الأعباء التي يلقيها عليها النشاط الحال في كل من ميدان الصناعة وميدان التجاره ، ومن المعلوم أن الهيئات التي تقوم بوظيفة التمويل في مصر قليلة ، ولا تقوم بعملها على الوجه المرغوب فيه ، ومن أجل ذلك سنتناول بالبحث هنا أهم الهيئات التي تقوم بتمويل المشروعات في سوق رأس المال سواء في ذلك ما هو منها بالفعل في مصر ، وما تهيأت لقيامه الأسباب ، وسنشير في سياق الحديث إلى كل من سوق لندن وسوق نيويورك لأنهما أكبر وأهم الأسواق المالية في العالم في الوقت الحاضر ، ولأن سوق المال عندنا تأثرت ببعض الأنظمة السائدة في سوق لندن نظرا لتوافر صلات خاصة بين السوقيين أصبحت أسبابها ونتائجها معروفة ، وفي كل الأحوال سوف لا تقتصر في دراستنا على سوق واحدة حتى وإن كانت سوق لندن . كلما كانت هناك ضرورة لإجراء الموازنات أو ضرب الأمثال بأسواق أخرى .

وهذه فكرة سريعة عن الموضوع الذي شغلنا بعض الوقت ، والذي رأينا أن نكتب فيه هذا البحث الأولي ليكون مرجعاً لطلاب الجامعة ، وليكون مع نظر رجال الأعمال الذين يرون معنا — فيما نعتقد — أن دراسة كهذه تعتبر دراسة الجليل ، ولا شك عندنا في أن رجال المال في مصر سيعملون على توفير الأسباب الكافية لتحقيق الرغبة الملحة في أن يكون لنا صناعة ناجحة وتجارة عالمية واسعة .

الفصل الأول

سوق رأس المال

سوق رأس المال — الادخار وأدواته — حجم الاستثمارات الجديدة — تطور إنشاء المشروعات
— المشروعات وسوق الأوراق المالية — الأوراق المالية وتداولها

سوق رأس المال

تتكون سوق رأس المال من تلك المجموعة من المنشآت التي تمد النظام الاقتصادي بمدخرات الأفراد لتكون تحت تصرف مؤسسى المشروعات ومنظمتها ، سواء في ذلك المشروعات الصناعية والتجارية والمشروعات العامة — ومن هذا التعريف يتضح لنا أن سوق رأس المال تشتمل على نوعين من الهيئات : النوع الأول يمد المؤسسين والمنظمين بالقروض الطويلة الأجل ، والنوع الثانى يشتمل على الهيئات الأخرى التي تمدهم بالقروض ذات الآجال القصيرة والمتوسطة .

وهكذا يتضح أن المصارف وغيرها من أدوات الائتمان ، وأن شركات البناء وغيرها من أدوات الادخار ، تدخل في نطاق سوق المال ، وسنعود إلى هذا بشئ من التوضيح بعد قليل .

ولقد اعتاد بعض الكتاب أن يقصر المعنى المقصود بسوق رأس المال على الاستثمارات طويلة الأجل ، كما اعتاد بعض آخر أن يذهب في التحديد إلى مدى أبعد بقوله أن هذا الاصطلاح قاصر على الاستثمارات طويلة الأجل والقابلة للتداول ، وواضح أننا لا نقر أحد الرأيين .

على أننا حين نتعرض لوصف المنشآت التي تتألف منها سوق رأس المال ، وحين نتعرض لوصف الوظائف التي تقوم بها كل طائفة من هذه المنشآت ننبه إلى أن سوق رأس

المال في أوسع معانيها وفي أعلى درجة من درجات النظام التي يمكن أن تكون عليها سوق مالية ، لا تسير في كل الأحوال التقدم الاقتصادي ، أي أنه ليس في وسعنا أن نجزم بأن السوق المالية المثالية ستوجد حتماً فرصة لتثمين كافة المدخرات وستوجد حتماً حالة توازن في التقدم الاقتصادي . والسبب في ذلك يرجع إلى أن المصادر التي تعتمد عليها سوق رأس المال ليست ساكنة ، بل هي تحت الضغط المستمر للظروف الاقتصادية ، قابلة للتغيير ، فمثلاً قد تتفاوت الزيادات النسبية لبعض وسائل الادخار كما قد تظهر منشآت جديدة تقوم بوظيفة الوساطة بين الجمهور الذي يقوم بعملية الادخار ، وبين المؤسسات التي تصهر المدخرات في آتون الإنتاج ، وكل واحد من هذين العاملين — فضلاً عن اجتماعهما — يؤثر في التوازن المنشود للتقدم الاقتصادي .

الادخار وأدواته

المدخرات هي أجزاء من الدخل تستقطع وتودع جانباً بمنجاة من الاستهلاك ، أي الإنفاق في سبيل تحقيق إشباع عاجل لبعض الحاجات ، ومصير هذه المدخرات ، إن عاجلاً وإن آجلاً ، إلى واحد من سبل الاستثمار . ولتمكين الجمهور من صيانة مدخراته ومن تثمينها كذلك ، قامت منشآت بأداء هذه الوظيفة إلى جانب وظائف أخرى ، وقامت منشآت أخرى لأداء هذه الوظيفة وحدها ، وفيما يلي بيان بالمنشآت سألقة الذكر بوصف كل منها أداة من أدوات الادخار .

١ — المصارف :

يقوم النظام المصرفي بوظيفة المحصل للمدخرات الصغيرة بطريقة آلية ، ويستخدم هذه المدخرات في عدد من النواحي ، أهمها عقد القروض القصيرة الأجل للصناع والتجار ، كما يقوم بتوظيفها أحياناً في شراء الأوراق المالية المضمونة ، وهكذا تقوم المصارف بجمع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى رجال الصناعة والتجارة ، فتمكن لرأس المال من التنقل في يسر ، وهي وظيفة يصعب تحقيقها في غياب النظام المصرفي — كذلك تقوم البنوك بوظيفة هامة هي توفير الائتمان قصير الأجل الذي يوجد رأس مال مؤقت لولاه لزادت ندرة رأس المال

طويل الأجل ، ولهذه الوظيفة أثر بعيد المدى في تمويل المشروعات لأن المصارف بما توفره للمشروعات المختلفة من رأس مال مؤقت يعتمد على الائتمان وحده ، تمكن لها (أى المشروعات) من أن تقصد في استعمال رأس المال طويل الأجل الذي يجب أن يتوافر لنوع من المشروعات لا يقوم إلا عليها .

٢ — بنوك الادخار :

تقوم هذه المنشآت بجمع المدخرات الصغيرة لتستخدمها في أغراض محدودة أهمها شراء السندات الحكومية قصيرة الأجل وطويلة الأجل ، ومن الأمثلة على هذا النوع من المنشآت ، صناديق الادخار في البنوك التجارية وغيرها ، وفي مصالح البريد ، ويدخل في نطاق هذه الهيئات تلك المؤسسات التي لا تهتم كثيراً بتحقيق الأرباح ، بل تهدف إلى غرض آخر مثل الضمان أو مثل أعمال البر ، ومن أمثلة هذه المؤسسات نقابات العمال والجماعات الخيرية ، وهذه وتلك تملك أموالاً طائلة قد ترغب في تسميرها دون إخلال بما تقدم به القول من أن التسمير في هذه الحالات أمر عارض لا فكرة أساسية .

٣ — شركات المبانى :

هى نوع من المنشآت التي تقتض رأساً من الجمهور لتمول عمليات البناء وشراء المنازل واستغلالها بالبيع أو التأجير ، وقد نمت هذه الشركات نمواً سريعاً في البلاد التي سبقت غيرها بالتقدم الاقتصادي وعلى الأخص في الفترة الواقعة ما بين الحربين ، ولهذا النوع من المنشآت أثر بارز في النشاط الاقتصادي والاجتماعي إلى حد أن جرى القول بأن الجيل الذي عاش في هذه الفترة (ولم ينقص بعد) هو جيل معني بالمبانى ^(١) A housing generation .

(١) في التاريخ الاقتصادي يعرف الجيل الذي عاش في النصف الثاني من القرن التاسع عشر بأنه جيل تركزت عنايته إلى حد كبير في مد السكك الحديدية ، كما يعرف الجيل الذي يكاد ينتهي في أيامنا هذه بعنايته بالمبانى ، وكل ذلك مقصود به الشعب الإنجليزي ، وإن كان صحيحاً بدرجة أقل في بلاد أخرى ومنها مصر . ولقد كان نشاط شركات المبانى في ربع القرن الواقع بين الحربين الأخيرتين واضحاً في الحياة الاقتصادية ، فكان متوسط ما يبنى من المساكن سنوياً في إنجلترا حول سنة ١٩٣٦ ٣٢٥٠٠٠ مسكن في السنة ، وكانت جملة المساكن "Homes" في إنجلترا قبل الحرب الأخيرة مباشرة ١٢٥٠٠٠٠٠ مسكن تقريباً — ويقوم بهذه الوظيفة عادة عدد من الهيئات ، بعضها تابع للحكومات المركزية أو المحلية ، وبعضها منشآت تجارية تعتمد على إعانة الدولة ، وبعض آخر هيئات تجارية مستقلة ولا تعتمد على الإعانة .

٤ — شركات التأمين :

هذا النوع من المنشآت منتشر في جميع الدول وقد ازدادت أهميته النسبية في الجماعات الحديثة ، خلال السنوات الأخيرة ، ويتوقف انتشار نشاط هذه المنشآت على مستوى معيشة الأفراد ، فكلما ارتفع مستوى المعيشة اتسع الأفق وسما التفكير ، فيعمل كل فرد على ضمان مستقبله إذا تقدمت به السن ، وذلك بالادخار لأيام الشيخوخة والعجز ، كما يعمل على ضمان مستقبل أسرته إذا فقدت العائل ، وكل هذا الاستعداد يقتضى الحرمان من التمتع العاجل بجانب من الدخل لمدة طويلة من الزمن ، وتستولى شركات التأمين على هذه المدخرات وتوزعها على عدد من نواحي التثمين — من ذلك شراء الأوراق المالية وتقديم القروض العقارية ، ووظيفة أخرى تقوم بها هذه المنشآت ولا تقدم عليها المصارف ، تلك الوظيفة هي تمويل المشروعات الجديدة أى المساهمة في مشروعات لا تزال في مرحلة التأسيس .

٥ — شراء الأسهم والسندات من السوق :

يثمر بعض أفراد الجمهور مدخراتهم في شراء الأسهم والسندات بدلا من إيداعها لدى إحدى المؤسسات التى أسلفنا الإشارة إليها وكثيرا ما يفضلون شراء السندات الحكومية أو أسهم المشروعات العامة (أى التى تقوم على خدمة بعض المرافق العامة) وهى عادة مضمونة من الحكومة المحلية أو المركزية ، وهذا يشجع الجمهور على اقتنائها^(١) — كذلك يستثمر بعض أفراد الجمهور جانباً من مدخراتهم لدى منشآت تقوم بوظيفة أمناء الاستثمار ، وهو

(١) لا يعتبر هذا القول صحيحاً دون قيد ؛ لأن بعض الحكومات تجرى على سياسة مخالفة ، مثال ذلك ، النظام المعمول به في مصر ، إذ تتدخل الدولة في شئون الشركات القائمة على خدمة المرافق العامة للجمهور بقصد حمايته لا بقصد حماية المساهمين ، وذلك في الحدود التى تسمح بها عقود الامتياز الممنوحة للمنشآت المذكورة وهى حالة خاصة نتجت عن الظروف التى نفذت فيها تلك المشروعات ، أى في أواخر القرن الماضى ، وأوائل القرن الحالى ، غير أن المشاهد إلى يومنا هذا هو استمرار هذه السياسة التى لا تتفق في كثير من الحالات مع صالح الجمهور ولا مع صالح المساهمين ؛ كما هى الحال في مشروعات النقل مثلا ، حيث تريد الدولة أن تفرض عليها أتاوة لتحقيق غرض بعيد عن صالح الجمهور وهو حماية السكك الحديدية كمشروع إيرادى يتمتع بسلطان الدولة وحمايتها ، والنتيجة المنطقية لهذه السياسة هى نفور رؤوس الأموال من تغذية مشروعات النقل أو الإقدام عليها مع تضحية صالح الجمهور حرصا على أصل رأس مال المساهمين وضماناً لربح مناسب يرجع إليهم .

نوع من المنشآت يتوفر على درس الفرص المتاحة في السوق ثم يقوم بتوزيع ما تحت يده من موارد على أكبر عدد ممكن من المشروعات المضمونة أو المبشرة والفكرة في التوزيع واضحة ، وهي تقليل المخاطرة إلى أدنى حد ممكن .

٦ - شركات الرهونات وهيئات الأفراد المستثمر :

على الرغم من اضطراب النمو في عدد شركات المساهمة وفي رأس المال المستغرق في نشاطها ، لا يزال عدد المشروعات الخاصة وشركات الأشخاص كبيرا وبصفة خاصة في البلاد القديمة أى التي سبقت غيرها في ميدان النشاط الاقتصادي مثل فرنسا وإنجلترا ، ويعتمد الجانب الأكبر من شركات الأشخاص في أول الأمر ، على أموال الشركاء ، أى الحصة التي التي يقدمها كل شريك عند إنشاء المشروع (بصرف النظر عن الالتزام الضمني الذي يتعدى الحصة إلى باقى أموال الشريك المسئول) ، وظاهر أن أمثال هذه الشركات لا يستطيع أن يلجأ إلى الاقتراض من هيئات التمويل إلا بعد أن يظهر المشروع في الوجود ، وبعد أن يثبت قدرته على تحقيق الأرباح — وليست في مصر إلى الآن إحصائيات^(١) دقيقة عن رؤوس الأموال التي يثمرها الناس في مشروعاتهم الخاصة أو مشروعات أصدقائهم^(٢) ، ولكن غياب الإحصاء لا يمنع من القول بأن هذه الناحية من نواحي النشاط في سوق المال تنظم جانبا ضيقا من رؤوس الأموال .

٧ - نمبر جانب من الأرباح في المشروعات :

الأموال التي تثمر في المشروعات بهذه الطريقة كبيرة الحجم جدا ، وبخاصة في البلدان القديمة ، ويرجع ذلك إلى أن المشروعات الناجحة لا توزع كل أرباحها على المساهمين بل تحجز جزءا مهما منها على صورة احتياطات متعددة الأسماء والأغراض ، والأموال المحتجزة

(١) سيكون من مستلزمات التشريع الضرائبي الذي أخذت مصر بأسبابه من سنة ١٩٣٩ زيادة العناية بهذا النوع من الإحصاء ولكننا لم نصل بعد .
(٢) المشاهد أن شركات الأشخاص تقوم بين الأقارب الذين تتوافر بينهم المودة ، كما تقوم بين الأصدقاء ، ولقد دلت الإحصائيات في غير مصر على أن ما يزيد على ٨٠ ٪ من شركات الأشخاص تتوافر فيه هذه الظاهرة .

تحت يد المشروع بهذه الطريقة قد توظف في المؤسسة ذاتها أى تدخل ضمن رأس المال العامل في المنشأة دون فرز أو تعيين ، وقد تستثمر في شراء الأوراق المالية ، وفي هذه الحالة يجرى المشروع في استثمار هذه الأموال على سياسة تتفق ونشاطه بحيث يحقق أكبر قدر من المصلحة^(١) .

ويختلف حجم الاستثمارات التي تستطيع المشروعات توجيهها على هذا النحو من سنة إلى أخرى لأنها تعتمد على ذلك القدر من الأرباح الصافية الذي تحققه المشاريع المختلفة في نهاية كل مدة تجارية^(٢) .

وبعض نشاط أدوات الادخار يتداخل في بعض آخر إلى حد كبير ، ومن أجل ذلك لا يجوز القول بأن جملة ما لدى أدوات الادخار من الأموال في وقت ما ، هو «الادخار القومى» ذلك أن شركات التأمين مثلا تدأب على شراء الأوراق المالية ، أى تساهم في مشروعات أخرى ، وبعض المشروعات قد تشتري بالفائض من أموالها أسهما في شركات أخرى بقصد التوظيف أو بقصد تحقيق غرض آخر كالتوجيه أو التحكم مثلا ، وبعض من المشروعات يقتصر في توظيف أمواله على نشاطه الأصلي دون غيره ، فإن زاد لديه مال حاضر أودعه في بعض المصارف ، ثم إن النظام المصرفي نفسه يبيع الأوراق المالية أو يشتريها (أى يعرضها في السوق أو يسحبها منه) متمشيا في ذلك وراء سياسة البنك المركزي حين يعمل على زيادة حجم الائتمان في البلد أو التقليل منه ، كذلك يراعى وسطاء الاستثمار عند توظيف ما لديهم من الأموال ، طريقة التوزيع على عدد من النواحي أى على عدد من أدوات الادخار والتميز لتجنب أو لتقليل خطر الضياع ، ويراعى الوسطاء أيضا توظيف جانب مما تحت يدهم من الأموال على صورة يمكن معها تحويل الاستثمارات إلى مال حاضر دون مشقة وفي أقصر وقت مستطاع ، وهذا الاعتبار الأخير من أهم ما يراعى في تمييز المدخرات بصفة

(١) كأن يشتري المشروع أسهم شركة تفتح بعض الخانات الرئيسية اللازمة له ، أو كأن يشتري بعض أسهم للشركات المنافسة تمهيدا للتحكم فيها أو الاستيلاء عليها ... الخ .
(٢) أن إحصاء يصل إلى هذا الحد من التحليل لم يظهر في مصر بعد ، والأرقام التي تنشر في غير مصر كما في إنجلترا مثلا تعتبر أرقاما تقريبية ، ولقد قدر الأستاذ « كولن كلارك » هذا البند من بنود الادخار والاستثمار في إنجلترا سنة ١٩٣٥ بما يقرب من ٢٣٠ مليون جنيه .

عامة ، ويتوقف إلى حد كبير على السياسة المالية التي تتبعها المنشأة عند قيامها بهذه الوظيفة (وظيفة استثمار المدخرات أو الفائض) ، غير أنه يمكن القول بصفة عامة بأنه في كل منشأة جانب من المال يمكن استبعاده من الأموال الحاضرة والمتداولة اللازمة للعمل الأصلي للمنشأة ، وبالتالي يمكن توجيهه إلى واحدة من سبل الاستثمار ، كما يمكن القول بأن الاستثمار يكون عادة لمدة ما بحيث ينتظر في نهاية هذه المدة الحصول على غلة العمل المستثمر ، أما حجم ذلك الفائض أو المدخر ، وأما طول مدة الاستثمار ، فيتراوحان دائماً تبعاً لنوع عمل المنشأة وتبعاً لسياستها المالية ، وفي كل ما مر بنا من أدوات الادخار لا يمكن القول بأن هنالك سياسة واحدة مرسومة تتبعها طائفة دون أخرى ، فلكل مشروع ظروفه الخاصة ، وبالتالي سياسته المالية ، وذلك باستثناء النظام المصرفي الذي يمكن التعميم بشأنه ، فالمصارف بصفة عامة تقترض الأموال وتقرضها ، أي تقبل الودائع والمدخرات وتستثمرها ، وهي دائماً تقرض أكثر مما تقترض ، كما تمنح القروض لمدة أطول من مدد الإيداع ، والسبب في ذلك يرجع إلى أن النظام المصرفي يعتمد على أن المطلوبات ذات الآجال القصيرة لن تطلب جميعها في وقت واحد^(١) ، على حين أن المودعات متجددة ومستمرة .

مما تقدم يتضح لنا مدى التداخل الذي يعم نشاط أدوات الادخار إلى حد أن دراسة ناحية من نواحيه بمفردها دون الإلمام بالباقي ، يعتبر شيئاً عديم الجدوى .

حجم الاستثمارات الجديدة

لكي يتسنى لنا أن نحدد حجم الاستثمارات الجديدة ، يجب أن نتكلم أولاً عن الادخار الأهلي — ومن المتفق عليه أن الادخار الأهلي هو مقدار ما يطرأ من الزيادة على رأس المال الأهلي أو الثروة الأهلية في فترة من الزمن أصطلح على أن تكون سنة كاملة — وتقدير

(١) من أجل ذلك يقال بأن البنوك بما تمنحه من ائتمان ، تخلق النقود وتزيد من قدر الأموال التي يمكن استعمالها — ومن أجل ذلك أيضاً تضطرب البنوك إلى درجة قد تكون خطيرة في حالات الذعر المالي مما يستوجب تدخل الدولة حرصاً على الكيان الاقتصادي من أن تعصف به ظروف شاذة لا يستطيع النظام المصرفي أن يتنبأ بها ولا أن يعمل لها بصفة مستمرة إلا بتضييق نشاطه إلى الحد الذي يضر بالاقتصاد القومي .

الادخار الأهلى يعتمد اعتماداً كلياً على تقدير الثروة الأهلية ، وتقدير الثروة الأهلية يقتضى من الباحث تعريفها وتحديدها ، وبعد الوصول إلى تحديد الثروة الأهلية وتقديرها ، نلاحظ أن هنالك جزءاً من الادخار الأهلى يستقطع ويحتجز جانباً لحفظ كيان الثروة المذكورة أى لصيانتها وتعويض ما طرأ عليها من نقص أو تلف ، ثم بعد ذلك يطلق على الفائض الأخير لفظة « الادخار الصافى » .

ولسنا هنا بصدد البحث فى تحديد معالم الثروة الأهلية وتعداد مقوماتها تمهيداً لتقديرها ، بل نحن بصدد تقدير ذلك العدد من المشروعات الجديدة وتقدير المدى الذى يمكن أن تذهب إليه المشروعات القائمة فى التوسع حتى نعوض بهذا وذاك ما استهلك من المشروعات القديمة أى أننا بصدد تقدير النقص الذى يعتور الثروة الأهلية لا بصدد تقديرها كلها ، فإذا انتهينا من ذلك أمكننا أن نقدر ذلك القدر من المشروعات الجديدة ، وذلك التوسع فى المشروعات القائمة اللذان يعتبران زيادة صافية أضيفت إلى ما يملكه البلد من المعدات الرأس مالية ، ومن الواضح أنهما يكونان معاً وعاء التثمين للادخار الصافى .

والتقدير الذى نعالجه محل خلاف شديد ، ومن شأن هذا الخلاف أن يجعل أرقام الادخار الأهلى متعددة ومتباينة بقدر تعدد وتباين الهيئات التى تقوم بإجراء عمل كهذا .

وأساس هذه المشكلة يرجع إلى صعوبة تقدير النقص الذى يعتور الثروة الموجودة ، ولكى نوضح ما نقول نضرب مثلاً بمصنع ينظر فى إحلال آلة محل أخرى استهلك ، فلهذا المصنع أن يتخذ إحدى سياستين ، الأولى أن يستهلك الآلة العاملة فى خلال ذلك العدد من السنوات الذى تستطيع أن تظل خلاله صالحة للإنتاج بفرض وجود الصيانة الكافية . والسياسة الثانية تقضى بإدخال عامل آخر فى حساب الاستهلاك ، هذا العامل هو ضرورة استبدال آلة جديدة بتلك ظلت عاملة بعض الوقت وإن بقيت صالحة للعمل ، وذلك نظراً لظهور طراز مستحدث أدخلت عليه تحسينات زادت من كفاية الآلة أو خفضت من تكلفتها ، أو جمعت بين وجهى التحسين فى وقت معاً - وظاهر أن السياسة الأولى تفترض وجود حالة من السكون ، أى تفترض غياب التقدم الفنى الذى يطرأ على صنع الآلة ، والسياسة الثانية تدخل فى حسابها الحركة الدائبة فى مكاتب البحوث الفنية الملحقة بالمنشآت

المنتجة للآلات ، وبهذا تتوقع ظهور تحسين مفاجيء في أى لحظة بحيث تكون نتيجته ضرورة استبعاد الآلة العاملة قبل أن تبلى ، بل قبل أن يختل شىء من بنائها — ووجه الضرورة في إحلال الجديد محل القديم على الفور ، يرجع إلى أن المشروعات الجديدة تبدأ عملها في ضوء التقدم الفنى وتستخدم آلات ذات كفاية عالية في ناحيتى الإنتاج والتكلفة ، وبهذا يتعذر على المشروع القديم أن ينافس المشروع الجديد^(١) — ولما كان تحول المشروع من إنتاج إلى آخر عملا تقوم دونه عتبات جمة بعضها فنى وبعضها اقتصادى ، فمن المرجح أن يستمر المشروع القديم في الإنتاج على الرغم من عجزه عن إحلال الآلة الجديدة محل الآلة القديمة ، فيقل الربح أو ينعدم ، ثم يأتى دور يصاب فيه رأس المال بالخسارة ويهدد فيه المشروع بالزوال ، ولتجنب الوصول إلى موقف دقيق كهذا ، يلجأ المشروع عادة إلى حساب قسط الاستهلاك على أساس مدة تشغيل الآلة من ناحية ، وعلى أساس ظهور التحسينات التى تجعل الآلة القديمة عديمة الجدوى ، وهكذا يكون القسط أعلى بكثير من نظيره في حالة السكون — كذلك تذهب بعض المشروعات إلى رصد الأموال الاحتياطية الكافية للاستهلاك المفاجيء فيما إذا حدثت طفرة في التحسين قضت بتغيير الآلة وهى في أوائل عمرها من الخدمة في المصنع ، وبمثل هذه السياسة الحكيمة يستطيع المشروع القديم أن يواجه

(١) هذه الحقيقة بالغة الأثر في الحياة الاقتصادية ، ويتعدى أثرها المشروعات الفردية ، وما بينها من منافسة تنتهى ببقاء الأصح ، إلى السوق الدولية — فلقد كان من العسير دائما على الأمم القديمة أن تنافس الأمم الحديثة منافسة حرة طليقة من القيود ، ولقد قرر أحد الكتاب لمشغلين يبحث شئون التجارة الدولية في أوائل سنة ١٩٣٨ بأن حربا عالمية قائمة لا محال ، وأسند رأيه إلى عدد من الأسباب كان أهمها هذه الظاهرة ، وقال ما خلاصته أن انجلترا وفرنسا سبقتا غيرها من الأمم المنافسة لها في الوحدة السياسية ، وبالتالي في الاستقرار الداخلى والاستعمار الذى يهدف في الحبل الأول إلى الاستيلاء على الخامات وفتح الأسواق عنوة للمنتجات ، على حين أن غيرها من الأمم مثل ألمانيا وإيطاليا تأخر في الوحدة السياسية وبالتالي في الاستقرار الداخلى ، فتأخر في مضمار الاستعمار ، غير أن المشروعات التى قامت في هذه البلاد التى تأخرت وحدتها وبالتالي نهضتها الاقتصادية ، استفادت من أخطاء غيرها واستفادت من المستحدثات الفنية فقامت فيها صناعات أحدث وأكفأ من الصناعات النظرية لها في البلاد القديمة — وكان طبيعيا أن تلجأ البلاد القديمة — حماة لمشروعاتها القائمة — إلى اتخاذ كل وسيلة ممكنة للذود عن مصالحها ، وقد نجحت إلى حد ما في إبقاء الأسواق مفتوحة لمنتجاتها رغم قلة الكفاية الانتاجية لمشروعاتها ، ورغم عجزها عن مواجهة المنافسة الشديدة التى هددتها من مشروعات البلاد الناهضة حديثا ، ومعظم تلك الوسائل لم يكن على أساس اقتصادى ، بل كان قائما على التحكم في الأسواق بالاحتلال والتدخل السياسى ونشر اللغة وما إلى ذلك ، ورأى الكاتب بحق أن حالة كهذه لا يمكن أن تدوم ، وأن دفاع مشروعات البلاد القديمة عن =

منافسة المشروعات الجديدة بالتخلص من الآلة القديمة على الفور^(١).
 فيما تقدم ضربنا مثلاً بواحد من موجودات المشروع وما قررناه بشأنه ينصرف إلى
 كثير غيره من الأصول ، فإذا توقع المسئولون عن إدارة المشروع شيئاً من قبيل ما تعرضنا
 له ، فإنهم يرفعون من نسب الاستهلاك ويزيدون من تكوين الاحتياطات ، وكل هذا
 يبقى ضمن أموال المشروع فائضاً يمكن توجيهه في بعض نواحي الاستثمار ، ومثل هذا الفائض
 يجب أن يضاف إلى مجموع المدخرات الجديدة التي تمت خلال المدة التجارية عن طريق
 فائض الأرباح مثلاً — وهكذا نجد في نهاية كل مدة في المشروع الذي يجري على هذه
 السياسية ، مدخرات صريحة وأخرى مستترة تحت قيود الاستهلاك وقيود الاحتياطات
 الخاصة ، وهذان النوعان من المدخرات الكاملة في المشروع نفسه تتطلب إعادة النظر في
 طريقة التمييز كلما جد منها شيء .

وهكذا يتضح لنا أن حجم صافي المدخرات الأهلية السنوية التي تظهر بأرقام صريحة
 على أنها معدة للاستثمار هي في الواقع أقل من رأس المال الجديد المتاح للاستثمار فعلاً في
 المشروعات المختلفة ، نظراً لوجود ذلك الفائض المستتر الذي أشرنا إليه ، ويترتب على ذلك
 ظهور الحاجة إلى خلق مشروعات جديدة أو التوسع في بعض المشروعات القديمة أو الجمع
 بين الوسيلتين حتى يتحقق من ذلك غرضان : الأول تعويض ذلك القدر الذي استهلك من
 المشروعات القديمة ، والثاني امتصاص صافي الادخار الأهلي — وهذا ما يحدث في سوق

— كيانه بهذه الوسائل البعيدة عن الإنصاف للجنس البشري بصفة عامة ، قد ولد حتماً روح العداء في البلاد
 الناهضة الشاعرة بكفائتها وتفوقها في الإنتاج ، كما رأى أن تخلي المشروعات القديمة عن مراكزها الموروثة
 المتنازة في الأسواق العالمية بعيدة الاحتمال ، وخرج من جميع ما تقدم بقوله بأن حالة كهذه ستفضي إلى
 النزاع المسلح ، وقد كان .

(١) في سنتي ١٩٣٦ ، ١٩٣٧ حصلت شركة مصر للغزل والنسيج بالحلّة الكبرى على آلات
 كانت مستهلكة في المصانع الإنجليزية ، ولقد ظل بعض هذه الآلات يعمل في الشركة المصرية ما يقرب من
 عشر سنوات ، ومعنى ذلك هو أن المصانع الإنجليزية استهلكتها قبل نهاية المدة التي كانت تصلح فيها للخدمة
 للأسباب التي وضحناها أعلاه ، ونلاحظ أن الشركة المصرية بدورها استهلكت جانباً كبيراً من آلاتها في
 الميراثية الأخيرة (١٩٤٧) لأسباب ترجع إلى الإرهاق خلال مدة الحرب ، كما ترجع إلى التحسينات الفنية
 التي بدأت تؤثر في محيط صناعة الغزل والنسيج في القطر المصري على صورة لم تسكن معروفة في سوق
 الإنتاج المحلي منذ عشر سنوات عند بدء تكوين الشركة .

المال ، إذ تهرع الأموال الراغبة في التثمين إلى سوق رأس المال بكميات تزيد مع الوقت على ما يظهر في بادئ الأمر ، فتزداد جملة طلب السلع الرأس مالية الجديدة على مجموع المدخرات المتاحة للاستثمار .

تطور إنشاء المشروعات

سبق لنا القول بأن تمويل المشروعات الاقتصادية يتم بطرق شتى ، فإذا أردنا أن نتبع التطور الذي يمر به تمويل المشروع منذ إنشائه ، فسنجد المثال الواضح المبسط في مشروعات إنشاء منازل السكنى ، نظرا إلى أن النظام المصرفي والشركات التي تقوم بوظيفة بناء المساكن وغيرها كذلك من أدوات الادخار ، على استعداد دائم لتقديم الأموال اللازمة لعملية البناء والبيع بغض النظر عن طول المدة التي قد يتطلبها تحقيق كل من الأمرين .

أما تطور المشروعات بصفة عامة ، فهو يروى لنا أدوار التقدم الاقتصادي الذي تمر به أمة أخذت بأسبابه ، ويبدأ التقدم عادة عن طريق التوسع في المشروعات القائمة ، ذلك أن المشروع القائم يملك من الاحتياطات ما يستطيع استخدامه في الأعمال الجديدة فضلا عن استطاعته الاستعانة بالمدخرات المستترة التي كونها خلال حياته عن طريق الغلو في استهلاك الأصول ، وهي أموال تلفت نظر المسؤولين في كثير من الأحيان إلى ضرورة التفكير الجدى في تمييزها ، يضاف إلى ذلك أن المشروع القائم أقدر من غيره على جمع رؤوس أموال جديدة في كل وقت تتوافر فيه الحاجة إلى جمع اكتسابات جديدة ، وقد يدفعه إلى هذا التصرف وجود اتصالات قائمة فعلا ببعض جهات الأعمال ورغبته في تقوية هذه الاتصالات وتنميتها بقصد زيادة النشاط ، وبفضل خبرته السابقة يستطيع المشروع القائم أن يستفيد من الفرص التي كثيرا ما تتاح في سوق المال — وكل هذه الأسباب مجتمعة تفسر لنا كيف أن التوسع الاقتصادي يتم في حى المشروعات القائمة ، سواء في ذلك أكان التوسع الاقتصادي قائما على تنمية المشروعات القديمة ، أو على إنشاء المشروعات الجديدة . ويترتب على ما تقدم أن المشروعات القائمة بالفعل تكاد تستأثر وحدها بطرق التمويل التي أسلفنا ذكرها ، فنفيد منها في نموها وفي توسيع مجال أعمالها — ويتعين علينا الآن أن نبحث عن الطرق التي

بواسطتها يمكن تمويل الصناعات الجديدة التي لا صلة بينها وبين ما هو قائم فعلا من الصناعات : فالمشروع الجديد الذي لا يستطيع أن يطلب المعونة من مشروع قائم ، لا بد له أن يعتمد كلية في بدء حياته على من هم مستعدون لتحمل المخاطرة ، فإذا ما حصل المشروع على قدر معلوم^(١) من المال من هؤلاء ، فإنه قد يستطيع بعد ذلك أن يقترض جانباً آخر من المال ممن يتعاملون معه ، أو من المصارف ، وهكذا نرى أن المشروع الجديد يعتمد في أول الأمر على الأموال الشخصية ، ثم يأتي بعد ذلك دور تتوقف فيه قدرة النظام الاقتصادي على التوسع في هذه الناحية على مقدار عرض الأموال الراغبة في تحمل المخاطرة ، ومن الجائز أن يكون التقدم بهذه الطريقة أقل أهمية من ناحية عدد المشروعات وحجمها ، إذا قيس بنظيره الذي يتم عن طريق المشروعات القائمة فعلا عند ما تركز نشاطها في أعمالها الخاصة ، أو عند ما توسع مجال نشاطها حتى يشمل بعض العمليات المكاملة أو المتصلة اتصالاً وثيقاً بأعمالها الأصلية — ويلاحظ أنه في هذه الحالة الأخيرة ستبقى فرص متاحة لتشجيع رءوس الأموال الجديدة بين حدود الصناعات القائمة فيما يسمى بـ « الأرض المباحة » أو « المنطقة الحرام » No—man's—land^(٢) ، فبين هذه الحدود ستوجد دائماً فرص لتشجيع الأموال تنصرف عنها الصناعات النامية — وكثير من المشروعات الجديدة التي تبدأ صغيرة

(١) هو الحد الأدنى اللازم لقيام المشروع في أول المراحل بحيث إذا تعذر على أصحاب الفكرة في المشروع جمعه ، لاستحال عليهم اتخاذ الخطوات الأولى في سبيل تنفيذه ، ويختلف هذا القدر بطبيعة الحال من صناعة لأخرى ومن مشروع لآخر .

(٢) هي أرض مباحة لأن أحداً من الملاك لا يدخلها في حدود أرضه الخاصة ، ولعل هذه الترجمة أدق . أما العبارة المشهورة « بالمنطقة الحرام » فترجع إلى فكرة حرية بحته يراد بها تلك الشقة الفاصلة بين جديتين يواجه أحدهما الآخر ، بحيث إذا تقدم أحدهما عن خطوطه تعرض لخطر محقق — والمقصود هنا بهذا التشبيه هو الإشارة إلى صناعات صغيرة يسقطها كل منتج من حساباته فهي بذلك فرصاً عديدة لصاحب كل مشروع أصيل أن يدخلها كلها أو بعضها في نطاق نتاجه ، كما يتيح للأموال الجديدة التي تتلصق وسائل الاستثمار أن تجد فيها فرصة مواتية للاستغلال ، والأمثلة على تلك الفرص الواقعة بين حدود الصناعات كثيرة ، نضرب منها واحداً من صناعة المياه المعدنية مثلاً ، فصاحب المشروع الأصلي يركز اهتمامه في إنتاج ألوان شتى من المياه التي يهديه البحث إلى وجود طلب كاف عليها ، وقد يعتمد في تعبئة ما ينتجه على مصنع آخر تخصص في إنتاج الفوارغ ، فيمد المشروع الأول بحاجته طبقاً لتوصياته ، وتبقى فيما بين المشروعين فرص كثيرة للإنتاج قد يفكر أحد الطرفين في ضمها إلى نشاطه كما قد يقرر كل منهما إسقاطها من حساباته ، كإنتاج السدادات مثلاً ، وهكذا تجد الأموال الجديدة فرصة في إنتاج مثل هذه السلعة القليلة القيمة إذا قيست بكل من السلعتين الرئيسيتين .

ترجع نشأتها إلى انتهاز مثل هذه الفرص . ولهذه المشروعات أهمية كبرى في ظل النظام الاقتصادي الحر .

وإذا ما تخطى المشروع الجديد مرحلة الاعتماد على الأموال الشخصية للمؤسسين الذين قبلوا تحمل عبء المخاطرة ، أمكنه بعد ذلك أن يسير في سبيل التقدم باتخاذ واحدة من طرق التمويل ، مثل الالتجاء إلى النظام المصرفي ، ومثل تغيير الشكل القانوني ، بأن يدخل مثلاً في عداد الشركات العامة بعد أن بدأ في شكل مشروع فردي أو مشروع جماعة قليلة من الأشخاص — والكلمة الأخيرة في اتخاذ خطوة نحو التوسع متروكة لأولئك الذين قدموا المال في المرحلة الأولى ، لأنهم حين قاموا بإنشاء مشروعهم في نطاق ضيق ، وخاطروا بأموالهم ، أرادوا التمتع بحرية كبيرة في العمل . ومن الواضح أن الإقدام على التوسع بالالتجاء إلى المصارف أو بتحويل المشروع إلى شركة عامة ، سيحد من هذه الحرية التي كان أصحاب المشروع يتمتعون بها من قبل — وعند اتخاذ الخطوة الأخيرة وهي التحول إلى واحدة من الشركات العامة ، يلجأ المشروع إلى الجمهور ، ومن المعلوم أن الناس يستثمرون أموالهم في المشروعات بدافع من اثنين : الأول اعتقادهم بأن المشروع يتمتع بدرجة كافية من الضمان ، وأن ربحه يتناسب مع درجة^(١) الضمان التي يقدمونها له ، والثاني اعتقادهم بأن مستقبل المشروع يبشر بتحقيق أرباح طائلة — أما الضمان فيتخذ واحداً من أشكال شتى ، كأن يكون القائمون على المشروع من الأغنياء ، وأن تكون أموالهم الشخصية ضامنة^(٢) لمشروعهم ، وقد يكون الضمان راجعاً إلى ملكية المشروع لأصول ثابتة^(٣) كالأراضي والمباني والمعدات الرأسمالية التي تضمن في الحل الأول أموال الغير في حالة فشل المشروع ،

(١) بين درجة الضمان ومقدار الربح علاقة مشتركة وعكسية ، فكلما قوى الضمان قل الربح المنتظر ، والعكس صحيح .

(٢) كأن يتخذ المشروع شكل شركة توصية بالأسهم في النظام المصري ، حيث يوجد فريق من الشركاء (وهم عادة أصحاب المشروع الأصلي) تكون مسئوليتهم عن التزامات المشروع شاملة لرؤوس أموالهم المستثمرة في المشروع وشاملة كذلك لثرواتهم الخاصة .

(٣) هنالك حالات لا تخلو من المخاطرة رغم توافر الأصول الثابتة ، كأن تكون المباني والمعدات الرأسمالية ذات صبغة خاصة « Specific » أي لا سبيل إلى الاستفادة منها فائدة كاملة إلا إذا استعملت في الغرض الذي من أجله صنعت ، وهكذا يكون ثمن بيعها في حالة التصفية أو الإفلاس دون القيمة الشرائية بكثير ، بل دون القيمة الدفترية بعد استبعاد أقساط الاستهلاك .

ومن أحسن الضمانات التي يستطيع أى مشروع أن يقدمها ماضيه وقدرته السابقة على تحقيق أرباح مناسبة ومتكررة في فترة من الزمن ، على شرط أن تكون أعماله جدية والأرباح التي حققها فائضاً صحيحاً في موجوداته على كافة خصومه .

على أن المشروع الذي لا يتييسر له تقديم واحد من الضمانات سالفه الذكر يستطيع أحياناً أن يحصل على حاجته من المال بطريقة أخرى ، كأن يعرض برنامج أعماله ، وبخاصة إذا كان البرنامج يشعر المستثمر بأن الغرض من المشروع معقول ، وبأن الأسباب التي تهيأت له تبشر بتمكينه من تحقيق ذلك الغرض ، وأنه بعد ذلك ستتهيأ له فرصة الكسب الوافر ولو بعد زمن طويل — وفي بعض الحالات الخاصة يستطيع المستثمر أن يتأكد من ضمان رأس ماله ومن الحصول على ربح مناسب دون الاستناد إلى أى نوع من الضمان ، كما في حالة المشروعات القائمة على استقلال حقوق الامتياز ، وفي مثل هذه الحالات يحتاج المشروع في أول عهده بالعمل إلى مستثمرين ذوي غريزة يبذلون استعدادهم لتقديم رأس المال الجديد على الرغم من توافر ظاهرة عدم التأكد ، وبعد ذلك يستطيع المشروع أن يلجأ إلى الجمهور ليمده بما يحتاج إليه من أموال إضافية .

وفي الحالة التي لا يستطيع فيها المشروع أن يقدم شيئاً بخلاف برنامجه ، تكون للبيانات التفصيلية الداخلية التي يعلمها مديرو المشروع كل الأهمية .

ومن أجل ما تقدم من الأسباب ، نرى أن التقدم الاقتصادي غالباً ما يأخذ شكل التوسع للمشروعات القائمة التي تملك المال والخبرة ، فإذا ظهر مشروع جديد ، فإن معظم المال يقدمه المستغلون بالمشروعات القديمة أو أولئك الذين تربطهم بها صلة عمل .

المشروعات وسوق الأوراق المالية

ذهب البعض إلى القول بأن الصناعات الناشئة تستطيع أن تلجأ إلى سوق الأوراق المالية^(١) (بورصة الأوراق المالية) لتجد فيها حاجتها من المال ، ولكن هذا الرأي غير

(١) الأوراق المالية هي الأسهم والسندات — والأسهم أجزاء من رأس مال شركة والسندات أجزاء من قروض ، ومن الأخطاء الشائعة استخدام هذه العبارة « الأوراق المالية » للدلالة على النقود الورقية سواء منها ما تصدره الدولة وما تصدره بنوك الإصدار ، وكل ذلك في اللغة الاصطلاحية في دراسة التجارة .

صحيح ، ذلك أن البورصة لا تعدو أن تكون سوقا تباع فيها القراطيس^(١) وتشتري ، وهي من أجل ذلك تمكن للمشروعات القائمة فعلا من بيع أوراقها التي تمثل أموالا موجودة ومستقلة في المشروع القائم^(٢) ، وعلى ذلك يمكن القول بأن البورصة لا تساهم في خلق رأس مال للمشروعات الجديدة .

وللبورصة أهمية كبرى في تحديد ثمن الأوراق المالية للمشروعات القائمة ، ومن المعلوم أن العوامل التي تدخل في تحديد الأثمان كثيرة ، غير أن أظهرها هو معدل الربح الذي ينتظر المشروع أن يحققه في المستقبل القريب مع الموازنة بين هذا المعدل ونظيره في المشروعات المشتغلة بنفس العمل وفي نفس الفترة من الزمن ، وتقدير الربح المنتظر مستقبلا يخضع إلى حد كبير إلى الاجتهاد وكلما يكون دقيقا إلى الحد الذي يمكن الاطمئنان إليه — والسبب في ذلك يرجع إلى أن المعلومات التي يمكن الحصول عليها عن ظروف إنتاج سلعة ما وظروف استهلاكها غير كافية ، ولبيان صعوبة الحصول على المعلومات الكافية نذكر فيما يلي أهم البيانات التي يجب أن تتوافر لمن أراد أن يتنبأ بالاتجاهات المحتملة وبالتالي الأرباح المنتظرة ، ومن هذه البيانات ما هو خاص بإنتاج السلعة ومنها ما هو خاص باستهلاكها ، وهذه هي : —

أولا : من ناحية الإنتاج :

أ — مقدار المخزون من السلعة في العالم .

ب — سرعة إنتاج المشروعات التي تقوم بصنع السلعة في الوقت الحاضر .

ج — الاحتمالات المنتظرة في المستقبل القريب وفي المستقبل البعيد والتي تؤثر في ظروف الإنتاج وفي سرعته وكميته .

ثانيا : من ناحية الاستهلاك :

أ — حجم الطلبات التي تلقتها المشروعات المنتجة للسلعة والتي لم تنفذ بعد .

(١) القراطيس هي الأوراق المالية .

(٢) البورصة سوق منظمة ومن الأنظمة المعمول بها عدم قبول أسهم المشروع إلا بعد انقضاء فترة معينة من الزمن تنشر خلالها الأوراق المثبتة لحالة الشركة ، فالأسهم التي تعرض في البورصة إذاً هي أجزاء من رأسمال مشروع قائم ومعروف للجمهور نشاطه وما أسفر عنه من نتائج عن طريق النشر المتكرر كما أسلفنا .

ب — معدل استهلاك السلعة في المستقبل القريب وفي المستقبل البعيد
هذه هي أهم البيانات التي يجب أن تتجمع لمن أراد أن يستقصى مثل هذا البحث وأن يصل إلى تحديد الربح بشيء من الدقة ، فهل الحصول على مثل هذه البيانات وغيرها من العناصر المكملة للتقصي ميسور بوجه عام ولكل سلعة ؟ إن الجواب على هذا السؤال يختلف في بلد عنه في بلد آخر . ومن المعلوم أن مثل هذه الإحصاءات لم تجد من العناية شيئاً يذكر في مصر إلى الآن ، أما في غير مصر كما في إنجلترا وأمريكا مثلاً بأن الاتحادات الصناعية والتجارية قد أبدت في السنوات الأخيرة نشاطاً ملحوظاً في هذه الناحية وجمعت إحصاءات كثيرة متصلة بكل ما تقدم وأذاعتها في نشرات دورية ، ولكن هذه الجهود كلها لا تزال مقصورة عن الدرجة التي نراها كافية للتنبؤ الدقيق^(١) .

والكلام عن التنبؤ بمستقبل المشروع في ضوء ما ينتظر للسلعة من رواج ، وبالتالي ما ينتظر لأسهم المشروع من إقبال المستثمرين أو انصرافهم ينتقل بنا إلى موضوع المضاربة في البورصة ووجود طائفة من المتخصصين فيها يعرفون بالمضاربين المحترفين ، وهؤلاء مفروض فيهم أنهم على شيء من المقدرة فيما يختص بما نحن بصدده بحيث يستطيعون التكهّن باتجاه معدل الأرباح نحو الزيادة أو نحو الانخفاض في كل مشروع على حدته بصرف النظر عن الاتجاه العام — ومن المشهور عن المضاربين المحترفين أنهم يشترون أسهم المشروع إذا ظنوا أن أرباحه في المستقبل القريب ستكون أوفر منها في المدة التجارية الأخيرة كما يبيعون أسهم المشروع إذا ظنوا أن أرباحه في المستقبل القريب ستكون أقل مما كانت عليه في مدته التجارية الأخيرة ، لأنهم يقدرّون أن السعر سيميل إلى الارتفاع في الحالة الأولى ، وسيميل إلى

(١) الواقع أن محاولة الاتجاه إلى الطريقة العملية Scientific method في دراسة سوق السلعة لتعرف ما ينتظر لها من رواج أو كساد وما يعود منها من ربح قليل أو كثير تعتبر اتجاهًا جديدًا عرف بين الحريين الأخيرتين واتخذ سبيله نحو الكفاية شيئًا فشيئًا ومن أدواته دراسة عدد من العلوم المعروفة من قبل دراسة تطبيقية تعني بالناحية العملية عناية خاصة بمجرد المرور السريع على أهم النظريات التي لا غنى عنها لفهم الموضوع ولكن بدون تعمق في النظريات ذاتها ، ومن العلوم التي نقصدها بهذه الإشارة الإحصاء وعلم النفس ، حتى إنه ظهرت في السنوات الأخيرة بحوث تطبيقية قيمة ، بل وظهرت فروع جديدة من مواد الدراسة الأصلية وسميت بأسماء تشعر بالطابع الخاص وهو الطابع التطبيقي ، مثال ذلك Business Psychology ، Business Statisthes . ومن الدراسات الحديثة الجامعة لأدوات البحث التي تقدم ذكرها دراسة السوق . Market Research

الانخفاض في الحالة الثانية ، وهم لا يقصدون الصفقات بقصد تجميع الأموال ولكن بقصد المضاربة فقط أى محاولة تحقيق ربح ناتج عن فروق الأسعار ، ولا تعتبر عملياتهم جدية بمعنى أن المشتري منهم لا يقصد تسلّم ما يشتري واستثمار رأس ماله في المشروع الذي اشتري أسهمه بل بقصد بيع هذه الأسهم في موعد التسليم إن لم يفعل قبل ذلك ، كما أن البائع لا يملك الأوراق التي باعها . وإنما يعتزم شراءها من السوق في موعد التسليم أو قبل ذلك ، فالمضارب إذا يتخلص من كل صفقة يعقدها في تاريخ معين بعقد صفقة مقابلة لها في تاريخ لاحق ، فمن بدأ بالشراء ينتهى بالبيع ومن ابتدأ بالبيع ينتهى بالشراء ، وتسمى العملية الثانية في كل من الحالتين بعملية التصفية أى الصفقة التي يسوى بها المضارب مركزه فيخرج منه بفروق له أو عليه هي كل ما يستهدفه في عمليات المضاربة .

ولقد اختلفت الآراء في قيمة الوظيفة التي يؤديها المضاربون المحترفون في البورصة ، وذهب البعض إلى القول بأن المضاربة المبنية على معلومات سوقية صحيحة تعمل على ثبات الأسعار أى بقائها قريبة من الاستقرار أو متقلبة في حدود ضيقة ، والمفروض في مثل هذا القول هو أن المضاربين الذين يعتقدون بأن السعر السائد في وقت ما هو سعر مرتفع يبادرون إلى البيع وأن المضاربين الذين يعتقدون بأن السعر السائد في وقت معين هو سعر منخفض يبادرون إلى الشراء ، والواقع أن هذا الفرض يستوقف النظر ويدعو إلى البحث في نصيبه من الصحة . ولكي يتسنى لنا تحديد الموقف الذي يختاره المضارب لنفسه في الحالات المختلفة للسوق نناقش المثال الآتي : لنفرض أن مضارباً با جمع المعلومات الوافية عن أسهم مشروع معين ووجد في تقديره الخاص أن ثمن أسهم المشروع أعلى مما يجب لأن الأرباح المحتملة للمشروع ستتنخفض عما كانت عليه في المدة التجارية السابقة وستكون أقل من نظائرها في المشروعات المماثلة ، ثم لنفرض أن هذا المضارب علم بوجود جماعة لا يهمها إلا تحقيق الربح بشتى الوسائل وأنها تسيطر على السوق وأنها اشترت ولا تزال تشتري أسهم هذا المشروع بكميات كبيرة عامدة إلى رفع السعر ، وبالفعل ارتفع السعر ولا يزال .

ولنناقش الآن تصرف هذا المضارب الذي يسعى قطعاً في سبيل تحقيق مصلحة ذاتية ولننظر في تصرفه أ يكون البقاء على الرأي الأول من أن السعر الذي كان سائداً في فترة

البحث كان مرتفعاً إلى حد لا تبرره الأرباح المنتظرة وهو من أجل ذلك يدخل السوق بائعاً حتى يقف ما لاحظته من ارتفاع سعر الأسهم بدون مبرر ، أم أنه وقد رأى السعر يرتفع يوماً بعد يوم ، يساير الاتجاه الغالب في البورصة وهو الاتجاه الصعودي فيدخل مشترياً ، وإن كان هذا التصرف لا يتفق مع رأيه المبني على البحث الذي أجراه ؛ لا نزاع في أن المضارب في مثل هذه الظروف يدخل السوق مشترياً لا بائعاً ، ولا نزاع في أنه بعمله هذا يساعد الحركة الصعودية في السعر حتى وإن كانت صناعية — وبعد أن تصل المناورة التي دبرتها الجماعة المهيمنة على هذه الأسهم غايتها فتصل الأسعار إلى أقصى حد من الارتفاع تميل الأسعار إلى الهبوط . والمضارب المحترف لا يخطئ كثيراً في معرفة اللحظة التي يبدأ فيها السعر نحو النزول فيبادر إلى تصفية مركزه ، وبذلك يعمل على سرعة الانحدار كما عمل من قبل على علو موجة الارتفاع ، وكان في تصرفه في كل من الحالين حريصاً على منفعة الشخصية وإن ترتب على تحقيقها زيادة في حدة التقلبات واتساع مداها .

من أجل ذلك نرى أنه ليس صحيحاً ما ينسب إلى المضاربين المحترفين من العمل على ثبات الأسعار حتى وإن كانت لديهم المعلومات الصحيحة عن حالة السوق .

أما غير المحترفين من المضاربين ، ونقصد بهم هواة المضاربة والجهلاء من المضاربين ، فإن دخولهم في السوق يكون عادة في أعقاب ظاهرة سياسية أو اقتصادية ، ويكون دخولهم مقترباً بالتلف والاندفاع ، وبتصرفهم هذا يهيئون أحسن الفرص للمضاربين المحترفين حتى يحققوا أرباحاً كبيرة عن طريق ما يخلقونه من تقلبات^(١) في الأسعار واسعة المدى .

ووجود السوق المنظمة يساعد أصحاب الأوراق المالية على بيعها (أى تحويلها إلى مال حاضر) في أى وقت يحتاجون فيه إلى مثل هذا التصرف ، وهكذا يتضح أنه بفضل وجود سوق الأوراق المالية تنهياً الفرص المستمرة لبيع الأوراق عند الحاجة ، فاعتبرت الأوراق

(١) سبق لنا القول بأن البورصة سوق منظمة ، ومن أدق النظم المعمول بها في بورصة لندن مثلاً أن الجور عند ما يريد عقد صفقة يسأل أولاً عن السعر الذي يبيع به والسعر الذي يشتري به ويجب قبل أن يحدد نوع العملية التي يريد عقدها (عملية بيع أو عملية شراء) — أما في الولايات المتحدة فقد صدر من التشريعات الخاصة بتنظيم عمليات البورصة ما يكفل الحد من فرص التلاعب عن طريق المضاربة .

المالية إذاً شكلاً من أشكال رأس المال الحاضر أو المتداول على حسب السرعة^(١) النسبية لتحويلها إلى نقد حاضر بدون فرق كبير في الأسعار .

وما دام تحويل الأوراق المالية إلى مال حاضر أصبح ميسوراً نظراً لوجود البورصات^(٢) فإن مد الصناعات الجديدة بالمال يجد من الإقبال ما لم تكن إليه سبيل لو كانت الأوراق المالية تتجمد في مشروعاتها بحيث لا يمكن تحويلها إلى مال حاضر عند الضرورة ، فالمستثمرون إذن بفضل وجود البورصة لا يهابون شراء أكبر عدد من الأوراق المالية لأنهم يعلمون أن تحويلها كلها أو بعضها إلى مال حاضر عن طريق البيع ميسور في كل وقت على تفاوت في هذا اليسر ، ولولا ذلك لاضطروا إلى الاحتفاظ بنسبة كبيرة من أموالهم في صورة نقد حاضر لمقابلة الطوارئ ، ولو فعلوا لحزمت المشروعات من هذا القدر المرصود لمواجهة الطوارئ .

ويجنى المستثمرون من وجود بورصة الأوراق فوائد أخرى منها أن تقليل المال الحاضر المحتجز لمواجهة الاحتمالات غير المنظورة يعود عليهم بغلة كبيرة نسبياً نظراً إلى أن كوبونات الأوراق المالية تزيد عادة على ما تستطيع المصارف دفعه من الفوائد على حسابات الإيداع وعلى الحسابات الجارية الدائنة ، ومنها أن وجود البورصة يمكن للمستثمرين من اختيار عدد من الأوراق المالية يوظفون فيه أموالهم ، وبهذا يوزع على كل واحد منهم المخاطرة على

(١) من الأوراق ما تكون تقلباته في حدود ضيقة جداً كسندات الحكومة وهذه تباع في أى وقت دون تحمل خسارة تذكر ومن أجل ذلك تسمى بأوراق الدرجة الأولى ، وسندات الشركات ونحوها كسندات الهيئات تلى الأوراق الحكومية في الثبات النسبي أما الأسهم فهي عادة عرضة للتقلب .

(٢) كانت نشأة البورصة من الناحية التاريخية لاحقة لوفرة الأوراق المالية في السوق وهو وضع طبيعي ، فقد وجدت أسواق ارتجالية كان بعضها في المقاهى ثم لمس المتعاملون في الأوراق المالية حاجتهم إلى مكان مخصص ونظام يخضعون له لمنع التلاعب ولحفظ الأسرار بالقدر الذى تقتضيه التجارة ، فعملت جماعة السباسة في كل بلد على تنظيم حركتها ، ثم انتهت الحكومة آخر الأمر إلى أهمية نشاط هذه الجماعة فتدخلت بقصد التنظيم واستصدرت من التشريعات ما يكفل لها الهيمنة والتوجيه ، وفي مصر مثلاً وفدت الأموال الأجنبية بكثرة في الثلث الأخير من القرن الماضى على صورة قروض للحكومة المصرية وعلى صورة أسهم في مشروعات أنشئت لاستغلال بعض المرافق الاقتصادية في مصر ، وترتب على توافر الأوراق المالية وجود حركة مستمرة في نقل ملكية الأوراق ، واختار المتعاملون قهوة نيوباز بميدان الاوبرا مقراً لهم ثم نظموا أنفسهم بنشأة البورصة في سنة ١٩٠١ وجاءت بعد ذلك تطورات هامة موضع دراستها في غير هذا المكان .

شكل ينزل بمقدارها إلى أدنى حد مستطاع ، وهذا الاعتبار الأخير من أهم ما يعنى به الاستثمار في وقتنا الحاضر في ضوء التجارب والتقدم الشامل ، لأنه لاخير في طريقة للاستثمار تغري بالحصول على ربح مرتفع نسبيا مع تعريض رأس المال نفسه (وهو مصدر هذا الربح وعلته) لمقدار من الخطر يزيد عما تقتضيه عملية التثمين التي تسترشد بما تواجهه في السوق المالية المنظمة من فرص مضمونة لمنع المخاطرة أو تقليلها إلى الحد الأدنى .

مما تقدم يتضح أن وظيفة البورصة في سوق الاستثمار هي التشجيع على الا ككتاب ، أى أن مجرد اطمئنان المستثمر إلى إمكان بيع الأوراق المالية في المستقبل القريب أو البعيد عن طريق البورصة يحمله على تقديم أكبر قدر ممكن من المال الحاضر للمشروع الجديد عن طريق واحدة من أدوات الادخار والاستثمار التي أسلفنا الكلام عليها دون توسيط البورصة ذاتها في هذا الا ككتاب ، أى أن المكتتب يدخل في حسابه وجود البورصة عند الإقدام على الا ككتاب الجديد دون أن يستخدمها كأداة مباشرة لإتمام هذا الا ككتاب ، فالمشروعات الجديدة إذن لا تعتمد في بدء حياتها على بورصة الأوراق المالية بوصفها مصدراً يمدّها بالمدخرات ، وإن كان وجود البورصة في حد ذاته عاملاً مشجعاً على اقتناء أسهم المشروعات الجديدة ، أى تدفق المدخرات من مصادرها المعروفة لنا إلى أيدي أصحاب المشروعات الجديدة .

الأوراق المالية وتداولها

عرفنا الآن أن الوظيفة الكبرى لبورصة الأوراق في سوق المال هي تمكين جمهور المستثمرين من التخلص من ملكية أحد المشروعات أو تمكينهم من امتلاكها ، وذلك جريا وراء أغراض بعضها خاص وبعضها عام . ومن المعلوم أن للتفضيل الشخصي أثراً كبيراً في تصرفات الأشخاص — ويمكن القول من الناحية النظرية على الأقل بأن البورصة تستطيع أن تستمر في عملها حتى في الحالة التي لا تضاف بها أسهم جديدة إلى الأسهم الموجودة بها فعلاً ، لأنها تستطيع أن تقتصر في نشاطها على تداول أسهم المشروعات القديمة ، وهذا يدل بوضوح — مرة أخرى — على أن جميع المدخرات الجديدة ستذهب

إلى المشروعات عن طريق هيئات أخرى بخلاف بورصة الأوراق ، على أننا نلاحظ من الناحية العملية أن الأوراق المالية القابلة للتداول تخلق^(١) طلباً مستمراً على اقتنائها ، ويضاف الجديد منها إلى أوراق البورصة على فترات غير منتظمة وبمقادير لا تخضع لنظام أو سلطان^(٢) .

ننتقل بعد ذلك إلى مناقشة الاعتبارات التي تجعل الأوراق المالية قابلة للتداول في البورصة وتوازن بين أوراق البورصة وبين غيرها من القيم المنقولة التي يصعب أو يمتنع تداولها ، وتتناول هذه المناقشة كلا من القيم المالية ذات الآجال الطويلة وذات الآجال القصيرة . فاعتمادات البنوك فعلا ليست قابلة للتداول أى أن صاحب المشروع الذي يستطيع أن يحصل على اعتماد من أحد المصارف لا يستطيع أن يتنازل عنه لصالح غيره لأسباب تدخل في تنظيم الائتمان ، ومن أهمها أن الاعتبار الشخصي له دخل كبير في منح الاعتماد حتى وإن كان مضموناً بأموال ثابتة ، وذلك بعكس الكمبيالة وهي أداة ائتمان قصيرة الأجل وقابل للتداول لأن أحكام القانون كفلت لحامل الكمبيالة من الضمانات^(٣) ما لم تكفل مثله لكثير غيرها من أدوات الائتمان ، والقرض الشخصي غير قابل للتداول^(٤) على عكس الورقة المالية المقبولة في البورصة فإنها قابلة للتداول بمجرد التقاء الطلب بالعرض .

(١) إذا كان المشروع الجديد مبشراً فإن الإقبال على اقتناء أسهمه يفوق ما يعرضه المؤسسون وبالتالي ينشأ طلب شديد على الأسهم يرفع من سعرها ويفرى بتداولها خارج البورصة بصرف النظر عما إذا كانت القوانين المعمول بها تبيح هذا التداول أو تمنعه ، ففي مصر مثلاً حدث أن تداولت الأيدي بعض الأوراق قبل دفع كامل قيمتها وهذا ما لا تسمح به الشركات ولا تقره البورصة ولمثل هذا التصرف أحكام خاصة في القانون أهمها أن كلا من المكتب الأول والمكتب الأخير يعتبران مسئولين بالتضامن عن باقي قيمة السهم أمام دائي المشروع في حالة فشله ، وتنص القوانين المنظمة لأعمال البورصات على توافر عدد من الشروط قبل لإجازة تداول الأوراق في البورصة ومن أهم هذه الشروط نشر الأوراق المثبتة لحالة الشركة المالية في مدينتين تجاريتين على الأقل .

(٢) ليست هنالك قواعد مقررة ولا أحكام موضوعية تخضع لها المشروعات الجديدة في نشوئها ومن أجل ذلك يتفاوت ذلك القدر الذي ينشأ في فترة معينة عن نظيره في فترة أخرى من ناحيتي عدد المشروعات وحجم المال المستثمر فيها ، وبالتالي تتفاوت مقادير الأوراق التي تضاف إلى البورصة حيناً بعد آخر .

(٣) من أهمها أن التظهير يظهر الكمبيالة من الدفوع التي يحتج بها على صاحب الكمبيالة وموضع الدراسة لهذا الموضوع هو شرح القانون .

(٤) إذا اتخذ القرض الشخصي صورة سند تحت الإذن فإنه يكون قابلاً للتداول في حدود ضيقة وبشروط خاصة ، لكن هذا الاستثناء من القاعدة العامة ضعيف إلى حد يسمح بالتجاوز عنه .

ونلاحظ هنا أن كلا من حالتى الاعتماد المصرفى والقرض الشخصى تتميز بعامل رئيسى جعل المقرض يمنح الائتمان ، وهذا العامل هو علم المقرض بمعلومات خاصة ومراقبة عن مركز المقرض ، فمدير البنك مثلاً يجد تحت يده الحسابات والمستندات الخاصة بالعميل الذى يطلب فتح الاعتماد وفى ضوءها يقرر منح الائتمان أو رفض الطلب ، وكذلك المقرض الذى يمنح ديناً شخصياً أو سلفه ، لا يفعل ذلك إلا بعد أن يجمع عن طالب القرض قدراً كافياً من معلومات قد تكون سرية ، وهذا العامل لا وجود له فى كل من حالتى الكمبيالة والورقة المالية المدرجة فى جدول الأوراق بالبورصة ، فليست هنالك معلومات خاصة ولا سرية تتحكم فى تداول كل من الكمبيالة والورقة المالية ، والمشاهد فى السوق المالية المنظمة — كسوق لندن مثلاً — أن حامل الكمبيالة يقبلها وهو مطمئن لأنه يرى ضمن الأسماء الظاهرة عليها اسماً واحداً على الأقل لهيئة محترمة لها سمعتها فى حى المال ، وحامل الورقة المالية يعلم عن المشروع الذى تمثل الورقة جزءاً منه قدراً كافياً من البيانات المتصلة بمركزه المالى وبمقدار أرباحه فى مدة تجارية أو مدد تجارية سابقة ، وكل ذلك عن طريق النشر . وهذا العلم الذى يشيع الاطمئنان فى نفس حامل الكمبيالة وفى نفس حامل الورقة المالية يعتبر من قبيل المعلومات العامة أو المعلومات المذاعة فى سوق رأس المال ، فكل مشتغل بتداول الكمبيالات كحرفة أصلية مثل بيوت خصم وسماسرة القطع ، وكل مشتغل بتداول الكمبيالات كعامل مساعد لوظيفته الأصلية كالتجار مثلاً يعلمون عن الأسماء ذات السمعة الطيبة قدراً كافياً ، وكل مشتغل بتمير المال لحسابه أو لحساب غيره فى الأوراق المالية يتتبع البيانات التى تنشر تباعاً عن المراكز المالية للمشروعات المدرجة أوراقها فى البورصة ، وهكذا تتكافأ الفرص لدى البائع والمشتري فى يتم التداول فى يسر تام ، فقابلية الورقة للتداول إذن تتوقف إلى حد كبير على قدر معين من المعلومات المذاعة ، وهكذا ينتفى احتمال الغبن الذى يتعرض له أحد طرفى الصفقة فى حالة استنادها إلى معلومات سرية يعلمها البعض دون بعض آخر ، وظاهر بعد ذلك أن أى واحدة من القيم المنقولة ، حتى وإن كانت من الأوراق المالية المعروفة تفقد قابلية التداول فى الحالة التى يتمتع فيها عن الجمهور الحصول على القدر الكافى من المعلومات الصحيحة المذاعة ، لأن جمهور المستثمرين لا يجد من الوقت ما يسمح بالتنقيب عن المعلومات السرية ولا يجد دافعاً لمثل هذا التصرف ، ويضاف إلى ما تقدم أن مجرد شعور المستثمر

وجود بعض الحقائق المطوية عنه يصرفه عن التفكير في الإقبال على الورقة المالية وبالتالي عن المشروع ، وهكذا تفقد أوراقه قابلية التداول — وهناك عامل آخر لقابلية الورقة للتداول هو وجود قدر مناسب منها معروض في السوق .

يخلص مما تقدم أن تداول الأوراق المالية ، أى بيعها وشراؤها في يسر نسبي يستند إلى دعامتين : إحداهما توافر المعلومات الصحيحة المذاعة ، والثانية توافر عدد معقول من الورقة المعينة في سوق الأوراق المالية لتكون محل المعاملات .

أما المشروعات الجديدة فليست لها معلومات عامة مذاعة ولا تتوافر لها إلا بعد أن يتحقق لها ما تستطيع عرضه على الجمهور ، فإذا ما عرفت قدرتها على الكسب خلال عدد من المدد التجارية وعرف الجمهور شيئاً عن الشخصيات المتصلة بها استطاع المستثمرون تقدير القيم المناسبة لما تصدره من الأسهم .

فإذا كانت سوق الأوراق المالية في بلد ما منتظمة لدلّ قبول أسهم أحد المشروعات الجديدة فيها على أن جمهور المستثمرين قد أقبلوا في زمن سابق على مشروع ناجح وعلى أن هذا المشروع قد سار بخطى مناسبة في سبيل التقدم وأنه استطاع أن يثبت ذلك لأصحاب المدخرات والمشرفين على شؤون البورصة . كذلك يمكن القول بأن تداول أسهم أحد المشروعات في البورصة لا يدل على شيء إلا على إحلال مدخرات جديدة محل أخرى قديمة ، وهو قطعاً لا يدل على تقديم أموال جديدة للمشروعات الناشئة ، وكل ذلك على الرغم من أن بائعي الأسهم سيحصلون على نقود حاضرة يستطيعون توجيهها حسب ظروف كل منهم ، ومن هذه التوجيهات أن يشمروا هذه الأموال كلها أو بعضها مرة أخرى في تمويل مشروع جديد .

في البلدان التي لا يوجد فيها سوق الأوراق المالية المنتظمة ، لا يمكن أن يكون ذلك العامل الذي يفسر نجاح أو فشل المشروع . فلو كان الأمر كذلك ، لكانت البورصة هي التي تقرر مصير المشروع ، وهذا ليس هو الحال . فلو كان الأمر كذلك ، لكانت البورصة هي التي تقرر مصير المشروع ، وهذا ليس هو الحال .

في البلدان التي لا يوجد فيها سوق الأوراق المالية المنتظمة ، لا يمكن أن يكون ذلك العامل الذي يفسر نجاح أو فشل المشروع . فلو كان الأمر كذلك ، لكانت البورصة هي التي تقرر مصير المشروع ، وهذا ليس هو الحال . فلو كان الأمر كذلك ، لكانت البورصة هي التي تقرر مصير المشروع ، وهذا ليس هو الحال .

الفصل الثانى

سوق رأس المال

طلب رأس المال — عرض رأس المال — ثمن استعمال رأس المال — أنواع القراض المالية — طرق تمويل المشروعات — الهيئات التى تمويل المشاريع عند ظهورها .

طلب رأس المال

يدل طلب الصناع لرأس المال على إمكان تحسين المعدات الرأسمالية التى تستخدم فى نواحى الانتاج المختلفة ، وعلى إمكان تحسين طريقة الانتاج نفسها . وقد مر بنا القول بأن الأفراد غالباً ما يودعون مدخراتهم لدى البنوك ولدى أمناء الاستثمار ، وهؤلاء بدورهم يقرضونها للصناع أو يقدمونها على صور أخرى بخلاف صورة القرض — والسبب المباشر لطلب المدخرات إذن فى هذه الحالة يرجع إلى أنه فى تحسين الآلات وفى تحسين طريقة الانتاج زيادة فى الكفاية الانتاجية للصانع وبالتالي زيادة للثروة القومية بوجه عام ، وقد يكون المدخر من بين المنتجين الرأسماليين ، على أن هذه ليست هى القاعدة لأن المشاهد فى معظم الحالات أن فريقاً من الناس يقوم بعملية الادخار وأن فريقاً آخر يقوم بعملية تجميع هذه المدخرات . والإقراض^(١) يعود بالنفع على طرفى التعاقد ، ذلك أن المدين يقتضى من أناس قادرين على حرمان أنفسهم من استعمال أجزاء من دخولهم الخاصة فى إشباع الحاجات العاجلة ويتحملون فى سبيل ذلك تضحية أقل من التضحية التى يتحملها المقرض فيما لو قام هو بالادخار ، ولا بد أن يكون المدين فى هذه الحالة قادراً على أن يحقق باستخدام هذه المدخرات عائداً أكبر من العائد الذى يستطيع الدائن أن يحققه لنفسه فيما إذا استعمل مدخراته فى غرض بديل —

(١) تستخدم لفظة الإقراض ومشتقاتها فى عدد من المعانى ، وكل منها يفهم من سياق الحديث ؛ فالإقراض هنا مقصود به الإدخار أولاً وتقديم المال ثانياً بقصد التجميع ، وظاهر أن هذا المعنى يختلف عن المقصود بقرض الاستهلاك مثلاً ، كذلك لفظة الدين ومشتقاتها كقولنا المدين والدائن بدلاً من المقرض والمقرض والمقصود فى هذه الحالة أيضاً صاحب المدخرات المستثمرة وصاحب المشروع الذى قبل مسئولية تجميع المدخرات نفسها .

فإذا لم يدفع المدين لدائنه كل العائد الذى حصل عليه باستخدام المدخرات التى وكل إليه أمر استغلالها فإنه يربح ، وإذا لم يطلب الدائن استرجاع أمواله من المدين فإن تصرفه هذا يدل على أنه يعتقد بأن الصفقة رابحة من وجهة نظره وعلى أنه ليس فى وسعه أن يحقق مثل الكسب الذى يحصل عليه منها فيما إذا حول مدخراته إلى ناحية أخرى .

ولا تستخدم المدخرات عادة فى إنشاء مشروعات جديدة نظرا إلى عدم توافر الأسباب الكافية لمحل الجمهور على الإقبال على تشيير أموالهم فى مشروعات ليس لها ماض معروف كما تقدم بنا القول ، ويستثنى من ذلك حالات نادرة أهمها المشروعات التى تقوم باستغلال المرافق العامة كمشروعات النقل ومشروعات توليد التيار الكهربائى والانتفاع به فى الأغراض الصناعية والمدنية وغير ذلك من المشروعات القائمة على استغلال امتياز أو احتكار — وظاهر أن أمثال هذه المشروعات تكون فى مركز يسمح لها بتحقيق ربح مؤكد ولو أن مقدار هذا الربح يكون عادة محل نظر السلطات الحكومية المختصة التى تتدخل فى تحديده استنادا إلى بعض شروط عقود الامتياز ، وبفضل الربح المضمون يقبل الجمهور على أسهم هذه الشركات وهى فى أول عهدها قبل أن يكون لها ماض معروف ، بل وتكون أسهمها مقبولة فى التداول حتى قبل أن تبدأ أعمالها^(١) — فإذا صرفنا النظر مؤقتا عن الحالة الخاصة التى أسلفنا الإشارة إليها أمكن القول بأن المدخرات الجديدة التى تجتذبها سوق رأس المال لا ينتظر أن تستخدم إلا فى تمويل المشروعات القائمة الراغبة فى التوسيع أو فى تمويل مشروعات جديدة تهدف إلى شراء مشروعات قائمة لتعيد تنظيمها واتزيد من حجمها ، أى أن تدفق المدخرات الجديدة على سوق رأس المال يتوقف إلى حد بعيد على وجود مشروعات قائمة يرغب أصحابها فى بيعها أو توسيعها وبذلك يتم توظيف هذه المدخرات فى أصول قائمة وعاملة أو إضافات متممة لها تزد عليها ، ولكى تنجح العملية يجب أن تكون هذه المشروعات قد بلغت من النجاح درجة كافية لإغراء الجمهور لطلب أسهمها .

وإذا أردنا أن نترجم هذا القول إلى أرقام مستمدة من الإحصائيات القديمة اعترضتنا

(١) سبق لنا القول بأن تداول الأوراق المالية لا يخضع دائما للأحكام المعمول بها فقد يتم بصفة

عرفية خارج البورصة .

صعوبات جمة أهمها إهمال هذه الناحية في مصر وعدم بلوغها درجة الكفاية في البلاد التي سبقتنا في تنظيم سوق المال ولنضرب لذلك مثلاً الإحصائية التالية المأخوذة عن فترة من فترات التوسع الاقتصادي الذي حدث في إنجلترا فيما بين الحربين الأخيرتين وهذه الفترة هي المدة من سنة ١٩٢٧ إلى سنة ١٩٣٣ : —

نواحي الاستثمار	المبالغ بملايين الجنيهات الإنجليزية
المشروعات القائمة	٨١ ر ٩
تسديد القروض التي عقدتها المشروعات القائمة في الماضي	١٠١ ر ١
رؤوس أموال جديدة	٧٥ ر ٦
مضروقات أولية	١٢ ر ٨
جهات غير معلومة	٣٤٤ ر ٤
جمله المدخرات التي دخلت سوق رأس المال في الفترة محل النظر	٦١٥ ر ٨

ونبادر إلى التنبيه إلى أن هذه الإحصائية قليلة الجدوى لأن نصف المدخرات قد امتصتها جهات غير معلومة ، هذا فضلا عن عدم دقة الأرقام بصفة عامة . ولقد سبق لنا توضيح الأسباب التي تجعل هذه الأرقام إلى وقتنا هذا بعيدة عن الدقة ، من أجل ذلك ليس في وسعنا أن نفيد إفادة تذكر من دراسة هذه الأرقام لأن النتائج التي يمكن ترتيبها على هذه الدراسة تتعرض للنقد المبرر ، ولكن على الرغم من ذلك يمكن الخروج من هذه الإحصائية وأمثالها بتحديد الاتجاهات العامة تحديدا صحيحا ، إذ من الواضح أن الأموال التي تولى شطر المشروعات القائمة عن طريق المساهمة المباشرة أو عن طريق سد الديون القديمة تزيد على الأموال التي توظف في إنشاء المشروعات الجديدة .

عرض رأس المال

يتم الادخار في الأزمنة الحديثة بطريقة آلية ^(١) وبصفة خاصة عند الجماعات المتقدمة

(١) أي بانتظام يشبه الآلة في أدائها .

من الناحية الاقتصادية ، والسبب في ذلك يرجع إلى أن دخل بعض الأفراد يزيد على المال الذي ينفقونه في إشباع الحاجات التي لا غنى لهم عنها وهذه الحقيقة واضحة كل الوضوح في طبقة^(١) الأغنياء وفي جانب كبير من أفراد الطبقة الوسطى الذين يعيشون عيشة مرضية ، ومما لا نزاع فيه أن للناس جميعاً — مع استثناء الطبقة المفرطة في الزنى — رغبات لا تمكّنهم دخولهم من إشباعها كلها . غير أنه من المشاهد أن نفقات الأفراد تتحدد إلى درجة كبيرة بمستوى الطبقة التي ينتمون إليها . فإذا زاد دخل الفرد عن مستوى دخل الطبقة التي ينتمى إليها فإنه غالباً ما يعمل على ادخار هذه الزيادة ، ولعل هذه الزيادة والرغبة في ادخارها هما أكبر العوامل التي تؤثر في عرض رأس المال .

ومع ذلك يتأثر عرض رأس المال بعوامل أخرى منها معدل الفائدة الجاري في سوق المال ، والقول بأن ارتفاع معدل الفائدة يشجع الناس على الادخار قول لا نزاع فيه ، أما القول بأن انخفاض معدل الفائدة يؤثر على مقدار الأموال المدخرة وبالتالي على عرض رأس المال فهو موضع النظر وقد اختلفت فيه الآراء — ولقد أكد مارشال أنه إذا كان هنالك شخص يفكر في ادخار جزء من دخله أو في إنفاق ذلك الجزء نفسه في إشباع حاجة ما ثم انخفض معدل الفائدة أثناء مرحلة التفكير فإن هذا الشخص يفضل قطعاً أن ينفق ذلك الجزء من دخله في إشباع تلك الحاجة التي لم يشبعها بعد ، أما إذا بقي معدل الفائدة إلى آخر مرحلة التفكير دون انخفاض وقرر ذلك الشخص ادخار الجزء من دخله محل النظر فإنه يعتبر « مدخراً حدياً » ، ولا يمكن اعتبار جميع الناس من هذا الصنف أى « مدخرين حديين » ، فإن منهم من يحتل مركزاً أعلا من مركز المدخر الحدى ، فنلاحظ مثلاً أنه عند ما يتيسر لأفراد الطبقة الفقيرة أن يدخروا بعض دخولهم فإنهم يفعلون ذلك بغض النظر

(١) المشتغلون بإدارة الأعمال وما يتفرع عنها من دراسات ... ! يقسمون الجماعة من ناحية القدرة على الشراء إلى أربع طبقات تسمى أ ، ب ، ج ، د . ولكل طبقة مظاهر تدل على درجة الرفاهة أو درجة إشباع الحاجات التي يتمتع بها أفرادها ، وتختلف المظاهر كما تختلف حدود القدرة الشرائية في كل أمة عنها في أمة أخرى — فالتبعية في بلد كإنجلترا مثلاً لا تقاس مظاهرها وحدود مقدرتها بنفس المقاييس التي تصلح لبلد آخر مثل الولايات المتحدة أو مثل مصر أو غيرها وذلك نظراً لبيان التراتب القومية والدخول القومية والظروف الاجتماعية ، ومن دون هذه الطبقات الأربع جماعات أخرى كثيراً ما يسهلها الباحث من حسابها لأن مقدرتها الشرائية لا ترقى إلى أدنى الدرجات التي تشجع على البحث والاستقصاء ، وموضع التوسع في هذه الناحية هو دراسة الأسواق Market Research .

عن ارتفاع معدل الفائدة أو انخفاضه ، لأن الدافع على الادخار في هذه الحالة أقوى من أن يزول بانخفاض معدل الفائدة^(١) ، ويلاحظ فوق ما تقدم أن انخفاض معدل الفائدة يدعو في بعض الحالات إلى زيادة مدخرات جانب من أفراد الطبقتين المتوسطة والفقيرة « ح ، د » لأن الشخص الذي يرغب في الحصول على دخل معين بعد مرور مدة معلومة من الزمن ويعمل على ضمان هذا الدخل يجد نفسه ملزماً بزيادة الجزء المدخر من دخله إذا حدث في خلال مدة الادخار انخفاض في معدل الفائدة وبخاصة إذا توقع استمرار الانخفاض ، هذا إذا وجد سبيلاً إلى ضغط مصروفاته أو زيادة موارده ، أما إذا عجز عن تحقيق أحد الأمرين فإنه على أقل تقدير لا يكون أول من ينسحب من عملية الادخار بمجرد انخفاض معدل الفائدة .

ننتقل بعد ذلك إلى الكلام عن المصادر التي قد تجيء منها الأموال اللازمة لشراء الأوراق المالية الجديدة ، وهي ثلاثة :

فالمصدر الأول هو الأفراد الراغبون في تملك كمية إضافية من الأسهم والسندات ؛ والمصدر الثاني هو الهيئات كشركات التأمين وأمناء الاستثمار وغيرها من أدوات الادخار والتمويل التي تقوم بدور الوساطة بين جمهور المدخرين من ناحية وبين المقرضين من الصناع والتجار ؛ والمصدر الثالث هو الشركات الكبيرة التي تعمل في الإنتاج وفي التوزيع والتي تستثمر جزءاً من احتياطياتها في شراء الأسهم والسندات .

ولقد سبق لنا أن ناقشنا عملية الاستثمار التي تجيء عن طريق وسطاء الادخار والاستثمار وعن طريق المشروعات القائمة أي المصدرين الثاني والثالث لعرض رأس المال ، وبقى أن نناقش المصدر الأول وهو جمهور المدخرين من الأفراد ، فإذا تساءلنا : إلى أي طبقة ينتمي هذا الشخص أو ذلك من المساهمين بمدخراتهم في مشروع أو في آخر فإننا نجد الجواب في تحليل بعض الإحصائيات التي تعنى بجمعها المجالات الاقتصادية وبعض المصالح الحكومية في البلاد التي نظمت أسواقها المالية إلى درجة مناسبة — ومن ذلك مثلاً أن المعلومات الدالة على تفضيل جمهور المدخرين لبعض نواحي الاستثمار على بعض آخر تتضح من التحليل السنوي لإعادة توزيع الممتلكات بعد الوفاة وهذا التحليل هو عمل إحصائي تعده الدولة

(١) مثال ذلك الأموال التي تدخر للتأمين ضد الشيخوخة أو لمواجهة نفقات تعليم الأبناء

بمناسبة فرض وتحصيل ضريبة التركات^(١) ، ومن دراسته يمكن الخروج بمعلومات قيمة منها الصور المختلفة للممتلكات في كافة أحجام التركات ، فمثلا لوحظ أن المنازل والمحل التجارية والورش الصغيرة هي أهم بنود التركات الصغيرة ، على حين أن السندات الحكومية تميز التركات المتوسطة ، أما التركات التي تتألف كل منها من خمسة أرقام وما فوقها فإن أسهم وسندات شركات المساهمة تعتبر أهم بنودها^(٢) .

ومن دراسة أرقام الإحصائيات سألقة الذكر أيضا تبين أن ملكية رأس المال المستخدم في الأعمال الصناعية كانت دائما مبعثرة ، لأن المسألة لا تنحصر في أن بعض الأغنياء يستثمرون معظم أموالهم المنقولة في شراء الأسهم والسندات بل هي تتمدد إلى بحث المصادر الأخرى التي تمول سوق الأسهم والسندات بالإضافة إلى طبقة الأغنياء وهذه المصادر لا بد وأن تجيء من الطبقة المتوسطة وما فوقها .

صحيح أن معظم الأغنياء يستثمرون أجزاء ضخمة من ثروتهم في شراء الأسهم والسندات ولكنهم بذلك لا يستنفدون كل المعروض من الأوراق المالية أولا يعرضون من مدخراتهم ما يكفي لتمويل شركات المساهمة عن طريق شراء الأسهم وشراء السندات وإلى جانبهم يدخل عدد ضخم من صغار حاملي الأسهم وهؤلاء يفصلون المشروعات ذات الشهرة الواسعة ، ولقد تبين من الإحصائيات التي أجريت في إنجلترا أن متوسط الملكية الفردية^(٣) في البنوك الخمسة العظمى في إنجلترا لا تتعدى ٢١٩ جنيهه ولقد قامت مجلة

(١) الكلام هنا عن إنجلترا ؛ أما في مصر فقد فرضت ضريبة التركات وسميت رسم الأيلولة في سنة ١٩٤٤ بصور القانون رقم ٤٤/١٤٢ ولعل هذا التشريع الجديد يكون حافزا لجمع الإحصائيات التي أشرنا إلى بعضها والتي تنفع الدولة في اقيام بوظائفها ، كما تنفع البحث العلمي .

(٢) دلت الإحصائيات التي أجريت في إنجلترا في السنوات الأخيرة السابقة للحرب العالمية ٣٩ — ٤٥ على أن ما يقرب من ثلث التركات الكبيرة كان يتألف من الأسهم والسندات ، ومن هنا أمكن القول بأن طبقة الأغنياء هي أهم الطبقات التي تستثمر أموالها في شركات المساهمة .

(٣) تكرر ذكر الفرد أو الشخص في هذا البحث . والمقصود هنا هو رب الأسرة ، أي أن التكثير لا ينصرف إلى الشخص الطبيعي بوصفه فردا له نزاعاته وتصرفاته التي يعنى بها الباحث الاقتصادي بل ينصرف إلى الأسرة كوحدة اجتماعية سواء في ذلك أ كانت الأسرة تتألف من عدد من الأشخاص يعولهم فرد مسئول عنهم ، أو كانت الأسرة تتألف من شخص واحد يعنى بأشباع حاجاته العاجلة والادخار لمواجهة الأعباء المختلفة كلما تقدمت به الأيام .

الإيكونومست بتحليل الملكية لنوعين من المشروعات ووصلت إلى النتائج الآتية : أولاً قامت بتحليل الملكية في عدة مشروعات كبيرة بلغت جملة رؤوس أموالها مائة وعشرين مليوناً من الجنيهات فوجدت أن متوسط الملكية الفردية للأسهم الممتازة كانت ٣٥٠ ج ك وأن متوسط الملكية الفردية للأسهم العادية كانت ٢١٩ ج ك وثانياً قامت بتحليل الملكية في عدد من المشروعات المتوسطة ووجدت أن متوسط الملكية الفردية للأسهم الممتازة بلغ ٣٠٠ ج ك وأن متوسط الملكية الفردية للأسهم العادية بلغت ٢٥٩ جنيه إنجليزي ، وخرجت من هذه الأرقام بنتيجة واضحة هي أن متوسط الملكية الفردية للأسهم الممتازة كان أعلى من نظيره للأسهم العادية في كلا النوعين من المشروعات ، وبعبارة أخرى كشف هذا التحليل عن أن إقبال جمهور المدخرين على اقتناء الأسهم الممتازة هو أعلى من إقبالهم على اقتناء الأسهم العادية^(١) .

ثمن استعمال رأس المال

يتكون ثمن استعمال رأس المال الجديد من عنصرين : الأول معدل الفائدة الذي يدفعه المشروع للمقرض ، والثاني المصروفات التي يتحملها المشروع نتيجة لمقد القرض . ولا يستطيع المنتجون الصناعيون دفع الفائدة بانتظام ما لم يكن رأس المال منتجاً — وإذا كانت الإنتاجية تفسر لنا القدرة على دفع الفائدة ، فإنها لا تفسر بأي حال ضرورة دفعها ، ذلك أن السبب الصحيح لدفع الفائدة هو ندرة رأس المال بالنسبة إلى الطلب عليه

(١) حسب كل هذه الأرقام على أساس القيم الاسمية للأسهم ، ولما كانت القيم الحقيقية أو القيم السوقية للأسهم تختلف عادة عن القيم الاسمية إلى درجة كبيرة أحياناً فإن هذه الأرقام وبالتالي النتائج التي يخرج بها الباحث لا تعتبر دقيقة ولا نهائية — وبخاصة إذا لاحظنا أن القيمة السوقية للسهم العادي قد تبلغ أضعاف قيمته الاسمية على خلاف السهم الممتاز . فإذا فرضنا أن إحصاء دقيقاً قد وصل إلى جمع الأرقام المثالة على توزيع الملكية في مرحلة الأسس وقبل تداول الأسهم وتحرك أسعارها فإن النتائج تكون دقيقة بغير شك ، غير أن مثل هذا الإحصاء يتعرض صعباً عملية نظراً إلى أن طبيعة الأسهم تجعلها سريعة النقل بل أن هذه الظاهرة هي من مميزاتها ، ولما كانت القيمة الحقيقية أو السوقية للسهم تمثل ذلك الجزء من المدخرات الذي ذهب لتمويل المشروع في وقت معين فإن لإغفال هذا العامل (الفرق بين سعر السوق والقيمة الاسمية) عند إعداد الإحصائيات يؤثر في درجة دقتها فيما نحن بصدد من بحث وبالتالي يؤثر في قيمة النتائج — وفي الدراسات المقارنة التي تتناول عدداً من السنوات المالية يلاحظ أن اقتصار الإحصاء على الأرقام المطلقة أو الواقعية دون إدخال الأرقام القياسية في حساب الباحث تحد مرة أخرى من درجة الدقة التي يمكن الخروج بها من دراسة إحصائيات باللغة الأهمية كهذه .

فالطلب على رؤوس الأموال كبير ويزيد على العرض ، ومن أجل ذلك لابد لنا أن نفرض ثمنا لاستعمال رأس المال حتى يتوازن الطلب عليه مع المقدار المعروض منه ، ولا يختلف الموضوع هنا عن نظائره في الحالات الأخرى التي يدفع فيها طالب الشيء ثمناً له ، ووظيفة الثمن في النشاط الاقتصادي هي العمل على الموازنة بين الطلب على أية سلعة وبين المقدار المعروض منها .

ولما كانت رؤوس الأموال نادرة بالنسبة للطلب عليها كما تقدم القول فإن استعمالها في أى واحد من الأغراض لا يتم إلا على حساب الأغراض الأخرى ، وهكذا يكون عمل الفائدة من الناحية الاقتصادية هو تعيين النواحي التي تمددها سوق رأس المال وتحديد المقدار الذي يذهب إلى كل ناحية ، وبعبارة أخرى يعتبر وجود الفائدة عاملاً على توزيع الأموال على الاستعمالات البديلة ، بحيث تحصل الاستعمالات التي ينتظر لها أن تحقق أكبر عائد على ما تحتاج إليه من مال قبل غيرها .

وقد يعترض البعض على ما تقدم من أسباب تبرر دفع الفائدة ، فيقول بأن وجود الفائدة يعرقل إنشاء المشروعات التي تؤدي إلى زيادة رفاهية الناس من الناحيتين الاقتصادية والاجتماعية ، وقد يضرب هذا البعض الأمثال كقولهم مثلاً بأن دفع الفائدة يشجع على إنشاء المشروعات التي تعنى بتوفير أسباب اللهو والمتاع العارض كالمقاهى والملاعب ونحوهما ، مع تأخير إقامة مساكن العمال مثلاً أو الانصراف عن الفكرة إطلاقاً ولمدد طويلة ، وكل ذلك بسبب ارتفاع الغلة المنتظرة من إقامة المشروعات التي من النوع الأول وضعف الغلة المنتظرة من استغلال النوع الثانى مع ضرورة دفع الفائدة لأصحاب رؤوس الأموال . ويخرج هذا البعض مما تقدم بالقول بأنه لولا دفع الفائدة وهى ثمن استعمال رأس المال لأمكن لصاحب المشروع أن يوازن بين درجة الرفاهية التي تعود على المجتمع كله من بناء مساكن العمال والرفاهية التي تعود من بناء الملاهى ، وهو في حل من قيد الثمن الذي حمله على التفضيل سالف الذكر ، وكانت النتيجة خيراً للمجتمع بصفة عامة ، ونحن لا نريد^(١) أن

(١) هذه مشكلة قديمة لا يدخل بحثها في نطاق هذا الكتاب غير أننا نلفت النظر إلى ما جاء في سياق الكلام من أن دفع الفائدة له ما يبرره في النظام الاقتصادي الحاضر ، وقد يكون الغاؤها ميسوراً في غير هذا النظام دون أن يترتب على الانقضاء اضطراب في الحياة الاقتصادية .

نناقش هذه الآراء في البحث الحالى ، ونكتفى بالقول بأن وجود الفائدة يحقق من المزايا ما لا يمكن إغفاله فى النظام الاقتصادى السائد فى وقتنا الحاضر ، ومن أهم هذه المزايا تشجيع الادخار ، وتوزيع الأموال الحاضرة على المشروعات توزيعاً يحقق أكبر مصلحة من ناحية الاستثمار .

السنة	متوسط معدل الفائدة للسندات الصناعية /.	متوسط ما دفع الأسهم الممتازة /.
١٩١٣	٥,٥	٥,٧٤
١٩٢٠	٧,٩٢	٨,٠٩
١٩٢١	٨,٠٩	٨,٣٩
١٩٢٢	٦,٧٢	٧,١٧
١٩٢٣	٦,٤	٦,٥٩
١٩٢٤	٦,٦١	٦,٢٧
١٩٢٥	٦,٤٣	٦,١
١٩٢٦	٦,٤٨	٦,٧
١٩٢٧	٦,٢١	٦,٦٧
١٩٢٨	٦,١	٧,٣٧
١٩٢٩	٦,١	٦,٥٨
١٩٣٠	٥,٩٦	٦,—
١٩٣١	٦,٣٣	٦,٥
١٩٣٢	٥,٤٤	٦,٣٢
١٩٣٣	٤,٥٨	٥,٢٨
١٩٣٤	٤,٤٨	٥
١٩٣٥	٣,٨٣	٥,٠٣
١٩٣٦	٤,١٧	٤,٩٩

ومن المفيد أن نأخذ فكرة عن معدل الفائدة التي دفعت في فترة طويلة حتى يتسنى لنا إدراك مستوى الثمن الذي دفع لاستعمال رأس المال — وقد نشرت مجلة الايكونومست الأرقام السابقة عن متوسط معدل الفائدة الذي دفع في سوق لندن عن الأوراق الجديدة « المصدرة » Issued في المدة من سنة ١٩٢٠ إلى سنة ١٩٣٦ مع اعتبار المعدل الذي دفع في سنة ١٩١٣ (السنة السابقة على قيام الحرب العظمى ١٩١٤ — ١٩١٨) أساسا يرجع إليه للقياس .

وبدراسة هذه الأرقام يتضح الميل العام لمعدل الفائدة ، ويلاحظ أنه كان دائما نحو الانخفاض طول هذه المدة وبصفة خاصة بعد سنة ١٩٢١ ، وبعد سنة ١٩٣٢ ، والفترة الوحيدة التي ارتفع فيها معدل الفائدة ارتفاعا كبيرا كانت تلك التي تلت الحرب العالمية الأولى مباشرة ، ونلفت النظر إلى أن الأرقام الموضحة في الجدول السابق خاصة بسوق لندن المالية وأن معدل الفائدة على القروض التي عقدتها المشروعات الصغيرة خارج هذه السوق كانت تزيد على نظائرها في الجدول المذكور .

ننتقل الآن إلى العنصر الثاني من عناصر ثمن استعمال رأس المال الجديد وهو عنصر المصروفات التي يتحملها المشروع في سبيل الحصول على المال المطلوب وتعرف باسم مصاريف الإصدار وهي بدورها تتألف من عناصر فرعية كثيرة يذهب بعضها إلى سوق المال كعمولة الإصدار التي تتقاضاها البنوك ويذهب بعض آخر إلى الدولة كرسوم التمتع والتسجيل ونحوهما ، ويذهب الباقي إلى الفنيين كالمستشارين الماليين والقانونيين ، والوسطاء كالمساعرة ، والقائمين على خدمة الإصدار والترويج له كالصحف والمطابع الخ... والمشاهد هو أن تكلفة الإصدار التي يتحملها المشروع نتيجة لعقد القرض ترتفع نسبيا في القروض الصغيرة — ولقد جمعت مجلة الايكونومست أرقام هذه التكاليف في الفترة الواقعة بين سنة ١٩٣٣ ، ١٩٣٥ للقروض الصادرة في سوق لندن المالية ، فوجدت أن جملة تكاليف إصدار القروض الجديدة الكبيرة بلغت ١٠٠.٠٠٠ ر ٤ ج ك في حين أن جملة قيم القروض المذكورة كانت ٧٧.٨٠٠.٠٠٠ ر ٧ ج ك أي أن نسبة تكاليف الإصدار إلى رأس مال القروض كانت ٥٣ ٪ من مبلغ القرض ، وقامت جريدة التايمز في سنة ١٩٣٥ بدراسة

هذه التكاليف في القروض الصغيرة فوجدت أن متوسط معدل هذه التكاليف كان ١٣٪ من جملة القروض .

مما تقدم يتضح أن المشروع لا يحصل بالفعل على كل القرض الذي يصدر أوراقه من أسهم وسندات^(١) بل يحصل على الصافي في حين أنه يدفع الفائدة على الأصل كله ، كما يلتزم به كله ، ويترتب على ما تقدم أن معدل الفائدة الحقيقي الذي تدفعه المشروعات يكون دائماً أعلى من معدل الفائدة الرسمي المعلن عنه ، وإن كانت الزيادة في معدل الفائدة الحقيقي بالنسبة للقروض التي تعقدها المشروعات الصغيرة أكبر من الزيادة التي تتحملها المشروعات الكبيرة التي تعقد قروضا ضخمة في سوق رأس المال — وهكذا يتضح لنا أن تكلفة الاصدار هي عنصر هام من عناصر ثمن استعمال رأس المال .

أنواع الأوراق المالية

لكي يحصل المشروع على ما يلزمه من الأموال يصدر نوعاً أو عدداً من أنواع الأوراق المالية ، أي أن مساهمة المدخرات في تمويل المشروعات لا تتخذ صورة واحدة في كل الظروف ، وأشهر أنواع الأوراق المعروفة في الأسواق المنظمة هي الأسهم والسندات على خلاف في التفاصيل^(٢) ويمكن القول بصفة عامة بأن السهم يعتبر جزءاً في رأس مال المشروع على حين أن السند يعتبر ديناً على المشروع وبالتالي تكون المخاطرة التي يتحملها صاحب السندات أقل من المخاطرة التي يتحملها صاحب السهم لأن حق الدائن في استرداد دينه وفي الاستيلاء على غلته مقدم على حق صاحب رأس المال . وكل من السهم والسند

(١) سبق لنا التنبيه إلى أن لفظة القرض في هذا البحث يقصد بها المال الذي يقدمه الإدخار لتمويل المشروعات ، مع صرف النظر مؤقتاً عن التفرقة الفنية والقانونية بين السهم والسند ، لأن هذه التفرقة معروفة ولا حاجة بنا إلى التعرض لها هنا كما أن المعنى الذي تنصرف إليه لفظة الفائدة في هذا البحث أيضاً ، هو الفائض أو الغلة التي تعود على صاحب المدخرات من تمويل المشروع — وكل ذلك يقطع النظر مؤقتاً عن التفرقة بين لفظي الفائدة وهي عادة غلة السند والربح وهو عادة غلة السهم .

(٢) كذلك توجد أنواع من الأوراق في بعض الأسواق ولا توجد نظائرها في الأسواق الأخرى مثال ذلك الورقة المسماة Stock في سوق لندن ، والورقة المعروفة باسم حصة التأسيس في سوق باريس وفي سوق مصر Parts de Fondateurs ، ونظراً إلى أهمية الدراسة الوافية لهذه التفاصيل نوجه النظر إلى أنها مستوفاة في شرح القانون .

بدوره لا يصدر على صورة واحدة ، فمن الأسهم ما هو ممتاز ومنها ما هو عادى ، ومن السندات ما يمنح صاحبه فائدة ثابتة ومنها ما يعطى الحق فى الاستيلاء على غلة من العنصرين عنصر الفائدة الثابتة وعنصر الربح المتغير ، وأشهر أنواع الأوراق وأكثرها ذبوعا فى الأسواق المنظمة ثلاثة : السهم الممتاز والسهم العادى والسند ، ويتوقف اختيار المشروع لنوع الأوراق التى يصدرها على اعتبارات كثيرة منها ما يتصل بالظروف الاقتصادية العامة ومنها ما هو قاصر على الظروف الخاصة بالمشروع نفسه ، وفى ضوء هذه الاعتبارات كلها يقدر المشروع لنفسه الاتجاهات المحتملة لانسياب المدخرات نحوه ، بل أنه يقدر درجة هذا الانسياب فيما إذا عرض نوعا معينا من الأوراق لتمويل أعماله — وإذا كانت القاعدة العامة تتلخص فى أن المشروع يحرص على إصدار ذلك النوع من الأوراق الذى يضمن أكبر إقبال من جانب المدخرات فإن هنالك بعض الاعتبارات الخاصة التى لا يمكن توضيحها حتى وإن أثر التمسك بها على مقدار النجاح للاكتتاب المطروح على سوق الادخار^(١) .

ومن أهم الاعتبارات الاقتصادية العامة نذرة رأس المال وتضييق الائتمان بمعرفة النظام المصرفى فى حالة كهذه يكون إقبال الادخار على السندات أشد من إقباله على اقتناء الأسهم ، ومن أهم الاعتبارات الخاصة أن يكون المشروع مضمون الربح ومبشرا بنجاح غير عادى كأن يكون مالكا لامتياز دون تدخل كبير من جانب السلطات الحاكمة وفى كل الأحوال لوحظ أن الجزر والمد يتناوبان المدخرات التى يقدمها المستثمرون على صورة رؤوس أموال أى على صورة أسهم ويكون الإقبال أو الانصراف عن أسهم المشروعات تبعا لما يتوقعه^(٢) الجمهور من احتمالات منتظرة فى المستقبل القريب للمشروع ، أما السندات فهى

(١) مثال ذلك أن تكون الاعتبارات العامة مشجعة على إصدار الأسهم بدلا من السندات ثم يرى المساهمون أن يستأثروا بملكية المشروع فيرفضون الموافقة على رفع رأس المال حتى لا يشاركهم مساهمون جدد ويفضلون إصدار السندات بدافع الأثرة وخدعا ، ولا يحل هذا الإشكال قصر المساهمة على المساهمين القدماء فى جميع الأحوال نظراً إلى توافر الرغبة أحيانا فى إبقاء رأس المال محدودا دون تعليته حتى وإن عرضت الزيادة على المساهمين القدماء .

(٢) يستند المستثمرون فى تكوين آرائهم على ملاحظة عدة ظروف اقتصادية وهذا ما يعرف بالتوقع Expectations ، وهو يعرف أيضاً بالنبؤ Forecasting ، فإذا دعت جملة الظروف الحاضرة والمختملة إلى التناؤل فى دوائر الأعمال ، قيل إنهم يتوقعون فترة رخاء ، أما إذا دعت على العكس من ذلك قيل إنهم يتوقعون فترة كساد .

أقرب إلى الاستقرار نظراً لما أسلفنا من الأسباب وأهمها الثبات النسبي للعائد والضمان الذي يتمتع به مالك السند .

ولقد دلت دراسة الإحصائيات الحديثة (نسبياً) على ما تقدم من الاتجاهات ، من ذلك ما قام به بنك ميدلاند من جمع وتبويب لأنواع الأوراق المالية التي أصدرتها المشروعات في سوق لندن المالية في المدة من سنة ١٩١٩ إلى ١٩٣٦ ، وفيما يلي الجدول ^(١) المشتمل على الأرقام سالفة الذكر .

السنة	القروض		رأس المال		بمجموع ما أصدرته المشروعات بالمليون	بمجموع ما أصدر في إنجلترا بالمليون
	مليون الجنيهات	% من المجموع	مليون الجنيهات	% من المجموع		
١٩١٩	٢١	٩,٦	١٩٩	٩٠,٤	٢٢٠	٢٣٨
١٩٢٠	٤٦,٧	١٥,٢	٢٦١	٨٤,٨	٣٠٧,٧	٣٨٤
١٩٢١	٤٢,٢	٤٦,٨	٤٧,٩	٥٣,٢	٩٠,١	٢١٦
١٩٢٢	٤٨,٨	٤٩,٥	٤٩,٨	٥٠,٥	٩٨,٦	٢٣٦
١٩٢٣	٤٤,٧	٤٩,٤	٤٥,٨	٥٠,٦	٩٠,٥	٢٠٤
١٩٢٤	٣٨,١	٣٨,١	٦٢	٦١,٩	١٠٠	٢٢٤
١٩٢٥	٤٥,٢	٣٤,٢	٨٧,١	٦٥,٨	١٣٢,٣	٢٢٠
١٩٢٦	٤٩,٩	٣٥,٤	٩١	٦٤,٦	١٤٠,٨	٢٥٣
١٩٢٧	٥٠	٢٧,٩	١٢٩	٧٢,١	١٧٨,٩	٣١٥
١٩٢٨	٦٥,٤	٢٦	١٨٦,١	٧٤	٢٥١,٥	٣٦٣
١٩٢٩	٤٤,٦	٢٢,٥	١٥٣,٩	٧٧,٥	١٩٨,٦	٢٥٤
١٩٣٠	٣٣,٩	٤٣,٦	٤٣,٩	٥٦,٤	٧٧,٩	٢٣٦
١٩٣١	٢٣,١	٥٦	١٨,٢	٤٤	٤١,٣	٨٩
١٩٣٢	١٧	٤٣,٩	٢١,٧	٥٦,١	٣٨,٨	١١٣
١٩٣٣	٣١,٢	٥٠,٥	٣٠,٦	٤٩,٥	٦١,٧	١٣٣
١٩٣٤	٣٥,٦	٣٥,٤	٦٥	٦٤,٦	١٠٠,٦	١٥٠
١٩٣٥	٤٥,٧	٣٥,١	٧٥,٤	٦٤,٩	١١٦,١	١٨٣
١٩٣٦	٣٨,٥	٢٩,٩	٩٠,٣	٧٠,١	١٢٨,٨	٢١٧

وإذا رجعنا إلى أرقام هذا الجدول تبين لنا بوضوح ما سبق به القول من تناوب الرخاء والكساد في عرض رأس المال على المشروعات في صورة أسهم ، فيلاحظ مثلاً أن بعد رواج

(١) لا يشتمل هذا الجدول على الأموال المستثمرة في مشروعات السكك الحديدية والغاز والكهرباء .

١٩ — ٢٠ اختفى الإصدار الكبير لرأس المال (أى الأسهم) بينما كبر حجم القروض ، وبعد سنة ١٩٢٤ عادت إلى حجم الأسهم زيادته السابقة نظراً إلى توقع المنظمين لخلول فترة من فترات الرخاء ، ثم جاءت سنة ١٩٢٩ فحدث رد الفعل من جديد نظراً لانتهاى فترة الرخاء وظهور توقع الكساد فى سوق رأس المال فتقلص حجم الأموال المقدمة على صورة أسهم أو بعبارة أخرى الأموال التى عرضها المدخرون للمساهمة فى رءوس أموال المشروعات . من كل ما تقدم يتضح أن الزيادة والنقصان اللذين يتناوبان حجم رأس المال فترة بعد أخرى تتبع دائماً كل تغير فى الحالة الاقتصادية إلى التحسن والارتكاس .

وقد لوحظ أن هنالك علاقة مشتركة Correlation بين نسبة رأس مال الأسهم إلى رأس مال القروض من جهة وبين نوع المشروع من جهة أخرى ، والإحصائية التالية التى جمعها ميدلاند بنك توضح ذلك .

نوع المشروع	السندات بالمليون	% من المجموع	رأس المال بالمليون	% من المجموع	المجموع بالمليون
الترام والأمنبيوس	١٠,٨	٥٦,١	٨,٤	٤٣,٩	١٩,٢
الكهرباء والقوى	٤٢	٥٣	٣٧,٣	٤٧	٧٩,٣
الملاحة والقنوات	٤٤,٥	٥١,٤	٤٢	٤٨,٦	٨٦,٥
الحديد والصلب والفحم والمشروعات الهندسية	٥٩,٣	٤٨,٩	٦٢	٥١,١	١٢١,٣
الشاي والقهوة والمطاط	١٤,٨	٢٧,١	٢٩,١	٧٢,٦	٥٣,٩
شركات الأراضي وأمناء الاستثمار	٥٢,١	٢٢,٥	١٧٩,٨	٧٧,٥	٢٣١,٩
المناجم	٨,٨	١٦,٥	٤٤,٦	٨٣,٥	٥٣,٥
التأجير والتليفون	٢,٦	١٥	١٤,٦	٨٥	١٧,١
السيارات والطائرات	٥	١٤,٣	٣٠,١	٨٥,٧	٣٥,١
البنوك وشركات التأمين	١٢,٣	١٢,٩	٨٣,٥	٨٧,١	٩٥,٩
البترول	٦,١	٧,٦	٧١,٢	٩٢,٤	٨٠,٤
شركات صناعية وتجارية مختلفة	١٧٩,٨	٢٥,٦	٥٢٢,٣	٧٤,٤	٧٠٢,١

طرق تمويل المشروعات

تباع أسهم المشروعات للأفراد من جمهور المستثمرين بأكثر من طريقة واحدة ، وأهم هذه الطرق ما يلي : —

أولاً — بيع الأسهم في ضوء برنامج المشروع ، فتعتمد جماعة المؤسسين إلى نشر برنامج مفصل عن النشاط الذي يباشرونه وما ينتظر له من نجاح ، ويعد هذا النشر بمثابة إعلان عن المشروع ليتعرف عليه الجمهور فيطلب شراء أسهمه ، ولهذه الطريقة ميزة كبرى لأنها تضمن علانية عملية البيع والشراء وهذه العلانية لا تتم إلا إذا نشرت على جمهور المستثمرين جميع المعلومات الخاصة بالمشروع ، وتوافر العلانية يمكن من تحديد كمية الأسهم التي ستطرح للاكتتاب العام كما يضمن عدم التمييز بين المكتتبين عند القيام بعملية التخصيص^(١) .

وبناء على ما تقدم توزع الأسهم الجديدة على أكبر عدد من المستثمرين فلا يحرم

طالب الاكتتاب من حقه في الحصول على بعض أسهم المشروع ويكون التوزيع عادة على أسس عادلة^(٢) ومعلنة لجمهور المكتتبين ، ولهذه الطريقة عيوب أهمها كثرة النفقات التي يتكلمها الإصدار وهي تبلغ نسبة عالية من رأس المال المطروح ، ولا نزاع في أن المشروعات الصغيرة تتأذى بمثل هذه النفقة المبكرة والجائرة في وقت معا ، ويلاحظ أن مصروفات هذه العملية تكاد تكون ثابتة رغم اختلاف حجوم رؤوس الأموال وبذلك تتحملها المشروعات الكبيرة في شيء كثير من اليسر على حين أن المشروعات الصغيرة لا تتحملها إلا بمشقة^(٣) .

(١) التخصيص : يعتبر تقديم طلب الاكتتاب من جانب المستثمر إيجاباً كما يعتبر التخصيص قبولاً من المشروع ، وبهذا يتم التعاقد ، وسنعود إلى هذه الخطوات العملية في إنشاء المشروعات بتوضيح أوفى في فصل تال .

(٢) هذا هو المفروض ، غير أنه يحدث أن يستأثر المؤسسون بعدد إضافي من الأسهم المطروحة للاكتتاب العام بالإضافة إلى أسهمهم الأصلية التي اكتسبوا بها في المرحلة الأولى من مراحل التكوين ، ولهم في ذلك وسائل شتى منها اصطناع الأسماء أو اتخاذ الرديف — هذا من ناحية ومن ناحية أخرى يحدث أحياناً أن تميز الجماعة القائمة بتأسيس المشروع وطلب تمويله من الجمهور بن طائفة وأخرى لمسوغات كافية في نظرها ، كالتمييز على أساس الجنسية ، أو التمييز على أساس المهنة ، وسنعالج كل هذه المسائل نشيء من التوسع عند الكلام على تأسيس شركات المساهمة .

(٣) كان العمل جارياً في مصر إلى وقت غير بعيد على أن يتحمل المشروع نفقة الإصدار ، حتى ==

ثانياً — بيع الأسهم بطريقة ت وسيط هيئة كحلقة اتصال بين المشروع من جهة وبين سوق الادخار من جهة أخرى ، فتستحوذ هذه الهيئة على معظم الأسهم ^(١) التي يصدرها المشروع دفعة واحدة ، لتعود الهيئة بعد ذلك إلى طرح الأسهم بمعرفة على سوق رأس المال . وتعرف هذه الطريقة بتعبير خاص هو « عرض للبيع » — والمفروض أن طرح الأسهم للبيع في السوق الحرة عن طريق هذه الهيئة يتوافر فيه ركن العلانية وبذلك يوزع عدد معلوم من الأسهم على الجمهور من غير تمييز بين أفراد ، وأعم عيب في هذه الطريقة هو الفارق الكبير بين مجموع الأموال التي يدفعها جمهور المستثمرين وبين مجموع ما يحصل عليه المشروع من مال لتثميته في وجوه نشاطه ، وواضح أن هذا الفرق يذهب معظمه إلى الهيئة التي استأثرت بـ « العرض للبيع » أما سبب وجود هذا الفرق فيرجع إلى أن الهيئة لا تبني الأسهم بقيمتها الاسمية بل تبنيها بأسعار تتزايد كلما نجح العرض ، ومن العسير القول بأن الكسب الذي يخرج به هذا الطرف الثالث (أي الهيئة القائمة بالعرض) هو خسارة حقيقية للجمهور المستثمرين ، ذلك أن المشتري حين يقبل دفع الثمن المرتفع للسهم إنما يفعل ذلك على أساس ما اطلع عليه واقتنع به من معلومات عامة عن المشروع تشجع على توقع ربح يناسب السعر المطلوب منه ، وهو من غير شك يوازن بين المعدل الحقيقي للربح المنتظر في هذه الصفقة وبين الربح المنتظر من المساهمة في مشروع آخر تطرح أسهمه بقيمتها الاسمية ، ويخرج من هذه الموازنة مقتنعا بأن الفرق بين الربحين يبرر الزيادة التي يدفعها فوق القيمة الاسمية — ويضاف إلى ما تقدم أن الطرف الثالث يستحق الكسب الذي حصل عليه من الناحية الاقتصادية لأنه يتبع في العرض خطة مناسبة قد يكون من بين عناصرها أن يعرض المشروع حتى ينمو ويشمر وحتى يطعن إلى أن مركزه قد أصبح متيناً من وجهة نظر المستثمر .

== دعت كثرة المشروعات الصغيرة إلى تفكير المنظمين في إيجاد حد لهذه المشكلة ففكر بعضهم في تحويل هذا العبء عن كاهل المشروع والقائه على سوق الادخار ، فابتدعوا فكرة رسم الاكتتاب وبدأ هذا الرسم متواضعا فكان من نحو عشر سنوات لا يزيد على خمسة قروش عن السهم الواحد الذي تبلغ قيمته الاسمية أربعة جنيهات مصرية أي بنسبة $\frac{1}{4}$ / من رأس المال المكتتب به ثم زيد هذا الرسم إلى عشرة قروش أي بنسبة $\frac{2}{5}$ / من الأسهم ذات الأربعة جنيهات وواضح أنه إذا كان المشروع كبيرا فإن عدد أسهمه وما يطلب فوقها من رسم اكتتاب يجمع مبلغا مناسباً لتغطية مصروفات الإصدار كلها أو بعضها . (١) لأن الذي يحدث هو استبقاء المؤسسين لعدد من الأسهم تحت أيديهم لتغطية اكتتاباتهم الخاصة أو اكتتابات الدائرة الضيقة المحيطة بهم ، ومن أجل ذلك قلنا معظم الأسهم ولم نقل كل الأسهم .

أى أنه لا يبادر حتماً وي طرح ما تحت يده من أسهم بمجرد الحصول عليها ، بل يستبقها ، وقد يذهب إلى أبعد من ذلك فيشتري القدر القليل الذى قد يتسرب إلى سوق رأس المال عن غير طريقه ، ويكون تصرفه هذا عاملاً على دعم الثقة فى المشروع بمنع أسهمه من التداول فى الفترة التى تكون فيها المعلومات العامة والمذاقة عن المشروع غير كافية لتثبيت الثقة به فى سوق رأس المال . فإذا وصل المشروع آخر الأمر — بفضل هذه الرعاية وبفضل الاطمئنان الذى أحاط بالمؤسسين فى المرحلة الأولى من مراحل نشاطهم ، وهى عادة فترة عصيبة تكثر فيها التجارب والخسائر الناتجة عن تلمس الطريق إلى درجة من الاستقرار ومن النجاح تبشر بفائدة تزيد على المستوى السائد فى سوق رأس المال ، فإن كل هذه الجهود وما انطوت عليه من المخاطرة ، والنتائج الطيبة التى أصبحت متوقعة تبرر أن يتقاضى الطرف الثالث فى العملية جزاءً على عمله ، وهو ذلك الفرق الذى أسلفنا الإشارة إليه .

ثالثاً — طريقة « التوزيع الخاص » — وهى تتلخص فى أن المشروع يبدأ بتوزيع الاصدار الجديد للأسهم على عدد معلوم من الناس بواسطة سماسرته ، وبعد أن يتم هذا التوزيع يعلن المشروع الجديد عن وجوده فى أوسع نطاق ممكن بالوسائل المناسبة كالصحف مثلاً ، ويسعى القائمون بأمر المشروع إلى الحصول على إذن بتداول أسهمه فى البورصة وهكذا يتم تعريف الجمهور بالمشروع كما يتم تنظيم تداول أسهمه فى سوق رأس المال — ومن الاعتراضات التى توجه إلى هذه الطريقة عدم توافر ركن العلانية ، لأنه على الرغم من العلم بالعدد الكلى للأسهم المصدرة والمسموح بتداولها فى البورصة سيبقى دائماً عدد المعروض منها فعلاً للتداول مجهولاً ، ولذلك يمترض على هذه الطريقة بأن توزيع الأسهم على عدد قليل من المستثمرين قد يتيح لهم فرصة مواتية لخلق ندرة مصطنعة واستغلالها لتحقيق ربح مغالى فيه .

رابعاً — طريقة العرض بالمراسلة — وتتلخص فى أن المشروع يمرض أسهمه بكتاب دورى يرسل إلى المساهمين أو إلى من ينتظر أن يتقدم بطلبات الاكتتاب ، ويلجأ المشروع إلى هذه الطريقة « عادة » إذا كان له ماض ورجب فى زيادة رأس المال . والمتبع أن يبدأ بعرض الأسهم الجديدة على المساهمين القدامى قبل عرضها على غيرهم من جمهور المستثمرين .

ومن مميزات هذه الطريقة أنها أقل نفقة وأنها أقرب إلى القصد ، لأن أكثر الناس استعداداً للإقبال على تمويل الزيادة الجديدة هم المساهمون الأصليون العارفون بخصائص الشركة إلى حد ما ، ثم أنهم أحق من غيرهم لشراء الأسهم الجديدة فيما إذا كان المشروع ناجحاً .

نعود الآن إلى التعليق على هذه الطرق الأربع لإثبات أهم الملاحظات . فمن وجهة نظر جمهور المستثمرين تعتبر الطريقتان الأولى والثانية أفضل الطرق جميعاً لأن كل شخص تتاح له فرصة الحصول على بعض أسهم المشروع فلا يفضل شخص على غيره عند التخصيص . ولأن في هاتين الطريقتين ضماناً نسبياً لتوزيع الأسهم على أكبر عدد ممكن من المستثمرين . ومن المعلوم أن خصيصة التوزيع على مدى واسع تعتبر من أهم مميزات الاكتتاب العام في سوق الادخار والتمويل .

أما الطريقة الثالثة « التوزيع الخاص » فليجأ إليها المنظمون عند ما يرغب القامون بالمشروع في جمع مبالغ طائلة من المال في فترة محدودة من الوقت وبدون اتخاذ وسائل الدعاية على نطاق واسع . والمتبع في مثل هذه الحالة هو توزيع الجانب الأكبر من الأسهم على من لهم صلة بالمشروع . وقد بينت الاحصاءات أن الأسهم العادية توزع في هذه المرحلة ، ثم توزع الأسهم الممتازة بعد ذلك وأخيراً توزع السندات — ومن مميزات هذه الطريقة الاقتصاد الشديد في نفقات الإصدار ، وكونها توحى بمتانة مركز المشروع ، ذلك أن ضعف المشروع لا يمنع المؤسسين إذا لجأوا إلى الطريقة الأولى ، من أن يحصلوا على ما يلزمهم من المال ، لأن البرنامج قد يهر جمهور المستثمرين ويستهو به فيقبل على شراء الأسهم بكثرة ، على حين أن المشروع إذا لجأ إلى الطريقة الثالثة فإن نجاحه في تغطية الاكتتاب الخاص يكلفه كثير من الشك ، لأن الأسهم ستعرض على الخاصة من كبار المستثمرين الذي لهم خبرة بالسوق المالية ولهم صلة عمل أو علم بالمشروع إذا كان له ماض معروف ولو في أضيق الدوائر .

وعلى الرغم من مزايا هذه الطريقة فإنه يؤخذ عليها تحديد السوق التي يجري فيها تداول الأسهم وأنها لا تهيب الفرص المتكافئة للبائعين والمشتريين على السواء ، لأن فريق المستثمرين الذين حصلوا على الأسهم عن طريق التوزيع الخاص يكونون في مركز يسمح لهم باستغلال

بعض مميزات الاحتكار — وقد نشرت لجنة البورصة في لندن رأيها في هذه الطريقة في جريدة التايمز في عدد ١٢ فبراير سنة ١٩٣٦ وفيما يلي أهم ما ورد فيه .

« أن طريقة التمويل بالتوزيع الخاص تضر بمصالح جمهور المستثمرين ، وتلاحظ اللجنة أنه بينما تعتبر كل من طريقة الإصدار بإعلان البرنامج وطريقة الإصدار بظهور عرض للبيع ، من أفضل الطرق لتوزيع الأسهم ، إلا أن المشروعات تعدل عنهما في كثير من الأحيان على أساس كثرة النفقات وتلجأ إلى طريقة التوزيع الخاص وبذلك يحرم الجمهور من المساهمة في بعض المشروعات التي لو ساهم فيها لعاد ذلك عليه بفوائد كثيرة ، ومن أجل ذلك ترى اللجنة أنه من المصلحة أن يتم الإصدار بأحدى الطريقتين الأولى والثانية على الرغم من كثرة النفقات ، كما ترى ألا يكون الالتجاء إلى الطريقة الثالثة إلا في الحالات التي تتوافر فيها أسباب تبرر هذا التصرف » . هذا ما قالت به لجنة البورصة في لندن في سنة ١٩٣٦ غير أن الحال لم تتغير على الرغم من ظهور هذا التقرير فقد ظلت الطريقة الثالثة مفضلة في تمويل بعض المشروعات وإن لم تتوافر المبررات الكافية بل إن هذا التفضيل قد زاد ، فقد لوحظ من الإحصائيات التي يجمعها بنك ميدلاند أن طريقة التوزيع الخاص قد استعملت في سنة ١٩٣٧ (أي السنة التالية لظهور تقرير لجنة البورصة) في تمويل ٢٤٠ مشروعا ، على حين أنها لم تستعمل في سنة ١٩٣٥ (أي السنة السابقة لظهور التقرير سالف الذكر) إلا في تمويل ١٨٠ مشروعا .

الهيئات التي تمويل المشروعات

في سوق^(١) رأس المال يوجد عدد كبير من وكالات الإصدار التي تعمل على تمويل المشروعات ، وبين هذه الوكالات تباين من ناحيتي الشكل واتساع نطاق النشاط ، فمنها البيوت القديمة التي اتخذت شكل البنوك التجارية ، ومنها مكاتب مروجي المشروعات ، ومنها الاتحادات المؤقتة التي يتألف الواحد منها لإخراج مشروع معين إلى الوجود ثم يختفي (أي ينحل بعد ظهور المشروع) .

وسنقصر بحثنا هنا على أهم أنواع هذه المنشآت :

(١) الكلام هنا عن سوق رأس المال في لندن .

١ — البيوت القديمة ذات الشهرة العالمية Old Established Houses :

أهم هذه البيوت بارنجز — روتشيلدز — مورجان جرنفل — شكروودرز — هامبروس — أرلانجرس — هيجنسونس — لازاردس^(١) . ولقد قامت هذه المؤسسات بتمويل المشروعات في البلاد الجديدة ، ولمعظمها اتصالات خاصة بمناطق معينة في العالم ، وهي تنتظر من هذه المناطق طلب الأموال ، كما أنها متصلة اتصالاً وثيقاً بأسواق رأس المال في باريس ونيويورك وغيرها من كبريات الأسواق ، ولكل واحد من هذه البيوت معلوماته الخاصة عن حالة الائتمان وظروفه في الأسواق الجديدة ، وأما الموارد التي يستطيع أن يلبأ إليها كل بيت في أعماله فكبيرة جداً ، وأهم وجوه نشاطها إصدار الأسهم الجديدة وقبول الكمبيالات .

وعند ما كان الإقراض للأسواق الجديدة مهما عملت الشهرة العالمية لهذه البيوت على تدعيم أي إصدار تشترك فيه ، لأنها كانت دائماً تشمل المشروعات التي تتولى إخراجها إلى الوجود برعايتها حتى بعد بيع الأسهم لجمهور المستثمرين ، ومما تقدم يتضح أن وظيفتها الأولى كانت تصدير الأموال إلى حيث تتوفر فرص الاستغلال ، وإلى جانب هذه الوظيفة الرئيسية كانت البيوت المذكورة تعمل على استقرار المشروعات التي ارتبط وجودها باسمها ولو في مرحلة التكوين .

غير أنه حدث أن انكمش حجم الإقراض للأسواق الجديدة بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى (١٩١٤ — ١٩١٨) ، كما نقص الإصدار الجديد لدول القارة الأوربية بعد سنة ١٩٣١ ، وترتب على هذين العاملين أن اهتمت البيوت المذكورة بإصدار أسهم المشروعات الجديدة الكبيرة في إنجلترا ، ولما كانت الشهرة القديمة لتلك الأسماء قد أوجدت لها في سوق رأس المال نوعاً من الكبرياء أو المكانة العالية فقد جرت على أن تتعالى عن المشروعات الصغيرة — وهكذا أخذ نشاط تلك البيوت في الانكماش شيئاً فشيئاً نظراً إلى أن معظم المشروعات الانجليزية صغيرة الحجم نسبياً .

(١) Barings, Rothschilds, Morgan Grenfell, Schröders, Hambros, Erlangers, Higginsons, Lazards.

٢ — البيوت المالية Finance and Investment Houses :

ساهم بعض هذه البيوت من وقت طويل في تمويل الصناعات الانجليزية ، وللكثير منها اتصالات وثيقة في عدد من نواحي النشاط الصناعى . وسنذكر فيما يلى بعضا من هذه البيوت التى لا تزال تلعب دوراً متزايد الأهمية في تمويل الصناعات الانجليزية :

١ — The British Trust Association : والمعروف عن هذه الهيئة هو أنها تحتفظ لأعضائها بمعظم أسهم المشروعات الجديدة التى تظهرها في الوجود .

ب — The Charter House Investement Trust : وتقوم هذه الهيئة بتمويل بعض المشروعات الصغيرة ، كما تساهم في تمويل المشروعات القائمة التى ترغب في التوسع مساهمة لها قيمتها .

ومن قبيل هذه البيوت أيضاً ، The Investment Rigistry, Wagg and Co. Helbert.

ويلاحظ أن رأس المال المدفوع لكل واحد من معظم هذه البيوت المالية يقل عن نصف مليون جنيه ، بل إن منها ما يقل رأسماله المدفوع عن مائة ألف جنيه ، ولكن القوة الحقيقية لهذه الهيئات كامنة في سمعتها وفي اتصالاتها بجمهور المستثمرين ، وعلى ذلك يكفي أن ننصح أحد عملائها بالمساهمة في مشروع ما ليقبل جمهور المستثمرين على شراء أسهمه ^(١) .

٣ — التجمعات المؤقتة Ad hoc Syndicates

تقدم بنا القول بأن جماعة المروجين لكل مشروع قد يؤلفون فيما بينهم اتحاداً يهدف إلى إظهار المشروع في الوجود على صورة شركة مثلاً ، ومن الطبيعى أن تكون مثل هذه

(١) في سوق رأس المال في مصر اليوم أسماء يوحى ذكرها بالطمأنينة في نفوس أصحاب المدخرات حتى أن ذكر بعضها أو أحدها في مشروع ما كواحد من المؤسسين يكون عاملاً من عوامل الترويج ونجاح الاكتاب ومن الأمثلة البارزة : اسماعيل صدق ، عبود ، يحيى ، حافظ عفيفى ، فرغلى ، سالم ، درويش ، ويرجع ظهور هذه الأسماء في سوق رأس المال في مصر إلى السنوات القليلة الأخيرة — كذلك من الأسماء التى تركت أثراً بارزاً في السوق المصرية طلعت حرب ، ولقد قامت هذه الأسماء في إنشاء المشروعات الجديدة في مصر بوظيفة تقرب في أهميتها من الوظيفة التى تؤديها البيوت المالية .

الاتحادات متفاوتة في الشهرة والأهمية تبعاً لتفاوت قيمة الأسماء البارزة في كل اتحاد وتبعاً لقيمة المشروع ذاته .

والمشاهد هو أن هذه المؤسسات تظهر بكثرة في أوقات الرخاء ، ويختفي الكثير منها في أوقات الكساد ، وقد تبين من مراقبة نشاط عدد كبير منها أنها تلجأ إلى إعلان برامج غير واضحة بالدرجة الكافية وأن أهداف مشروعاتها غير محددة بدقة ، وإذا لاحظنا تقلبها بين الظهور والاختفاء وتعهدا بدء النشاط في مستهل فترات الرواج الاقتصادي أمكن القول بأنها إنما تعتمد في تحقيق الأرباح لمشروعاتها على احتمال استمرار حالة الرخاء ، وأنها لا تستطيع أن تصمد في وجه التقلبات الاقتصادية فضلاً عن عجزها عن تحقيق الربح في الفترات العادية وفي سنى الأزمات .

والكثير من مروجي هذه المشروعات مغامر ، ومعظم الذين يقبلون على الاكتتاب في مشروعاتهم بين مقامر وبين شخص بسيط تبهره البرامج ذات المظهر الأخاذ وأن كانت في حقيقتها تافهة أو بعيدة المنال ، ولقد ألف عدد من هؤلاء المروجين اتحادات مالية حول سنة ١٩٢٨ في كبريات الأسواق ، وكان ظهورها بوفرة هائلة في الولايات المتحدة إلى حد أنها عرفت بتسمية خاصة أطلقت عليها Bucket-shops (أى بيوت المقامرة في سوق الأوراق المالية) ، وكان من الطبيعي أن تنهار مشروعات هذه الاتحادات قبل غيرها عند ما تحولت الأمور إلى الكساد في السنوات القليلة التالية ، وقد حوكم في أمريكا عدد كبير من المروجين وانتهى الكثير منهم إلى السجن .

وقد ظهرت مشروعات أخرى بالطريقة نفسها في سنة ١٩٣٧ عند ما توافرت بوادر التحول نحو الرخاء مرة أخرى ، ثم تزايد ظهور الاتحادات واشتد نشاطها خلال الحرب الماضية وبخاصة في مصر وفي غيرها من البلاد التي تكونت فيها احتياطات ضخمة من الأموال ، والتي كانت أسواقها الداخلية في حماية من المنافسة الخارجية بسبب اشتغال معظم مصانع القارة الأوروبية والولايات المتحدة بتموين الجيوش .

وقد نجح بعض هذه المشروعات ، وأخفق بعض آخر ، أما المشروعات التي نجحت فهي تلك التي تمتعت لمدة طويلة بأرباح غير عادية نتجت عن الظروف المؤاتية خلال

الحرب (وهى ضعف الاستيراد وانشغال المشروعات القديمة فى أوروبا وأمريكا بالانتاج الحربى) . وقد عمد بعض هذه المشروعات التى صادفها التوفيق إلى تكوين احتياطات ضخمة ، واستهلاك جانب كبير من أصولها ، وبهذا وذاك أمنت مركزها^(١) . أما المشروعات التى فشلت بمجرد انقضاء فترة التكوين وما يصحبها من دعاية وترغيب — وهى المشروعات التى لا يشتري الجمهور أسهمها إلا بأقل من قيمتها الاسمية — فهى التى تعرضت للمنافسة الأجنبية بعد ظهورها بوقت قصير .

وبعض المشروعات الموجودة فى مصر الآن كونت بهذه الطريقة . وكان نجاح معظمها رهين الصدفة^(٢) . وقد انتهز كثير من مروجى المشروعات قبول أصحاب الأسماء الضخمة من المصريين الاشتراك فى مجالس إدارة المشروعات التى يروجون لها ، فأنشأوا الكثير من الشركات التى لا يرجى لها النجاح فى الأحوال العادية ، وقد خاطر أصحاب الأسماء المعروفة بقبولهم الانضمام إلى هذه الشركات . لأن وجودهم فيها يشجع أفراد الجمهور على الاكتتاب فى أسهمها . وفى رأينا أنه لولا البطء فى الانتعاش الاقتصادى بعد انتهاء الحرب بسبب انقسام العالم إلى كتلتين ، ولولا تلكؤ إنجلترا فى الاعتراف بالتزاماتها المالية ، وتجميدها لما تجمع عليها من ديون (عرفت بالأرصدة الاسترلينية) لكانت نسبة الفشل بين هذه المشروعات أكبر مما هى عليه إلى اليوم .

وقد اهتم الشارع فى الولايات المتحدة بأمر هؤلاء المروجين فوضع عقابا رادعا يحمى الجمهور — إلى حد ما — من تغريهم . ونظن أن الوقت مناسب الآن فى مصر للاهتمام أيضا بأمر هؤلاء ، لأن فشل المشروعات لا يتوقف أثره على من يحماون أهمهم ، بل يتعدى ذلك فيصيب التقدم الصناعى الناشئ والمرغوب فيه ، بضرر كبير .

(١) هذه سياسة مالية سديدة ، ومع ذلك لم تأخذ بها بعض المشروعات الناجحة فأفلتت من يدها فرصة تأمين مركزها المالى .

(٢) لأن نجاحها يعتمد على تحقيق الأرباح الاستثنائية ، وتحقيق الأرباح الاستثنائية يتوقف على عوامل لا يمكن التنبؤ بها بأية درجة معقولة من الدقة .

٣ - بيوت السمسرة ذات الاتصالات الفورية Stockbroking Firms :

وهذه البيوت تظهر المشروعات إلى الوجود من غير أن تعتمد على مساعدة أية هيئة من الهيئات ، أى أنها تقوم بتقديم الأموال اللازمة لجماعة المؤسسين ، ثم تقوم بنفسها بتوزيع أسهم المشروع على عملائها الذين يثقون بها ، وتكوين المشروعات بهذه الطريقة يضمن للجمهور إلى حد كبير نجاح المشروع الذى يساهم فيه ، لأن هذه البيوت لا تشترك إلا فى المشروعات التى يرى الخبراء سلامة تكوينها من جميع النواحي (من الناحية الفنية وناحية التمويل وناحية الإدارة) ، ومن الطبيعى أن تكون هذه البيوت حريصة فى اختيار المشروعات التى تتعرض لتقديمها للجمهور ، لأن فشل مشروع واحد من المشروعات التى تساهم فيها قد يؤدى إلى تصدع فى كيانها كنتيجة لسحب الثقة منها وهى أهم المقومات التى تعتمد عليها فى وجودها وفى نشاطها .

وقد ازدادت أهمية هذا النوع من هيئات التمويل فى السنوات الأخيرة نظراً إلى ازدياد عدد المشروعات المتوسطة الحجم^(١) التى تحتاج إلى من يقدمها إلى الجمهور ، والتى لا تقدر على تحمل نفقات الإصدار ، وهى عبء ثقيل على المشروعات المتوسطة والصغيرة كما تقدم بنا القول .

وفى رأينا أن مصر فى حاجة ماسة إلى هذا النوع من بيوت التمويل ، لأن وجودها يضيق المجال أمام اتحادات المروجين التى قد تغرر بالجمهور ، وهو عادة لا يعرف إلا القليل عن التقدم الصناعى . ومن الواضح أن فشل بعض المشروعات التى روجت لها اتحادات المؤسسين قد يؤدى إلى إعراض الجمهور عن استثمار مدخراته فى ميدان الصناعة ، وإذا حدث شئ من ذلك فإن نهضتنا الصناعية التى نعتمد عليها فى رفع مستوى المعيشة قد تتعثر

(١) وقد ظهر هذا النوع من المشروعات فى البلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية بعد استعمال الكهرباء فى إدارة الآلات ، وبعد تحسن الفن المستعمل فى الإنتاج . وفى رأينا أن هذا النوع من المشروعات هو الذى تحتاجه مصر فى بدء نهضتها الصناعية . فنحن لا نستطيع الآن أن تنافس البلدان المتقدمة فى الأسواق الخارجية ، وكل ما يهمنى هو مد السوق المحلية بما تحتاجه من بعض السلع التى نستطيع إنتاجها . وبما أن حجم السوق صغير فإن المشروعات المرغوب فيها هى المشروعات متوسطة الحجم ، خصوصاً وأن الفكر متجه إلى تعميم استعمال الكهرباء .

أو تتأخر اغير مسبب فى أو اقتصادى بخلاف عجز التنظيم أو سوء النية فى استغلاله ، وفى مثل هذه الحالة يحقق بالاقتصاد القومى ضرر بالغ .

يخلص مما تقدم أن بيوت السمسة — على عكس اتحادات المروجين — لها ميزة الاستقرار ، وعملها لا ينتهى ببيع أسهم أول مشروع تظهره إلى الوجود ، وفي بقائها ما يضمن للمستثمر أنها لن تستغله عن طريق رفع القيمة السوقية — بطرق مفتعلة — للأسهم التي تعرضها ، كما تفعل بعض اتحادات المروجين ، ونلاحظ أخيراً أن نجاح هذه البيوت بل بقاءها يتوقف على نجاح المشروعات التي تساهم فيها لأن درجة التوفيق الذي تصيبه هذه المشروعات سيكون المادة الأساسية في تاريخ البيوت التي روجت لها ، وسيكون دعاية لها أو عليها .

الفصل الثالث

وسطاء الاستثمار

- ١ - وظيفة « وسطاء الاستثمار » ٢ - البنوك ٣ - شركات التأمين
٤ - أمناء الاستثمار ٥ - المشروعات الرأسمالية ٦ - الأهمية النفسية لوسطاء الاستثمار .

١ - وظيفة وسطاء الاستثمار

مما يبرر وجود الهيئات التي تصل بين المدخر والمستثمر ، تلك الخدمات التي تؤديها للطرفين ، فهذه الهيئات تتوافر لديها المعلومات الخاصة بالاستثمار وبالفرص المتاحة لاستخدام رؤوس الأموال حيث تتحقق الأرباح ، وهي معلومات لا تتاح في معظم الأحيان للجمهور المدخرين ، ثم إن هذه المعلومات التي تتوافر للوسيط تتعدى حدود البلد الذي يعيش فيه . وهو يعرف الكثير عن يرغب في الاقتراض ، فإن غاب عنه شيء فسرعان ما يحصل عما يهمه من البيانات من أوثق المصادر ، وفي وسعه كذلك أن يستشير أقدر الخبراء في كل باب وأن يدفع الثمن الذي يكفل له الحصول على أدق البيانات وأسلم الآراء ، وهو من أجل ذلك في مركز يسمح له بأن يضمن عائدا مرتفعا لمدخرات الأفراد نظرا إلى معرفته التامة بالظروف التي تحيط بعمله ونظراً إلى قدرته على المساومة .

وتظهر أهمية الوسطاء من الناحية الاقتصادية في كونهم يستطيعون قبول المدخرات الصغيرة فتتجمع لديهم مبالغ كبيرة يستطيعون استخدامها في مختلف النواحي الربحية . وهم يعتمدون على كون الأفراد لا يسحبون - عادة - جميع مدخراتهم في وقت واحد ، فيقرضون بعض هذه المدخرات لأجل أطول من آجال الإيداع ، وهكذا يمكن القول بأنهم يغيرون صفة المدخرات التي أودعت عندهم ويجعلونها متاحة للاقتراض طويل الأجل الذي لا يقدر عليه معظم المدخرين ، وكذلك يعمل الوسطاء على الاقتصاد في استعمال النقود وبعبارة أخرى يقللون أهمية رأس المال الحاضر Liquid ، ولولا وجودهم لتحتم على كل

من الأفراد المقرضين والمشروعات المقترضة أن يحتفظ بجانب كبير (نسبياً) من موارده على صورة رأس مال حاضر .

ويقوم وسطاء الاستثمار بوظيفة شركات التأمين ، لأن المستثمرين الذين لا يستطيعون توزيع مدخراتهم على عدة مشروعات إذا قاموا بعملية الاستثمار بأنفسهم ، نظراً إلى صغر حجم مدخراتهم يتعرضون إذا ما أفلس مشروع ساهموا فيه لضياع كل مدخراتهم ، أما إذا وسطوا أمناء الاستثمار في توظيف هذه المدخرات ، فإن تصرفهم على هذا النحو يقلل من خطر ضياع أموالهم ، لأن أمناء الاستثمار يوزعون المدخرات على أكبر عدد ممكن من المشروعات ، وإذا كان هنالك احتمال إفلاس بعض المشروعات ، فإن احتمال نجاح البعض الآخر يحوّل الخسارة الكلية التي قد تحيق بالمدخر الصغير لأنه قام بنفسه بعملية الاستثمار .

ثم أن سياسة توزيع المخاطرة تمكن لوسطاء الاستثمار من استخدام بعض الأموال في المشروعات التي تعد خطرة بالنسبة للمدخر الصغير ، وقد لوحظ أن نجاح مثل هذه المشروعات يحقق أرباحاً طائلة ، فالوسطاء إذن يعملهم هذا ، يستطيعون الكشف عن النواحي التي يحقق استثمار الأموال فيها أكبر قدر من الأرباح ، وإن كانت عملية التثمين في هذه النواحي تتميز في أول عهدها بوجود قدر كبير من عدم التأكد Uncertainty .

يخلص مما تقدم ، أن وسطاء الاستثمار يقومون بوظيفة هامة ، إذ يمكنون صاحب المدخرات من استثمار أمواله وهو محتاط ، ويوسعون أمامه مجال الاستثمار ، كما يوزعون مدخراته على أكبر عدد من المشروعات التي تطلب التمويل ، أي أنهم يمكنون المدخر الواحد مهما قل ماله من المساهمة في عدد كبير من المشروعات . وهم كذلك يؤدون وظيفة هامة للمقرض ، فلولا وجودهم لتعذر عليه الحصول على المال بمثل السهولة التي يحصل بها عليه حين يلجأ إلى الوسطاء ، وبفرض أنه وجد حاجته من المال لتعذر عليه أن يقترضه بمثل المعدل الذي يقترض به من الوسطاء ، وهكذا يتضح لنا أهمية البنوك وشركات التأمين ، وأمناء الاستثمار وشركات البناء ، وغيرها من أدوات الادخار والتثمين التي تجمع بين المقرض والمقرض ، أو تربط بين الطرفين لتحقيق مصالح متبادلة بأقل تكلفة ممكنة .

٢ - البنوك

ترفض^(١) البنوك في مصر (وفي إنجلترا) مد الصناعات بما تحتاجه من الأموال طويلة الأجل^(٢). وحجتها في ذلك هي أن طبيعة عملها لا تسمح بهذا النوع من الائتمان، وإن حدث أن فتحت شيئاً منه فهي لا تفعل إلا تحت ضغط الظروف القاهرة، التي تضطرها إلى تحويل بعض القروض المعقودة للصناعة، من قروض قصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل، ووجه الضرورة هنا يرجع إلى اعتبارات خارجة عن إرادة المصارف، كأن تسوء حالة مشروع كان قد عقد قروضا قصيرة الأجل، إلى حد لا يسمح له بالوفاء بالتزاماته، وقد تجد المصارف أنها إذا أرادت أن تقف في منح الائتمان عند الحد المرسوم في سياستها وسحبت أموالها من المشروع فهي إنما تستعجل إشهار إفلاسه. وقد لا تحصل عند تصفيته إلا على نسبة صغيرة من الأموال التي قدمتها إليه في صورة قروض قصيرة الأجل، على حين أنها إذا مدت أجل استحقاق هذه الديون قوى الأمل في الحصول على جزء أكبر من حقوقها فيما بعد. ومن أجل ذلك فقط يخرج النظام المصرفي العادي عن سياسته المرسومة في منح الائتمان،

(١) هذا القول صحيح في عمومه إذا انصرف إلى النظام المصرفي من حيث كونه أداة ائتمان وتمويل جار أي قصير الأجل، ولا يستثنى من المؤسسات المصرفية سوى البنوك الصناعية، ولقد وجدت إنجلترا أنها في حاجة إلى وجود هذا النوع من التمويل طويل الأجل للصناعات ونفذت الفكرة حول سنة ١٩٣٣ وسنعود إلى ذلك في فصل تال. أما في مصر، فقد صدر قانون رهن المحل التجاري كخطوة تمهيدية أو كتحفة من سلسلة تشريعات منتظرة لتنظيم الأقراض الطويل الأجل للصناعة، أما البنك الصناعي فلا يزال مشروعا، على أنه من المحتمل أن يكون ظهوره في الوجود غير بعيد.

(٢) جرى بنك مصر على سياسة خاصة به لأنه اعتبر نفسه مصرفا قوميا، ولأنه رأى سوق المال في مصر فقيرة بمشآتها وأفانيتها فتقدم مخاراً لأداء أكثر من خدمة واحدة، ومن بين الوظائف التي قام بها تمويل المشروعات الصناعية والتجارية عن طريق المساهمة المباشرة بأموال البنك ثم توزيع الأسهم بعد فترة التجربة التي يجتازها كل مشروع، وكذلك عن طريق الأقراض طويل الأجل في حدود معينة — ولا نزاع في أن هذه السياسة تختلف عن السياسة التقليدية للنظام المصرفي (التي لا نقول بأنها منزهة عن النقد) على أن هذا البنك بالذات لم يخرج على السياسة المصرفية والمرسومة والمتبعة في مصر نفسها منذ عرفت البنوك في النصف الثاني من القرن الماضي إلى الآن بقصد أحداث تطور في التقاليد المصرفية أو بقصد الدعوة إلى مذهب جديد في الصيرفة أو في تنظيم سوق المال، وكل في الأمر أنه وجد فراغا خفيفا فعمل جاهدا على سده، حتى وإن كان في بعض وجوه النشاط خارجا على تقاليد البنوك التجارية، وتعتبر حياته من سنة ١٩٢٠ إلى سنة ١٩٤٠ كفاحا في سوق غير منظمة وغير مصرية وإن كانت داخل الحدود، على أنه من المحتمل أن يعيد بنك مصر النظر في سياسته المالية مرة بعد أخرى كلما تواجدت في سوق رأس المال مؤسسات مالية تؤدي شتى الوظائف التي إشرنا إلى أهمها في بعض فصول هذا الكتاب.

ولا نرى وجها للاعتراض على خطة كهذه ، لأنها تبدو متفقة مع الوظيفة الرئيسية للمصارف ، وهي تتلخص في تقديم رأس المال قصير الأجل لكل من التجارة والصناعة عن طريق فتح الاعتمادات . وهذه القروض تمول بعض العمليات التي تقوم بها المشروعات المختلفة ، وهي تستحق الوفاء — دائما — بعد مدة قصيرة ، ويمكن تجديدها إذا تم الاتفاق على ذلك بين المقرض والبنك ، ويدعى النظام المصرفي أن هذه السياسة تجعل مركزه متينا ، لأنه يستطيع في أى وقت شاء أن يسحب أو يقلل ما قدمه من أموال للمشروعات ، وهو قول صحيح من الوجهة النظرية على الأقل .

كذلك تبرر البنوك إعراضها عن مد الصناعات بما تحتاجه من أموال لآجال طويلة واكتفاءها بتقديم الأموال القصيرة الأجل التي تحتاج إليها الصناعة ، بالتزاماتها قبل الجمهور ، وهي التزامات لا تحتل التسوية ، على حين أن ما تمنحه إلى العملاء من قروض واعتمادات ، لا يسهل استرداده كله دفعة واحدة وفي المدى القصير ، فيما إذا أرادت البنوك أن تستخدم حقها الصريح في سحب ما أقرضته من مال بعد فترة وجيزة من إخطار العملاء طبقا لنصوص الانفاقات المعقودة عند منح القروض أو فتح الاعتمادات .

على أنه يمكن القول بأن البنوك تمد الصناعات بطريق غير مباشر برؤوس الأموال طويلة الأجل ، ذلك أن الخدمات التي تقدمها المصارف لعملائها تمكنهم من الاقتصاد في استعمال الأموال المتاحة للقروض ذات الآجال الطويلة ، فإذا لم تكن البنوك قائمة بفتح الاعتمادات وعقد القروض القصيرة الأجل لصالح التجارة والصناعة لكان لزاما على المشروعات أن تزيد من استعمال القروض الطويلة الأجل ، بحيث تشمل من أبواب الصرف ما لا يجوز تحويله لآجال طويلة وإلا تحمل المشروع نفقة ضائعة Waste ، كأن يغطى المشروع بعض النفقات التي تتجدد من وقت لآخر من مال مقترض لأجل طويل .

وهكذا يتضح أن المصارف بتقديمها القروض القصيرة الأجل تؤدي المشروعات خدمتين : الأولى ، أنها تقلل من ندرة الأموال المتاحة للقروض الطويلة الأجل ، والثانية أنها تحقق وفرا لا يستهان به بتمكينها للمشروعات من استخدام القرض القصير المدى في الوجوه التي يعد فيها استعمال غيره من القروض نوعا من الإسراف والضياع — وفي عبارة واحد من رجال

البنوك خلاصة لوجهة نظر الصيرفي في هذه المسألة ، وذلك أنه قال : « بما أن الأموال المودعة لدينا ترد عند الطلب ، أو بعد فترة قصيرة من إعلاننا بطلب الاسترداد ، فإن الاعتمادات التي نفتحها لعملائنا يجب أن تخضع لنفس القاعدة . وهذا لا يعنى أننا نتمسك بهذا المبدأ في جميع معاملتنا اليومية دون استثناء ، على أننا نرى أنه لا بد لنا من أن نتأكد عند فتح الاعتمادات من قدرتنا على تصفيتها ، في وقت قصير ^(١) » .

وغنى عن البيان أن هذه الحجة غير مقنعة . فكلنا يعلم أنه إذا هرع الناس إلى البنوك لسحب أموالهم ، فإنها لا تستطيع أن تواجه إلا جزءا يسيرا من تعهداتها ، وفي الأغلب يتوقف معظمها عن الدفع حتى يتدخل البنك المركزي وييسر للبنوك مواجهة طلبات المودعين . والشئ الذي لا يستطيع أن تبدأ به البنوك حيال هذه المشكلة هو طلبها جملة واحدة وفي وقت قصير كل ما قدمته من أموال للصناعة والتجارة ، فحجة البنوك إذا في سبب عدم تقديمها الأموال ذات الآجال الطويلة للمشروعات تستند على أساس غير مقبول ، ولا شك في أن البنوك تعمل في الحل الأول على الاستزادة من الضمانات التي تطمئن بها إلى رجوع أموالها إليها ، كما أنها ترغب في استمرار عمليات فتح الاعتمادات ما دامت الضمانات متوافرة وهذا ما يعنى الاطمئنان على مركز المشروعات التي قدمت إليها البنوك أموالها أكثر مما يعنى استرداد الأموال عند الطلب أو بعد وقت قصير من طلبها .

والعمليات التي تقوم بها البنوك لا تعد الواحدة منها بمعزل عن الأخرى . فكل عملية تقوم بها البنوك تعتبر واحدة من مجموعة متشابهة من العمليات فضلا عن أن بعضها آخذ بزمام بعض ، وتقتضى المشروعات من البنوك لأنها على ثقة من أن هذه الأخيرة لن تمول عملية واحدة فقط ، بل أنها ستمول مجموعة كاملة من العمليات التي من نفس النوع . فإذا كانت البنوك تعتقد أنها تستطيع تصفية جميع هذه العمليات في مدة قصيرة ، فهي إنما تخدع نفسها ، وبخاصة في البلدان المتقدمة من الناحية الاقتصادية . فالعلاقة بين البنك والعميل في هذه البلاد تقوم على أساس متين ، إذ أن البنك لا يقدم على طلب الأموال من عميله إذا علم بأن في طلبه هذا ما يضر بصالح العميل .

ولا موجب للاقتصار على عقد القروض لآجال قصيرة ، وعلى الأقل في الأوقات التي لا تجد فيها البنوك مجالا كافياً لاستثمار ما في حيازتها من أموال لآجال قصيرة في التجارة والصناعة بما يضطرها إلى شراء السندات الحكومية بكميات أوفر من المعتاد ، وقد دلت دراسة الأرقام على أن هناك فترات ينكمش فيها النشاط العادي للبنوك إلى حد يحملها على تلمس وجوه مضمونة لاستثمار الأموال الحاضرة ، وإن كانت غير الوجوه المعتادة كمنح الائتمان القصير الأجل للتجارة والصناعة ، وفيما يلي جدول يبين الاعتمادات المالية التي منحتها البنوك في سوق لندن المالية في المدة من ١٩٢٩ إلى ١٩٣٦ :

١٩٣٦	١٩٢٩ ١٩٣٠	الجهة التي فتح لها الاعتماد
الجنيهات	مليون	
٣٩,٩	٨١,٦	صناعة الأقمشة (القطن والصوف والحرير والتيل والقنب . الصناعات الثقيلة (الحديد والصلب والشركات الهندسية وبناء
٤٠,٧	٦٣	(السفن)
٥٧,٧	٦٨,٦	الزراعة وصيد الأسماك
١٨,١	٣٠	المناجم
٢٩,٤	٦٣,٢	مشروعات الأغذية والشرب والدخان
١٢,٦	٢٢	الجلود والمطاط والمواد الكيماوية
٢٣,٢	٢٥,٢	القنوت ومشروعات النقل بما فيها السكك الحديدية
٦١,٥	٤٧,٨	شركات المباني
١٢٧,٥	١٤٦,٥	جهات مختلفة تشمل محلات البيع بالتجزئة
٥٠,٤	٥٢,٤	الحكومات المحلية والمرافق العامة (لا تشمل السكك الحديدية)
٤٠,٥	٢٦,٥	الملاهي والنوادي والكنائس والهيئات الخيرية
١٠٩,٦	١٤٢,٥	مشروعات التمويل
٢٥٨,٥	٢١٨,٤	اعتمادات مختلفة
٨٦٩,٥	٩٨٧,٧	المجموع

فإذا وازنا بين أرقام سنة ١٩٣٠ وأرقام سنة ١٩٣٦ في الجدول السابق ، لظهر لنا مبلغ الانخفاض الذى طرأ على القروض قصيرة الأجل التى عقدتها البنوك للصناعة والتجارة . وقد ترتب على السياسة التى اتبعتها البنوك^(١) أن أصبحت الصناعة تعتمد على نفسها فى حل مشكلة التمويل . واستطاعت أن تواجه الموقف إلى حد ما بالالتجاء إلى طرق شتى أهمها^(٢) التكامل Integratin ، وإنشاء الشركات القابضة Holding Companies ، واستخدام جزء من الأرباح ، والالتجاء إلى جمهور المدخرين عن طريق إصدار الأسهم والسندات ، وأغلب الظن أن المصارف إذا استمرت على سياستها هذه فقد تخسر أحسن عملائها .

ولا تتبع البنوك فى جميع الدول السياسة السابقة التى تتبعها البنوك الإنجليزية والبنوك المصرية والعربية (فيما عدا بنك مصر الذى يساهم فى إنشاء بعض الصناعات ويقرضها الأموال لآجال طويلة) ، ومن المعلوم أن فى مصر عدداً كبيراً من البنوك ، ولكن معظمها فروع لبنوك أجنبية ، وتتحصر مهمتها فى قبول الودائع من الأفراد وتمويل التجارة الخارجية وعقد القروض بضمان الأرض والعقار . ولم تسمح هذه البنوك فيما مضى بأى تدخل يحد من نشاطها أو يوجهه إلى ناحية معينة ، ولقد وقفت الحكومة مكتوفة الأيدي حتى اندلاع نيران الحرب الماضية ، وعجزت^(٣) عن سن قانون للبنوك والإشراف عليها ، ويرجع كل ذلك إلى ثقل التركة

(١) الكلام هنا عن البنوك الإنجليزية .

(٢) والتكامل Integratin على نوعين :

١ — التكامل الأفقى : وهو انضمام بعض المشروعات التى تقوم بعملية معينة إلى بعض آخر .

٢ — التكامل الرأسى : وهو بدوره ينقسم إلى نوعين :

أ — التكامل الرأسى الأمامى : وهو انضمام بعض المصانع إلى بعض آخر متجهة إلى

مصدر المادة الخام .

ب — التكامل الرأسى الخافى : وهو انضمام بعض المشروعات إلى بعض للاتجاه إلى

السوق لتوزيع المنتجات على جمهور المستهلكين .

(٣) من المعلوم أن الامتيازات الأجنبية تقلص ظلها فى سنة ١٩٣٧ بعقد معاهدة منترو ، وبق من آثارها فترة الانتقال ، اللازمة لتحويل اختصاص القضاء المختلط إلى القضاء الوطنى تمهيداً لإلغاء الأول نهائياً ؛ ومن المعلوم أيضاً أن الحرب الأخيرة بدأت فى سبتمبر ١٩٣٩ ، وهكذا يبدو أن فترة من الزمن قد انقضت بين الأجانب ، وأن إجراء ما كان واجب الاتخاذ فى سبيل إيجاد نوع من الرقابة على نشاط السوق المالية بصفة عامة وأعمال المصارف بصفة خاصة ، وأنه كان من الواجب على كل من الهيئة التنفيذية والهيئة التشريعية أن تفكر وأن تعمل فى هذا السبيل ، كل منهما فى حدود اختصاصه ، ولكن إلى جانب =

التي خلفتها الامتيازات الأجنبية ، على أن الحكومة تدرس هذه المسألة الآن (سنة ١٩٤٨) . ولم تتبع البنوك الموجودة في مصر ، سياسة واحدة لأن كل واحد منها فرع خاضع لسياسة المركز الرئيسي الذي يتبعه . وبما أن هذه المراكز موجودة في دول مختلفة ، فقد تباينت السياسات ، ويمكن القول بأنه لا يوجد في مصر الآن أى نظام مصرفي بالمعنى المفهوم في سوق مالية منظمة ، فالبنك الأهلى نفسه يقوم بأعمال مماثلة لأعمال سائر البنوك التجارية ، فهو يقوم مثلاً بفتح الاعتمادات للتجار الذين يخزنون القطن في الشون ، ويخصم الكمبيالات التي تدفع في مصر ، ويعقد القروض بضمان . وهو لا يقوم بالوظائف الرئيسية التي تقوم بها البنوك المركزية .

أما بنوك القارة الأوروبية وبنوك أمريكا فلا يقتصر عملها على أن تمد الصناعات بالقروض قصيرة الأجل فحسب ، بل تمدها أيضاً بالقروض طويلة الأجل ، وقد تذهب إلى أبعد من ذلك فتساهم في المشروعات ، وهذا ما لا يحدث في إنجلترا ولا في مصر . وقد سبق لنا القول بأن هذه السياسة عقيمة ، لأنه إذا كان الغرض من اتباعها هو ضمان درجة عالية من « السيولة » ، فإن هذا الغرض لا يتحقق بفضل سياسة كهذه ، وانضرب لذلك مثلاً أن يحدث ما يدعو إلى طلب المصارف استرداد ديونها ذات الآجال القصيرة من الصناعة ،

== هذه الوقائع يجب أن نذكر وقائع أخرى كان لها أثر كبير في تأخير التنظيم والإشراف إلى اليوم ، من ذلك أن الاهتمام اتجه في أول الأمر إلى التشريع الضرائبي فاستنفد من الجهد قدراً كبيراً في سنة ١٩٣٧ ثم استمر بصدر قوانين سنة ١٩٣٩ وسنة ١٩٤١ ، وسنة ١٩٤٤ وما يكملها جميعاً من تشريعات ، ثم أن تنظيم سوق المال وإخضاع النظام المصرفي لنوع من الرقابة أو التوجيه عمل متشعب الواسع ، ولا يخلو من الاعتبارات السياسية الشائكة وأولها أن بنك الإصدار في مصر لم يكن بنكاً أهلياً لمصر ولا مركزياً لحكومتها بل كان في نشأته بنكاً إنجليزياً ، ولقد كان من الطبيعي أن تبدأ الدراسة والتنظيم بهذا البنك وبالفعل صدر قانون سنة ١٩٤٠ بإعادة تنظيم البنك الأهلى المصرى على وضع لا محل لمناقشته في هذه الإشارة العابرة ، ويكفى أن نشير إلى الظروف التي تمت فيها إعادة التنظيم . فهي ظروف حرب ضروس وأحكام عسكرية وتوضيحات جسيمة من جانب الدول المتحاربة ومنها إنجلترا ، فلم تكن الحكومة الإنكليزية إذن في موقف يسمح لها بتقدير حق مشروع تتمسك به دولة صغيرة ناهضة ، هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى لم تكن مصر قد استعصمت بعد سيادتها على الرغم من المعاهدات المضاة . وهكذا جاءت إعادة تنظيم بنك الإصدار بعيدة عن تحقيق أهم أهدافها ، وهي تركيز الرقابة على النقد وأسعار القطع والمبادلات في مؤسسة مصرية بحجة سواء في ذلك أ كانت أهلية أم قومية أم حكومية أم مزيجاً من بعض هذه العناصر ، وإذا جاءت الرقابة على البنك الرئيسي متهافئة على هذا النحو ، فمن الطبيعي أن يظل النظام المصرفي كله على حال قريبة من تلك التي كانت سائدة من قبل ، وهي تلخص في استقلاله بتصرفاته الداخلية ، وخضوعه لأسواق العالم دون سوق مصر .

سواء أكان ذلك بطريق مباشر — أى من المصانع رأساً — أم بطريق غير مباشر، (أى عن طريق سحبها من سمسرة خصم الكيبيالات أو غيرهم ممن يعقدون للمصانع قروضا لآجال قصيرة ولكهم فى نفس الوقت يعتمدون الاعتماد كله على البنوك فى تمويل عملياتهم ، فهل تقدم البنوك على استرداد هذه الديون ؟ إنها فى أغلب الأحوال لا تقدم على ذلك ، لأنها لو فعلت لسببت أزمة صناعية ، وإذا فرضنا أن الأزمة وقعت وأنها لا تزال فى بدايتها ، فإن استرداد البنوك لقروضها يزيد شدة قد تسبب إفلاس كثير من المصانع وبالتالى ضياع مبالغ كبيرة على البنوك باعتبارها من الدائنين .

على أنه يجدر بنا — ومصر لا تزال فى مفترق الطرق ، ولم تتخير بعد نهجاً قومياً لنظامها المصرفى ، وبالتالى لصله المصارف بتمويل المشروعات الناشئة — أن نذكر بإيجاز مزايا وعيوب سياسة البنوك الإنجليزية (والمصرية مجازاً فيما عدا بنك مصر) ، وما يقوله محذو هذه السياسة ومنتقدوها ، وظاهر أن ما يعد من مزاياها الخاصة بها يدل فى نفس الوقت على نقص أو عجز فى سياسة البنوك الأوربية والبنوك الأمريكية والعكس صحيح .

يقول محذو السياسة التى تتبعها البنوك الإنجليزية فى تمويل الصناعة ، أن البنوك برفضها منح القروض للصناعة لآجال طويلة ، تأمن خطر وقوع أزمة مالية ، إذا ما أصيبت الصناعة بأزمة صناعية ، ويسوقون دليلاً على صحة قولهم هذا ، ما حصل فى القارة الأوربية وأمريكا عند ما أفلست بنوك كثيرة نتيجة للأزمات الصناعية التى وقعت ، فى حين أنه لم تحصل فى إنجلترا أزمات مالية رغم الأزمات الصناعية الكثيرة ، ويزيد المحذون على ذلك قولهم أن البنوك إذا ساهمت فى إنشاء بعض الصناعات ، أو حتى إذا أمدتها بمال كثير لآجال طويلة ، فإن تصرفات البنوك نحو عملائها إذا ما قصدها هؤلاء طالبين^(١) نصيحتها ، كثيراً ما تكون موضع الشك ... لأن البنك — بطبيعة الحال — سينصح عميله بأن يستثمر أمواله فى المشروعات التى ساهم فيها البنك نفسه ، حتى وإن لم تكن أحسن موطن لاستثمار أموال العميل ، والمتتبع لحالات الإفلاس الكثيرة التى تشهرو فى أمريكا وفى القارة يجد كثيراً من الفضائح التى أضرت بالمستثمرين أضراراً بالغة .

(١) والبنوك فى أمريكا والقارة تقوم بهذه الخدمة لعملائها .

كذلك يقول المحبذون بأن السياسة التي تتبعها البنوك في أمريكا وفي القارة تسبب ضررا اجتماعيا ، ذلك أن المنافسة بين المشروعات لا تقوم بدورها الكبير وهو العمل على بقاء المشروع الأصالح ، لأن المشروع الذي سيمتقي صامدا هو المشروع الذي يستند إلى بنك كبير ، وفي هذا الوضع غير الطبيعي خساره للمجتمع وخسارة للمودعين ، إذا أفلس البنك نتيجة لتمويله لعدد كبير من المشروعات التي لم تنشأ على أسس سليمة .

أما المعارضون لهذه السياسة فيقولون بأنه كثيرا ما يحدث إلا يخرج مشروع جديد إلى الوجود لا اعتبارات لا تعدوا أن تكون مالية . فقد يكون هنالك مشروع مبشر بالنجاح ولكن المال ينقصه لأن البنوك ترفض أن تمد به لأجل طويل ، وبذلك لا يظهر إلى الوجود أو على الأقل قد يمر عليه وقت طويل قبل ظهوره ، وثمة عيب آخر لأتباع سياسة البنوك الإنجليزية ، ويتلخص هذا العيب في حرمان المشروعات الناشئة من خبرة البنوك ومقدرتها الإدارية فضلا عن الجهد المضاعف الذي تبذله في الإشراف على المشروعات التي تساهم فيها ، وهذا هو ما تفعله البنوك في القارة وفي أمريكا ، فإنها إذا ساهمت في إنشاء بعض الصناعات ، أخذت على عاتقها الاهتمام بالإدارة المالية في المصانع التي تساهم فيها ، وبذلك يتسع المجال للمديرين لتركيز جهودهم في النواحي الأخرى ، كالناحية الفنية مثلا .

٣ - شركات التأمين

تعد شركات التأمين أكبر الهيئات التي تسيطر على مبالغ ضخمة قابلة للاستثمار طويل الأجل . ففي إنجلترا وحدها يقطع الناس من دخولهم سنويا ما يقرب من خمسين مليونا من الجنيهات ليأمنوا بها حياتهم ، وتقدر المبالغ التي تستثمرها شركات التأمين في النواحي المختلفة في إنجلترا بما يقرب من ألف وخمسمائة مليون من الجنيهات ، ومن ضخامة هذا الرقم تتضح لنا أهمية الدور الذي تلعبه شركات التأمين على الحياة الاقتصادية في العصر الحديث ، كما يتبين لنا أيضا أنها أغنى الهيئات التي تستطيع مد المشروعات بما تحتاجه من رأس المال طويل الأجل .

والواقع هو أن شركات التأمين تؤدي وظيفتين رئيسيتين ، هما :

- (١) تشجيع الناس على الادخار وتأمين أنفسهم ضد العوز ، مع إشراكهم في نفس الوقت في الفوائد التي تعود عليها من استثمار هذه المدخرات .
- (٢) تقدم بانتظام للمشروعات جزءا كبيرا من الأموال التي تحتاج إليها لأغراض التوسع أو تحسين طرق الإنتاج ، وعند ما يرد إليها أحد المشروعات ما سبق أن اقترضه منها من الأموال ، فإنها تقرضه للمشروعات الأخرى مضافا إليه ما تجمع لديها من المدخرات الجديدة .
- ومن دراسة الأرقام تتضح لنا نواحي الاستثمار التي وجهت إليها شركات التأمين ما كان تحت تصرفها من الأموال . وفيما يلي جدول يبين هذا النشاط لشركات التأمين في إنجلترا ، في المدة من ١٩٢٨ إلى ١٩٣٤ ، على سبيل المثال :

الجهة التي استثمرت فيها الأموال		١٩٣٤	١٩٢٨
سندات الحكومة		٣٦٣,٤	٢٧٢,٧
قروض للمجالس البلدية		٩١,١	٥٨,٢
قروض لحكومات الإمبراطورية البريطانية وبلدياتها		١٢٠,٤	٩٣,٧
» للحكومات الأجنبية وبلدياتها		٨٢,٣	٨٩
سندات المشروعات		٢٤٤,٨	١٨٥,٨
الأسهم الممتازة للمشروعات		١٠٤,١	٦٧,٣
الأسهم العادية للمشروعات		١٠,٨	٦٦,٢
مجموع ما استثمرته من المال في شراء الأسهم والسندات		١١١٤,٢	٨٣٢,٩
النسبة المئوية لما استثمرته من أموالها في شراء الأسهم والسندات		٪٧٣	٪٧٠
أعمال الرهونات		١٦٣,٨	١٣٤,٣
شراء الأراضي والعقار		٧٦	٥٧,٦
سلفيات على بوالص التأمين		٦٠,٦	٧٠,٦
ممتلكات مختلفة		١٠١,٧	٩٢,٥
المجموع		١٥١٦,٣	١١٨٧,٩

وتدل الأرقام على أن هذه الشركات قد استثمرت ما بين ثلث وربع المبالغ التي في حيازتها في شراء أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية ، وقد ازداد حجم المبالغ التي تستثمرها شركات التأمين في هذه الناحية زيادة مضطردة من بعد الحرب العالمية الأولى ، وقد قام أحد الاقتصاديين بتحليل أصول شركات التأمين الأربع الكبيرة في إنجلترا وكندا وهي :

The Prudential, the Pearl, the Alliance and the Sun Life of Canada. في كل من سنة ١٩٢٠ وسنة ١٩٣٣ ، فوجد أن ما استثمرته من أموالها في سنة ١٩٢٠ في شراء السندات والأسهم الممتازة والعادية للمشروعات الصناعية والتجارية قد بلغ ١٢٩٪ من مجموع أموالها ، وإن هذه النسبة استمرت في الازدياد حتى بلغت ٢٩٣٪ في سنة ١٩٣٣ . فإذا أخذنا هذه الشركات الأربع نموذجاً لباقي شركات التأمين لأمكن القول بأن نسبة ما تستثمره هذه الشركات من أموالها في المشروعات الصناعية والتجارية هي ٣٠٪ تقريباً ، ولا تقف مساعدة هذه الشركات للمشروعات عند هذا الحد ، لأن نسبة كبيرة من أعمال الرهونات وتقديم القروض بضمان عقود التأمين تذهب لتستثمر في المشروعات .

وقد ظهرت بوادر مبكرة لهذه السياسة التي تنحو إلى الاستزادة من أسهم وسندات المشروعات بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى مباشرة ، وكان معدل الأرباح عند ذلك مرتفعاً في مختلف نواحي الاستثمار ، ولم يكن هنالك أى ضغط يدفع مهيئات الاستثمار إلى توظيف أموالها في نواح جديدة تعد خطرة في نظر الكثيرين ، ولم يظهر هذا الضغط بوضوح كاف إلا بعد سنة ١٩٣٢ عندما كان عاملاً رئيسياً في اندفاع شركات التأمين نحو المشروعات تستثمر فيها ما تحت تصرفها من أموال . أما منشأ هذا الضغط وما تلاه من اندفاع فهو انخفاض معدل فائدة السندات الحكومية طويلة الأجل إلى ٣٪ ، وقد كان هذا الانخفاض حافزاً لشركات التأمين على تلمس نواح أخرى تحقق لها فائضاً أكبر .

وقد استفادت المشروعات الصناعية والتجارية ، سواء أكان حجمها كبيراً أم صغيراً من اتجاه شركات التأمين إليها واعتبارها إياها إحدى نواحي الاستثمار الجزئية ، فكانت شركات التأمين تمنح القروض للمشروعات النائمة (إذا قدمت الضمان الكافي) بفائدة

يتراوح معدلها ما بين ٥ ٪ ، ٦ ٪ ، كما كانت تقبل منها ما بين ٤ ٪ ، ٤ ١ ٪ . لتعقد لها القروض المضمونة برهن عقارى أو ما شابهه ، ثم إن شركات التأمين اشترت أسهم هذه المشروعات لتنتفع من معدل الربح الكبير الذى تحققه . وهكذا يتضح أنه عند ما كانت الأموال الحاضرة متوافرة ورخيصة أضطرت شركات التأمين إلى البحث عن نواح جديدة للاستثمار . وقد استفادت المشروعات القائمة من ذلك فحصلت على الأموال التى هى فى حاجة إليها بفائدة معتدلة .

وتجنى شركات التأمين بتقديمها الأموال إلى المشروعات القائمة مزايا كبيرة ، ذلك أنها تستحوذ على مبالغ طائلة ويهمها أن توزعها على عدد كبير من المشروعات فتقلل بذلك خطر ضياعها إلى أقصى حد ممكن ، كما أنها — لضخامة مواردها — تستطيع الحصول على نصيحة أكبر الخبراء قبل أن تقرر إيداع أموالها فى مشروع ما ، غير أن اعتبارا واحداً يعترض شركات التأمين فى اختيار هذا المنهج بحرية تامة ، وهو أن الأموال التى فى حيازتها ليست ملكاً لحلة أسهمها ، بل هى ملك لحلة بوالصها^(١) وهذا يجعلها تشعر بأنها مقيدة فى اختيار مجال استثمار الأموال . وعلى ذلك نجد أنه بينما تكون هذه الشركات على أتم الاستعداد لمد الصناعات القائمة بالأموال التى هى فى حاجة إليها إذا قدمت لها الضمانات الكافية ، إلا أنها تأبى المخاطرة بهذه الأموال بتمويل المشروعات الجديدة فترفض الطلبات التى من هذا النوع ، وذلك فيما عدا كبريات شركات التأمين التى تقبل على مخاطرة من هذا النوع فى حالات نادرة ، أما شركات التأمين الصغيرة فترفض تمويل المشروعات الناشئة .

٤ — أمناء الاستثمار

ظهر هذا النوع من المنشآت فى إنجلترا من سنة ١٨٢٧م تقريباً . وقد قامت مجلة The Economist بتحليل المعلومات الخاصة بمائة وسبع وتسعين شركة من شركات أمناء الاستثمار فى إنجلترا ، فوجدت أن رأس مالها المدفوع قد بلغ فى سنة ١٩٢٧م ٢٩٥٠٦

(١) قد تبلغ قيمة الأموال المحصلة من المستأمنين (حملة البوالص) عشرات أضعاف رأس المال ومن أجل ذلك تجاوزنا عن ذلك القدر من موجودات الشركة المملوك للمساهمين أنفسهم ، وقلنا بأن الأموال التى تنصرف بها شركات التأمين هى أموال العملاء أى حملة البوالص .

مليون جنيه استرليني ، ومن هذه الإحصائية يتضح أن الأموال التي في حيازة هذا النوع من الشركات أقل كثيراً من الأموال التي في حيازة شركات التأمين ، ويكفي أن نلاحظ أن شركة التأمين المعروفة باسم The Prudential وحدها ، قدرت اصولها في نفس السنة بمبلغ ٣٠٢ مليون جنيه استرليني أى أن ما في حيازة هذه الشركة بمفردها من الأموال يزيد على مجموع الأموال التي في حيازة أمناء الاستثمار مجتمعين .

ويرجع سبب تكوين هذا النوع من المنشآت إلى الرغبة في توزيع المدخرات على أكبر عدد من المشروعات لتقليل خطر الضياع إلى أدنى حد ممكن . ويرجع تاريخ أقدمها إلى سنة ١٨٦٣ ، وقد كون معظمها في الأوقات التي ارتفعت فيها قيمة الأسهم والسندات ، إذ ظهر نحو ٤٧ شركة من هذا النوع في الوجود فيما بين سنتي ١٨٧٩ ، ١٨٩٠ وفي سنة ١٨٩٠ ظهرت إحدى الأزمات الدورية التي يتميز بها النظام الاقتصادي الحاضر فوقفت حركة إنشاء هذه الشركات مؤقتاً . ثم كانت فترة من فترات الرخاء بين سنتي ١٩٠٥ ، ١٩١٤ فانتشر تكوين هذه مرة أخرى حتى ظهر منها ٣٢ شركة في مدى تسع سنوات فقط . وحينما رجعت إنجلترا إلى قاعدة الذهب في سنة ١٩٢٥ وتفاءل رجال الأعمال ، نشط تكوين هذه الشركات بدرجة أكبر ، فظهر منها في المدة ما بين سنة ١٩٢٥ وابتداء ظهور الكساد الكبير في سنة ١٩٢٩ : ٨٢ شركة . وكانت قد ارتفعت في أثناء هذه المدة أيضاً قيمة أسهم المشروعات الصناعية والتجارية . وعلى ذلك نجد أن ١٦٠ شركة من شركات أمناء الاستثمار التي يبلغ عددها ١٩٧ شركة قد تكونت في فترات الرخاء الثلاث السالفة الذكر .

وقد اهتمت شركات أمناء الاستثمار من أول أمرها بتمويل المشروعات في الأسواق الجديدة . وقد بين التحليل الذي قامت به مجلة The Economist أن هذه الشركات قد وظفت أكثر من نصف الأموال التي في حيازتها في هذه الأسواق ، ونلاحظ إذاً أن هذه الشركات حينما توزع أموالها لا تكتفي بمراعاة التنوع في وجوه نشاط المشروعات بل تراعى أيضاً اختلاف الأمكنة التي توجد فيها هذه المشروعات ، ثم إن هذه المنشآت تحرص أيضاً على ألا تمتلك نوعاً واحداً من الأوراق المالية ، فهي توظف من ٣٠ ٪ إلى ٤٠ ٪ من

مجموع أصولها في شراء الأسهم العادية . وهذه النسبة أعلى بكثير من نظيرتها في ميزانيات شركات التأمين التي لا توظف إلا ما بين ٥ / ١٠ ، من مجموع أصولها في شراء هذا النوع من الأسهم .

وباستخدام هذه الشركات لبعض أصولها في شراء أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية نجدها تجمع بين المدخر المحافظ وبين صاحب المشروع القائم الذي يرغب في الاستزادة من الأموال بتحمل بعض المخاطرة . على أن أمناء الاستثمار ظلوا دائماً راغبين عن المساهمة في المشروعات الجديدة التي هي في أشد الحاجة إلى معونتهم ، وعلى الرغم من أن بعض هذه الشركات تشتري أحياناً أسهم المشروعات التي يكتنف أعمالها شيء من عدم التأكد ، إلا أن تصرفاً كهذا لا يعدوا أن يكون من قبيل الحالات الفردية التي لا تؤثر في الحكم العام وهو أن هذا النوع من المنشآت يحرص دائماً على البقاء في حدود دائرة المشروعات القائمة ذات الماضي المعروف . وتكوين رأس المال في شركات أمناء الاستثمار يلفت النظر فهو ينقسم إلى ثلاثة أجزاء متساوية تقريباً ، وهذه الأقسام موزعة على الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ^(١) . وتكوين رأس المال بهذه الطريقة يحقق أحسن النتائج في أوقات الاستقرار حين لا تتقلب الحالة الاقتصادية تقلباً ذا شأن ، ولكنه بعد الحرب العالمية الأولى ، وبخاصة بعد سنة ١٩٢٩ ظهر خطر هذا التكوين ، فبينما عمل توزيع الاستثمارات على مختلف الصناعات في شتى نواحي الأرض على أن يمحو بعض الخطر بعضاً آخر فيزول كلية أويكاد ، نجد أن ثلثي رأس المال المستحق لفوائد ^(٢) ثابتة قد قلل نصيب حملة الأسهم العادية

(١) القول بأن السندات تكون جزءاً من رأس مال المنشأة دون قيد غير صحيح ، والغرض من سياق الحديث هو الكلام عن المال العامل الذي يجلبه المشروع من شركاء (مساهمين) أو من مقرضين (حملة السندات) ، وقد سبق لنا القول بأن لفظة الأقرض ومشتقاتها ومرادفاتهما قد استعملت في هذا الكتاب مطلقاً من قيودها الاصطلاحية الضيقة ، فدار البحث دائماً هو التمويل أي إمداد المشروعات برءوس الأموال على صور شتى .

(٢) في هذا التعبير بعض التساهل ، غير أنه يتفق مع الخط الرئيسي للفكرة التي نعالجها ، ومن المعلوم أن العائد على صاحب السند يكون عادة فائدة محددة القيمة سلفاً غير أن هذا لا يمنع المقرض من اشتراط المقاسمة في الأرباح مع الإبقاء على امتيازاته كدائن يتقدم على غيره في استرداد رأس ماله ومن المعلوم كذلك أن العائد على السهم الممتاز يعتبر في الاصطلاح الفني ربحاً قابلاً للزيادة والقص لا فائدة ثابتة أو ملزمة كما هي الحال بالنسبة إلى فائدة السند ، وهذه التفرقة الفنية آثارها العملية التي لا يجوز إغفالها فتلا تعتبر فائدة السند شيئاً تتحمله المنشأة قبل حساب الضرائب التجارية بعكس ربح السهم الممتاز ، فهو توزيع Appropriation لا تحميل Charge

من الأرباح إلى حد كبير . وإذا أرادت هذه الشركات أن تتفادي أثر الكساد (في الدورة الاقتصادية) ، فعليها أن تزيد من نسبة الأسهم العادية عما جرى به العرف ^(١) .
وسنلخص فيما يلي أهم خصائص هذا النوع من الشركات :

أولاً : حجم هذه الشركات محدود ، فمتوسط رأس مال كل واحدة منها عادة حول ١٦ مليون جنيه وهذا يعني أنه لا يتسنى لشركة بمفردها أن تساهم جدياً في تقدم المشروعات التي تنتمي إلى صناعة واحدة مع أتباعها في نفس الوقت مبدأ توزيع أموالها على عدد كبير من الصناعات في بلاد مختلفة لتقليل الخطر إلى أدنى حد ممكن ، وكذلك يترتب على كون رأس مال هذه الشركات محدوداً أن تكتفي بتوظيفه في المشروعات القائمة ذات الماضي المذاع ، دون المساهمة في تمويل مشروعات جديدة .

ثانياً : على الرغم من أن حجم هذه الشركات محدود ، إلا أنها تقوم بوظيفة اقتصادية لا يستهان بها ، فهي تقرب المسافات التي كثيراً ما كان بعدها حائلاً دون تعرف المدخر للمشروعات المربحة التي هي في حاجة إلى مدخراته ، وبقيام هذه الشركات بوظيفتها هذه أصبحت عاملاً مهماً في ذلك النظام الذي يسيّر « البورصة » فيجعلها قادرة على تمويل ^(٢) بعض المشروعات « الجريئة » من سوق رأس المال . وهي تستطيع أن تفعل ذلك نظراً إلى قدرتها على توزيع الخطر على أكبر عدد ممكن من المشروعات في مختلف بقاع الأرض .

ثالثاً : حال ماضي هذه الشركات (إلى حد ما) دون تمويلها للمشروعات الانجليزية التي نشطت في الجزيرة at home ، لأنها بدأت توظيف جانب كبير من أموالها في الأسواق الأجنبية ولم يكن رأس مالها المحدود كافياً للتوظيف خارج الجزيرة وفي حدودها .

رابعاً : حال تكوين رأس مالها دون تفاديها لبعض آثار الالتزامات ، فـرأس مال الأسهم العادية صغير بالنسبة لمجموع ما في حيازتها من أموال . وقد أدى ذلك إلى إرهاقها بدفع مبالغ معينة ومحددة سلفاً في أوقات عزت فيها النقود .

(١) نرى أن رفع نسبة الأسهم العادية إلى النصف من رأس المال أو ما يزيد على ذلك بعض الشيء وافياً بالفرص .

(٢) صرنا القول بأن البورصة لا تمويل المشروعات الجديدة بطريق مباشر ، غير أنها تؤدي إليها خدمة مزدوجة ، فجرد وجودها يشجع أصحاب المدخرات على اقتناء أسهم المشروع الجديد ، وعن طريقها كذلك تنطلق بعض المدخرات القديمة من عقالها في كثير من اليسر ببيع أوراق المشروعات القديمة ، وقد يذهب جانب من حصيلة البيع إلى تمويل المشروع الجديد .

٥ - المشروعات الرأس مالية

يعد ذلك الجزء من الأرباح الذي تنقطع المشروعات الرأس مالية من أرباحها في شكل احتياطات مختلفة أهم بنود « الادخار الأهلي » ، وتستخدم هذه الاحتياطات في عدة نواح :

١ - فقد تستخدم في توسيع مجال أعمال المشروع نفسه أو في تحسين المعدات الرأس مالية مثل العدد والآلات ، أو طريقة الإنتاج . والأموال التي تستخدم في هذه الناحية تستغرق الجزء الأكبر من هذه الاحتياطات . وعلى ذلك نجد أن قدرة المشروع على التوسع تزداد بازدياد معدل الربح الذي يحققه .

٢ - وقد تستخدم هذه الاحتياطات في شراء مشروع جديد ليعمل في حى المشروع الأصلي ، ويعرف هذا الإجراء بالتكامل Integration ، وقد يكون أفقياً أو رأسياً ، فيقال أنه تكامل أفقى حينما يشتري المشروع منشأة أخرى تعمل في نفس الفرع من الإنتاج ، ويقال أنه تكامل رأسى حينما يشتري المشروع الأصلي مشروعاً آخر يمد الأول بالمواد الأولية اللازمة له ، أو يبيع منتجاته ليوفر عمولة الوسيط . وهذه الناحية تشبه إلى حد كبير الناحية الأولى إذا استخدمت الاحتياطات فيهما جميعاً في توسيع مجال أعمال المشروع الأصلي .

٣ - وقد تستخدم هذه الاحتياطات في شراء الأوراق المالية ، لأن بعض المشروعات تضطرها طبيعة أعمالها إلى أن تكون لديها مبالغ احتياطية لمقابلة الطوارئ . وهى بطبيعة الحال لا تترك هذه الأموال مكدسة في خزائنها لما فى تصرف كهذا من ضياع ظاهر ، فهى تستثمرها في سوق الأوراق المالية . وهى بعملها هذا تقوم بوظيفة وسيط الاستثمار ، كما أنها تساعد حملة أسهمها على توزيع المخاطرة . والأموال التي توظفها هذه المشروعات في شراء الأسهم والسندات كبيرة جداً ، ومما ثبت ذلك أن شركات السكك الحديدية الأربع الكبرى في إنجلترا وحدها توظف ٤٠ مليون جنيه تقريباً في سوق الأوراق المالية . وفى تحليلنا لميزانيات عشر شركات كبيرة وجدنا أنها توظف ٨٠ مليون جك من احتياطاتها في شراء الأسهم والسندات (نصفها أو يزيد من السندات الحكومية) ، ووجدنا أن رأس المال الأسى لهذه الشركات هو ٢٧٠ مليون جك ، وفى ضوء هذه الأرقام يمكن القول بأن الشركات الكبيرة

توظف ما يقرب من ثلث رأس مالها في سوق الأوراق المالية^(١).

وتفضل كثير من الشركات الكبيرة في اتجاهها إلى سوق الأوراق المالية لتوظيف احتياطياتها شراء السندات الحكومية لما تتماز به من ثبات نسبي في القيمة وفي العائد، ولكن هذا لا ينفى أنها تشتري في ظروف معينة أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية، على أن بعض الشركات تحتم عليها طبيعة أعمالها استثمار الجزء الأكبر من احتياطياتها في شراء أسهم وسندات المشروعات الرأس مالية.

وإذا أردنا أن نأخذ بالحيلة في تقديرنا أمكن القول بأن ثلثي هذه الاحتياطيات توظف في شراء السندات الحكومية، وأن الثلث الباقي يوظف في شراء أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية، أي أن المشروعات الرأس مالية توظف ما يعادل تسع رأس مالها الأسمى في شراء أسهم وسندات المشروعات الرأس مالية المختلفة. ومجموع هذه الأموال يزيد كثيراً عن جملة الموارد التي تكون عادة في حيازة أمناء الاستثمار مجتمعين، وهكذا تتضح أهمية الاحتياطيات التي تبنيها المشروعات القديمة، في إمداد سوق رأس المال.

٦ — الأهمية النسبية لوسطاء الاستثمار

يتضح لنا من دراستنا السابقة لهذا النوع من الهيئات، أن وظيفتها في الحياة الاقتصادية تجمع بين عمل الوسيط وعمل شركة التأمين. فوظيفتها الأولى هي تعريف العملاء بالمشروعات للبشرة، وهؤلاء يشترون أوراق المشروعات المختارة بطريق مباشر بعد أن يدفعوا لوسطاء الاستثمار ما يستحقونه من عمالة أو بطريق غير مباشر بشراء أسهم وسندات هذه الهيئات التي تستثمر بدورها ما تجمع لديها من أموال في شراء أسهم وسندات المشروعات، ووظيفتها الثانية هي توزيع مدخرات الجمهور التي تجمعت لديها بشرائه لأسهمها وسنداتها على أكبر عدد من المشروعات لتقليل خطر ضياعها إلى أدنى حد ممكن. ولا تشتري أسهم أي مشروع

(١) ليست لدينا وسائل كافية للتحقق من أن هذه الشركات العشر موضوع التحليل تعتبر عينة صادقة true pattern or sample للشركات الكبرى.

إلا بعد إقرار خبراءها . فهي بهذين العاملين تضمن المدخر العادى أن أمواله قد استثمرت في أحسن ناحية يمكن استثمارها فيها .

ولكن على الرغم من خطر شأنها هذا ، مازالت الأموال التى يستثمرها المدخرون — في البلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية — في شراء أسهم وسندات المشروعات الرأس مالية من غير وساطتها أكبر من الأموال التى يستثمرونها بوساطتها في هذه الناحية ، والسبب في ذلك يرجع إلى أنه توجد في هذه البلاد مشروعات كثيرة راسخة القدم في اختصاصها وترغب في الاستزادة من الأموال لتحسين طرق إنتاجها أو معداتها ، أو للتوسع في أعمالها ، أو لتسيير في طريق التكامل ، وكثير من هذه المشروعات قديم كقدم الصناعة التى تمارسها ، وقد بينت ميزانياتها المتعاقبة قدرتها على تحقيق الأرباح المعقولة ، ومن الجلى إذن أن أمثال هذه المشروعات لا تحتاج إلى من يقدمها لجمهور المدخرين ، لأن سمعتها الطيبة تجذب إليها المدخر العادى وهو مطمئن إلى استثماره أمواله فيها . ومما يسهل على المدخر العادى استثمار مدخراته بهذه الطريقة وجود هيئات^(١) تنشر معلومات دورية وصحيحة عن المؤسسات المختلفة التى التى تدرج أوراقها المالية في « البورصة » . هذا علاوة على وجود مجال مستمر يتيح للمدخر العادى فرصة استثمار مدخراته في أى وقت يقرر ذلك .

وعلى الرغم من كل ما تقدم نجد أن وسطاء الاستثمار يتحكمون في مبالغ كبيرة يستثمرونها بما اكتسبوه من خبرة ودراية في المشروعات الصناعية والتجارية .

أما في مصر فنرى أن الأمور لن تجرى في كثير من اليسر إلا إذا ظهرت في سوقنا مثل هذه الهيئات لتقوم بوظيفة الوسيط بين المشروعات الناشئة التى تحتاج إلى الأموال ، وبين الجمهور الذى كثيرا ما منع من فرصة تثمار مدخراته في منشآت مبشرة أو غرر به المؤسسون والمروجون ، والمشهد إلى الآن هو أن المدخر العادى لا يجد في نفسه الكفاية حتى يسير وحده في طريق غامضة ومجهولة النهاية ، فهو يلتبس النصيح من دليل محترف له سمعته الطيبة

(١) مثل الجمعية الاقتصادية الملكية التى تنشر مثل هذه المعلومات في صحيفتها المعروفة The Economic Journal وكذلك تعرض صحف أخرى لها قيمتها إلى نشر مثل هذه البيانات مثل مجلة The Economist وجريدة The Financial Times والعدد المالى لجريدة المانستر جارديان .

التي يهيمه المحافظة عليها ليبقى في قائمة الاحتراف ليقوم بإرشاده إلى طريق مأمونة العاقبة ، وقد يكون مجرد وجود اسم هذا الدليل ضمن قائمة المؤسسين نصيحة ضمنية بالا ككتاب في أمهم المشروع ، وقليلًا ماتتاح المدخر العادي من أوساط الناس الفرصة لاستثمار أمواله في المشروعات الناجحة ، ذلك أن عدد هذا المشروعات قليل ، وقد جرى معظمها عند إصدار أمهم وسندات جديدة على أن يخص^(٢) بها حملة أمهمها وسنداتهما القدامى .

وحتى في الحالة التي لا تميز فيها الشركات الناجحة بين أفراد المدخرين ، فإن علاوة الإصدار قد تصرف المدخر الجديد عن تملك الأوراق التي تصدرها هذه المشروعات . ثم أن أصحاب المدخرات البعيدين عن وسط الأعمال (وهم السكثرة الغالبة) لا يجدون السبيل إلى المعلومات الدقيقة التي يستقنرون بها ، إذ لا توجد في مصر حتى الآن إحصائيات تمكن للهيئات المختصة من نشر معلومات صحيحة عن الشركات القائمة ومدى نجاحها في كل فرع من فروع الصناعة أو التجارة . وهكذا سيقتى اعتماد المدخرين على نصيحة الأدلاء زمنا يتوقف مداه على سرعة تنظيم سوق رأس المال وظهور هيئات جدية ذات كفاية .

ولقد كان من الطبيعي أن تحول هذه العقبات مجتمعة بين المدخرين وبين المشروعات الجدية في الظروف الاقتصادية المادية ، وهكذا خلت سوق رأس المال من عوامل التشجيع على الادخار فضلا عن خلوها من أدوات ذات الكفاية الممتازة . وكان من الطبيعي كذلك أن يقل عدد المشروعات وأن تكون الخطوات في سبيل التقدم الاقتصادي غاية في البطء .

ثم كانت الحرب وظهر من المؤسسين والمروجين فريق لا يعنهم إلا تحقيق الربح الوافر من أقرب السبل وأيسرها وإن كانوا يعملهم ينزلون بالادخار القومي أبلغ الأضرار ، فتحولت المدخرات إلى مشروعات ذات برامج براقة ، فخالوا مرة أخرى بين كثير من البسطاء وبين تمييز مدخراتهم في المشروعات الصناعية والتجارية المبشرة واللازمة لتدعيم الاقتصاد القومي .

فإذا أحصينا ما في سوق رأس المال عندنا من نتائج ترتبت على ما تقدم ذكره من الوقائع ، وإذا أضفنا ما هي عليه الحال من ضعف الثقافة التجارية المالية وضيق نطاقها إلى

التي هي نتيجة طبيعية لما سبق ذكره من أسبابه .

(١) ومن حقها أن تفعل ، غير أننا لمعرض الكلام عن ضيق المجال أمام المدخر العادي مع بيان أسبابه .

حد يقعد بالنشاط الاقتصادي عندنا عن ملاحقة غبار الأمم التي سبقتنا ، تعين القول بأن قيام وسطاء الاستثمار في السوق المصرية يساعد على تحقيق غرضين لا يزالان ضمن الأغراض التي نهذف إليها ، وهما : تمكين أصحاب المدخرات من أوساط الناس من تشيير أموالهم في مشروعات مأمونة ، وتمكين أصحاب المشروعات الجديدة المبشرة التي تجمع بين محاربة الاستثمار من جهة ، وبين زيادة الثروة القومية وبالتالي رفع مستوى الرفاهية من جهة أخرى ، من الحصول على حاجتها من المال بشروط معتدلة وبغير مشقة .

١٠ - أثار وتداعيات قلة المال

ومثل هذا لا ينتظر حدوثه في البلاد التي لا تزال حديثة العهد بالصناعة ، لأن التحول من الزراعة إلى الصناعة لا يترتب عليه نقص في المال بل زيادة فيه . فالتداعيات التي تنتج عن قلة المال في مصر هي تداعيات خطيرة . فالتداعيات الأولى هي : نقص المال في المصارف ، ونقص المال في المصارف يؤدي إلى نقص المال في المشروعات ، ونقص المال في المشروعات يؤدي إلى نقص المال في الإنتاج ، ونقص المال في الإنتاج يؤدي إلى نقص المال في المبيعات ، ونقص المال في المبيعات يؤدي إلى نقص المال في الدخل ، ونقص المال في الدخل يؤدي إلى نقص المال في الاستثمار ، ونقص المال في الاستثمار يؤدي إلى نقص المال في النمو ، ونقص المال في النمو يؤدي إلى نقص المال في التقدم ، ونقص المال في التقدم يؤدي إلى نقص المال في الحضارة ، ونقص المال في الحضارة يؤدي إلى نقص المال في الإنسانية .

يختلف الخطر الذي تتعرض له المشروعات الآن من الخطر الذي كانت تتعرض له قبل الحرب العالمية الأولى . فآن الخطر الذي يواجه المشروعات في وقتنا الحاضر هو : نقص المال في المصارف ، ونقص المال في المصارف يؤدي إلى نقص المال في المشروعات ، ونقص المال في المشروعات يؤدي إلى نقص المال في الإنتاج ، ونقص المال في الإنتاج يؤدي إلى نقص المال في المبيعات ، ونقص المال في المبيعات يؤدي إلى نقص المال في الدخل ، ونقص المال في الدخل يؤدي إلى نقص المال في الاستثمار ، ونقص المال في الاستثمار يؤدي إلى نقص المال في النمو ، ونقص المال في النمو يؤدي إلى نقص المال في التقدم ، ونقص المال في التقدم يؤدي إلى نقص المال في الحضارة ، ونقص المال في الحضارة يؤدي إلى نقص المال في الإنسانية .

وهذا الخطر الذي تواجهه المشروعات في وقتنا الحاضر هو : نقص المال في المصارف ، ونقص المال في المصارف يؤدي إلى نقص المال في المشروعات ، ونقص المال في المشروعات يؤدي إلى نقص المال في الإنتاج ، ونقص المال في الإنتاج يؤدي إلى نقص المال في المبيعات ، ونقص المال في المبيعات يؤدي إلى نقص المال في الدخل ، ونقص المال في الدخل يؤدي إلى نقص المال في الاستثمار ، ونقص المال في الاستثمار يؤدي إلى نقص المال في النمو ، ونقص المال في النمو يؤدي إلى نقص المال في التقدم ، ونقص المال في التقدم يؤدي إلى نقص المال في الحضارة ، ونقص المال في الحضارة يؤدي إلى نقص المال في الإنسانية .

الفصل الرابع

تمويل المشروعات الجديدة

عاملا المخاطرة وعدم التأكد في المشروعات — تمويل المشروعات الجديدة في إنجلترا —

في ألمانيا — في فرنسا — في مصر

المخاطرة وعدم التأكد

يختلف نوع الخطر الذى تتعرض له المشروعات في وقتنا الحاضر عن نظيره الذى كانت تتعرض له المشروعات حتى نهاية الحرب العالمية الأولى . ثم أنه اليوم أكبر مما كان عليه في الماضى وأبعد أثرا ، ولكن ، على الرغم من ذلك ازدهر كثير من الصناعات الجديدة وظهرت المشروعات الضخمة بوفرة لم يعرف لها مثيل من قبل . ولتوضيح هذه الظاهرة يتعين علينا أن نبحث الطريقة التى تظهر بها المشروعات الجديدة ، ونوع الخطر الذى يواجه هذه المشروعات ومداه ، وكذا الطريقة التى يستطيع بها أصحاب المشروعات تفادى ما يلاقوه في نشاطهم من مخاطرة .

الطريقة التى يظهر بها المشروع الجديد :

يظهر المشروع في الوجود بإحدى طريقتين :

الأولى : أن يقوم أحد الأفراد بإنشاء المشروع أو أن تتألف شركة جديدة للقيام به ، وسنتكلم في الفصول الآتية عن ذلك بشئ من الإسهاب .

الثانية : قد يظهر المشروع الجديد نتيجة لتقدم غير عادى لشركة قائمة ، وهذا يختلف عن التقدم العادى للمشروعات حينما يتبع مجال أعمالها في نفس نوع العمليات التى تزاولها ، ومن أحسن الأمثلة على التقدم غير العادى التطور الذى طرأ على الصناعة في مدينة كوفنترى بإنجلترا . فمعظم منشآت هذه المدينة كانت تصنع الدراجات حتى قيام الحرب العالمية الأولى ،

ثم تحولت هذه المصانع بعد ذلك إلى صنع السيارات والطائرات . وهناك أمثلة عديدة لهذا التحول الجرى ، في بلاد غرب أوروبا وفي الولايات المتحدة ^(١) .

ولكن هذا التحول كان وقفاً على البلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية ، إذ كانت أسبق من غيرها في الأخذ بكل مستحدث وجديد في مضمار الصناعة . وابتدأت المشروعات في التحول في أول عهد العالم بأية صناعة جديدة ، عندما لم تكن هالمك منافسة جدية في هذا الفرع من فروع الإنتاج . وغالباً ما يكون حجم المشروع صغيراً عند ظهور أية صناعة جديدة .

ومثل هذا لا ينتظر حدوثه في البلاد التي لا تزال حديثة العهد بالصناعة ، لأن التحول لا يتم إلا إذا كان المشروع الأصلي قد كون احتياطات كبيرة يرغب في استثمارها في ناحية جديدة من نواحي الإنتاج . وفي هذه الحالة لا يزول المشروع الأصلي من الوجود بل يبقى . فكأنما كان المشروع الجديد نتيجة لإنشاء شركة جديدة شملت الشركة القديمة بعنايتها ، فأمدتها بالأموال إلى أن يتعرف الجمهور عليها فتستطيع أن تنهض بمفردها .

نوع الخطر الذي يواجه المشروعات :

يختلف الخطر الذي تتعرض له المشروعات الآن عن الخطر الذي كانت تتعرض له قبل الحرب العالمية الأولى . كما أن الخطر الذي يواجه المشروعات في الدول القديمة يختلف عن الخطر الذي يواجهها في الدول الحديثة ، نظراً إلى أن الدول القديمة تمتعت ببعض المزايا التي لم يتوافر معظمها لدى الدول الحديثة .

ويرجع السبب فيما بين الخطر القائم اليوم والخطر الذي واجهته المشروعات قبل الحرب العالمية الأولى في البلاد القديمة من تفاوت إلى ما بين وجوه النشاط من خلاف ، فمعظم المذكرات كانت تستثمر قبل سنة ١٩١٤ في صناعات النسيج والفحم والحديد والصلب بما

(١) بدأ مستر موريس (لورد نافيلد) حياته العملية بإنشاء محل صغير لإصلاح الدراجات ، ثم اتسع مشروعه فكان يصنع الدراجات . ثم جاء التحول الجرى بعد ذلك ، فصنع السيارات . ومصنع موريس الآن في اكسفورد من أكبر مصانع السيارات في إنجلترا .

تشمله هذه الصناعات من عمليات متابعة حتى تصبح السلعة صالحة لإشباع حاجة المستهلك^(١) ومن بعد سنة ١٩١٩ ظهرت صناعات جديدة أهمها صناعة الراديو وصناعات الكهرباء وصناعة الحرير الصناعي وصناعة تعبئة الأعذية وصناعة السيارات والطائرات .

وترجع ضرورة التمييز بين الصناعات القديمة والجديدة إلى سببين :

الأول : أن الصناعات القديمة مثل صناعة القاطرات وصناعة التمدين كانت المنافسة فيها قليلة ، وذلك لأن معظم هذه الصناعات كانت تقوم وتستند في بقائها على الفحم والحديد . وهاتان المادتان مما تستأثر بهما بلاد قليلة ، ولقد كان العالم يسير في طريق التقدم وكان في حاجة ملحة إلى منتجات هذه الصناعات : فكانت السوق تتسع لكل ما تخرجه المصانع من هذه السلع ، وبخاصة وقد كانت بعض البلاد التي توجد بها مصادر للقوى متأخرة في استغلال هذه المصادر . وهكذا كان الخطر الذي يتعرض له الصانع في ذلك الوقت محدودا ، ومن اليسير أن ندرك أنه كان أقل بكثير من الخطر الذي يتعرضون له في الوقت الحاضر نظرا لطبيعة أنواع السلع التي ينتجونها الآن ، ولتوضيح ذلك نلفت النظر إلى ما في صناعات اليوم كصناعة السينما ، وصناعة تعبئة الأغذية وغيرها من الصناعات الحديثة من فرص غير محدودة للمنافسة الشديدة ، والسبب في ذلك هو أن قيام هذه الصناعات لا يعتمد اعتمادا كلياً على وجود المواد ذات العرض المحدود كالقحم والحديد مثلاً في البلد الذي تظهر فيه مثل هذه الصناعة . أي أن مجال قيام هذه الصناعات قد اتسع فشمّل جميع بلاد العالم تقريباً ، ومن هنا كان اختلاف نوع الخطر الذي يتعرض له الصانع في الوقت الحالي عن نوع الخطر الذي كانوا يتعرضون له فيما مضى .

الثاني : طبيعة الطلب على منتجات كلا المادتين تختلف . فقد كانت المشكلة الفنية هي أهم للمشاكل التي تواجه الصانع قبل سنة ١٩١٤ ، فمثلاً لم يكن هناك مجال لمحاولة التنبؤ بما سينتجه إليه ذوق الجمهور في المستقبل القريب والبعيد بالنسبة لصناعة الفحم أو الحديد أو الصلب أو النحاس أو المطاط أو القاطرات . فقد كانت المنتجات إلى حد كبير « مثلية » . Standardized ومادامت المشروعات التي تصنع هذه المنتجات تراعى الكفاية الفنية في إنتاجها ،

(١) قد يكون المستهلك منتجاً إذا كانت السلعة مما يدخل في إنتاج سلعة أخرى ، ومن أجل ذلك يوصف المنتج بالسلعة في آخر مراحلها « بالمستهلك الأخير » .

إنها لن تصادف عقبات تذكر تقف حائلا دون استمرارها في العمل أو توسعها ، وبخاصة في وقت كان الطلب فيه على منتجات هذه الصناعات في تزايد مستمر نظرا لنمو الوعي القومي في الدول الحديثة ، وبالتالي تزايد طلبها على هذه السلع .

ولكن الحال يختلف بالنسبة للصناعات الجديدة كصناعة السينما والراديو والحرير الصناعي ... الخ إذ يخضع إنتاجها إلى حد كبير لتغير أذواق المستهلكين . فتأثير الجمهور في توجيه الإنتاج وزيادته أو الحد منه أصبح بعد الحرب الأولى أشد أثرا مما كانت عليه الحال قبلها عند ما كان التوسع في الصناعات يخضع لاعتبارات تعتبر ساذجة إلى حد كبير ، وعندما كان الطلب على المنتجات في حالة استقرار .

ولما كانت الناحية الفنية قبل الحرب الأولى أعقد النواحي التي تواجه الصناع فقد كان حلها يؤكدا نجاح المشروع ، وباتهاء هذه الحرب في سنة ١٩١٨ أصبحت أهمية هذه الناحية أقل بكثير من أهمية دراسة ذوق الجمهور في المستقبل .

وهذه الدراسة تعتبر اليوم أكبر شأغل للمشرفين على إدارة المشروعات ، ومن المعلوم أن تأثير المشروعات يتغير أذواق المستهلكين أشد خطرا من تأثيرها بما قد يعترضها في مستقبل وجودها أو في مراحل حياتها من الصعاب الفنية ، ومن أجل ذلك يمكن القول بأن عامل الإدارة في وقتنا الحاضر يعتبر العامل المرجح أو الحاسم في تحديد حجم المشروع . ومن المعلوم كذلك أن درجة الدقة في التنبؤ وبالتالي حساب مستقبل المشروع أخذت تضعف بظهور هذا العامل القوي الذي يتوقف على اعتبارات نفسية وإرادية — ولكن هل يترتب على ما تقدم أن نقول بأن المتوسط العام لأرباح المشروعات قد قل في أيامنا هذه عما كان عليه من قبل ظهور هذه العوامل ؟ الجواب على ذلك بالنفي ، بل أن جملة أرباح المشروعات والمتوسط العام لنصيب المشروع الواحد من الأرباح قد يكونا اليوم أعلا مما كانا عليه من قبل ، وليس هنالك ما يمنع من استمرار هذا الاتجاه فيما إذا استمر التقدم الفني . إلا أننا إذا عرضنا الأنصبة الفردية للمشروعات ووارنا بين هذه المفردات موازنة أفقية وموازنة رأسية لوجدنا ظاهرة جديدة ^(١) لم تكن معروفة من قبل ، وهذه الظاهرة هي شدة التفاوت في الوحدة

(١) الموازنة الأفقية هي المراجعة بين مفردات تخص فترة زمنية واحدة مثل أرباح عدد من المشروعات في مدة تجارية معينة ، والموازنة الرأسية هي المراجعة بين مفردات تخص فترات زمنية متتالية كأن توازن

الزمنية ، وحدة التقلبات على مر الأيام ، فالخلاف شديد بين ربح صناعة و ربح أخرى بل الخلاف شديد بين ربح مشروع معين و ربح مشروع آخر يقومان بنفس الصناعة ، وقد يذهب التباين إلى حد أن بعض المشروعات يحقق أرباحا طائلة وبعضها آخر يحقق أرباحا مناسبة وفيما عدا هذين الفريقين تمنى مشروعات أخرى بالخسارة الطفيفة أو الجسيمة كما قد تمنى بالفشل .

والسبب في كل ذلك يرجع إلى التغير الدائم في أذواق المستهلكين . وهذا القول صحيح بالنسبة إلى عدد كبير من الصناعات وبخاصة تلك التي تنتج الكماليات وبعض الضرورات الاتفاقية^(١) التي يعتبر الطلب عليها مرنا لأسباب من أهمها وجود السلع البديلة — ويبدو أن الاتجاه العام في أذواق المستهلكين وتغير العادات التي يكتسبونها في ازدياد لتوافر عاملين كل منهما يرفع من مستوى الرفاهية شيئا فشيئا ، فأما العامل الأول فهو ازدياد نصيب كل فرد من الثروة الحقيقية كنتيجة حتمية لازدياد التقدم الفني ، وأما العامل الثاني فهو اضطراب النقص في معدل الزيادة في السكان أو على الأقل قصور نسبة هذه الزيادة في عدد السكان عن درجة التقدم الفني وزيادة الانتاج وبخاصة في البلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية ، وواضح أنه كلما نقص معدل التكاثر في سكان بلد ما هبط متوسط عدد أفراد الأسرة وبالتالي ارتفع نصيب كل فرد من أسباب المتاع أي ما يستهلكه من السلع والخدمات^(٢) .

وإذا نظرنا اليوم نظرة عامة في مراكز المشروعات لوجدنا أن عدم الاستقرار في المركز الراهن وعدم الاطمئنان إلى المستقبل القريب والبعيد تتخذ جميعا واحدا من شكلين أحدهما يشبه إلى حد كبير ما يعرف بالخطر Risk ، والثاني يشبه ما يعرف بعدم التأكد Uncertainty . والتفرقة بين هذين الشكلين من أشكال الخطورة في المشروعات لها نتيجة عملية

= بين أرباح مشروع واحد في عدد من السنوات وواضح أن الجمع بين الموازنة في الاتجاهين معروف في بسائط الدراسات الإحصائية .

(١) هي ما بين الضروريات البعثة Nessecities والكماليات Luxuries وتعرف بلفظ Comforts وفي دراسة الأسواق تسمى كذاك Convenience Commodities

(٢) أننا نرض هنا للفوائد الدائمة فلا تصح قراءة هذه الفقرة في ضوء الظروف الشاذة التي تجتازها بعض البلاد المتقدمة كدول أوروبا التي خربتها الحرب .

في إدارة الأعمال نظراً إلى أن أحدهما وهو الأول يمكن التأمين ضده أو العمل على تفاديه على حين أن الآخر يصعب جداً وقد يستحيل أحياناً التحرز منه أو تجنب الوقوع فيه ، ولأهمية النتائج التي تترتب على طريقة معاملة كل واحد من هذين الشككين من أشكال الخطر نشير هنا بشئ من الإيجاز إلى طبيعة كل منهما وإلى الطرق العملية لمواجهة ما يمكن مواجهته من أشكال المخاطرة :

فالمقصود بالخطر Risk هو ذلك الجزء من الخسارة المحتملة في المشروع لأسباب ترجع إلى طبيعة العمل الذي يزاوله أو أسباب موروثه ، ولتفادي مثل هذه الخسارة المحتملة يلجأ المظمون إلى طرق عدة ، ومنها :

- ١ — إعادة تنظيم المشروع على صورة تزل أو تقلل من أثر الخطر الموروث .
- ٢ — الالتجاء إلى منشآت تتحمل الخطر المحتمل نظير جعل معلوم تتقاضاه (شركات التأمين) .

٣ — الجمع بين عدد كبير من العمليات بقصد الاستعانة بربح العمليات الناجحة على تغطية خسائر العمليات الفاشلة^(١) .

أما عدم التأكد فهو ذلك القدر من الخسارة الذي يمكن أن يصادف المشروع لأسباب خارجة عن نطاقه الخاص أي طبيعة عمله ونظامه الداخلي وعوامله الموروثه ، مثل التيارات المختلفة في الأذواق وتطور العادات — ولتلخيص ما تقدم وتطبيقه على فترة ما بعد الحرب الأولى أي في المدة ١٩٢٥ — ١٩٣٩ يمكن القول بأن التقلب المستمر في الأسعار^(٢) يمثل ازدياد الخطر ، على حين أن ازدياد حدة الرخاء والكساد^(٣) تمثل ازدياد عدم التأكد .

(١) من الواضح أن المشروع يعني بالنتيجة النهائية التي يصبها من كانه ما يزاوله من العمليات ، وتطبق بسيط لقانون الأعداد الكبيرة أو نظرية الاحتمالات يمكن القول بأن نسبة الفشل المحتمل تقل بزيادة عدد العمليات ، وعلى ذلك نرى أن نمو الصناعة وكبرها يقللان الخطر

(٢) ارتفاع السعر يزيد من التكلفة ، غير أن التحوط ضد هذه الزيادة ممكن بطرق شتى كالالتجاء إلى البورصة مثلاً كما يفعل الغزال عند ما يشتري القطن قبل أن يتعاقد على بيع غزله وكما يفعل صاحب المشروع عند ما يتعاقد مع الفنين وغير الفنين على تحديد أجورهم لفترات مناسبة .

(٣) في فترات الرخاء يتصرف جمهور المستهلكين على صورة تختلف عن تصرفهم في فترات الكساد ، وإذا استمر الرخاء أو الكساد فترة طويلة فإن الجمهور يكتسب عادات ويفقد أخرى وكل هذا يؤثر في أرباح المشروعات دون أن تكون هناك وسيلة عملية لتجنب النتائج على الرغم من إمكان التدبؤ بالنتيجة =

الطريقة التي يستطیع بها الصناع تقارى الخطر :

الخطر فى معناء الضيق سالف الذکر یمکن تقليله إلى أدنى حد ممکن إذا وزع المستثمرون أموالهم على أكبر عدد من المشروعات . وازدياد قيمة الأصول فى حالة المشروعات الداجحة قد تغطى الخسارة التى قد تمنى بها بعد ذلك . أما بالنسبة لعدم التأكد ، فإن مساوى الدورة الاقتصادية یمکن تفاديها بالتمويل الحسن الذى يشد أزر المشروعات حينما تسوء حالها .

نستخلص من كل ما تقدم ضرورة وجود هيئات منظمة وقوية لتمويل المشروعات ، خصوصاً الجديد منها . فالتمويل الضعيف قد يحقق الخسارة ، لأن الإخفاق قد يتتابع قبل أن تاتى الفرصة السانحة المربحة . فما لم يكن صاحب المشروع متحكماً فى موارد كبيرة من المال أو ما لم يكن فى وسعه الالتجاء إلى هيئة قوية منظمة ، فإن الكساد المفاجئ قد يقوِّض مشروعه ، وذلك بالرغم من معرفته التامة لحال الصناعة التى يزاوها .

٢ — انجلترا وتمويل المشروعات الجديدة

أن انجلترا ذات القدم الراسخة فى الصناعة قد هالها صعوبة تمويل المشروعات الجديدة ، وذلك بالرغم من اتساع سوق رأس المال بها ووجود الهيئات الكثيرة التى تقرب ما بين المدخر والمستثمر . وقد تكونت عتب الكساد الكبير مباشرة لجنة (ماك ميلان) لدراسة سوق رأس المال . وتتلخص مقترحات هذه اللجنة فيما يلى بالنسبة للمشروعات الجديدة :

أولاً : تكوين هيئة (أو عدة هيئات) تكون مهمتها تقديم المال للصناعات الجديدة ، ثم بعد ذلك تبیع أسهم المصانع التى أمدتها بالمال إلى جمهور المدخرين ، ورأت اللجنة أنه لا بد أن تكون موارد هذه الهيئة كبيرة . وأن تزود بالإخصائين فى كل فرع من فروع الإنتاج ، ثم لخصت اللجنة الوظائف الهامة لهذه الهيئة فيما يلى :

١ — تقوم بمهمة المستشار المالى للمشروعات القائمة .

= بدرجة مناسبة من الدقة ، فنلا فى فترات الكساد تاذى المشروعات الكمالية كثيراً ، وقد فشل الكثير منها ولا يستطيع المنظموون التحكم فى عوامل هذا الفشل كما لا يستطيعون تجنبه بتحويل المشروع مثلاً إلى وجهة أخرى من وجوه الاستغلال لأسباب كثيرة منها أن تكون موجودات المشروع نوعية Specific .

٢ — تقدم المشورة إلى مؤسسى المشروعات الجديدة ، وتقدم لهم كل ما يطلبونه من معلومات وبخاصة عن الناحية المالية . فهي تقدر لهم رأس المال اللازم للمشروع وكيفية الحصول عليه وأنواع الأوراق المالية التى يحسن بهذه المشروعات إصدارها .

٣ — تضمن لجمهور المدخرين الأوراق المالية التى تصدرها المشروعات التى قررت أن تشملها برعايتها . كما يجوز لها أيضا أن تتخذ التدابير اللازمة لتمد المشروعات الجديدة بما تحتاجه من الأموال حتى قبل أن تصدر الأسهم والسندات .

٤ — القيام بتمويل المشروعات لآجال طويلة .

٥ — تكون لهذه الهيئة الحرية التامة فى تمويل أى نوع من أنواع المشروعات .

ثانيا : تكوين هيئة أو عدة هيئات ، تساعد المشروعات الصغيرة والمتوسطة فى الحصول على القروض الصغيرة ذات الآجال الطويلة .

وقد نصحت اللجنة كذلك بتكوين شركة (أو عدة شركات) تخصص كل نشاطها لهذا الغرض .

ولكل من هاتين الهيئتين فى نظر اللجنة وظيفة تختلف عن وظيفة الأخرى .

فالهيئة الأولى تهتم بالمشروعات التى تستطيع أن تلجأ إلى سوق رأس المال بعد أن يتعرف الجمهور عليها ويقبل على شراء ما تصدره من أسهم وسندات ، وبالرغم من أن العلاقة بين المشروعات التى تظهر بهذه الطريقة وبين هذه الهيئة لن تنفصم بعد أن تعرف من الجمهور ، إلا أن الهيئة متسحب معظم أموالها من هذه المشروعات بعد أن يشتري الجمهور ما تصدره من أوراق . فكان الهيئة تساعد هذه المشروعات بالمال فى بدء حياتها ، ثم بعد ذلك تقل هذه المساعدة أو تنمحي إذا نجحت أعمال المشروع ، فالهيئة إذن تكون مهمتها كمهمة وسطاء الاستثمار الذين تكلمنا عنهم فى الفصل السابق ، ووجه الخلاف الوحيد هو أن معظم نشاط هذه الهيئة سيكون من نصيب المشروعات الجديدة ، بعكس الحال بالنسبة لوسطاء الاستثمار الذين يوجهون معظم نشاطهم لتمويل المشروعات القديمة إذا أرادت توسيع مجال أعمالها .

أما الهيئة الثانية ، فهي عبارة عن شركة قابضة « Holding Company » تباع ما تصدره من أسهم وسندات للجمهور ، وتشتري بهذه الأموال التي جمعتها لأوراق المالية التي تصدرها الشركات الصغيرة التي رأت الهيئة مساعدتها .

وقد قامت في إنجلترا فعلا بعد سنة ١٩٣٠ بعض الهيئات التي تهتم بالمشروعات الجديدة ، وقد تدخل^(١) بنك إنجلترا نفسه بالرغم من تقليده العتيقة في هذه المسألة فساعد المشروعات سواء أكان ذلك بشكوكين هيئات لهذا الغرض أم بأبحاثه هيئة قائمة بمساعدة بعض المشروعات ، وسنبحث فيما يلي بعض هذه الهيئات وما تقوم به من أعمال : —

أولا : The Bankers Industrial Development Company

تكونت هذه الشركة في سنة ١٩٣٠ بإيجاء من بنك إنجلترا بقصد مساعدة الصناعات الرئيسية التي أرمقتها المنافسة الأجنبية . وكان الغرض من تقديم الأموال بمعرفة هذه الشركة إلى الصناعات المذكورة (صناعات بناء السفن والقطن والحديد والصلب) هو إعادة تكوين هذه الصناعات وتنظيمها تنظيمًا علميًا .

ويعتبر إعادة تنظيم هذه الصناعات بمثابة إنشاء مشروعات جديدة في هذه الفروع من فروع الإنتاج ، وذلك على الرغم من كونها في الواقع من الصناعات القديمة .

ولقد كان الجانب الأكبر من المشروعات العاملة في هذه الصناعات من قبل سنة ١٩٣٠ في حاجة إلى الأموال اللازمة لإعادة التنظيم ، حتى تستطيع منافسة المشروعات الجديدة التي تعمل في نفس هذه الفروع في البلدان الأخرى (وبخاصة ألمانيا والولايات المتحدة واليابان) ولم تستطع هذه الصناعات الحصول على الأموال اللازمة لهذا الغرض من جمهور المدخرين ولا من وسطاء الاستثمار لأن برنامجها لم يبدئ بتحقيق نفس القدر من الأرباح الذي تحققه بعض الصناعات الأخرى .

(١) ومن الأمثلة على هذا التدخل ما حدث لمؤسسة رتشارد توماس في مدينة سوانزى بجنوب غرب ويلز ، حين قدر الخبراء تكاليف إعادة تنظيم المشروع وكان قائما بصناعة الصفيح (بنحو ثمانية ملايين من الجنيهات — ثم تبين بعد السير في العملية أن جلة التكلفة كانت ثلاثة عشر مليوناً ، فكان من الطبيعي أن يتوقف العمل ، وكاد المشروع أن يفشل لولا أن تداركه بنك إنجلترا بالتدخل ، وأقرضه خمسة ملايين من الجنيهات ، ولمثل هذه المدة ما يقابلها عادة ، وبالفعل اشترط البنك أن يكون لمدوبه حق الإشراف العملي على إدارة المشروع .

وعلى ذلك لم ير بنك إنجلترا — بدافع رعاية المصلحة القومية — بدا من الإيعاز بشكوك هذه الهيئة B.I.D.C. لتقدم الأموال لهذه الصناعات لتعيد تنظيمها على أساس علمي ، وبالفعل تمكنت هذه الهيئة في النصف الأول من سنة ١٩٣١ أن تقدم المال اللازم لإعادة تنظيم صناعة بناء السفن وصناعة الفطن . وفي يناير سنة ١٩٣٤ تمكنت هذه الهيئة أيضا بالاشتراك مع (Helbert Wagg and Co.) من تقديم الأموال اللازمة لإعادة تنظيم صناعتي الحديد والصلب .

فهمة هذه الهيئة إذن كانت تقديم أموال جديدة لإعادة إنشاء الصناعات التي تدهورت لظهور المنافسة الجديدة في البلاد الأخرى .

ثانياً : The Securities Management Trust .

وقد تكونت هذه الهيئة أيضاً بإيجاء من بنك إنجلترا ، وكان الغرض من إنشائها هو رعاية مصالح البنك في المشروعات الصناعية التي اشترك فيها حينما كان يقوم بأعمال البنوك العادية ، وحينما تطلبت المصلحة القومية ذلك بعد ظهور الكساد الكبير ، وقد تعاونت هذه الهيئة مع الهيئة السابقة B. I. D. C. ، فقامتا معاً بمساعدة الصناعات الرئيسية في الحصول على الأموال اللازمة لإعادة تكوينها وتنظيمها .

وعلى ذلك فإن كلا من الهيئتين سالتني الذكركر قد ركزتا نشاطهما على تجديد المشروعات القديمة وإعادة تنظيمها على أساس علمي . وبالرغم من أن هذا العمل يشابه إلى حد كبير إنشاء المشروعات الجديدة ، إلا أننا نستطيع أن نستنتج من هذا أنهما قد قامتا بإمداد المشروعات الجديدة بالمال الذي كانت في حاجة إليه .

ثالثاً : The United Dominions Trust .

وتكونت هذه الهيئة بعد أول خطوة نحو التحول الجري . لهيئات التمويل . فهي تساعد المشروعات الجديدة فتمدها بالمعدات الرأس مالية اللازمة لها ، وتقسط ثمن هذه المعدات على عدة سنين . وهي بذلك العمل تمد المشروعات بالتروض طويلة الأجل ، لأنها بشرائها للآلات والعدد اللازمة للمشروع الجديد تجعله يوفر في استخدام رأس ماله .

وهذه الهيئة ، بعكس البنوك الصناعية ، لا تنتظر حتى يطلب منها مؤسسو المشروع مساعدتهم ، فهي ترسل مندوبها إلى المؤسسين ليعينوا المعدات الرأس مالية التي تحتاج إليها مشروعاتهم من ناحيتي النوع والمقدار ، وإذا رأت هيئة الخبراء في هذه الهيئة مساعدة أحد المشروعات ، فإنها تشتري له ما يطلبه من العدد والآلات . ثم إن هذه الهيئة ابتدأت في تقديم القروض ذات الآجال الطويلة للمشروعات الصغيرة الجديدة .

وقد ظهرت في سوق لندن المالية هيئات أخرى تقوم بنفس العمل الذي تقوم به هذه الهيئة تقريباً ، وأهمية هذه الهيئات أنها تمكن المشروعات الصغيرة من الاقتصاد في استعمال رأس المال طويل الأجل .

رابعاً : Credit for Industry

تكونت هذه الهيئة في يونيو سنة ١٩٣٤ لتحقيق إحدى توصيات لجنة ماك ميلان ، وهي الخاصة بإنشاء هيئة تساعد المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الحصول على القروض الصغيرة ذات الآجال الطويلة ؛ وهذه الهيئة تمد المشروعات الصناعية والتجارية المختلفة بقروض تتراوح قيمتها بين ١٠٠ جنيه و ٥٠,٠٠٠ جنيه لمدة أقصاها ٢٠ سنة . والضمانات التي تقدمها المشروعات لهذه الهيئة هي :

١ — أما إصدار سندات لصالح الهيئة بقيمة القرض : ٢ — أو رهن المصنع . وعلى المشروعات التي ترغب في الاقتراض من هذه الهيئة أن تثبت مقدرتها على تحقيق الأرباح ، وذلك بتقديم موازينها عن السنوات الثلاث السابقة لعقد القرض . ومعدل الفائدة الذي تتقاضاه الهيئة عن القرض يختلف من مشروع لآخر ، ولكنه أقل من معدل الفائدة الذي يدفع للأسهم الممتازة .

وتمثل هذه الهيئة هيئة أخرى United Dominions Trust لها فروع في جميع مدن إنجلترا . وهذه ميزة كبرى لم تتحقق المشروعات الصغيرة إلا بظهور هذه الهيئة ، إذ أن الهيئات الموجودة من قبل والتي كانت تقبل في بعض الأحيان القيام بمثل هذا العمل ، لم تقرض غير المشروعات التي توجد في نفس الجهة التي توجد بها هذه الهيئات . أما الهيئة الحالية ، فهي بالرغم من وجودها في لندن ، فإنها تقرض أصحاب المشروعات في أية جهة في إنجلترا عن طريق فروع U.D.T

وتعتبر هذه الهيئة الأخيرة (U.D.T.) هيئة أراض أكثر منها هيئة استثمار . فهي تقرض المشروعات إذا قدمت لها الضمانات الكافية ولا تشترك في المشروعات التي تمويلها حتى وإن كان برنامجها مبشراً .

هذه هي أهم الهيئات التي ظهرت في إنجلترا بعد الكساد الكبير لتقوى مركز المشروعات ؛ وبخاصة الصغيرة منها إزاء ظاهرة عدم التأكد . ومع أن هذه الهيئات بالاشتراك مع الهيئات التي عرفناها في الفصل السابق تساعد المشروعات الصغيرة والكبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل ، إلا أن الصناعة الإنجليزية ما زالت في حاجة إلى وجود البنوك الصناعية التي تساهم بقدر كبير في إنشاء الصناعات الجديدة .

ألمانيا وتمويل المشروعات الجديدة

قامت البنوك في ألمانيا بمساعدة الصناعة من أول نشأتها ، وعلى العكس من ذلك بنوك إنجلترا . وقد اشتركت البنوك في تكوين آلاف الشركات ، كما قامت باستمرار بمساعدة الشركات الموجودة فعلاً بأن قدمت إليها الأموال لأجل طويلة ، وقصيرة على السواء ، ومن أجل ذلك نجد أن العلاقة وثيقة بين البنوك الألمانية والمشروعات الصناعية والتجارية في تلك البلاد .

وقد جرت البنوك في ألمانيا على أن تدرس من تلقاء نفسها احتمال نجاح بعض المشروعات ، كما جرت على أن تفحص بعناية تامة ما يعرضه عليها عملاؤها من اقتراحات لتكوين مشروع ما . فإذا قرر خبراء البنك أن المشروع يرحى له النجاح أقبل البنك نفسه على إنشائه ، فيكون شركة مساهمة ويحتفظ بأسهمه ضمن أوراق حافظته المالية إلى أن يستطع المشروع إثبات قدرته على تحقيق الربح . وبعد ذلك يتبع البنك إحدى طريقتين : أما أن يخصص لعماله بعض أسهم هذا المشروع ويحتفظ لنفسه بقدر منها ، أو أن يطرح بعض هذه الأسهم للاكتتاب العام فيشتريها الجمهور وهو مطمئن . والمشروع الذي يكونه البنك يبقى في حماه حتى وإن بيع من أسهمه معظمها إلى الجمهور ، وعلى ذلك فإن سمعة المشروع في سوق المال مستمدة من سمعة البنك نفسه ، فإذا

كأن الجمهور يثق في البنك الذي أنشأ مشروعاً معيناً ؛ فإنه يثق كذلك في المشروع ، بقدر ما يثق في المصرف الذي أنشأه .

والبنوك الألمانية باتباعها لهذه السياسة تخلق عملاء جدد لها ، ذلك أن المشروع الذي يكونه البنك يبقى دائماً عميلاً له فيودع فيه أمواله كما أنه يقترض منه المال الذي هو في حاجة إليه ، والاقتراض أما أن يأخذ شكل الحساب الجاري بضمن ، أو شكل الحساب الجاري المكشوف من غير ضمان .

ويتولى البنك الإدارة المالية لهذه المشروعات ، لأنه أقدر على ذلك من الشركة الجديدة وذلك نظراً إلى خبرته السابقة بشئون التمويل ، ونظراً إلى وجود الاختصاصيين الذين لا تستطيع الشركة الجديدة دفع نفقاتهم إذا أرادت توظيفهم عندها . وهذه خدمة جليلة يؤديها البنك للشركة ، إذ أن المسائل المالية معقدة وغالباً ما تكون هي السبب في فشل المشروع . فإذا ألقى مديرو الشركة هذا العبء عن كاهلهم ، فإنهم يولون جل نشاطهم للناحية الفنية فتزداد إنتاجية الشركة . والبنك بدوره يرحب بتحويل المسائل المالية إليه ، لأنه يصبح بذلك مشرفاً إشرافاً تاماً على المشروع الذي أظهره في الوجود ، والذي نصح لعملائه بالاشتراك فيه . كما أن البنك يرحب بهذه الوظيفة لأنها من اختصاصه ولأنه يتقاضى أجراً للقيام بها .

وتوزيع الإدارة بين البنك ومديري المشروع ، هو أهم ما يميز الصناعات الألمانية عن الصناعات الإنجليزية . فالمشروعات في ألمانيا تأخذ حالاً بكل مستحدث وجديد إذا ترتب على ذلك ازدياد إنتاجيتها . فالمال عندها لا يقف عقبة دون ازدياد الإنتاجية نظراً لاستعداد كل بنك لتقديم أي قدر من الأموال للمشروع الذي ينشئه ، بشرط أن يرى خبراءه أنه بعمله هذا يساعد على نجاح المشروع وزيادة أرباحه ، وعلى العكس من ذلك ما تلقاه الصناعات الإنجليزية من صعوبات حين يجد تحسيناً مفاجئاً على الآلات أو طريقة الإنتاج ، فإذا لم تكن الأموال التي جمعت للاستهلاك كافية لشراء الآلات الجديدة ، فإن المشروع يعجز في كثير من الحالات عن الحصول على المال اللازم ، وبذلك تصبح قدرة المشروعات الإنجليزية على المنافسة أقل مما كانت عليه الحال من قبل .

ولا يقف إشراف البنوك على الناحية المالية ، فهي تشرف أيضا على السياسة العامة للمشروع وذلك لأنها تمثل في مجلس الإدارة بائقدر المكافى الذى يضمّن تنفيذ ما تراه من سياسة عامة .

وتوجد بجوار البنوك المادية فى ألمانيا صناديق تعارضية يستعين بها صغار رجال الصناعة إذا أعوزهم المال . وعدد هذه الصناديق كبير ، كما أن أموالها فى زيادة مستمرة وكانت تقدر قبل الحرب الماضية بعدة مليارات من الماركات . وهذه الصناديق محمية وقائمة على فكرة التعاون بين المشتركين فى كل واحد منها . وهى تقرض الأموال لصغار الصناع بمعدل فائدة أقل من معدل الفائدة الذى تطلبه البنوك . ولم تندخل الدولة فى إدارة هذه الصناديق ، فقد نشأت وترعرعت فى ظل نظام الحرية الاقتصادية .

مما تقدم يتضح أن النهضة الصناعية فى ألمانيا لم تتمتع بفضّل وجود الهيئات المستعمدة لأقراض المال لأجل طويلة وقصيرة للمشروعات الصناعية والتجارية سواء أكانت صغيرة أم كبيرة .

٤ — تمويل المشروعات فى فرنسا

المشهور عن فرنسا أنها بلد زراعى ، وأن النشاط الاقتصادى فيها يعتمد على الزراعة إلى حد كبير جدا ، ونفهم من ذلك أن الصناعة الفرنسية قليلة الأهمية بالنسبة للاقتصاد القومى الفرنسى . والحقيقة هى أن فرنسا إحدى الدول الصناعية الهامة ، وكل ما فى الأمر هو أن معظم الصناعات بها صغيرة إذا ما قورنت بالصناعة فى أمريكا وإنجلترا وألمانيا . والسبب فى ذلك هو طبيعة الصناعة الفرنسية نفسها ، فصناعة الحرير والنبيذ وصناعة الخزف والأثاث ... الخ معظمها صناعات صغيرة بطبيعتها ، وذلك إما لأنها موزعة على جميع أنحاء البلاد كصناعة الحرير والنبيذ وإما أنها تخضع إلى حد كبير لتغير الأذواق كصناعة الأثاث ، وفى كل من الصناعتين لا بد أن يكون حجم المشروع صغيرا : ومع ذلك يوجد فى فرنسا كثير من المصانع الكبيرة التى تضارع فى حجمها المصانع الانجليزية والألمانية ، كصناعة السيارات وصناعة بناء السفن وصناعة الحديد .

وبما أن حجم معظم المشروعات صغير — على الأقل في أول حياتها — فإن المال لا يقف عقبة تحول دون إنشائها . فالشخص الذى يفكر فى إنشاء مشروع صغير يستطيع وحده أو بمعونة أقاربه وأصدقائه أن يجد المال اللازم للإنشاء . ولكن إذا ازداد الطلب على منتجات المشروع بعد اجتيازه المراحل الأولى ، ورغب صاحبه فى التوسع ، فإن المال فى كثير من الحالات يقف عقبة فى سبيل هذا التوسع .

وهذا بعكس الحال فى إنجلترا ، إذ أن المشكلة لا تظهر إلا بالنسبة للمشروعات الجديدة ، أما المشروعات القديمة فإنها تستطيع بمساعدة الهيئات المتعددة والموجودة فى سوق لندن المالية أن تحصل على معظم ما تحتاجه من الأموال . والسبب فى ذلك واضح جداً ، فالمشروعات فى إنجلترا كبيرة إذا ما قورنت بمثيلاتها فى فرنسا ، والمال الذى تحتاجه عند ظهورها أكبر بكثير من المال الذى تحتاجه المشروعات الفرنسية الجديدة ، وعلى ذلك يتعذر على صاحب المشروع أن يقدم كل المال وحده أو حتى بمعونة أقاربه وأصدقائه .

المشروعات القديمة

تجد المشروعات القائمة التى أثبتت قدرتها على تحقيق الأرباح صعوبة كبيرة فى الحصول على المال اللازم لتوسيع مجال أعمالها أو استبدال آلات جديدة بالآلات القديمة إذا تطلب التقدم الفنى تصرفاً كهذا . وأسباب ذلك يمكن تلخيصها فيما يلى :

١ — لا تميل البنوك الفرنسية الكبرى (بنك فرنسا وبنوك الودائع) إلى عقد القروض لأجل طويلة إلا للشركات الصناعية الكبرى . وهى لا تميل أيضاً إلى عقد القروض ذات الآجال القصيرة إلا بتقديم الضمانات التى يصعب على الصانع الصغير تقديمها . وبما أن المصنع الصغير هو نواة الصناعة الفرنسية ، فإننا نستطيع القول بوجه عام بأن البنوك الفرنسية الكبرى تتفادى الأقراض الصناعى ، فيما عدا الحالة التى تضمن فيها قيمة القرض ، وهو الشئ الذى يفعله أى بنك لأى شخص . فكان البنوك الفرنسية لا تعترف بأهمية القروض الصناعية .

٢ — تفضل البنوك الفرنسية استثمار مدخرات الأفراد فى عقد القروض للدول الأجنبية

والشركات الأجنبية ، وذلك بدلا من استثمارها في شراء أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية الفرنسية . ويتضح لفا سبب ذلك من إجابة مؤسس بنك الكريدى ليونيه على عدم تقديمه المال اللازم للصناعة الفرنسية إذ قال « نحن لا نحب ذلك لعدة أسباب أهمها أن مديري المشروعات يجب أن يكونوا أ كفاء ، ولا ندعى أن في فرنسا آلاف المديرين ، ونحن نلقى صعوبات كثيرة لإدارة عمل واحد ليس من السهل دائما حسن إدارته . ولكي تكون أعمالنا متقنة لا بد وأن تكون إدارتها حسنة . والمديرون المقدررون نادرو الوجود ونحن في أعمال البنك لا نجد كفايتنا من هؤلاء . وعلى ذلك فإننا لا نتصور وجود المديرين الذين نطمئن إلى إدارتهم للمشروعات الصناعية .

٣ — أن كثرة إصدار السندات الحكومية في فرنسا ، جعل البنوك تهتم بتصرفاتها أكثر مما تهتم بتصرف أسهم وسندات المشروعات التجارية والصناعية والمدخرون يميلون الفرنسيون يميلون بتأثير البيئة الزراعية إلى أن يستثمروا أموالهم في أكثر الجهات ضما ما وذلك بالرغم من انخفاض معدل الفائدة الذى يحصلون عليه من هذه الفاحية . وعلى ذلك نجدهم لا يستثمرون مدخراتهم في شراء سندات حكومتهم فحسب ، بل يستثمرونها أيضاً في شراء سندات الحكومات الأجنبية . ويعمل الاقتصاديون الفرنسيون هذه الظاهرة بأن للسندات الأجنبية تأثيراً خلاباً لدى المدخر الفرنسي ، وأن العناية بتصرف سندات الحكومات (الفرنسية والأجنبية) وأهمهم وسندات الشركات الأجنبية الكبرى أكثر من العناية بتصرف أسهم وسندات الصناعة الفرنسية ، لأن الفائدة التى تعود على البنوك من هذا العمل أكبر من الفائدة التى تعود عليهم من تصرف أسهم وسندات المشروعات الفرنسية .

ولولا وجود بعض البنوك التى تهتم إلى حد ما بالتسليف الصناعى في فرنسا لعانت الصناعة الفرنسية الأمرين ؛ وفيما يلى عرض سريع لأعمال أهم هذه المصارف .

بنك باريس والأراضى المنخفضة :

أنشأت هذا البنك عدة شركات صناعية وتجارية ومالية في سنة ١٨٧٢ . ويقوم هذا البنك بتوزيع السندات الحكومية ، وأسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية .

وهو يقوم بجانب ذلك ببعض عمليات بنوك الودائع . وقد استطاع أن يتجنب معظم مضار الأزمات العديدة التي واجهت العالم بصفة عامة والتي واجهت فرنسا بصفة خاصة . وذلك لاهتمامه بتكوين الاحتياطيات المختلفة (إلى حد الغلو) في أوقات الرخاء . ومجموع ما ورعه هذا البنك من أرباح تعادل تقريبا في متوسطها ، متوسط ما ورعه بنك الكريدى ليونيه الذي يقوم بوظيفة (البنوك العادية) من أرباح . غير أن أرباحه كانت تتفاوت من عام لآخر ، وذلك بالرغم من تكوينه « احتياطي توزيع الأرباح » Dividened equalization reserve والتجأه إلى هذا الاحتياطي في أوقات الكساد . والسبب في تفاوت الأرباح من سنة لأخرى يرجع إلى تعرضه للأزمات الصناعية والتجارية بجانب تعرضه للأزمات المالية ، ومن المعلوم أن البنوك العادية التي لا تشترك في تكوين الصناعات وامدادها برأس المال طويل الأجل لا تتعرض إلا للنوع الأخير من هذه الأزمات فقط .

بنك الاتحاد الباريسى :

قامت بتأسيس هذا البنك جماعة من المايين في سنة ١٩٠٤ . وكانت الفكرة في إنشائه هي تمارن هؤلاء المايين بدلا من أن يعمل كل واحد منهم بمفرده . وبالرغم من أن هذا البنك يقوم بوظيفة بنوك الودائع ، إلا أنه لا يتعامل مع الأفراد ، بل إن عمله في هذه الناحية يقتصر على الحكومات والبلديات .

ولهذا البنك اتصال مباشر بعدد من الصناعات الهامة ، وبخاصة صناعات المعادن ، فهو يشترك في ردوس أموال هذه المشروعات ، كما أنه يقدم لما الأموال ذات الآجال الطويلة ، وهو إلى حد كبير يقوم بنفس الوظائف التي تتوهم بها البنوك الألمانية مع فارق واحد ، وهو أنه يتخصص في عدد قليل من الصناعات ، كما أنه يفضل خدمة مشروعات مؤسسيه على خدمة غيرها من المشروعات . وهو بهذا العمل يشابه إلى حد كبير البنوك الصناعية التعاونية .

بنك السكربرى التجارى لفرنسا :

يشبه هذا البنك فى اتصاله بالصناعة ، البنوك الانجليزية إلى حد كبير فهو يقدم للمشروعات الصناعية والتجارية الأموال لآجال قصيرة . ولا يفاسر فيقرض هذه المشروعات الأموال ذات الآجال الطويلة ، كما أنه لايساهم فى ظهور المشروعات الجديدة .

كوبينهور دى سكوبيت دى مياوز :

يشارك هذا البنك فى إنشاء الصناعات الكبرى فى الإلزام والورين ، كما يقدم لهذه الصناعات القروض لآجال طويلة . وهو على ذلك يقوم بنفس الوظائف التى تقوم بها البنوك الألمانية .

مما تقدم يتضح لنا أن بعضاً من البنوك الفرنسية تتبع سياسة التخصص الشديد وهى السياسة التى تتبعها البنوك الانجليزية ، وأن بعضاً آخر يتبع سياسة البنوك الألمانية . ويلاحظ أن البنوك التى تتصل بالصناعة ، قليلة العدد ، وتتبع سياسة التخصص بعكس مثيلاتها فى ألمانيا . فهى — أى فى فرنسا — إما أن تقف نشاطها على صناعة أو عدة صناعات قليلة فقط ، أو أن تقصر نشاطها على مشروعات مؤسسيها .

وعلى الرغم من أن البنوك الانجليزية تتبع سياسة التخصص أيضاً إلا أنها أكثر مرونة من مثيلاتها فى فرنسا التى تسير على نفس المبدأ . ذلك أن البنوك الانجليزية لا تضع العراقيل الكثيرة فى سبيل تقديم القروض لآجال قصيرة كما تفعل البنوك فى فرنسا . وعلى ذلك ، نجد البنوك الانجليزية المتخصصة تساهم فى تمويل الصناعات بأكثر مما تساهم مثيلاتها الفرنسية .

وقد رأينا أنه ظهرت فى إنجلترا هيئات لتقديم الأموال لآجال طويلة للصناعة الانجليزية ، وإن النية متجهة إلى إيجاد هيئات تساهم فى إنشاء المشروعات الجديدة فتتمدها بالقروض طويلة الأجل . وكل هذا يساعد على تقدم الصناعة ، وأخذها بأسباب الرقى . وهذا ما لم يتوافر لفرنسا بالرغم من وجود بعض البنوك الصناعية بها .

٥ — تمويل المشروعات في مصر

المصارف في بلادنا — فيما عدا بنك مصر — لا تعقد القروض ذات الآجال الطويلة للمشروعات . وهى فى ذلك تتبع خطة البنوك الإنجليزية . ولهذا السبب تأخرت نهضةها الصناعية عن كثير من الدول على الرغم من أن مصر أدركت من زمن أن إنشاء بعض الصناعات لرفع مستوى معيشة الأفراد قد أصبح لازما عليها ، وقد يرى البعض أن يلتمس العذر للبنوك فى موقفها من عرقلة نمو الصناعة بحجة أن إنجلترا التى لا تشترك بنوكها فى تقديم الأموال ذات الآجال الطويلة تعد أرقى البلاد الصناعية وهذا القول وجيه فى ظاهره غير أننا قدمنا الرد عليه فى البحث السابق لسوق رأس المال فى إنجلترا ، إذ قلنا بأن هنالك هيئات متعددة كبيوت التمويل القديمة واتحادات مروجى المشروعات ... الخ وكل هذه المنشآت تمد الصناعات بما تحتاجه من أموال طويلة الأجل ، كذلك قلنا بأن المشروعات القائمة هناك تساهم بقدر كبير فى تقديم المال كلما تطلب التقدم الاقتصادى ذلك . ومصر حديثة العهد بالصناعة الآلية ، ومصانعها الكبيرة لم تظهر إلا من سنين قلائل وعددها لا يزل محدودا جدا بالنسبة للبلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية ، وكل ذلك يحتم علينا إنشاء هيئات ترحب بتقديم الأموال للمشروعات إذا قدمت لها الضمانات الكافية . وقد كان للحرب الأخيرة أثر كبير فى تقدمنا الاقتصادى لأنه على الرغم من الآثار السيئة للتضخم نرى أن مصر استفادت من أربع نواح .

١ — تجمعت لمصر أرصدة ضخمة ، مكنتها من تحويل دينها العام من دين دولى إلى دين أهلى . وبالرغم من أن إنجلترا جمدت هذه الأرصدة إلا أن مصر ستحصل سنويا على قدر من الأموال يمكنها من شراء المعدات الرأس مالية اللازمة لتقدمها الصناعى .

٢ — ظهرت بعض المشروعات الحديثة ، وذلك لأن أصحاب المصانع اليدوية حققوا أرباحا طائلة ، فتمكن بعضهم من إنشاء المصانع الآلية على نطاق ضيق أو على نطاق كبير .

٣ — كونت الشركات القديمة احتياطيًا ضخمة من الأموال مكنتها من استهلاك معظم آلاتها القديمة وإحلال آلات جديدة مكانها ، وتحسين طرق الإنتاج التى تتبعها .

٤ — ظهرت طبقة من رجال الأعمال الأثرياء ، الذين يتطلعون إلى المزيد من الثروة والجاه .

ومن الواضح أن لسكل واحدة من هذه النواحي الأربع التي استفادت منها مصر نتيجة لظروف الحرب الأخيرة ، أثر في الاقتصاد القومي ، غير أن هذا الأثر يتفاوت إلى حد كبير ، ونرى أن نتناول كل واحدة من هذه النواحي بشيء من التوضيح :

١ — الأرصدة الأسترلينية : ترتب على النشاط الحربي للحلفاء في الشرق القريب وفي مصر أن وفدت على مصر قوات كبيرة وعتاد حربي ومعدات رأس مالية معظمها « نوعي Specific » واحتاجت القوات إلى بعض السلع المحلية كما احتاجت إلى خدمات كثيرة ، وكان لهذه العوامل مجتمعة أثر بارز في كمية النقد وفي سرعة التداول وأخيرا فيما تجمع من الأرصدة لصالح مصر ، ونرى أنه لا محل لمناقشة ما تلا ذلك من تجميد للأرصدة يرجع إلى ظروف خاصة بانجلترا أهمها ما أصابها من التخريب والإرهاق في الصراع الذي اجتازته ، وقد عقدت مصر مع إنجلترا أكثر من اتفاق واحد من ١٥ يولييه سنة ١٩٤٧ إلى الآن (١٩٤٨) ومن المحتمل أن تعود الدولتان إلى تعديلات أخرى تالية ، ولا يدخل بحث هذه الاتفاقات في نطاق موضوعنا وإنما الذي يعيننا هو أن مصر تحصل الآن وينتظر أن تحصل مستقبلا على جانب من هذه الأرصدة سنة بعد أخرى في صورة نقد حر طليق من كل قيد أو نقد مقيد إلى حد ما ، وفي كل الأحوال ستحصل بلادنا على أقساط تمثل قوة شرائية يمكن تحويلها إلى معدات رأس مالية عن طريق استيراد ما يلزمها من المعدات .

٢ — يبدو للباحث أن وجود هذه الطبقة الجديدة من الصناع الذين مكنت لهم ظروف الحرب من تحويل نشاطهم إلى الإنتاج الآلي سيكون ذا أثر بعيد في الاقتصاد القومي ، غير أننا لا نرى ذلك . ونلاحظ أن الكثيرين من أصحاب المشروعات الفردية إنما أقدموا على إحلال الآلة محل الانتاج اليدوي ، وأقدموا على توسيع نشاطهم بدافع واحد هو انتهاز الفرصة المؤانية لتحقيق أرباح غير عادية ، فلما انقضت الفترة التي مكنت لهم من النجاح غير المستند إلى أساس اقتصادي والذي لا يهدف إلى فكرة قومية بدأ بعضهم في العمل على تحويل نشاطه وبالتالي أمواله إلى أبواب أخرى من الاستثمار كالمزارع أو المباني ، ونرجح أن

هذه الحركة ستستمر لأن معظم هؤلاء لا يتصرف بدافع من الرغبة في العمل المنظم الذي يعود على الفرد بالمصلحة الخاصة في نطاق المصلحة العامة ، ونرجح كذلك أن تهرباً^(١) رؤوس أموال فردية كثيرة من ميدان الصناعة عند الاصطدام بأول طلائع المنافسة الأجنبية المحتملة بمجرد تخفيف قيود الاستيراد وتيسير النقل واستعادة أوروبا لمكانتها في عالم الصناعة ، وبما تقدم يتضح أن معظم هذا الفريق لا يجوز إدخاله في حسابنا عند الكلام على بناء الصناعة المحلية أو وضع سياسة ناجحة لرفع مستوى المعيشة وكل ذلك على عكس شركات المساهمة الجدية التي قامت لتحقيق فكرة أو لإنجاح مشروع ، فإنها تحرص على البقاء في وجه المنافسة وتعمل على التغلب عليها والكلام عنها يجيء في بند تال .

٣ — الشركات القديمة

يلشر مستقبل معظم هذه الشركات بتقدمها وقدرتها على تحمل المنافسة الأجنبية . ولقد تكون الكثير منها على أساس سليم إذ قامت في وقت السلم حين سادت الأحوال العادية . والواقع هو أن معظم نواحي النشاط التي تكونت الشركات للعمل فيها قبل الحرب الأخيرة تعتبر نواح سليمة للاستغلال ، إذ أن هذه الصناعات لم تقم إلا بعد دراسة كشفت عن توافر الشروط اللازمة لنجاحها . وربما كان من أسباب تيسير هذه الدراسة رجوع المؤسسين إلى تجارب غيرهم ممن سبقوا مصر في هذا المضمار ، ورجوعهم كذلك إلى ما أمكن لهم الحصول عليه من تقارير داخلية^(٢) خاصة بمصر عن دراسات

(١) حدث بالفعل أن أغلق الكثير من المصانع الصغيرة أبوابه بمجرد وصول البضاعة الأجنبية ، وقد أثر أصحاب هذه المصانع النجاة بالزوة الخاصة التي تجمعت لهم من غير أن يكون لهم فضل في توفير أسبابها ، وقد لاحظنا أن بعض هؤلاء كان يشتغل بالصناعة على نطاق ضيق قبل الحرب ثم توسع في حماية ظروفها غير العادية فلما عادت ظروف السلم أوقف نشاطه الصناعي مكنفياً بما فاز به من ربح هين ، دون أن يلقى بالا لأثر هذا التصرف على النهضة الصناعية والاقتصاد القومي .

(٢) من ذلك تقرير لجنة الصناعة والتجارة التي تكونت في سنة ١٩١٧ ، وكانت برئاسة اسماعيل صدق باشا وعضوية فريق من أقدر المشتغلين بالشؤون المالية ، وقد رأت اللجنة أن أهم الشروط اللازمة لنجاح صناعة ما يأتى : ١ — وجود المادة الأولية الرئيسية لهذه الصناعة في مصر ، لأنه علاوة على إيجاد منفذ جديد لهذه المادة ، سوف يتمتم هذا البلد بميزة لا تتمتع بها البلاد الصناعية البحتة التي تستورد هذه المادة الأولية فتتحمل نفقات نقلها والتأمين عليها . ٢ — وجود العمال المهرة اللازمين لهذه الصناعة ، وقد قلت الأهمية النسبية لهذا الشرط في الوقت الحاضر . ٣ — قدرة السوق المحلية على امتصاص كل أو على الأقل =

قامت بها هيئات أهلية وحكومية^(١). وكان الغرض من إنشاء هذه المشروعات هو تحقيق أرباح الحرفة التي تزاولها من غير أن تبني برنامجها على تحقيق الأرباح الاستثنائية، ومثل هذه المشروعات ينظر لها النجاح والاستمرار في الإنتاج. أما المشروعات التي لم تظهر إلا في خلال مدة الحرب بدافع الرغبة في الحصول على الأرباح الاستثنائية، فإن الكثير منها سيخفي بعد أن ترجع الأحوال إلى ما كانت عليه، ذلك أن معظم القائمين بها من المغامرين الذين استهوهم الظروف غير المادية، وكان كل همهم هو تحقيق أكبر قدر من الربح السريع الهين بغض النظر عن سمعة المشروع والحرص على بقاءه، وهكذا نجد أن معظم هذه المشروعات لم يهتم بطريقة الإنتاج ولا بتوسيع مجال النشاط، أما المشروعات الجدية التي حرص القائمون بشئونها على تثبيت إقدامها في الطريق التي شقته لنفسها فقد عمدت إلى تكوين الاحتياطات العديدة الأسماء والأغراض، وساعدها على ذلك ارتفاع الأسعار في سني الحرب، وهذا تصرف سليم من الناحية الاقتصادية في البلد الحديث، حتى وإن غولى في تنفيذه، إذ من الواضح أن المشروع الذي يحرص على حجز الاحتياطات إنما يعمل على دعم مركزه المالي ويبقى الاستمرار في الإنتاج، وما كان له أن يحرم حملة أسهمه من بعض الربح إذا لم يكن هذا صرامه. ولئن كانت المبالغة في تكوين الاحتياطات ضرورية ونافعة من جهة نظر المشروع نفسه كوحدة إنتاجية، فإنه كذلك ضروري لاستمرار النهضة الصناعية وبخاصة في بلد حديث العهد بها. وعلى القائمين بالمشروعات أن يذكروا أيضاً أن معظم المشروعات في مصر لم تحقق ذلك القدر الكبير من الربح إلا لغيباب المنافسة الأجنبية، وإنه إذا عادت المنافسة إلى ما كانت عليه، لا يستطيع المشروع أن يحقق نفس القدر من الربح الذي حققه في

= معظم ما تنتجه هذه الصناعة. ٤ — يجب أن تكون تكاليف الوقود جزءاً قليلاً من تكاليف الصنع الكلية. ٥ — الصناعة التي تتحمل منتجاتها أجر نقل كبير نسبياً في حالة استيرادها من الخارج. وعلى الرغم من صدور تقارير نالية وبحوث تدور حول الموضوع نفسه لا تزال لهذا التقرير أهميته الكبيرة فيما تعرض له من دراسة.

(١) المفروض في إدارة الأعمال أن يعرف الباحث (وكذا صاحب الفكرة أو صاحب المشروع)، مصادر المعلومات سواء ما كان منها مستمداً من السوق نفسها Field Work وما كان منها مأخوذاً عن مصادر حكومية أو برلمانية أو أهلية مطبوعة، وما تجمع منها في دفاتر المنشآت المنظمة والحريصة على إحصاء الظواهر وتبويبها واستخلاص النتائج. وكل هذا يعتبر قسماً كبير الأهمية في دراسة الأسواق.

الحرب عندما ارتفعت الأسعار ارتفاعاً خيالياً ، ولكي يحافظ المشروع على توزيع معدل ثابت من الأرباح في السنين المختلفة يتعين عليه أن يكون الاحتياطات الخاصة التي تمكن له من ذلك ، فضلاً عن تكوين الاحتياطات العامة التي تدعم مركزه المالي وتمكنه من اجتياز فترات الكساد .

ومن الظواهر الطيبة التي تدل على بعد نظر القائمين بالأمر في بعض المشروعات حرصهم على استهلاك جانب من الموجودات التي بمحتل أن تكون قيمتها الحقيقية موضع امتحان شديد ومفاجئ . ومن ذلك مثلاً ما عمدت إليه بعض المشروعات من استهلاك معظم آلاتها في أثناء الحرب لتستطيع أن تواجه المنافسة الأجنبية في الظروف العادية ، وواضح أن الأموال المقطعة لهذا الغرض تؤمن المشروع ضد المنافسة الشديدة والمحتملة من البلاد المتقدمة في الإنتاج الصناعي ، لأن المشروع الذي استهلك آلاته يستطيع أن يستبدل بها آلات أخرى حديثة أكثر إنتاجية من الآلات القديمة ، مما يؤدي إلى تقليل نفقات إنتاجه وبالتالي زيادة قدرته على مواجهة المنافسة الأجنبية من غير أن يترتب على ظهور هذه المنافسة من جديد نقص معدل الربح الذي اعتاد تحقيقه نقصاناً كبيراً .

أما المشروعات التي أنشأها المغامرون في أثناء الحرب ، والتي لم تهتم بتكوين الاحتياطات المختلفة ، ولم تستهلك موجوداتها — وبخاصة الآلات — بانقدر الذي يسمح به تحقيق الأرباح فستجد نفسها في مركز عصيب حين تحاول مواجهة المنافسة الأجنبية بعد رجوع الأمور إلى مجراها الطبيعي المعتاد ، وغير بعيد أن يرى الكثير من هذه المشروعات أنه لا مفر له من مواجهة النتيجة الحتمية وهي التصفية ، ومن أجل ذلك نرى أنه لا يجوز اتخاذ الكثرة في ظهور هذه المشروعات دليلاً على سرعة التقدم الصناعي في مصر .

بقيت ناحية أخرى تجدر بنا الإشارة إليها عند الموازنة بين المشروعات الجادة في عملها والحريصة على البقاء في عداد المنتجين العاملين على تحقيق النهضة الصناعية من جهة وبين المشروعات المرتزقة التي استهواها الربح الوفير في فترة بعينها من جهة أخرى ... تلك الناحية هي موقف كل من الفريقين من النظام الضرائبي في مصر الذي تصادف أن كانت بداية تطبيقه معاصرة لبداية الحرب الأخيرة التي كانت السبب المباشر في الرواج غير العادي وبالنسبة لظهور هذا الفريق وذلك : لا نزاع في أن فرض الضرائب وجبايتها يتضمنان قدراً من التدخل الحكومي

في شؤون الناس ، ولا نزاع في أن دافع الضريبة الذي لم يألف بعد هذا التدخل ولم يدخل بعد في حسابه الخاص أن جانباً من ثمرة جهوده لا بد ذاهب إلى الدولة لتقوم بتوجيهه إلى تحقيق خدمات عامة ، سيحاول جهد استطاعته أن يخفف من النصيب الحقيقي للخزانة العامة ، وهذا ما يعرف بالتهرب من الضريبة ^(١) . ومع أن هذا التهرب يعدّ مخالفاً لنظام الدولة ، ويعرقل سيرها في طريق التقدم ويمطل قيامها بوظائفها على الوجه الأكمل ، إلا أن آثاره تختلف بالنسبة لكل من النوعين المشار إليهما آنفاً من المشروعات ، ذلك أن تهرب أصحاب المشروعات التي ينتظر استمرار نشاطها في الميدان الاقتصادي من دفع جزء من هذه الضرائب لا يضير الدولة بمثل الضرر الذي يصيبها من تهرب المغاسرين ، لأن أصحاب المشروعات الحريصة على البقاء سيستثمرون معظم الأموال التي احتجزوها في الإنتاج ، وهذا يزيد من رفاهية الشعب ، أما أصحاب النوع الثاني من المشروعات الذين لن يترددوا في الفرار من المعركة إذا اشتدت المنافسة الأجنبية ، فإنهم بتهربهم من دفع جانب من ضريبة الأرباح يحرمون الصناعة من بعض العتاد الضروري الذي يمكن لها من أن تستمر في المقاومة لتكسب المعركة ، ولا نزاع في أنه من حق الدولة بل ومن واجبها أن تتدخل لحماية الكيان الاقتصادي كلما دعت الضرورة إلى ذلك ^(٢) .

(١) في سنة ١٩٤١ صدر القانون رقم ٦٠ الذي فرض ضريبة خاصة على الأرباح الاستثنائية (أي التي تعدها الدولة وليدة ظروف الحرب وليست نتيجة للاجتهاد الشخصي) وجعلت لها أثراً رجحانياً تناول نشاط سنة ١٩٤٠ وهي أول العهد بالحرب الأخيرة تقريباً ، ثم صدرت تشريعات أخرى معدلة لائتلاف والأسس التي تحصل بها الضريبة المذكورة . فموضع الدراسة الوافية لكل ذلك في غير هذا الكتاب ، غير أنه يلاحظ أن فداحة الفريضة وعدم كفاية الاستعداد لتنظيم الجباية وقرب الهدم بالنظام الضرائبي بصفة عامة كانت كلها عوامل قوية على إغراء الموالين بمحاولة التهرب ، ولا نزاع في أن هذه لا تمتد بداية موافقة ، وبخاصة إذا لاحظنا ضعف الوارع الشخصي أو انعدامه ، وهذا لا يجيء إلا باقتناع دافع الضريبة بالحكمة التامة والرقابة الفعالة على المصروفات العامة .

(٢) أن التمييز في معاملة المتهربين من الضريبة غير جائز أصلاً ، ومن الواضح أن نصوص التشريع عامة وشاملة ، إلا أن التطبيق يتيح للإدارة كما يتيسر للقضاء تقدير الظروف والملاسات التي تكشف كل حالة على حدة بدافع من الحرص على المصلحة العامة دون غيرها ، ولا نزاع في أن المصنع الذي يغلو في استهلاك آلاته ويخرج في ذلك عن القواعد التي جرت مصلحة الضرائب على اعتمادها ، والذي يحرص في نفس الوقت على التجديد السريع والتوسع في حدود الطاقة المالية للوحدة الانتاجية لا يجوز أن يعامل بنفس الطريقة التي يعامل بها غيره من المصانع التي تسرف في تقدير الاستهلاك ثم تسرف أيضاً في استنزاف المال الحاضر وتنفقه على غير طائل .

ونظراً لأهمية المنشآت التي نحن بصدد الكلام عنها ، نرى أن نقارن واحدة منها بالعرض السريع لانشائها والتطورات التي مرت بها وما ينظر لها من نجاح ، ولتكن هذه المنشأة شركة مصر لفزل ونسج القطن بالحلة الكبرى ، وهي واحدة من الشركات القديمة (نسبياً في مصر) .

كوّنت هذه الشركة في سنة ١٩٢٧ ، واشترت آلاتها بعد أن استهلكت في مصانع لانكشير ، وذلك لأن المال كان يعوزها فلم تستطع شراء الآلات الحديثة ذات الكفاية الإنتاجية المالية . وكان لابد من حماية هذه الشركة من المنافسة الأجنبية ، وبخاصة منافسة اليابان ؛ وقد تمت لها هذه الحماية فتمكنت من الاستمرار في العمل في نطاق ضيق . وكان لابد لهذه الشركة من الاستمرار في إنتاج الأقمشة الخشنة لمدة طويلة من الزمن حتى يتسنى لها تثبيت أقدامها في محيط الانتاج . ولكن الحرب التي حتمتها من المنافسة الأجنبية والتي مكنتها من فرض أسعار مرتفعة لما تنتجه من الأقمشة ، جعلتها قادرة على توسيع مجال أعمالها وعلى شراء أحدث الآلات في أول فرصة أتاحت لها (أي في أواخر الحرب الأخيرة) ، وقد تمكنت هذه الشركة (من واقع آخر ميزانية معلنة) من استهلاك جميع الآلات القديمة التي ما زالت تنتج حتى اليوم . كما تمكنت من استهلاك جميع مبانيتها الحالية بما فيها من أثاث وجميع معدات النقل التي تملكها ، وفوق ما تقدم استطاعت الشركة أن تستهلك جزءاً مهماً من ثمن الآلات التي أوصت بصنعها والآلات التي في طريقها إلى المصنع ^(١) ، وكل ذلك يساعد الشركة على شراء أحدث الآلات وأكثرها كفاية مما يمكنها من مواجهة المنافسة الأجنبية لا في سوقها المحلية وحدها بل في كثير من الأسواق الخارجية .

(١) هذا مثل آخر يوضح ما سبق أن أشرنا إليه في الفصول التي تقدمت ، من أن الاستهلاك لا يجوز أن يكون قاصراً على الهلاك المادي الناتج عن تشغيل الآلة وهو ما يسمى Wear and Tear ، بل يجب أن يكون من عناصر تقديره مواجهة احتمالات التحسين التي ينتظر إدخالها على الآلة بحيث يصبح الحدث منها أكثر كفاية أو أقل نفقة ، وهذا الاعتبار الأخير يبرر استهلاك الآلة قبل تشغيلها بل قبل وصولها إلى المصنع الذي يعتمد تشغيلها ، وكل ذلك مع التسليم بأنها جديدة أي لم يسبق لها العمل أصلاً . والحكمة في ذلك وضحة لأن الآلة التي تعتبر اليوم جديدة تواجه في الواقع مستقبلاً مجهولاً ، ومليئاً بالاحتمالات ، ويجب ألا يغيب عن نظر أصحاب المشروعات أن مكاتب البحوث الفنية في نشاط دائم ، وهذا ما يجعل الصانع البعيد النظر يوجس خيفة من المستقبل القريب والبعيد على السواء كما هو محتمل في كل منهما من ظهور مستعدات تجعل معداته الرأس مالية عاجزة عن المنافسة الحرة المشروعة .

وهي تستطيع كذلك بمساعدة الاحتياطات المختلفة التي كونتها في أثناء الحرب أن تصمد للكساد وأن طال أمده . وتعتبر هذه الشركة وأمثالها من الشركات القديمة واحدة من الدعامات القوية في نهضتنا الصناعية ، التي يرجي عن طريقها زيادة الانتاجية ، وبالتالي رفع مستوى المعيشة بوجه عام ، وكل ذلك بفرض استمرار هذه المشروعات على خطتها السليمة من الحرص على التدعيم المالي للمنشآت الصناعية التي تشرف عليها ، وهي فوق ذلك عامل له قيمته في سوق رأس المال ، نظراً لما تدخره من الاحتياطات التي يحتمل أن تقوم بتوظيفها في أسهم المشروعات الأخرى مما يساعد الصناعات في الحصول على القروض طويلة الأجل . وقد عرفنا أن الأموال التي تقدمها المشروعات القائمة للصناعة في البلاد المتقدمة اكبر جداً ، وهي من أجل ذلك تحتل المكان الأول بين هيئات التمويل الحديثة^(١) .

(١) حين ضربنا المثل بأول شركة مصرية كبيرة تعرضت للصناعة الآلية للمحصول الزراعي الرئيسي لبلادنا لم نفعل ذلك إلا ولما هدف بعيد نرى إليه ، وهو التنبيه إلى أن عمل هذه الشركة يعتبر عندنا فاتحة تحول كبير في الاقتصاد القومي ، وأن هذا التحول لم يتحقق إلى الآن سوى بوادره ، وبقول الثقات من الاقتصاديين في إنجلترا بأنه يجب على المستقلين بصناعات القطن هنالك أن يتوقعوا تحولاً كاملاً في خلال فترة قصيرة قد لا تعدو عشر سنوات ، ومن الواضح أن مصر مصلحة ظاهرة في تحول هذه الصناعة عن الجزر البريطانية لأن لها نصيبها الطبيعي من ميراث هذه الصناعة التي ازدهرت في لانكشير قرنين كاملين ، ولئن كانت زراعة القطن قد نجحت في مصر خلال قرن كامل فإن دورها في صناعة القطن قد تأخر ، وعلينا أن نتخذ العدة لمواجهة الموقف الذي توافرت لما فيه ظروف النجاح ، ومن أجل ذلك رأينا أن نعرض بإيجاز لتاريخ صناعة القطن في إنجلترا منذ بدايتها إلى وقتنا هذا الذي ينتظر فيه التحول الهائل عن لانكشير بعد أن كانت تعد في وقت ما القلب النابض لهذه الصناعة :

ظهرت صناعة القطن الآلية في إنجلترا في القرن الثامن عشر ، وباتهاء هذا القرن أصبحت إنجلترا أهم البلاد التي تنتج الأقمشة القطنية ، وظلت محتفظة بمكانتها هذه حتى ابتداء الكساد الكبير في سنة ١٩٢٩ م وقد ازدهرت هذه الصناعة في كثير من البلاد الصناعية في بداية القرن الحالي ، وابتدأت إنجلترا تفقد أسواق بعض بلاد القارة وأسواق الولايات المتحدة ، ولكنها احتفظت ببعض أسواقها القديمة في الشرقين الأقصى والأدنى وفي أمريكا اللاتينية . والسوق التي فقدتها إنجلترا في الشرق الأقصى هو سوق الأقمشة القطنية الخشنة ، وذلك لمنافسة المصانع اليابانية وبعض مصانع شنغهاي . ومن بعد الكساد الكبير ، بدأت إنجلترا تفقد سيادتها التامة على أسواق الهند وأسواق الشرق الأدنى بالنسبة للمنسوجات الخشنة ، وذلك لظهور بعض المصانع الآلية في الهند وفي الشرق الأدنى .

وقد عانت صناعة القطن في لانكشير من هذه المنافسة شيئاً كثيراً ، مما ترتب عليه عد هذه المنطقة ضمن المناطق المصابة بالكساد Depressed Areas في إنجلترا ، وترتب على ذلك أن تدخلت الحكومة الإنجليزية في إعادة تنظيم هذه الصناعة ، فكونت مجلساً أعلى للقطن خولت له إغلاق بعض المصانع القديمة ، وتركيز الانتاج في المصانع الحديثة ذات الكفاءة الانتاجية العالية وغير ذلك من الأمور التي لا داعي لذكرها هنا .

ولا شك في أن صناعات القطن بدأت في الانهيار في إنجلترا ابتداء من الربع الثاني من القرن الحالي ، =

٤ — رجال الأعمال الأثرياء

ساعدت الحرب على تنمية ثروة بعض رجال الأعمال الذين يعتبرون من الرواد في الميدان الصناعى . وقد بدأ هؤلاء أعمالهم في الظروف العادية (أى قبل اندلاع نيران الحرب

= ولا شك أيضاً في أن هذا الأضمحلال سيستمر إلى أن يقضى نهائياً على هذه الصناعة ، ونستطيع أن نلخص الأسباب فيما يلى : —

١ — ظهور المصانع الآلية التى تنتج الأقمشة الخشنة في كثير من البلاد ، خصوصاً في البلاد التى تنتج القطن القصير النيلة (أى ترزعه) وقد استطاعت هذه البلاد أن تنافس المصانع الإنجليزية للأسباب الآتية : ١ — أصبح تنظيم هذه الصناعة ملكاً مشاعاً للدول ، خصوصاً بعد استعمال أجهزة تكيف الهواء داخل المصنع ، ذلك أن الآلات اللازمة تستورد الآن من كثير من البلاد ومن ضمنها إنجلترا نفسها . ب) أوفرت هذه البلاد مهندسيها إلى لا نكشير حيث تمرنوا على هذه الصناعة ، ورجعوا لبلد موطنهم في بلادهم . ح) أغرت هذه البلاد المهندسين الإنجليز وغيرهم من السكمانين والاختصاصيين في صناعة القطن على العمل في مصانع بلادهم بمنحهم المرتبات الصخمة ، كما نجحت هذه البلاد أيضاً في استقدام طبقة ممتازة من المديرين الأجانب لإدارة المصانع الجديدة في بلادهم ، فإذا أضيف إلى ذلك كله استعمال أحدث الآلات ، كان من الطبيعي تقليل الفرق بين نفقة انتاج المصانع الإنجليزية ونفقة انتاج المصانع في بلاد الشرق الأدنى والأقصى . ولربما اضمح هذا الفرق قريباً ، وإذا أخذنا في حسابنا أجر نقل القطن الخام من مناطق انتاجه إلى لا نكشير ، وانخفاض معدل الأجور في هذه البلاد عن المعدل السائد في إنجلترا أمكن القول بأن المنافسة التى تلقاها لا نكشير في الوقت الحاضر خطيرة .

٢ — ظهور المصانع الآلية التى تنتج الأقمشة الرفيعة في بعض بلاد القارة وفي مصر . والواقع هو أن صناعة الأقمشة الرفيعة في إنجلترا حتى قيام الحرب العالمية الثانية لم تتعرض لخطر المنافسة كما تعرضت صناعة الأقمشة الخشنة لها ، وتتخلص أسباب ذلك فيما يلى : ١) أن معظم بلاد الشرق لا تنتج الأقمشة الرفيعة ب) أن البلاد في أول عهدها بصناعة ما ، لا تستطيع أن تنافس ما سبقها في هذا المضمار إذا كانت لعامل الجودة والأنتان المسكان الأول . وعلى ذلك اهتمت معظم بلاد الشرق في بادئ الأمر بمعامل التكاليف ، وبمجرد توفيقها في محاولة انقاص هذا العامل يكون من الطبيعي أن تنتقل بعد ذلك إلى عامل الجودة والأنتان لتعاجله بدوره . ح) إن التقدم الفنى الذى طرأ على صنع آلات صناعات القطن في البلاد الصناعية قد انفردت به آلات الغزل المسماة بـ The Ring ، وهذه الآلة تتميز بعظم إنتاجيتها ، ولكنها لا تنتج الأقمشة الرفيعة جداً ، وذلك بعكس آلة الـ mule التى هى أقل إنتاجية من الآلة الأولى ولكنها تستطيع إنتاج أرفع الأقمشة .

والبلاد التى تصنع الأقمشة الرفيعة يكاد انتاجها يكنى ما هى في حاجة اليه من هذه الأقمشة ، كما أن عدد هذه البلاد ما زال قليلاً . ومصر هى إحدى الدول المهمة (الآن) التى تنتج هذا النوع من الأقمشة . وانتاجها الحالى من هذا النوع يكنى حاجة سكانها . وقد تضافرت جميع الظروف بالنسبة لهذا النوع من الانتاج لتمكين مصر من زيادة انتاجها مرة أخرى بقصد التصدير . وأتم هذه الظروف ما يلى :

١ — التحسن المستمر في آلة الغزل المسماة The Ring مما يجعلها قادرة على انتاج الأقمشة الرفيعة .

٢ — وجود إحدى شركات الصباغة العتيقة في مصر (شركة صباغى البيضاء) .

٣ — زراعة القطن الخام الرفيع النيلة في مصر .

٤ — أن إنجلترا التى تعتبر المنافس الوحيد لمصر في هذا الفرع من الانتاج قد أيقنت أن صناعة =

الأخيرة) ، ونجحت مشروعاتهم ووثق الناس بهم ، ولا يزالون ينشئون المشروعات واحداً بعد آخر ، ويستترشدون في ذلك بخبرتهم الطويلة ، فلا يقدمون على مشروع إلا بعد التأكد من توافر أسباب النجاح .

وهؤلاء يشبهون إلى حد كبير بيوت التمويل القديمة الموجودة في إنجلترا . والفرق الوحيد بينهم وبين هذه البيوت أنهم خبراء في الأعمال بالإضافة إلى كونهم خبراء في أمور المال . وفائدة وجود هذه الطبقة من رجال الأعمال كبيرة جداً في البلد الحديث العهد بالصناعة ، وبخاصة إذا كان — كما هي الحال في مصر — مفتقراً إلى المنشآت العديدة اللازمة لاستكمال وجود سوق رأس المال ، وإذا كانت فائدة وجود هذه الطبقة لم تظهر في أثناء الحرب ولا في المدة التي تلتها مباشرة في تمويل الصناعات الكثيرة ، وذلك نظراً إلى توافر المال وضيق مجال الاستثمار ، فإننا نتوقع ازدياد أهميتها ، بالنسبة للاقتصاد القومي حينما تعود الأحوال إلى الاستقرار .

وهم يختلفون عن مروجي المشروعات Company Promoters من ناحية هامة ، ذلك أن المروجين لا يبيعون في كثير من الحالات الاحتفاظ بأسهم المشروعات التي أخرجوها إلى الوجود ، لأن طبيعة عملهم تحتم عليهم بيع ما يملكون من أسهم في أول فرصه تتاح لهم حتى يستعيدوا أسوالهم الحاضرة مرة أخرى ، ويترتب على ذلك أنهم كثيراً ما يتركون المشروع بعد تأسيسه في أيدي أناس لا يعرفون عنه إلا القليل ، مما يؤدي في بعض الحالات إلى سوء حال المشروع ، أو على الأقل إلى ارتباك أعماله لمدة من الزمن . أما طبقة رجال الأعمال الأثرياء فلا يقدمون على بيع ما يملكون من أسهم المشروع الذي أنشأوه في معظم الحالات حتى

الظن فيها لن تتحمل منافسة البلاد الجديدة وبذلك نصح الخبراء فيها بالبحث عن صناعة أخرى وترك هذه الصناعة .

ه — إن آلات ال Mule يمكن استخدامها في مصر بنفقة أقل من نفقة استخدامها في إنجلترا ، وذلك لأنها تحتاج إل قدر من العمل أكبر من القدر الذي تحتاج إليه آلة The Ring ولا يخفى أن تكلفه العمل في مصر أقل منها في إنجلترا .

كل هذه العوامل تبشر ، بأن صناعة الغزل والنسيج الرفيع ستزدهر في مصر في السنوات القريبة ، وهذا يدعونا للقول بأن ربط زراعة القطن بصناعته وتسويقه في داخل القطر وفي أسواق العالم تعتبر من المسائل الاقتصادية التي لها أهمية قومية تستدعي عناية خاصة .

إذا حقق لهم بيع هذه الأسهم فائدة مالية لا يستهان بها . فبناء المشروعات ورعايتها حتى تكبر قد أصبح عملاً معيَّناً أو طبيعة ثانية لهم ، وهم ينظرون إلى مشروعاتهم نظرة الأم إلى وليدها ، فهي ترعاه صغيراً ، وتراه في حاجة إلى معونتها وتوجيهها حتى بعد أن يكبر ويستطيع أن يواجه وحده مشاكل الحياة . ثم أنهم لا يرغبون في الكسب العاجل عن طريق إنشاء المشروعات ، بل يرغبون في كسب الصناعات التي يزاولونها . وهذا الكسب في اعتقادهم أكبر من الكسب الذي يحققه المروجون ، ويرجع السبب في أن المروجين لا يفعلون مثلهم ليحصلوا على ربح أكبر ، أن المروجين عند ما ينشئون المشروع لا يبذلون من العناية ذلك القدر الذي يبذله رجال الأعمال ، لأن الخبرة تنقصهم ولأن عامل الزمن لا يدخل في حسابهم كعنصر ضروري للتدرج في سبيل النجاح ، فبينما نرى رجل الأعمال الناجح لا يهتم بضيايع الفرص غير العادية نرى أن المروج إذا ضاعت عليه إحدى الفرص اعتبر فواتها خسارة شخصية ، لأن ربحاً محققاً قد فاتته ، وذلك بصرف النظر عن أي اعتبار آخر ؛ والواقع هو أن عامل الزمن يعتبر عنصراً ضرورياً لظهور المشروع الجديد سليماً ومبشراً ، وقد يترتب على تضحية هذا العنصر واستعجال اخراج المشروع إلى الوجود ضعف في بعض النواحي الفنية أو الإدارية ، وكل هذه النواحي في حاجة إلى الدرس والتمحيص والا تعرض المشروع للفشل دون عيب ذاتي في فكرته الأصلية .

ويلاحظ فوق ما تقدم أن فشل المشروع الذي يكونه رجل الأعمال الناجح قد يودي بسمعته ، وإذا فقد الثقة التي كان يتمتع بها لاستحالة عليه أن يبقى في مضمار الأعمال ، وبفرض أنه استطاع البقاء لكان لزاماً عليه أن يبقى منزوياً وهذا هو أشد عقاب يواجهه رجل الأعمال في حالة الفشل بعد السمعة الطيبة والتوفيق . أما المروج فإن علاقته بالمشروع تنتهي بعد أن يبيع ما يملكه من أسهم ، وقد يعفيه الجمهور من المسؤولية في حالة الفشل على اعتبار أن من تولى أمر المشروع بعده هو الذي أساء إدارته وجعله في حالة سيئة بعد أن كان من المشروعات المبشرة بالنجاح .

ورجال الأعمال الأثرياء لا تسمح لهم ثرواتهم بامتلاك جميع أسهم المشروعات التي يظهرونها في الوجود ويديرونها إدارة فعلية مباشرة أو يشرفون إشرافاً تاماً على إدارتها . وعلى

الرغم من ذلك نجد أنهم قادرون (إلى حد كبير) على السيطرة عليها كما تسيطر الشركات القابضة The Holding Company على كثير من المشروعات ، ولهم في ذلك وسائل شتى تشير إلى بعضها فيما يلي : —

تكتتب جماعة من رجال الأعمال فيما يعادل ٥١٪ من رأس مال الأسهم التي يصدرها مشروع ما لتكون لهم السيطرة^(١) على إدارته ، ثم أنهم يتدرجون من هذا المشروع إلى غيره وهم في كل خطوة حريصون على أن تكون لهم الغلبة في الإدارة في كل مشروع تال يعملون على إنشائه . واتوضيح ذلك لمفروض أن المشروع (١) يحتاج في تمويله إلى ٢ مليون جنيه ، وإن هذه الجماعة قدمت من رأس ماله ١٠٢٠.٠٠٠ أى ما يوازي ٥١٪ وأنها بذلك ضمنت إلى حد كبير اختيار أعضاء مجلس الإدارة كما ضمنت توجيههم ، ثم لننظر بعد ذلك كيف تتصرف هذه الجماعة لتضمن الحصول على المال اللازم لإخراج مشروعانهم التالية إلى حيز الوجود : من المعلوم أنه طبقاً للأحكام المعمول بها إلى الآن في مصر يستطيع المشروع أن يقتض من السندات ما يوازي رأس ماله المكتتب به ، وهكذا نرى أن المشروع (١) يستطيع أن يصدر من السندات ما قيمته ٢ مليون جنيه بخلاف رأس المال ، فتصبح الأموال التي يتحكم فيها المشروع (١) ٤ مليون جنيه بدلا من اثنين فقط ، وإذا تجاوزنا عن الدقة في استخدام الأرقام واعتبرنا مؤقتاً أن الجماعة المسيطرة على هذا المشروع تملك من أسهمه ٥٠٪ بدلا من الـ ٥١٪ لكان تتبع الأرقام أكثر يسراً إلى الفهم ؛ ومن أجل ذلك سنفترض أن هذه الجماعة تكتفي بامتلاك ٥٠٪ من رأس مال كل مشروع تدخل فيه ، ثم نعود إلى السلسلة التي بدأت بتكوين المشروع (١) لنقول بأن هذا المشروع يحتاج في تمويله إلى ٢ مليون على حين أنه أصبح يتحكم في ضعف هذا القدر بفضل إصدار

(١) لا يعد هذا القول على إطلاقه من كل قيد صحيحا ، لأن امتلاك ٥١٪ من رأس مال المشروع لا يستمتع السيطرة دائما ، وستوضح الأسباب في فصل تال تعرضنا فيه لإدارة المشروعات . ويمكن أن تشير هنا إلى كيفية توزيع الأسهم المثلة للـ ٥١٪ من رأس المال وكيفية توزيع الأصوات على الأسهم ، فنقول بأن الطريقة العملية في حالة كهذه هي تفيت الملكية الفردية ، والمساواة في توزيع الأصوات على الأسهم أو الخفيف من حدة النقص النسبي في عدد الأصوات كلما زاد عدد الأسهم ، ولزيادة الايضاح نقول بأنه ليس هناك ما يمنع من أن يكون لجماعة من الممولين ٥١٪ من رأس المال ويكون لهم من الأصوات ٢٥٪ أو ٣٠٪ مثلا .

السندات وهي قرض طويل الأجل ، وفي وسع المشروع (١) أن يستخدم الفائض من أمواله وهو ٢ مليون جنيه في المساهمة في مشروع جديد وليكن المشروع (ب) الذي تباع قيمة أسهمه أربعة ملايين جنيه مع احتفاظ المشروع الأول بفكرة السيطرة دائماً عن طريق امتلاك ٥١ ٪ من أسهم المشروع الثاني (ب) .

(ونكرر هنا القول بأننا سنعامل هذا القدر وهو ٥١ ٪ كما لو كان النصف لمجرد تبسيط العمليات الحسابية وتيسير تتبع الموضوع) ؛ وإذن فسيملك المشروع أ (وهو المشروع الأول) نصف المشروع ب (وهو المشروع الثاني) وستكون المشروع الأول السيطرة على المشروع الثاني ؛ ثم إن المشروع ب يصدر من السندات ما يوازي رأس ماله ، وبما أن رأس ماله الذي يكفيه هو أربعة ملايين فقط فسيجمع عن طريق إصدار السندات أربعة ملايين أخرى تكون طليقة من قيود الاستغلال في المشروع ب ، ويكون في وسعه أن يساهم بها وأن يسيطر أيضاً على مشروع ثالث (ح) يكون رأس ماله ثمانية ملايين . وهكذا تستمر السلسلة التي بدأت بمساهمة الجماعة الأولى من رجال الأعمال في المشروع الأول بما يوازي ٥١ ٪ من رأس ماله أي بمبلغ ١٠٢٠٠٠٠٠٠ جنيه والتي تدرجت حتى أصبح لهذه الجماعة سلطان على المشروع الأول الذي يشتغل في أربعة ملايين (نصفها سندات) والمشروع الثاني الذي يشتغل في ثمانية ملايين ، والثالث الذي يشتغل في ١٦ مليوناً ، وهكذا ما أسعفتهم القدرة على العمل والتوجيه السديد ، لأننا نفترض في هذه السلسلة أن المشروعات جديدة وناجحة ، وإن جماعة المالكين لم يقصدوا إلى شيء سوى توسيع مجال نشاطهم وتدعيم سلطانهم في سوق المال باستغلال القليل الذي يملكونه (نسبياً) في اجتذاب المدخرات وتجميعها لتكون أداة طيعة في أيديهم وقوة غلبة يحققون بها ما يضعون تصميمه من المشروعات — وقد يبدو لأول وهلة أن إصدار السندات بهذه الوفرة وبهذا التكرار يخلق مشكلة أو مشا كل متعاقبة للجماعة المهيمنة على هذه المجموعة من المشروعات ، وهذا الظن مردود على أساس أن جماعة المالكين الذين يقدمون على توسيع جريء من هذا النوع يحرصون على المال الذي يجمعونه كل الحرص ، ويسترشدون في إضافة هذه الحلقات بعدد من المبادئ الأولية البسيطة ، وأهمها :

١ — يجب أن يكون العائد الصافي من كل مشروع أكبر من الفائدة المضمونة لحلة السندات ، وإلا كان التوسع خطراً على المشروع الأصلي ، ويلاحظ أن هذا ميسور نظراً إلى أن القائمين على إدارة المشروعات ذوو خبرة وكفاية ، وعلى صلات طيبة بالمصارف تمكنهم من الحصول على أكثر الشروط ملائمة لوجوه نشاطهم .

٢ — يوضع نظام دقيق لاستهلاك السندات التي يحل أجل الوفاء بها وذلك إما بأصدار جديد أو باستخدام القروض التي تصدرها المشروعات المتأخرة مثل حثم و في استهلاك سندات المشروعات المتقدمة مثل حثم ب عند حلول مواعيد الوفاء .

٣ — تركز هذه المشروعات على تغطية مصروفات الإصدار من الرسم المقرر لهذا القرض . ولا يفوتها طلب علاوة الإصدار التي ترصد لأغراض خاصة أهمها خدمة القرض نفسه وقد تحول آخر الأمر إلى الأموال الاحتياطية للمشروع الأصلي .
وفىما يلي جدول بسيط بخلاصة ماتقدم :

رأس المال الحقيقي أو قيمة الأسهم التي يصدرها المشروع . (وأصحاب هذه الأسهم هم وخدم الذين لهم حق إدارة المشروع) . والشركة لفاضة تكتب بما يعادل ٥١ ٪ من قيمة هذه الأسهم	رأس المال المفترض أو قيمة السندات التي يصدرها المشروع . (وأصحاب هذه السندات ليس لهم حق إدارة المشروع)	مجموع الأموال التي في حيازة المشروع والمشروع الحق ، في استثمار جزء منها في مشروع آخر .	رأس المال اللازم للمشروع	المشروعات التي تسيطر عليها الشركة القابضة لأمنلاكها أكثر من ٥٠ ٪ من قيمة ما تصدره من أسهم . ويلاحظ أن المشروع أ وهو المهمين على ما تلاه من مشروعات يقع تحت سيطرة جماعة من المالكين .
جنيه ٢,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٢,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٤,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٢,٠٠٠,٠٠٠	أ ١
جنيه ٤,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٤,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٨,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٤,٠٠٠,٠٠٠	ب ٢
جنيه ٨,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٨,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ١٦,٠٠٠,٠٠٠	جنيه ٨,٠٠٠,٠٠٠	ح ٣
..... ؟	 ؟	 ؟	 ؟	 ؟

وفي رأينا أن هذه الطريقة لتمويل المشروعات تعد من أصح الطرق لمصر في ظروفها الراهنة ما دامت البنوك لا تساهم في تمويل الصناعات الجديدة ، والسبب في ذلك كما بينا من قبل أن الجمهور حديث العهد بالاستثمار الصناعي ، وأن مروجي الشركات الذين لا يهمهم نجاح المشروع بقدر ما يهمهم الحصول على الأرباح قد يغترون بجمهور المستثمرين . فإذا فشلت بعض المشروعات نتيجة لذلك ، فقد يحجم المستثمرون في المستقبل عن استثمار أموالهم في المشروعات الصناعية ، وفي ذلك خسارة كبيرة للبلد إذ أن رفع مستوى معيشة الأفراد يتوقف إلى حد كبير على إنشاء بعض المشروعات التي يرجى لها النجاح . وجماعة رجال الأعمال الأثرياء إذا قرروا إنشاء أحد المشروعات ، فإن هذا لا يتم إلا بعد بحث مفصل يقوم على أسس علمية مما يجعل نجاح المشروع كبير الاحتمال ، أو على الأقل لا يتعرض المساهمون مهما كانت الأحوال لخسارة تذكر . وهذا الضمان يزيد باستثمار هؤلاء الرجال لجزء من ثروتهم في المشروع وعدم تخليهم عنه ، وهو ما يفعله رجل الأعمال على العكس من المروج المحترف .

وفي مصر الآن بعض هؤلاء الرجال أمثال عبود وبجي وفرغلي وعفيفي وسالم . الخ ، وهي تعتمد على نشاطهم إلى حد كبير في محاولة توفير بعض مقومات النهضة الصناعية ، ولقد أصبح لهذه الأسماء وزنها في سوق المال بحيث يكفي أن يشترك بعضهم في مشروع ما حتى يتوافر للجمهور المدخرين من أسباب الاطمئنان والثقة على ما يحملهم على الإصغاء إلى ما يقول به المؤسسين ، بل أن من أصحاب المدخرات من يكفي بمجرد ذكر هذه الأسماء ليقدم مدخراته إليهم حتى يقبلوا على صهرها في آتون الانتاج .

نصيب الدولة في هذه الجهود :

تكلمنا في هذا الفصل على ما أفادته مصر من الحرب الأخيرة في محيط الأعمال وفيما هي بسبيله اليوم من مقدمات النهضة الصناعية المرتقبة ، وشمل البحث شيئاً من جهود الأفراد والمنشآت الأهلية ، فكان طبيعياً أن يقوم في ذهن الكاتب والقارى جميعاً تساؤل عن نصيب الدولة في هذا المضمار ، والواقع هو أن الحكومات المتعاقبة من سنة ١٩٣٠^(١) ، إلى

(١) هذا لا يمنع من القول بأن بعض المنشآت الأهلية قد فكر في التمويل الصناعي وتكلم عن ضرورة وجود بنك صناعي ، ومثال ذلك تقرير بنك مصر في سنة ١٩٢٩ عن مشروع إنشاء البنك الصناعي .

الآن فكرت في المساهمة بنصيب في تشجيع التحول الصناعى الذى نشهد الآن مقدماته
فصدرت تشريعات قليلة أشرنا إلى أهمها فى مناسبات عابرة مرت بنا ، ونزيد الآن حلقة
أخيرة لها قيمتها ، وهى وإن كانت لا تزال فى المراحل الدستورية السابقة لصدور القانون
إلا أن الاتجاه العام يشعر بأن ما بقى أمام هذا المشروع لا يعدو أن يكون إجراءات شكلية
أو بحوثا تتناول التفاصيل دون المبدأ الذى تقرر بالفعل ، وهو اشتراك الدولة (على صورة
ما) فى تمويل المشروعات وذلك عن طريق المساهمة فى إنشاء البنك الصناعى الذى أقر
البرلمان فى دورته الحالية ٤٧/٤٨ اعتماد المال اللازم للمساهمة فيه ، ثم أحيل المشروع بعد
ذلك إلى جهات الاختصاص لدرسه تمهيداً لإصدار المرسوم المرخص بتشكيله ، وفيما يلى
خلاصة للمشروع كما هو اليوم .

مشروع البنك الصناعى :

وافق البرلمان فى دورته الحالية على مشروع الحكومة الخاص بإنشاء البنك الصناعى .
ورأس مال هذا البنك مليون ونصف مليون من الجنيهات المصرية ، تساهم الحكومة فيه
بمبلغ ٧٦٥٠٠٠ جنيه ، أى ما يعادل ٥١ ٪ من قيمة رأس مال الأسهم المصدرة . وبذلك
سيكون للحكومة الأشراف الفعلى على إدارة البنك .

وقد روعى فى تحديد رأس المال بهذا القدر مواجهة الأعباء التى ينتظر أن يضطلع بها
البنك من الاشتراك فى إنشاء وتدعيم المؤسسات الصناعية المصرية ذات المنفعة العامة ، إذ أن
معظم هذه المنشآت يتطلب رؤوس أموال كبيرة . وبديهي أنه يمكن زيادته فيما بعد إذا
اقتضت احتياجات الصناعة هذه الزيادة بشرط موافقة الحكومة على كل إصدار جديد ،
وتتلخص أغراض البنك : —

١ — الاشتراك فى إنشاء وتدعيم المؤسسات الصناعية المصرية :
ذلك أن الغرض الأول من أغراض البنك هو المساهمة فى تمويل المؤسسات الصناعية
سواء أ كانت صناعات جديدة أم صناعات قائمة فعلا ، ففى الأولى يساهم البنك فى إنشائها
وفى الثانية يستطيع أن يكتب فى زيادة رأس المال . وقد روعى فى نص هذه المادة أن يتسع
نطاق اشتراك البنك فيتناول الشركات المساهمة وشركات الأشخاص أو المؤسسات الفردية .

وقد اشترط المشروع أن تكون المؤسسات التي يساهم فيها البنك مصرية ذات منفعة عامة حتى لا يكون في اشتراكه احتمال منافسة المؤسسات المماثلة باعتبار أن الحكومة تملك غالبية أسهم البنك .

ب — تقديم السلف الصناعية :

تعرض المشروع إلى تقسيم المؤسسات التي تحتاج إلى السلف الصناعية إلى متوسطة وصغيرة وكبيرة ، والصناعات الصغيرة أو اليدوية يتناولها البنك بشيء كثير من الحيلة واليقظة ، وأما الصناعات الكبيرة التي قد تطنى على الأموال المخصصة للسلف إذا ما فتح لها باب الاقتراض بدون وضع حد أقصى لمقدار كل سلفة فقد كانت محل انتباه كاف من المشروع ، ومن أجل ذلك وضع حد أعلى لكل سلفة لا يتجاوز عشرين ألف جنيه إلا في حالات استثنائية تعرض على مجلس الإدارة .

وتنقسم السلف التي يقدمها البنك إلى قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل ، والسلف قصيرة الأجل تأتي في المرتبة الثانية من أعماله ، أما السلف المتوسطة والطويلة الأجل ، فإنها تحتل المكانة الأولى من أعمال التسليف الصناعي ؛ ذلك أنه من المستطاع الحصول على السلف قصيرة الأجل عن طريق بنوك الودائع أو البنوك التجارية العامة . وعلى ذلك فإن سياسة البنك في تقديم القروض تنحصر فيما يلي :

١ — سلف للمؤسسات الصناعية لأجل قصيرة لا تزيد على إثني عشر شهراً بضمان خامات أو مواد مصنوعة أو بضاعة في الطريق مؤمناً عليها أو أسهم أو سندات أو ضمان شخصي أو غير ذلك من الضمانات التي يقررها مجلس إدارة البنك .

٢ — سلف للمؤسسات الصناعية لأجل متوسطة أو طويلة لا تزيد على عشر سنوات بضمان عيني .

٣ — سلف لمدة لا تتجاوز ٢٠ سنة لإنشاء صناعات جديدة أو متفرعة عن صناعات قائمة أو مكتملة لها .

وفي جميع الأحوال السابقة يجب توافر الشروط الآتية :

١ — ألا تتجاوز السلفة ٢٠ ألف جنيه إلا في الأحوال التي يقرها مجلس الإدارة .

٢ — أن تكون الصناعة ناجحة أو مستكملة عناصر النجاح .

٣ — ألا تتجاوز الفائدة ٤٪

٤ — أن تكون الصناعة في حاجة حقيقية للمال المطلوب

٥ — اتخاذ جميع الاحتياطات للتأكد من صرف السلفة في الأغراض الصناعية التي طُلبت من أجلها .

وتشكل في البنك هيئة أو هيئات فنية لتقدير توافر الشرطين الثاني والرابع ومراقبة تنفيذ الشرط الخامس . وعلى ذلك لا بد أن يتعهد المدين بقبوله إشراف تلك الهيئة أو الهيئات على الصناعة التي صرفت السلفة من أجلها .

ح — معاونة خريجي المدارس الفنية :

ومن أغراض البنك تقديم المعاونة اللازمة لخريجي المعاهد الفنية بالسلف الصغيرة التي تساعد على الدخول والنجاح في الأعمال الصناعية . ويجب على البنك أن يتأكد من أن هذه القروض قد استخدمت في الأغراض التي منحت من أجلها .

السندات :

قد يحتاج البنك إلى أموال أخرى بخلاف رأس ماله ليستعملها في تقديم السلف الصناعية ، وبخاصة طويلة الأجل . وعلى ذلك رخص للبنك في أن يصدر من السندات ما لا يزيد على خمسة أمثال رأس المال المدفوع على ألا تتعدى فوائدها ٣/٥ ٪ ، ورخص للحكومة ضمان تسديد قيمة هذه السندات عند استحقاقها ودفع فوائدها في مواعيدها ، كما رخص لها بالاكتمال في هذه السندات كلها أو بعضها .

والفرض من تحديد إصدار السندات هو تحديد مسؤولية الحكومة إذ أنها ستضمن رد قيمتها وقد روعي عند التحديد بهذا القدر نطاق العمليات التي تستخدم فيها أموال السندات بعد الاستئناس بآراء كبار الماليين ، وبما هو متبع في البنوك الصناعية في بعض البلاد الأخرى .

ونصت المادة الثالثة من مشروع القانون على أن تؤخذ المبالغ اللازمة للاكتمال في رأس المال من المال الاحتياطي للدولة ، وتؤخذ المبالغ اللازمة للاكتمال في السندات من

الفصل الخامس

الادارة المالية للمشروع

رأس المال الثابت ورأس المال المتداول — الملائمة القائمة بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول — رأس المال الحقيقي ورأس المال المفترض — رأس المال ورقم الأعمال — درجة الدين في المركز المالي للمشروع — سياسة الاستهلاكات والاحتياطيات — الميزانية .

رأس المال الثابت ورأس المال المتداول

ينقسم رأس مال المشروع إلى ثابت ومتداول ، وعلى الرغم من أن كل واحد من النوعين قد يتحول إلى النوع الآخر في خلال مراحل التشغيل أو الاستغلال فإن التمييز بينهما ضروري لأسباب ستوضح بعد قليل^(١)

ويتألف رأس المال الثابت من الموجودات التي لا يسهل — عادة — تحويلها إلى نقد حاضر بمثل السهولة التي يمكن بها تحويل الأموال المتداولة ، وترجع صعوبة التحويل إلى طبيعة هذه العروض التي تضرب لها مثلاً بالأرض والمباني والآلات والأثاث وسائر الموجودات التي يفتقنها المشروع لتبقى في حيازته أطول مدة ممكنة ، أي أن الفكرة الغالبة عند اقتنائها هي فكرة الإبقاء عليها والانتفاع بها عن هذه الطريق على عكس الأموال المتداولة التي تبقى رهينة أول طلب يحقق الربح فيخرجها المشروع من ملكيته على الفور لتحقيق هذا الربح وهو هدفه الأخير .

(١) ويمكن القول أيضاً بوجود رأس مال حاضر كقسم ثالث على ما يرى بعض الكتاب ، غير أننا أثّرنا اعتبار المال الحاضر جزءاً من رأس المال المتداول أو فرعاً منه ، والواقع هو أن التداول لا يكون ميسوراً في معظم الحالات من غير وجود قسم من الأموال المتداولة في صورة « سائلة » أو حاضرة ، كذلك يمكن القول بأن رأس المال الحاضر ما هو إلا جانب من رأس مال المشروع يمر بمرحلة يكون فيها ممثلاً في نقد حاضر أو فيما هو في حكم النقود ، وأن حالة السيولة هذه أن هي إلا مرحلة يجتازها رأس مال المشروع كله أو بعضه تبعاً — وذلك باستثناء مشروعات معينة تكون السيولة فيها حالة دائمة لجانب كبير من رأس المال كما في المصارف مثلاً .

ويلاحظ أن أهم العوامل التي ترجع إليها صعوبة تحويل رأس المال الثابت إلى نقود حاضرة اثنان :

الأول — انعدام الطلب عليها في الوقت المناسب ، فقد يرغب المشروع في بيع أصل من أصوله الثابتة ثم لا يجد المشتري الذي يقبل على اقتناء هذا الأصل عند عرضه والثاني — أنه بفرض وجود المشتري فقد لا يدفع الثمن « الاحتياطي ^(١) » أو « الحدى » الذي يقدره المشروع للأصل الثابت المعروض للبيع ، وهذا على الرغم من أن الثمن الحدى يكون معتدلاً لأنه يقل بدرجة ملموسة في معظم الحالات عن القيمة الدفترية للأصل الثابت . وينقسم رأس المال الثابت بدوره إلى قسمين :

الأول : رأس المال الثابت النوعى Specific ^(٢) ، وهذا النوع من الأموال أصعب تحويلاً من رأس المال الثابت غير النوعى ، والسبب في ذلك أنه لا يمكن الانتفاع به انتفاعاً كاملاً إلا في الأغراض التي من أجلها خصص ، وهذا لا يعني عدم الانتفاع به إطلاقاً في أغراض أخرى غير الأغراض التي من أجلها اشتراه صاحب المشروع ، فقد توجد له منافع في أغراض أخرى ، ولكن المنفعة التي تعود على صاحبه من استغلاله في الأغراض الأخرى لا تبرر شراؤه بالثمن الذي اشتراه به صاحب المشروع الأول ليستعمله في الغرض الذي خصص له في بادئ الأمر . وعلى ذلك قد ينخفض ثمنه في حالة بيعه انخفاضاً كبيراً جداً عن ثمن شرائه الأصلي بعد أن تخصم منه أقساط الاستهلاك . وأسهل الأمثلة لذلك النوع من رأس المال الثابت « الهراس » ، والقاطرة البخارية ، واللباني التي أشتت لغرض معين . فجميع هذه الأموال إذا أراد صاحبها بيعها ، فإنه لن يستطيع ذلك إلا إذا تنازل عن جزء كبير من ثمنها الأصلي . « فالهراس » مثلاً قد يجد من يشتريه كأصحاب محال « الخردة » ، ولكن الثمن الذي يباع به يعتبر زهيداً جداً بالنسبة لثمنه الأصلي . وعلى ذلك إذا قلنا أن

(١) للوصول إلى تحديد هذا الثمن يبدأ المشروع أولاً بثمن الشراء ثم يخصم منه جملة الاستهلاكات ثم يخصم من الباقي قدرًا ينزل عنه المشروع نظير التعديلات التي يحتمل أن يدخلها المشتري على الأصل بعد شرائه ليكون صالحاً للغرض الجديد الذي من أجله اقتناه المشتري .

(٢) يقال للأصل أنه نوعى أو مخصص Specific إذا كان معداً لإداء وظيفة بعينها لا تتوافر إلا في صناعة واحدة مثلاً أو عدد قليل من الصناعات ، كأن يكون الأصل جهازاً معداً لنقير الكحول من القصب . وفي النوعية أو التخصيص درجات كما شرحنا في سياق الكلام — وسنشير إلى اللفظة الأجنبية ، بأحد اللفظين العربيين دون تفرقة .

هذه الأموال غير قابلة للبيع ، فإنما نقصد أن الخسارة التي تحيق بصاحبها عند بيعها كبيرة جداً ، بحيث أنه يضطر في كثير من الحالات إلى استعمالها باستمراره في الانتاج ، حتى ولو أدى ذلك إلى تحميله لبعض الخسائر ، لأن الخسائر الناتجة من تشغيل هذه المعدات أقل في مجموعها من الخسائر الناتجة عن بيعها .

الثاني : رأس المال الثابت غير النوعي ، وهو أسهل تحويلاً من رأس المال الثابت النوعي . وبالرغم من ذلك نجد أن هذه الأموال لا تحوّل بالسهولة التي يحول بها رأس المال المتداول إلى نقود حاضرة . ومعنى ذلك أنها لن تباع بقيمتها الرأس مالية في كثير من الحالات .

والقيمة الرأس مالية ، لأي سلعة يمكن معرفتها إذا عرفت فائدة رأس المال السائدة في السوق وعرف ربيع المعدات الرأس مالية غير النوعية . فإذا أردنا بيع « مخرطة » مثلاً ، وكان عائد هذه المخرطة هو ١٠٠ جنيه في السنة ، وكان سعر الفائدة الجارى في السوق ٥ ٪ فإن القيمة الرأس مالية للمخرطة تكون ٢٠٠٠ جنيه ، فلو أن صاحب هذه المخرطة تمكن من بيعها بهذا المبلغ لكانت هذه المخرطة « سهلة التحويل » ، أما إذا لم يستطع بيعها إلا دون هذا المبلغ ، فإنها تعتبر « صعبة التحويل »^(١) . وإذا لم يستطع بيعها إلا دون هذا المبلغ بكثير فإنها تعد رأس مال ثابت نوعي .

وكانت معظم المعدات الرأس مالية نوعية في القرن التاسع عشر . وقد عمل التقدم الفني الذي يطرأ على صنع الآلات على تحويل معظم هذه المعدات إلى رؤوس أموال غير نوعية . فالخارط مثلاً في القرن التاسع عشر كانت نوعية ، بمعنى أن المخرطة لم تكن تستعمل إلا في عرض واحد . أما الآن ، فإنه من السهل تحويل المخرطة من إنتاج قطعة معينة أو سلعة بذاتها إلى إنتاج سلعة أخرى ، وذلك بإدخال تغيير بسيط — وبناء على هذا التحويل الفني

(١) الأصل في الفرنسية realiser ، والمقصود من هذا الفعل في البحث الحالى هو التحويل إلى نقود — وقد رأينا أن نشير إلى المعنى المقصود بقولنا مثلاً سهولة أو صعوبة « التحويل إلى نقود » ، وقد نكتفي بقولنا « التحويل » فقط على حذف المفهوم ، كذلك قلنا « التحقيق » متابعين التعبير الأجنبي وفيه مجاز يفهم منه أن تحويل قيمة الأصل إلى نقد حاضر معناه الوصول بالرمح إلى مرحلة الحصول عليه في صورة نقد حاضر ... وكل ذلك يجمل القوة الشرائية التي يتحكم فيها المشروع عن هذه الطريق أو تلك حقيقة واقعة لا تختمل الجدل .

يمكن اعتبار الخارط الحديثة أموالا غير نوعية بعكس ما كانت عليه الحال قبل التقدم الفني الأخير ، أما المباني فلا تزال في معظم الحالات نوعية لأنه كثيرا ما يتعذر استعمالها في غير الغرض الذي من أجله أنشأت ، ومن الواضح أن إنشاء المباني يتضمن رسوما سابقة وتصميمات ومواصفات معينة عند التنفيذ ، وكل ذلك يجعلها في معظم الحالات أدخل في الأموال النوعية منها في أى نوع آخر ، فإذا أراد المشروع أن يحول قيمة المباني إلى ما يقابلها نقدا فإنه يتحمل قدرا كبيرا من الخسارة — وللأرض التي يقام عليها المبنى وضع خاص ذلك أنها بمجرد إزالة المباني تصبح حرة من كل قيد يحول بينها وبين إعادة الاستغلال في مشروع آخر ، ومن أجل ذلك لا تعتبر الأرض المقام عليها المبنى مالا نوعيا .

رأس المال المتداول :

يتألف هذا القسم من موجودات المشروع من كافة الأموال السائلة Liquid وما في حكمها أى الموجودات التي يمكن تحويل قيمتها إلى نقود بسهولة نسبية ، والمقصود بالسهولة هنا ما يلي :

- ١ — عدم توافر فرصة البيع على الفور أو بعد فترة معقولة .
- ٢ — تحمل خسارة تذكر فيما إذا تقرر البيع فجأة .

ومن أمثلة هذا النوع من الموجودات الأوراق المالية من الدرجة الأولى كالسندات الحكومية وسندات الهيئات شبه الحكومية مثل البلديات — ومن الأسباب التي تجعل السندات سالفة الذكر سهلة التحويل كونها قصيرة الأجل^(١) منخفضة الفائدة ، وهذان العاملان يصرفان المضار بين عن تناولها بالبيع والشراء فتبقى أثمانها قريبة من الاستقرار ، وإذا أراد المشروع الذي يملك شيئا منها أن يبيعها فإنه يجد المشتري بعد مهلة معقولة قد لا تعدو الساعات ،

(١) السندات الحكومية طويلة الأجل لا تكون بدورها موضوع مضاربات وإذا حدث شيء من ذلك وخيف عليها من التدهور فإن البنوك المركزية تتدخل بالشراء ، وهذا يجعل السندات طويلة الأجل تكاد تكون في حكم السندات قصيرة الأجل من حيث اعتبارها أموالا متداولة ، أما المثل الأعلى للأوراق التي تعد في حكم المال الحاضر من حيث السبولة فهو بونات الخزانة التي تكون لفترات قصيرة جدا كثلاثة أشهر مثلا وبالتالي يكون تداولها خلال هذه الفترة أقرب إلى تداول المال الحاضر مع تحقيق فائدة منخفضة نظير الضمان العالي لاستقرار السعر .

كذلك يجد أن السعر السائد عند البيع يكاد يتفق عند السعر الذي اشترى به — وإذا كنا نخصصنا بالذكر سندات الحكومة والهيئات المحلية فليس معنى هذا أننا نستبعد ما عداها من الأوراق إذ الواقع أن جانبا من السندات الكبيرة الضمان والتي تصدرها بعض المشروعات لأجل طويلة قد تعتبر من أوراق الدرجة الأولى وبالتالي تعتبر أموالا متداولة ، بل يذهب البعض إلى حد اعتبارها من الأموال الحاضرة ، وهناك أيضا الكمبيالات التي تحمل أسماء معروفة لأشخاص أو هيئات لها سمعتها في حي المال فإنها كذلك تعتبر من الأموال المتداولة .

التمييز بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول :

للتفرقة بين هذين النوعين من رأس مال المشروع فوائد عملية أهمها :

١ — عند تقدير أصول المشروع في الميزانية يختلف تقدير الأصول الثابتة عن تقدير الأصول المتداولة ، لأن قيمة النوع الأول تقدر عادة بثمان الشراء مطروحا منه جملة أقساط الاستهلاك وبناء على ذلك يكون صافي ثمن التكلفة هو الحد الأقصى الذي يجوز وصول التقدير إليه ، وأما النوع الثاني فيقدر بثمان السوق الذي يتقلب أما بالارتفاع أو بالانخفاض ، وهو بذلك يختلف عن سعر التكلفة والملاحظ هنا في التقدير بثمان السوق هو أن هذا الثمن قريب التحقيق ، ومن الواضح أن هذا التقدير يتضمن ربحا متوقعا في حالة ارتفاع سعر السوق عن سعر التكلفة كما يتضمن خسارة محتملة في حالة الانخفاض^(١) .

٢ — يتيسر معرفة قدرة المشروع على تحقيق الأرباح ، ذلك أن الأرباح في المشروعات الصناعية تجيء نتيجة لبيع السلعة التي ينتجها المشروع ، وتعتبر السلعة المنتجة ضمن رأس المال المتداول الذي يحقق الأرباح عن طريق إتمام الدورة التجارية ، ومن الواضح أن هذه

(١) نلفت النظر هنا إلى أن الربح الذي ينشأ عن هذه الظاهرة (أي ارتفاع ائتمان الأصول المتداولة) لا يعتبر ربحا تحقق realised profit وهو عادة ربح مستتر أو مستكن في المشروع لا محل لظهاره في الدفاتر بالقيود ولا لإعلانه في الميزانية — وغنى عن البيان أنه لا محل للنظر في توزيعه على الشركاء أو على المساهمين . على أنه على الرغم مما تقدم يكون هذا الربح مقروءا فيما بين السطور في بعض الحالات ، كأن يكون ضمن موجودات المشروع مثلا كمية ضخمة من سلعة معروفة كالحديد مثلا تم تقوم هذه الكمية بثمان الكلمة على الرغم من ارتفاع الأسعار في السوق ارتفاعا ملحوظا — وليست الفكرة هنا هي الحرص على تقدير ربح لم يتحقق نتيجة لارتفاع الأسعار بل الفكرة هي الحرص على التقدير في الحالة العكسية .

هي الوظيفة الرئيسية لرأس المال المتداول ، على حين أن رأس المال الثابت الذي سبق لنا القول بأنه يبقى ليساعد في الإنتاج يستلزم نفقات للصيانة ، كما يستلزم إجراء الاستهلاك على أسس تناولناها بالبحث في فصل سابق — ومن المعلوم أن جملة نفقات الصيانة وأقساط الاستهلاك تقلل من الأرباح الصافية التي تعود على المساهمين ، ونظرا لانفراد رأس المال الثابت بظاهرتي الصيانة والاستهلاك فإن نسبته إلى جملة رأسمال المشروع تؤثر تأثيرا كبيرا في صافي الأرباح ولتوضيح ذلك نضرب المثل التالي :

لنفرض أن رأس مال أحد المشروعات هو ٤٠٠ ألف جنيه ، وأن رأس ماله الثابت يقدر بثلاثمائة ألف جنيه ورأس ماله المتداول يقدر بمائة ألف جنيه ، ثم لنفرض أن رقم أعمال^(١) هذا المشروع في مدة تجارية بعينها هو ٨٠٠ ألف جنيه أي ثمانية أمثال رأس المال المتداول ، ولنفرض أن الربح الكلي هو ١٠ ٪ من رقم الأعمال أي ٨٠ ألف جنيه وأن نفقات الصيانة وأقساط الاستهلاك لرأس المال الثابت تقدر بنسبة ١٥ ٪ من قيمته أي ٤٥ ألف جنيه ، وبما تقدم يخلص أن الربح الصافي للمشروع في المدة محل النظر هو ٣٥ ألف جنيه بنسبة $8\frac{3}{4}$ ٪ من رأس المال الكلي للمشروع — ثم لنترك هذه الصورة التي تمثل حالة المشروع في فترة بعينها وننتقل إلى فترة تالية نفرض فيها أن المشروع بفضل اتباعه سياسة حكيمة في الاستهلاك أو بفضل إعادة تنظيم المصنع أو إحلال آلات أحدث من الأولى وأعظم إنتاجية قد نجح في أن تخفيض قيمة رأس المال الثابت إلى ٢٠٠ ألف جنيه بدلا من ٣٠٠ ألف من غير أن يؤثر هذا التخفيض على رقم الأعمال ، ثم لننظر في النتيجة التي يصل إليها المشروع على أثر هذا الإجراء بفرض بقاء باقي العناصر على حالها : الأرباح الكلية ٨٠ ألف جنيه ونفقات الصيانة وأقساط الاستهلاك بنسبة ١٥ ٪ من رأس المال الثابت أي ٣٠ ألفا (بدلا من ٤٥ ألفا) وأما الأرباح الصافية فترتفع إلى ٥٠ ألفا أي ما يعادل ١٦ ٪ من قيمة رأس المال الكلية .

ونبادر هنا إلى التنبيه إلى أننا لا نقصد بما تقدم القول بأن تخفيض قيمة رأس المال

(١) رقم الأعمال يمثل جملة نشاط المشروع قبل استبعاد التكلفة ، ففي المتاجر مثلا هو جملة المبيعات ، وللمقاول جملة العقود التي نفذت ، وللمصنع جملة أثمان السلع التي انتجت وبيعت .

الثابت يعتبر إجراء مرغوباً فيه بغير قيد ولا شرط حتى وإن كان في هذا التخفيض ما يؤثر على رقم الأعمال . وكل الذي نذهب إليه هو القول بأنه إذا كان لدينا مشروعان يشتغلان في نوع واحد من العمل وكان رقم الأعمال لكل منهما مساوياً أو قريباً من رقم أعمال الآخر فإن انخفاض رأس المال الثابت في ميزانية أحدهما عن نظيره في ميزانية الآخر يكون عاملاً له أثره في تقدير القيمة السوقية لأسهم المشروع ، ومن الواضح أن قيمة السهم للمشروع الذي تقل فيه الأصول الثابتة تكون هي الأكبر .

ولما كان التقدم الفني يعمل دائماً على تبسيط عملية الانتاج أى يؤدي إلى ظهور آلات جديدة أكثر انتاجية من الآلات القديمة وأقل منها تكلفة ، فإن المشروعات الجديدة التي تشتري الآلات الحديثة تستطيع أن توفر في استعمال رأس المال الثابت مما يجعلها قادرة على منافسة المشروعات القديمة التي استهلكت بعض رؤوس أموالها الثابتة في أثناء حياتها . ومن جهة أخرى كان لابد للمشروعات أن تستمر في استهلاك رأس المال الثابت ، لتستطيع أن تواجه منافسة المشروعات الجديدة التي تستخدم الآلات الحديثة الأقل تكلفة من الآلات القديمة .

ثالثاً : لتحديد قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته ، فالمشروع يستطيع الوفاء بتعهداته إذا كان ما يملكه من رأس مال متداول يعادل ما عليه من ديون وقت استحقاقها ، وما دام رأس المال الثابت صعب التحقيق ، فلا بد من أن تعادل قيمته قيمة رأس مال الأسهم على الأقل ، لأن ذلك يجعل المشروع قادراً على الوفاء بتعهداته . أما رأس المال المتداول فيمكن اقتراضه ، طالما أنه سهل التحقيق ^(١) .

النسبة المستمرة في نسبة رأس المال الثابت إلى رأس المال المتداول :

يتكون رأس المال الثابت في معظم الأحيان من الأموال الآتية : الأراضي والمباني ،

(١) هذه حالة مثالية من ناحية الوفاء بالتزامات ، وهي تختلف عن الحالة السابقة التي قررنا فيها بأن انخفاض رأس المال الثابت إلى أدنى حد مستطاع يعتبر أمراً مرغوباً فيه من ناحية رفع نسبة الرخ ، والمقصود هنا هو أن المشروع الذي يملك من الأصول الثابتة ما يعادل جملة رأس مال الأسهم يعتبر الضمان فيه كبيراً بفرض أن الأصول المتداولة تكفي لمواجهة التزامات المشروع قبل الغير .

الآلات والعدد ، وسائل النقل وطرق النقل الخاصة بالمشروع بما عليها من كبرى وأنفاق ،
الأثاث ، حقوق الامتياز والمراكات المسجلة وأسرار صنع السلعة ، مقدار الأموال التي
يستثمرها المشروع في المشروعات الأخرى بشراء الأسهم والسندات ، نفقات الإنشاء إذا
سمح القانون بذلك ^(١) .

ومن الناحية العملية ، نستطيع أن نعرف قيمة رأس المال الثابت لمشروع بجمع قيم
الأموال السابقة الذكر ، ومن المعلوم أنها تظهر ضمن الأصول في ميزانيته ، وتخصم من مجموع
هذه القيم مقدار الاستهلاكات التي تظهر في ناحية الخصوم في الميزانية نفسها ^(٢) .

وتتوقف أهمية رأس المال الثابت المستثمر في المشروع على نوع العمل الذي يزاوله ، فنجد
مثلاً أن نسبة رأس المال الثابت إلى رأس المال الكلي أقل ما تكون في المشروعات التجارية
وفي البنوك ، كما نجد أن نسبة رأس المال الثابت إلى رأس المال الكلي — أكبر ما تكون
في المشروعات الصناعية وبخاصة في المصانع وصناعات التعدين ، ونلاحظ أن اضطراب المشروع
إلى الاحتفاظ بجانب كبير من رأس ماله في صورة موجودات ثابتة له نتائج مالية بعيدة المدى
نلخصها فيما يلي :

١ — المشروعات الصناعية التي تستخدم جزءاً كبيراً من رأس مالها الكلي في صورة
رأس مال ثابت ، يجب عليها ألا تلجأ للاقتراض إلى الحد الذي تذهب إليه المشروعات
التجارية والبنوك التي لا تستخدم إلا نسبة ضئيلة من رأس مالها الكلي في شكل رأس مال
ثابت . وهكذا يمكن القول بأن المشروعات الصناعية يجب عليها أن تعتمد على رأس المال

(١) لا يسمح القانون في ألمانيا بتسجيل هذه النفقات في ميزانية المشروع . أما في مصر فلا يزال
التشريع يسكن عن هذه التفاصيل ، وكثيراً ما نرى مصروفات التأسيس ضمن بنود الميزانية ، وهو أمر
غير مرغوب فيه في معظم الحالات .

(٢) هذه واحدة من طريقتين لإظهار قيم الأصول الثابتة في ميزانية المشروع ، ولا محل للترجيح
بينهما في هذا البحث لأن هذه المسألة أدخل في دراسة الحاسبة والمراجعة ، ويكفي أن نقرر بأن إظهار
الأصول الثابتة بالكلفة الأصلية في ناحية وإظهار جملة الاستهلاكات في ناحية أخرى يعطى فكرة واضحة عن
مقدار ما استقطعه المشروع من أرباحه لتخفيض قيم الأصول الثابتة من تاريخ اقتنائها ، وعلى هذه الطريقة
تجرى المنشآت الفرنسية في أعداد ميزانياتها . ويقابلها طريقة أخرى تحرص عليها المنشآت الانجليزية ،
وتتأخر في إظهار الأصول الثابتة برصيدا في آخر المدة التجارية محل النظر ، أو برصيد أول المدة مع
طرح قسط الاستهلاك الأخير ، ومن مزايا الطريقة الانجليزية ، أنها لا تعلن في الميزانية التي تنشر على الناس
بعض الأسرار المالية التي قد يحرص المشروع على كتمانها .

المملوك لها (رأس المال الحقيقي Capital propre) لشراء المعدات الرأسمالية وغيرها من الموجودات التي تعهدها ضمن رأس المال الثابت اللازم لعملية الإنتاج . وفي وسع المشروع أن يحصل على رأس المال المتداول اللازم لسير العمل بالاقتراض لآجال قصيرة .

٢ - وإذا لم يكفي رأس المال المملوك للمشروع لشراء كل ما يحتاج إليه من أموال ثابتة ، واضطر إلى الاقتراض ، فيجب عليه أن يقترض لآجال طويلة وذلك نظراً لصعوبة تحقيق رأس المال الثابت ، وفي مثل هذه الحالة يتحتم على المشروع أن يقدم ضمانات خاصة ليستطيع أن يقترض بفائدة معقولة ، مثال ذلك أن يقوم برهن الأراضى والمباني التي يملكها .

٣ - بما أن رأس المال الثابت صعب التحقيق ، وبما أن رأس المال المتداول في المشروع الصناعى لا يحقق بمثل السهولة التي يحقق بها رأس المال المتداول في مشروع تجارى فإن المشروع الصناعى يجب أن يحتاط لمواجهة تسديد الديون بدرجة أكبر من درجة احتياط المشروع التجارى للعرض نفسه ، ويستطيع المشروع الصناعى - إلى حد ما - أن يؤمن مركزه من هذه الناحية إذا راعى المبدأين الآتيين :

١ - ألا يقترض إلا لآجال طويلة .

ب - أن يستهلك بقدر ما يستطيع رأس ماله الثابت ، ذلك أن الاستهلاك يساعد على زيادة ما في حوزة المشروع من رأس مال متداول فلاستهلاك لا يعدو أن يكون حجباً لجزء من الأرباح التي حققها المشروع فعلاً ، ومن الواضح أن زيادة حجم رأس المال المتداول ترفع من قدرة المشروع على مواجهة التزاماته قبل الغير .

٤ - إذا اضطّر المشروع الصناعى إلى تغيير نوع نشاطه ليمشى مع الظروف الجديدة ، فإنه يواجه صعوبات كبيرة نظراً إلى صعوبة تحقيق رأس المال الثابت وكذا جانب من رأس المال المتداول بنسبة أقل ، أما المشروع التجارى الذى يعد رأس ماله المتداول جزءاً كبيراً إذا قيس إلى رأس ماله الكلى ، يستطيع بسهولة أن يغير نوع نشاطه . وهكذا يمكن القول بأن الخطر الذى يتعرض له رأس المال المستثمر في المشروع الصناعى أكبر من الخطر الذى يتعرض له رأس المال المستثمر في مشروع تجارى .

٥ — حينما ينكمش حجم الكمية المنتجة من السلع في أثناء الأزمات ، نجد أن رأس المال الثابت هو سبب الخسارة نظراً إلى أن نفقات صيانتها لا تقل بنفس الدرجة التي تقل بها كمية الإنتاج ، أما وقف العمل فقد يستتبع الخسارة الكلية أو الجزئية لرأس المال الثابت ذاته ، ومن أجل ذلك نرى الكثير من المشروعات الصناعية تفضل الاستمرار في العمل والبيع بخسارة على أن تعطل آلاتها التي يصيبها التلف إذا توقفت مدة طويلة .

أما بالنسبة للمشروعات التجارية ، فلا يترتب عادة على التوقف الجزئي أو المؤقت خسارة رأس مالية تذكر ، وكل ما قد ينتج عن ذلك هو حرمان المشروع من الأرباح التي اعتاد تحقيقها . وقد يحدث في بعض الأحيان أن تصيب المشروع التجاري خسارة نتيجة لتخزينه السلع التي يبيعها ، ولكن مهما كان الأمر فإن الخسارة التي تصيبه نتيجة لهذا أقل بكثير مما تصيب المشروع الصناعي في حالة التوقف لبعض الوقت .

تغير رأس المال الثابت

تغير نسبة حجم رأس المال الثابت إلى رأس المال الكلي ، فحجمه يزيد في بعض الأحيان ، كما ينكمش في أحيان أخرى . وهو في تغيره يشبه رأس المال المتداول مع خلاف واحد ، وهو أن هذا الأخير أسرع في تغيره من رأس المال الثابت . والأسباب التي تدعو إلى انكماش حجمه هي :

١ — تستهلك هذه الأموال نتيجة للاستعمال العادي لها في عملية الإنتاج ، ونتيجة للحوادث التي قد تقع مثل الانفجار في المصانع أو الفيضان في المناجم . كذلك قد يطرأ تغير على طريقة الإنتاج فيمتحتم على أصحاب المشروع تغيير بعض الآلات ، وقد يؤدي ذلك إلى وقوع الخسارة الكلية أو الجزئية لرأس المال الثابت الذي يصبح وجوده غير منتج ، ومن أجل ذلك تعتبر سياسة الاستهلاك ضرورية لمواجهة مثل هذا الخطر .

٢ — يبيع بعض رأس المال الثابت الذي أصبح وجوده غير ضروري لمواصلة عملية الإنتاج ، وذلك كبيع بعض الأراضي التي تفيض عن حاجة المشروع والتي اشتراها المشروع عند التأسيس بفكرة احتمال التوسع .

أما زيادة حجم رأس المال الثابت فتتم عادة بشراء أموال ثابتة جديدة ، كالأراضي والآلات .. الخ اللازمة لتوسيع مجال المشروع ، أو بإدخال التحسينات على الأموال الثابتة التي يملكها المشروع .

وفيما يلي المصادر التي يستطيع المشروع أن يستمد منها الأموال اللازمة لزيادة رأس ماله الثابت .

١ — أقتطاع جزء من أرباح المشروع ورصده لهذا الغرض بدلا من توزيعه على حملة الأسهم .

ب — الأموال الجديدة التي تستثمر في المشروع ، سواء أ كان مصدر هذه الأموال طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام أو الافتراض لآجال طويلة .

رأس المال المتداول :

يتكون رأس المال المتداول من العناصر الآتية : النقود الموجودة في الصندوق وفي البنوك ، الاعتمادات التي تفتحها البنوك للمشروع ، الكمبيالات والسندات الأذنية ، الأموال المنقولة ، المواد الأولية والسلع في مرحلة التشغيل والسلع تامة الصنع الموجودة بالمخازن . ورأس المال المتداول دائب الحركة ، على أن درجة نشاط كل واحد من عناصره المختلفة ليست واحدة ، كما أن سهولة تحويل هذه العناصر إلى نقود حاضرة تتباين باختلاف هذه العناصر . ويمكن تقسيم رأس المال المتداول من ناحية سهولة التحقيق إلى ثلاثة أقسام رئيسية :

- (١) الأموال المستغلة .

(٢) الأموال التي يمكن تحقيقها بعد فترة قصيرة .

(٣) الأموال الحاضرة .

وفيما يلي تناول كل واحد من هذه الأقسام الثلاثة بشيء من التوضيح .

(١) الأموال المستغلة :

وهي عبارة عن الأموال المخصصة لأغراض ربيحية وهي بدورها أنواع أهمها :

١ — الأموال المستثمرة كالأوراق المالية التي يشتريها المشروع (بقصد الحصول على

السكراتونات) بما تحت يده من احتياطات احتجزها لمواجهة الطوارئ أو لزيادة حجم رأس المال المتداول .

ب — البضاعة غير تامة الصنع .

ح — البضائع المصنوعة والوجود بمخازن المشروع .

و — بضاعة الأمانة .

هـ — الأموال الداخلة في حسابات التسوية كالأوراق التي أعيد خصمها من أوراق القبض أو أوراق الدفع^(١) .

و — المدفوعات المقدمة وهي تمثل ثمن خدمات لم يستلمها المشروع بعد .

(٢) الأموال التي يمكن تحقيقها بعد مدة قصيرة من الوقت وهي تشمل السلع تامة الصنع والأوراق المالية من الدرجة الأولى والذمم^(٢) القريبة الاستحقاق .

(٣) الأموال الحاضرة : وهذه هي أسرع أنواع الأموال تحقيقا وهي تشمل النقود الموجودة في الصندوق وفي البنك . وهي لا تأتي بعائد يذكر بل أن بعضها لا يأتي بعائد إطلاقا^(٣) ومن أجل ذلك تعمل المشروعات دائما على ألا تحتفظ منها إلا بالقدر الضروري اللازم

(١) قد تحتاج المنشأة إلى مال حاضر فيخصم جانبا من أوراق القبض لدى بعض بيوت الخصم وبذلك تخسر الفائدة على قيمة الأوراق لمدة الخصم كله غير أنها قد تجد من المصلحة إنشاء هذه العملية معلقة نظرا لاحتمال اليسر في وقت قريب بحيث تسترد الأوراق مرة أخرى قبل موعد الاستحقاق ، وبذلك تستفيد جانبا من الخصم الذي اضطرت إلى توضيحه في مناسبة الخصم لأول مرة — كذلك يحدث أن يلتزم المشروع بدين آجل بموجب أوراق دفع لقالة المال الحاضر عند عقد بعض الصفقات مع بعض الموردين ثم يجد المشروع بعد ذلك فرصة لسحب هذه الأوراق من المستفيد أو من بيوت الخصم التي انتهت إليها وفي هذه الحالة تحصل على خصم لصالحها Rebate ، غير أن المشروع من باب الاحتياط الكلي يبقى هذه الأوراق معاودة طرحها في السوق مرة أخرى فيما إذا احتاج إلى مال حاضر قبل حلول موعد الاستحقاق الأصلي لأوراق الدفع ، وكل هذه الأوراق التجارية تعتبر من الأموال المستقلة وترصد حركاتها في حسابات التسوية ولا يقلل حساب التسوية عادة إلا بعد الوصول بكل عملية إلى غايتها النهائية وتنتهي القبوض إلى الحسابات المالية ويجب التمييز بين هذا النوع من الحسابات وبين الحسابات النظامية التي لا تعدو أن تكون مذكرات Memorandum (٢) تنصرف هذه اللفظة هنا إلى ما يستحق المشروع قبل عملائه سواء في ذلك أكانت الشبان المستحقة ممثلة في حسابات تجارية أو أوراق قبض أو شيكات مؤجلة والفكرة المشتركة في كل هذه الصور من صور الأموال أن الاستحقاق قريب وأن الحصول ممكن بعد فترة قصيرة من بدء المحاولات .

(٣) إذا كانت الأموال الحاضرة التي يحفظ بها المشروع كثيرة لأن طبيعة عمله تقتضي ذلك كما في البنوك مثلا فإن هذا النوع من المال يكون مصدر خسارة محتملة فضلا عن انعدام العائد وترجع الخسارة إلى أسباب أهمها احتمال الخطأ في العد وإلى احتمال الزيف في القبوض المعدنية والورقية ، والمتبع ألا يتحمل المشروع مثل هذه الخسائر بطريقة مباشرة ففي معظم الحالات يراعى ذلك عند تحديد أجر الصراف (وغيره ممن يتناولون العملية في أثناء تأدية وظائفهم) لتعويضهم عند الاضرار المحتملة كنتيجة حتمية لمباشرة المهنة .

لحسن سير العمل في المشروع كالأموال اللازمة لسداد الديون التي استحققت آجالها والأموال اللازمة للمصروفات المختلفة مثل المهايا والأجور لفترة فعلية معقولة .

تغير رأس المال المتداول :

يبدأ فيما سبق أن المشروع يجب أن يعتمد على رأس ماله الحقيقي (رأس مال الأسهم) لشراء المعدات الرأس مالية (رأس المال الثابت) ، ولا تنطبق هذه القاعدة على رأس المال المتداول ، وذلك نظراً لأن هذا الأخير سهل التحويل فيمكن اقتراضه إذا لم يكن المشروع يملك أموالاً كافية . ونادراً ما نجد مشروعاً يستطيع أن يستغنى كلية عن الاقتراض . ورأس المال المتداول (بعكس رأس المال الثابت البطيء الحركة) في حركة مستمرة . ولا يقف الأمر بخصوص هذه الحركة عند تغير نوع الأموال المتداولة ، بل يتعداه فنجد أنه يتغير بتغير العمليات التي يقوم بها المشروع .

ونرجع زيادة رأس المال المتداول إلى العوامل الآتية :

- ١ — زيادة رأس المال المقترض . وذلك كأصدار سندات جديدة .
- ٢ — الاحتفاظ بجزء من أرباح المشروع : الاحتياطات .
- ٣ — الاقتراض من التجار والمصانع كأخذ بضاعة منهم وتأجيل دفع الثمن أو الاقتراض من البنوك بفتح الاعتمادات .

٤ — بتحويل بعض رأس المال الثابت إلى رأس مال متداول ، وذلك كبيع بعض الأراضي التي يملكها المشروع أو بعض الأثاث أو الآلات .

وفي الحالات الثلاث الأولى يزداد رأس المال الكلي الذي يستحوذ عليه المشروع . أما في الحالة الرابعة فلا توجد زيادة بالمرة في رأس مال المشروع الكلي ، وكل ما هنالك هو تحويل بعض أموال المشروع من نوع من الأموال إلى نوع آخر :

ويرجع انكماش حجم رأس المال المتداول إلى العوامل الآتية :

- ١ — استهلاك بعض السندات التي أصدرها المشروع .
- ٢ — توزيع الأرباح على حملة الأسهم .
- ٣ — إنقاص رأس مال الأسهم .

٤ — تحويل بعض رأس المال المتداول إلى رأس مال ثابت

٥ — إذا أصيب المشروع بخسارة .

العلاقة القائمة بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول

تتحقق الأرباح في المشروعات نتيجة تغير رأس المال المتداول . وهذا التغير (أو التحويل) لا يتم في كثير من الحالات من غير وجود رأس المال الثابت ومساعدته . ولكن ، بما أن رأس المال المتداول هو وحده الذي يأتي بإيراد ، فإنه يستحسن ألا يستثمر المشروع من أمواله في شكل رأس مال ثابت إلا أقل قدر ممكن . وإذا حدث أن استثمر المشروع في بدء حياته معظم أمواله في شكل رأس مال ثابت ، فإنه لا يجد المال المتداول الكافي لاستغلال رأس ماله الثابت . وعلى العكس ، إذا كان رأس المال الثابت غير كاف لضمان سير عملية الإنتاج سيراً طبيعياً ، فإن المشروع لا يستطيع أن يستغل رأس ماله المتداول أحسن استغلال ممكن ، وبذلك لا يحقق ذلك القدر من الأرباح الذي كان يستطيع تحقيقه لو أنه راعى النسبة المعقولة بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول .

والمثل الحسابي الآتي يبين أن الغلو في الإنفاق على إنشاء مشروع لا يحقق لصاحبه مصلحة تبرر هذا التصرف :

نفرض أن أحد الصناع أنفق ١٠٠ ألف جنيه في إنشاء مصنع يبقى أطول مدة ممكنة ولتكن ٥٠ سنة مثلاً .

وأن صانعاً آخر أنفق ٦٠ ألف جنيه في إنشاء مصنع له نفس إنتاجية المصنع الأول ، ولكنه لا يبقى صالحاً للإنتاج أكثر من ٣٠ سنة فقط . فلو أن صاحب المصنع الثاني استثمر الفرق بين تكاليف مصنعه وبين تكاليف المصنع الأول ، وهو ٤٠ ألف جنيه ، بفائدة قدرها ٥٪ مثلاً لكان مركز الصانع الثاني بعد ٣٠ سنة أحسن من مركز الصانع الأول لأن صاحب المشروع الثاني إذا استثمر مبلغ ٤٠ ألف جنيه بفائدة مركبة فإن مقدار الفرق يتضاعف بعد ١٤ سنة ، وفي نهاية الثلاثين سنة يصبح هذا المبلغ ١٦٠ ألف جنيه تقريباً ، فيستطيع صاحب المشروع الثاني أن يحدد جميع آلات ومباني مصنعه فيكلفه هذا مبلغ

٦٠ ألف جنيه ويبقى معه بعد ذلك ١٠٠ ألف جنيه يستطيع أن يستثمرها بنفس الطريقة التي استثمر بها مبالغ ٤٠ ألف جنيه^(١)

ونرى أنه من العسير (من الناحية العملية) وضع قاعدة ثابتة لتوزيع رأس مال المشروع على رأس المال الثابت ورأس المال المتداول . فهذه المشكلة يجب أن تدرس وتحل بالنسبة لكل مشروع على حدة . ولا بد أن يحقق الحل المقترح وجود رأس مال متداول يكفي لاستغلال رأس المال الثابت إلى أقصى حد ممكن ، ويمنع أصحاب المصانع من التوسع في إنشاء المعدات النابتة غير الضرورية . والمبادئ الآتية يجب مراعاتها في تمويل الوحدة الإنتاجية :

- ١ — يجب ألا تزيد المعدات الرأسمالية (رأس المال الثابت) عن ذلك القدر اللازم لإنتاج السلع التي يستطيع المشروع بيعها . أى أنه إذا كان أقصى ما يستطيع المشروع تصريفه من السلع التامة الصنع هو ١٠٠٠ وحدة يوميا فيجب ألا تكون في حيازة المشروع معدات رأسمالية قادرة على إنتاج رقم أكبر من ذلك بكثير مثل ٢٠٠٠ وحدة يوميا .
- ٢ — لا يجب أن يزيد رأس المال المتداول عن ذلك المبلغ اللازم لاستغلال المعدات الرأسمالية ، لأنه لو كان العكس وزادت قيمة رأس المال المتداول عن المبلغ المشار إليه لأدى ذلك إلى نقص معدل الأرباح التي يحققها المشروع . وإذا لم يملك المشروع رأس مال متداول كاف ، فإنه لن يستطيع أن يستغل بشكل مرضى جميع رأس ماله الثابت .
- والنسبة بين نوعى رأس المال تختلف في صناعة عنها فى أخرى . ونستطيع إلى حد ما أن نرتب الصناعات من ناحية أهمية رأس المال الثابت لها بالنسبة لرأس المال المتداول . فالصناعة المذكورة أولا تصبح نسبة رأس المال الثابت فيها إلى رأس المال المتداول كبيرة ... وهكذا :

- (١) مشروعات النقل بالسكك الحديدية ومشروعات النقل البحري . (٢) مشروعات توليد الكهرباء . (٣) مشروعات المناجم والصناعات المعدنية . (٤) الصناعات

(١) المفروض هنا هو بقاء سائر الظروف والاعتبارات ثابتة .

الميكانيكية . (٥) صناعات التحويل (الغزل والنسيج والصباغة .. الخ) . (٦) المشروعات التجارية والبنوك .

رأس المال الأصلي ورأس المال المقترض

يحصل المشروع على الأموال اللازمة له من مصدرين : (١) من جماعة المساهمين ، والأموال التي يحصل عليها من هؤلاء يطلق عليها اسم رأس المال الحقيقي (رأس المال المستغل + رأس المال المستغرق) . (٢) الأموال المقترضة من أشخاص أو هيئات . وهذه الأموال التي وضعت تحت تصرف المشروع تستعمل في الحصول على الموجودات الضرورية لعملية الاستغلال . وهذه الموجودات تظهر في جانب الأصول في ميزانية المشروع . وفيما عدا بعض الحالات الاستثنائية ، يتعذر علينا أن نعين لكل نوع من هذه الموجودات المصدر الذي استمدت منه المال ، وعلى ذلك لا نستطيع إيجاد علاقة مباشرة بين أحد عناصر الأصول وبين عنصر من الخصوم . وسنضرب مثلاً لذلك من واقع الميزانية الآتية :

جنيه	الأصول	جنيه	الخصوم
٤٠٠	الصندوق	٢٨٠٠	رأس المال الحقيقي
٢٠٠٠	بضائع	١٤٠٠	دائنين
١٦٠٠	مدنيين		
٢٠٠	مباني		
<u>٤٢٠٠</u>		<u>٤٢٠٠</u>	

فإذا أردنا مقارنة أصول الميزانية السابقة بالخصوم ، فإننا نستطيع القول بأن مبلغ ال ٤٢٠٠ جنيه قد أتى من رأس المال الحقيقي بمقدار ٢٨٠٠ جنيه ومن رأس المال المقترض بمقدار ١٤٠٠ جنيه . ولكننا لا نستطيع القول بأن ال ٤٠٠ جنيه الموجودة بالصندوق أو مبلغ ال ٢٠٠٠ جنيه الذي يمثل قيمة البضائع قد أتى من رأس المال الحقيقي وحده . وكذلك لا نستطيع القول بأن مبلغ ال ١٦٠٠ جنيه الذي في ذمة الغير للمشروع قد أتى من رأس المال المقترض بمبلغ ١٤٠٠ جنيه ومن رأس المال الحقيقي بمقدار ٢٠٠ جنيه .

عناصر رأس المال المقترض :

(أ) من ناحية التكييف القانوني لنشأة الدين :

١ — الديون غير المضمونة برهن .

٢ — الديون المضمونة برهن .

٣ — أوراق الدفع .

٤ — السندات .

(ب) من ناحية الاستحقاق :

١ — أوراق بالاطلاع .

٢ — ديون لآجال قصيرة .

٣ — ديون لآجال طويلة .

(ج) من ناحية الاستعمال :

١ — ديون تستخدم في شراء رأس المال الثابت .

٢ — » » » » المتداول .

النسبة بين رأس المال الحقيقي ورأس المال المقترض :

قد يعتمد مشروع ما على رأس المال الحقيقي فقط ، كما قد يعتمد مشروع آخر على رأس المال المقترض فقط ، ولكن هذه حالات نادرة . فالحالة الأولى — بالنسبة لمعظم المشروعات — لا تحدث إلا في بدء حياة المشروع . فإذا ابتدأ المشروع في العمل ، فإنه يعتقد إن عاجلاً أو آجلاً القروض التي تختلف في أهميتها من ناحية المقدار والأجل ، ومثل ذلك الديون التي تستحق لموردي المادة الأولية ، ومهايا الموظفين ، وأجور العمال ... الخ . والحالة الثانية التي يعتمد فيها المشروع على رأس المال المقترض فقط سببها إما أنه قد تكون من غير أن تكون لديه أموال حقيقية (وهذه حالات نادرة ، وهي إن وجدت فلا تشمل غير المشروعات الصغيرة جداً) ، وإما لأن المشروع قد خسر كل رأس ماله الحقيقي ولا يستطيع أن يستمر في نشاطه إلا بمساعدة دائنيه . والدائنون يقبلون أحياناً

تدعيم المشروع الذى خسر كل رأس ماله الحقيقى على أمل إستعادة جزء من ديونهم إذا استمر المشروع فى عمله حتى يعود الرخاء .

والحالة الطبيعية هى الحالة التى يعمل فيها المشروع بالاعتماد على رأس المال الحقيقى ورأس المال المقرض ، ويتفرع عن وجود رأس المال المقرض فى مشروع ما ظهور مشكلتين بالنسبة لإدارته المالية وهما :

١ — الالتزام برد رأس المال المقرض من المال الحاضر ، ويعرف هذا الالتزام باستهلاك القروض .

٢ — مشكلة عائد رأس المال المقرض .
وفى ما يلى بيان موجز عن كل من هاتين المشكلتين : —

استهلاك القروض :

كلما كان مقدار رأس المال المقرض صغيراً إذا ما قورن برأس المال الحقيقى ، كانت مسألة سد القروض أكثر سهولة . وعلى ذلك يجب على المشروع ألا يبالغ فى الاعتماد على الأموال المقرضة ، لأن فى أوقات الأزمات تنخفض قيمة أصول المشروع ، وفى هذه الحالة قد يضحي المشروع بجزء من رأس ماله الحقيقى أو به كله ليستطيع استهلاك القروض . وما دام القرض لم يستحق بعد ، فإنه يكفى أن تكون الأصول أكبر من قيمة القرض حتى يكون المركز المالى للمشروع سليماً ، أما فى ميعاد الاستحقاق فيجب أن تكون الأموال الحاضرة كافية لضمان استهلاك القرض فى موعده .

ولكى يتسنى للمشروع استهلاك القروض ، يجب أن يكون فى حيازته قدر كاف من رأس المال المتداول . ونستطيع أن نحكم على مشروع بأنه قادر على سد ما عقده من قروض إذا كان يملك أموالاً حاضرة أو أموالاً سهلة التحقيق كافية لمواجهة الديون المستحقة الدفع ، فإذا كانت الأموال السائلة التى فى حيازة المشروع أقل من مقدار الديون التى استحققت آجالها ، فقد يتوقف المشروع عن الدفع . وقد أفلس كثير من البنوك فى أمريكا والقارة نتيجة لذلك فى بدء الكساد الكبير .

ودرجة السيولة للمشروع (أى قدرته على إيجاد أموال حاضرة كافية لسداد الديون التى حلت آجالها) ، تتغير تبعاً لتغير الحالة الاقتصادية وسير الأعمال . وعلى ذلك

تتأثر درجة سيولة المشروع لأسباب خارجه عن إرادته . ففي أثناء الأزمات تقل أصول المشروع سهلة التحقيق .

وبلاحظ أن مقدار رموس الأموال الحقيقية ليس له أى أثر مباشر على درجة السيولة فى المشروع . ولكن بطريق غير مباشر ، نجد أن كبر رأس المال الحقيقى يجعل المشروع فى مأمن من الاقتراض . ومسألة السيولة لها أهمية كبيرة بالنسبة للمشروعات التى تعتمد فى أعمالها اعتماداً كبيراً على رأس المال المقترض ، وبخاصة تلك المشروعات التى يتحتم عليها دفع القروض عند الطلب ، أو بعد أجل قصير من إعلانها بذلك كالبنوك مثلاً ، فهى تحرص دائماً على أن يقال كل فئة من رأس المال المقترض (الخصوم) فئة من الموجودات فى الأصول لا تتعدى فترة استغلالها مدة القروض ، وهكذا يمكن القول بأن البنوك تحدد مدد القروض التى تعقدها للعملاء بمدد القروض التى اقترضتها من المودعين والمدخرين .

وكذلك فى الصناعة ، فإن الإدارة المالية يجب أن تهتم دائماً بتحويل الأموال المقرضة إلى أموال حاضرة عند استحقاقها ويجب عليها كذلك أن تلاحظ دائماً أن تعهدات المشروع تتمشى مع أمواله الحاضرة . وهناك ميل عام بين الصناع إلى استثمار الأموال التى اقترضوها لمدد قصيرة فى شراء أصول لن تتحقق إلا بعد مدة طويلة . وسبب ذلك هو أن الثمن الذى يقتضون به الأموال لمدد قصيرة أقل من الثمن الذى يدفعونه لو اقترضوا هذه الأموال لمدد طويلة ، ولكن تصرفاً كهذا فيه خطر على المشروع ، إذا ظهرت فترة من فترات الكساد — ومما تقدم يتضح أنه من الممكن تقدير درجة قدرة المشروع على مقابلة تعهداته بالرجوع إلى ميزانيته ودراستها ، ولكن يجب أن نلاحظ فوق ذلك مقدار الديون المحتملة الظهور فى المستقبل القريب .

عائـر رأس المال المقترض :

يدفع لرأس المال المقترض عائد ثابت ، ويحدد العائد سلفاً قبل استخدام المال المقترض فى عملية الإنتاج . ويتم الاتفاق على العائد فى نفس الوقت الذى يتم فيه عقد القرض ، ولا يساهم رأس المال المقترض فى توزيع الأرباح التى حققها المشروع (أى أن المال المقترض لا يحصل على نصيب من الربح) . وإذا لم يحقق المشروع أى ربح ، بل حلت به الخسائر

فقد لا يحصل رأس المال المقترض على الفائدة المحددة . ولكن هذا الاحتمال لن يتحقق إذا خسر المشروع كل رأس ماله الحقيقي ، ذلك أن رأس المال الحقيقي هو الذى يتحمل الخسائر وحده ، ولا يتعرض رأس المال المقترض فى شركات المساهمة^(١) للخسارة ننتجه لعدم وجود أصول كافية لسداد قيمته ، إلا بعد أن يختفى رأس المال الحقيقي كله .

ورأس المال المقترض يقلل أرباح المشروع بمقدار الفائدة المستحقة المقرضين ، وبقى الربح يصبح بأكله من حق رأس المال الحقيقي . وعادة لا يلجأ المشروع إلى الاقتراض إلا إذا تأكد أو على الأقل كان كبير الأمل فى أن ناتج رأس المال المقترض سيكون أكبر من معدل الفائدة الذى تعاقد المشروع على دفعه .

وعلى ذلك ، نجد أنه إذا احتاج المظم إلى المال ، فإنه يتساءل هل يزيد رأس مال المشروع الحقيقي (وذلك باصدار أسهم جديدة) ، أو يلجأ المشروع إلى الاقتراض . فإذا كان المظم حراً فى الالتجاء إلى أية واحدة من الطريقتين السابقتين ، فإنه يبنى اختياره على تأثير وجود كل من هذين النوعين من الأموال على مقدار العائد الذى سيوزعه المشروع على مساهميه الأصليين ، ولتوضيح هذه المفاضلة نضرب المثل الآتى : لنفرض أن هناك مشروعاً يقدر رأس ماله الحقيقي والمقترض معاً بمبلغ ٨٠٠ ألف جنيه ، وأن هذا المشروع كان يحقق أرباحاً مقدارها ٨٠ ألف جنيه ، أى ما يعادل ١٠٪ من قيمة رأس المال الكلى وذلك بعد استبعاد كل الأعباء والاحتياطات عدا فائدة السندات ، وأن معدل فائدة رأس المال المقترض هى ٦٪ ، وأنه بعد توزيع الفائدة على حملة السندات يوزع الربح الباقى بأكله على حملة الأسهم . فى حالة كهذه نجد أنه كلما كبر رأس المال المقترض إزداد معدل الربح الذى يوزع على حملة الأسهم ، بفرض ثبات نسبة العائد إلى رأس المال الكلى عند ١٠٪^(٢) .

ثم لنفرض أن هذا المشروع لم يحقق إلا بمبلغ ٤٨٠٠٠ جنيه ، ونسبة هذا العائد إلى

(١) رأينا أن نخص شركات المساهمة بالذكر لأن مسؤولية المشروع فيها محدودة برأس المال المكتتب به ، فإذا هلك رأس المال الحقيقي أى المملوك للمساهمين ، أمكن القول بعد ذلك بتعرض رأس المال المقترض للضبايع الكلى أو الجزئى بما فى ذلك الأصل والفائدة المنفق عليها ، أما المشروع الذى يتخذ شكلاً آخر لا تكون فيه المسؤولية محدودة أو قاصرة على المال المستثمر فيه بل تتعداه ، فإن رأس المال المقترض قد لا يتأذى بمجرد هلاك رأس المال الحقيقي للمشروع ذاته ، نظراً إلى وجود ثروة أو ثروات أخرى يمكن الرجوع عليها

(٢) عند معالجة هذا المثل فى حالاته المختلفة افترضنا بقاء العوامل الأخرى فى حالة سكون تام لتيسير الشرح ، ومن البديهي أنه قد لا تتواجد فى الحياة العملية حالة واحدة .

رأس مال المشروع السكلى نجد أنه يتفق مع معدل الفائدة الذى يدفع لحملة السندات . وفى حالة كهذه يبقى معدل الربح الذى يوزع على حملة الأسهم ثابتاً مهما كبر أو نقص مبلغ رأس المال المقترض .

ثم لفرض مرة أخرى أن هذا المشروع لم يحقق إلا مبلغاً أقل من ٤٨ ألف جنيه ، أى بنسبة أقل من معدل الفائدة التى تدفع لحملة السندات . ففي هذه الحالة كلما ازدادت نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال السكلى ، انخفض معدل الربح الصافى الذى يوزع على حملة الأسهم . والعكس صحيح ، فكلما انخفضت نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال السكلى ، ارتفع معدل الربح الذى يوزع على حملة الأسهم .
وبمخلص مما تقدم أنه :

١ — إذا كان معدل عائد رأس المال السكلى أكبر من معدل فائدة القروض ، فإن معدل الربح الذى يوزع على أصحاب المشروع يزيد بانخفاض نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال السكلى .

٢ — وإذا كان معدل عائد رأس المال السكلى يساوى معدل فائدة القرض ، فإن معدل الربح الذى يوزع على أصحاب المشروع يبقى كما هو سواء فى ذلك ارتفعت أم انخفضت نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال السكلى .

٣ — وإذا كان معدل عائد رأس المال السكلى أقل من معدل فائدة القروض ، فإن معدل الربح الذى يوزع على أصحاب المشروع يقل بانخفاض نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال السكلى .

كذلك ، كلما ارتفعت نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال الحقيقى إزداد تقلب الأرباح ، وازداد الخطر الذى يتعرض له رأس مال الأسهم . كذلك ، كلما ازدادت نسبة رأس المال المقترض إلى رأس المال الحقيقى اضطر المشروع إلى تكوين الاحتياطيات ليستطيع — على قدر الإمكان — تثبيت معدل الأرباح التى يوزعها من سنة لأخرى .

ويجب عل المشروعات أيضاً ألا تسقط من حسابها الاعتبارات الآتية عند ما تفاضل بين الطريقتين المناحتين لزيادة رأس المال ، وهما إصدار السندات وإصدار الأسهم . فمن صالح المشروعات ذات العائد المرتفع التى كانت قد اقترضت بعض المال فأصدرت السندات ،

أن تلجأ إلى زيادة رأس مال الأسهم وأن تستهلك ما كانت قد أصدرته من سندات على أن تعرض هذه المشروعات الأسهم الجديدة على المساهمين القدامى قبل غيرهم ، لأن هؤلاء أحق باستثمار ما عندهم من أموال في مشروع ناجح كان لهم الفضل في إظهاره في الوجود . ومن النتائج التي تترتب على هذه السياسة تقليل نصيب الحكومة من الضرائب على الأرباح الاستثنائية ، لأن إحلال الأسهم محل السندات في المشروع الذي يحقق عائداً أعلى بكثير من معدل الفائدة الجارى في السوق ، يقلل من الربح الذي يوزع على حملة الأسهم ، وبذلك يتفادى أصحاب المشروع دفع جزء كبير من الأرباح في شكل « ضريبة على الأرباح الاستثنائية ^(١) » .

وفي أوقات الأزمات ، نجد أن المشروعات المثقلة بالديون يواجهها في كثير من الأحيان خطر مقابلة تعهداتها المترتبة على وجود رأس المال المقترض . وعلى ذلك ، فلا بد لمثل هذه المشروعات في أوقات الرخاء من تكديس الاحتياطات التي تؤمن مركزها من ناحية دفع فوائد وأقساط الديون التي تستحق عليها في أوقات الكساد حينما تترك الأعمال .

ثم أن اختيار مصدر رأس المال الجديد لا يتوقف على مجرد اختيار أصحاب المشروعات . فكما عدة عامة ، نستطيع القول بأن زيادة رأس المال الأصلي أسهل بكثير من زيادة رأس المال المقترض . ولكن هذا لا يعنى أن جميع المشروعات تستطيع أن تجد من يرغب في المساهمة فيها إذا أرادت زيادة رأس مال أسهمها . فقد يكون المشروع صغيراً نسبياً ولا يشجع

(١) ولزيادة البيان لابد من الاضلاع على مسائل الضرائب وفرضها وجبايتها وهي خارجة عن نطاق البحث في هذا الكتاب ، غير أننا نوضح السبب بشيء من الإيجاز في هذه العبارة التي تعطى مجرد فكرة عامة : لكي يعتبر الربح غير عادى أو ربما استثنائياً خاضعاً للضريبة الخاصة المقررة بقانون رقم ٦٠ لسنة ١٩٤١ يجب أن يزيد على قدر معين يعرف برقم المقارنة ، وكل زيادة حقيقية في رأس المال المستثمر في المشروع تسمح له بتحقيق ربح عادى يتناسب مع مقدار الزيادة فيزيد بذلك رقم المقارنة وبالتالي يقل الربح الزائد المعتبر ربما استثنائياً ، وتقل تبعاً لذلك الضريبة المفروضة عليه ، هذا من ناحية ، ومن ناحية أخرى لا يعتبر رأس المال المقترض ملكاً للمشروع فهما زادت قيمة السندات (وقد تسمى تجوزاً رأس مال السندات وهي تسمية غير دقيقة) فإن هذه الزيادة لا تؤثر في رقم المقارنة ، وبالتالي لا تخفف من الضريبة على الأرباح الاستثنائية .

بقي أن نلاحظ أن فوائد السندات تعتبر عبئاً على المشروع أو ما يعرف بلفظة خاصة هي تحمل Charge ولا نزاع في أن كل عبء معتمد من الاعباء التي يتحملها المشروع تنقص من الربح وبالتالي تخفض من الضريبة ، ولكن يلاحظ أن فوائد السندات تكون عادة بين ٣٪ ، ٥٪ من قيمتها ، على حين أن أسهم الزيادة تزيد من رقم المقارنة بمقدار ١٢٪ من قيمتها ، فأقل خفض في الأرباح الخاضعة للضريبة الخاصة إذن هو الفرق بين نسبة الفائدة على السندات أى ٥٪ مثلاً ، ونسبة لربح العادى الملقى من الضريبة الخاصة وهو ١٢٪ .

عائده المنخفض المدخرين على الا ككتاب في أسهمه الجديدة ، كذلك قد لا يرغب المساهمون القدامي في زيادة عدد الأسهم التي لهم في هذا المشروع بالذات ، وفي هذه الحالة يصعب على المشروع زيادة رأس مال أسهمه . كذلك ، نجد أن طرح السندات في السوق لزيادة رأس مال المشروع ، قد لا يصادفه النجاح وذلك في حالات منها :

١ — المشروعات الصغيرة التي ليست لها شهرة خاصة ، والتي لا يزيكها بنك ولا هيئة من الهيئات التي عرفناها والتي تعنى بتمويل المشروعات .

٢ — المشروعات المثقلة بالديون والتي تاجاً رغم ذلك إلى الاقتراض .

٣ — إذا ساءت حال المشروع ، ولم يستطع بسهولة دفع فوائد القروض القديمة ، فإنه كذلك لا يستطيع أن يزيد رأس ماله باصدار السندات .

ويلاحظ أخيراً أن الأحوال السائدة في سوق الأوراق المالية تؤثر في تحديد مصدر رأس المال الجديد ، ففي أوقات الكساد نجد زيادة رأس مال المشروعات باصدار الأسهم يكون عسيراً وذلك لأن المدخرين يفضلون في هذه الأوقات شراء السندات لأن دفع فوائدها مضمون ولأن قيمتها كذلك مضمونة بمجرد امتيازها على الأسهم أو برهن عقارى مثلاً . وعلى العكس يفضل المدخرون في أوقات الرخاء شراء الأسهم ليحصلوا بذلك على معدل ربح أكبر من معدل الفائدة التي تعود على صاحب السند .

رأس المال ورقم الأعمال^(١)

يمكن القول بأن رقم الأعمال في مدة تجارية هو قيمة مجموع المبيعات في المدة نفسها ،

(١) ليس هنالك ما يمنع من القول بأن رقم الأعمال هو جملة المبيعات كما ورد في المتن أعلاه — غير أنه من الواجب أن نفهم انظة المبيعات هنا على أنها تتسع لحصيلة كل نشاط تجارى وصناعى وزراعى ، وفي كل من هذه الحرف الثلاث فروع شتى ، فمركبة التأمين مثلاً تؤدي وظيفة مساعدة تدخل ضمن نطاق الأعمال التجارية ، ومبيعاتها في مدة يعينها تحدد بمعاييرين أحدهما جملة البوالس التي أمكن التعاقد عليها في خلال نفس المدة بالإضافة إلى العقود القديمة ، وثانى المعيارين هو جملة الأقساط المحصلة خلال المدة ، وهذه الأنساق بدورها قسمان أحدهما عن عقود قديمة والثانى عن عقود أبرمت خلال المدة محل النظر ، والشركات الهندسية تتعامل على تنفيذ توصيات معينة قد تستغرق مدة تجارية أو عدداً من المدد ، ثم تنفذ بعضها بالكامل وبعضاً آخر تفسير فيه شوطاً ، ولا يمكن اغفال أحد العنصرين عند تقدير درجة النشاط أو النجاح الذى تصادفه المنشأة — ومن هذه الأمثلة يتضح أن تقدير « المبيعات » لا يكون دائماً =

وتحديد هذا الرقم ميسور بالرجوع إلى الدفاتر والمستندات^(١).

ورأس المال المتداول — كما عرفنا من قبل — في تحول دائم . فمن هذا المال يشتري الصانع المادة الأولية اللازمة في مراحل الصناعة ، كما يدفع منه أجور العمال ومهايا الموظفين وجميع النفقات اللازمة لعملية التشغيل . وعلى ذلك فإن السلع تامة الصنع التي يبيعها الصانع هي نتيجة للتحول الذي طرأ على رأس المال المتداول . وبما أن رقم الأعمال هو قيمة البضائع المباعة ، فيمكن القول بأن رقم الأعمال هو نتيجة تحويل رأس المال المتداول وحده .

وعلى أساس تعريفنا السابق لثمن البيع ، وهو الذي يشمل بجانب العناصر الأخرى التي عرفناها عنصر استهلاك رأس المال الثابت الذي حسب ضمن ثمن التكلفة الصناعي ، فإننا إذا تفاضينا عن هذا العنصر الأخير (نظراً لصلآته إذا ما قورن بثمن البيع) لاستطعنا تعريف رقم الأعمال بأنه الحصيلة الناتجة عن تحويل رأس المال المتداول وحده .

وسنبحث الآن أثر تغير رقم الأعمال على معدل الأرباح لنعرف مدى التغير الذي يطرأ على هذا الأخير نتيجة لتغير الأول .

أثر رقم الأعمال على الأرباح :

لتوضيح هذا الأثر نضرب مثلاً حسابياً فيما يلي :—

لنفرض أن أحد المشروعات قد أنتج بضاعة بلغت قيمة « ثمن تكلفتها التجاري »

= من البساطة بالقدر الذي آثرنا ذكره في صلب الموضوع ، على أنه من الممكن وضع تعريف مناسب وشامل لكل هذه الاحتمالات بقولنا « أن رقم الأعمال يمثل مبيعات السلع أو الخدمات أو العقود التي تم إبرامها وتنفيذها في مدة محددة سواء في ذلك أ كان التنفيذ كاملاً أو جزئياً ، وسواء في ذلك أيضاً كان التحصيل عاجلاً أو آجلاً لكل الثمن أو بعضه » .

(١) يتحدد ثمن البيع من الناحية الحسابية في منشأة صناعية بالشكل الآتي :

$$\text{ثمن البيع} = \left\{ \begin{array}{l} \text{المادة الأولية} \\ \text{أجور العمال ومهايا الموظفين} \\ \text{نفقات القوى المحركة} \\ \text{النفقات العامة للمصنع} \\ \text{النفقات العامة للبيع ونفقات الإدارة} \\ \text{الأرباح} \end{array} \right\} = \text{ثمن التكلفة الصناعي} = \left\{ \begin{array}{l} \text{ثمن التكلفة التجاري} \\ \text{ثمن النفقات التجارية} \end{array} \right\}$$

١٠٠٠ جنيه ، وأن هذه البضاعة بيعت بمبلغ ١١٥٠ جنيه ، أى بربح قدره ١٥٪ من ثمن التكلفة التجارى .

فإذا ازدادت المبيعات وحافظ على نفس معدل الأرباح ، فإن هذا الأخير يزداد بنفس النسبة التى يزداد بها رقم الأعمال . ولكن الذى يحدث دائماً هو أن زيادة المبيعات لا تتم إلا بتخفيض ثمن البيع^(١) ، وهذا يقلل معدل الأرباح — فلنفرض إذن أن أحد المشروعات يحقق رقم أعمال قدره ٥٠٠ ألف جنيه ، ويحقق بذلك معدل ربح قدره ٢٥٪ من ثمن التكلفة التجارى الذى يبلغ فى هذه الحالة ٤٠٠ ألف جنيه . فإذا نجح هذا المشروع فى مضاعفة رقم أعماله بتخفيض معدل الأرباح إلى ٢٠٪ فإن رقم الأعمال الجديد يكون فى هذه الحالة ٩٦٠ ألف جنيه (وثمن التكلفة التجارى يصل إلى ٨٠٠ ألف جنيه) . والنتيجة هى ارتفاع مقدار الأرباح من ١٠٠ إلى ١٦٠ ألف جنيه . فكان مقدار الربح قد ازداد بمبلغ ٦٠ ألف جنيه أى بنسبة ٦٠٪ من مقدار الربح القديم ، فى حين أن رقم الأعمال قد ازداد بمعدل ٩٢٪ (لأنه بعد أن كان ٥٠٠ ألف جنيه أصبح ٩٦٠ ألف جنيه) . وهكذا يتضح أن الأرباح لم تزد بنفس النسبة التى ازداد بها رقم الأعمال .

أثر تغير رقم الأعمال على النفقات اللازمة للصناعة :

لا تتغير النفقات جميعها بنفس النسبة التى يتغير بها رقم الأعمال . فبعضها مثل المادة الأولية والأيدى العاملة والصيانة والإصلاحات — تتغير بنفس النسبة التى يتغير بها رقم الأعمال . وعلى ذلك يطلق على هذا النوع من النفقات اسم النفقات المتغيرة . أما نفقات الصنع الأخرى — مثل نفقات معمل الأبجحات أو تحليل العينات ، وإيجار المصنع وقسط استهلاك المباني والآلات ، ومهايا المهندسين والكمياويين ووإضعى التصميمات ... الخ ، فإنها لا تزداد بنفس النسبة التى يزداد بها رقم الأعمال ، بل أنها فى معظم الأحيان لا تزيد بارتفاع هذا الرقم ، وهى إن زادت فبنسبة أقل بكثير من نسبة ارتفاع هذا الرقم ، وعلى ذلك يطلق عليها اسم النفقات الثابتة^(٢) .

(١) الصانع يخفض ثمن البيع للمصدر فى البلد المنتج وهذا الأخير يخفضه للمستورد فى سوق الاستهلاك ، وهذا يخفضه بدوره لتجار الجملة ، وهؤلاء يخفضونه لتجار التجزئة . وقد يصل هذا الانخفاض كله أو بعضه إلى المستهلك فى نهاية الأمر .

(٢) يمكن تقسيم نفقات لإنتاج السلعة على أسس أخرى لا تختلف كثيراً عن التقسيم الذى أوردناه =

أما النفقات العامة للبيع والإدارة فيمكن تلخيص أهم عناصرها فيما يلي : فائدة رأس المال المقترض ، استهلاك المنشآت غير الصناعية ، الحزم واللف ، والنقل ، والدعاية ، نفقات انتقال رجال الإدارة ، نفقات البيع مثل نفقات وكالات البيع والجوالين والمندوبين ومن إليهم ، ومصاريف المراسلات ، وإيجار المركز العام ، ونفقات الإدارة مثل الأدوات والإنارة والتأمين ومهايا موظفي الإدارة ، ومهايا المديرين ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة ، وأغلب هذه العناصر لا تزيد بنفس النسبة التي يزداد بها رقم الأعمال وبخاصة هذه العناصر : الاستهلاكات ، ونفقات البيع ونفقات الإدارة العامة ومهايا المديرين . أما النفقات العامة للإدارة والبيع فلا تزداد إلا بنسبة ضئيلة من نسبة ازدياد رقم الأعمال .

وعلى ذلك يمكن القول بأن ازدياد رقم الأعمال لا يسبب زيادة مباشرة ومتناسبة مع زيادته في بعض عناصر النفقات التي تدخل ضمن ثمن التكلفة التجارية ، ومن أجل ذلك نلاحظ أن ثمن التكلفة التجاري للسلع تامة الصنع ينقص بزيادة رقم الأعمال ^(١) . وهذا النقص في ثمن التكلفة يعوض إلى حد ما النقص الذي يطرأ على ثمن البيع نتيجة لتصريف كمية أكبر من السلع التي ينتجها المصنع .

= في المتن ، ونرى أن ننبه إليه مع التذكير بأن دراسة التكاليف والحسابات الصناعية تهىء الفرصة للتوسع في مثل هذه التفصيلات ، وبتلخيص التقسيم الذي نشير إليه فيما يلي :

١ - نفقات مباشرة كاللادة الخام وأجور العمال ، وهي بعينها النفقات المتغيرة التي تزداد بارتفاع رقم الأعمال وبنفس النسبة .

ب - نفقات غير مباشرة كتكلفة القوى المحركة للمصنع كله وإيجار المصنع وتكلفه أجهزة التكييف داخل العنابر الخ ، وهذه كلها تكاد تكون ثابتة أو تتميز بالثبات النسبي كما قلنا في صلب البحث أعلاه .

ج - نفقات تقديرية كالوقت الضائع والحامات المهدرة واستهلاك الآلات ، وهذه أشبه بالقسم الأول (حرف أ) من حيث كونها نفقات متغيرة .

أما النفقات العامة كمصروفات الإدارة والدعاية ونحوها فلا تدخل ضمن تكلفه إنتاج السلعة بل تخص مرحلة تالية للإنتاج . ولا يفوت الفارئ أن الدفعة التامة في التقسيم غير ميسورة ، وبخاصة عند التطبيق على هدد من الصناعات المتباينة بمناصرها وظروف إنتاجها .

(١) هذا واحد من عوامل النقص في نفقات الصنع نتيجة لأكبر حجم الكمية المنتجة من السلعة .

والإنتاج على نطاق واسع ، حتى يبلغ المشروع درجة معينة من الكبر ، يجعل السلعة تخضع في إنتاجها لقانون تزايد الغلة ، وتزايد الغلة ، أو نقص النفقات سببه في هذه الحالة التمتع بنوعين من الوفرة في النفقة : الوفرة لداخلي والوفرة الخارجي . والنوع الأول من الوفرة سببه ثبات بعض النفقات نسبياً والأخذ بطرق الإنتاج العلمية ، ثم أن بعض عوامل الإنتاج غير قابل للتجزئة تماماً ، وهذا يدعو إلى نقص نفقات الصنع بزيادة الكمية المنتجة من السلعة . أما سبب الوفرة الخارجي ، فهو كبر حجم الصناعة بوجه عام . راجع كتاب التجارة الخارجية تأليف عليش صفحات ٣٦ - ٤٥ :

وعموماً ، نجد أن الأرباح الصافية تزداد بزيادة رقم الأعمال ، ولو أن نسبة الزيادة ليست واحدة . وبناء على ذلك ، فإنه من صالح المشروعات جميعها أن يزداد رقم أعمالها حتى يبلغ الإنتاج رقماً معيناً^(١) .

وبما أن رقم الأعمال هو نتيجة للتحويل الذي يطرأ على رأس المال المتداول ، فإن احتمال زيادته في كثير من الأحيان تصبح رهينة زيادة هذا النوع من المال^(٢) . ويستطيع المشروع أن يزيد رأس ماله المتداول بأحدى طريقتين : —

الأولى : الزيادة الفعلية في رأس المال المتداول ، وهذه تتحقق باتخاذ واحدة أو أكثر من الإجراءات الآتية : —

١ — اتباع سياسة استهلاك رأس المال الثابت يزداد رأس المال المتداول الحقيقي . ولكن نظراً للأهمية النسبية لهذا النوع من الاستهلاك نتيجة لسرعة التقدم الفني في العصر الحديث ، فإن المشروعات قلما تنفع بهذه الأموال المستهلكة كرأس مال متداول بمثل انتفاعها بها في الماضي . فهذه الأموال نظراً للتقدم الفني الذي يطرأ على المعدات الرأس مالية في أوقات متقاربة قلما تبقى في المشروع لمدة طويلة من الزمن . ولكيها على أي حال تمكن المشروع من الانتفاع بها في زيادة المال المتداول لمدة من الزمن .

ب — الاحتياطات ، وهي بوجه عام تستخدم في المشروع فتساهم في تقوية رأس المال المتداول .

ح — زيادة رأس المال المستغل Capital Investi بإصدار أسهم جديدة . ولا يلجأ المشروع إلى هذه الطريقة إلا إذا تمكن من زيادة رقم أعماله وتأكده من أن هذه الزيادة ستدوم .

(١) لأنه لو ازداد الإنتاج عن هذا الرقم ، أي إذا تعدى حجم المشروع ذلك الحجم المثالي ، فإن الإنتاج في هذه الحالة يدخل في نطاق قانون تناقص الغلة أو زيادة النفقات . فتزداد النفقات المتوسطة والحدية بكميات أكبر حجم السكينة المنتجة من السلعة نتيجة لظهور أسباب الصباغ الداخلية والخارجية . نفس المرجع سالف الذكر .

(٢) ويجب الانتباه أن زيادة رقم الأعمال ليست رهينة إرادة صاحب العمل ، بل أنها تعتمد على إتساع حجم السوق أمام منتجات المصنع . وعلى ذلك فدراسة التسويق ضرورية قبل البدء في زيادة رقم الأعمال .

٥ - الاقتراض ، فالطريقتان الثانية والثالثة تمكنان المشروع من زيادة رقم أعماله زيادة مستمرة ، ولكنه في بعض الأحيان يحتاج إلى زيادة رقم أعماله لمدة من الوقت ، ثم يرجع هذا الرقم إلى ما كان عليه من قبل ، فإذا لم يوجد لدى المشروع في ذلك الوقت رأس مال متداول كاف لمقابلة هذه الزيادة ، فإنه يلجأ إلى الاقتراض . ومدة القرض في هذه الحالة تتحدد بطول المدة اللازمة لعملية الصنع وتسليم السلعة إلى مشتريها .

وعلاوة على الطرق المتقدمة التي تزيد رأس المال المتداول بصفة دائمة أو مؤقتة ، فإن المشروع يستطيع بطريقة أخرى أن يجد حاجته من رأس المال المتداول ، وهذه هي الطريقة الثانية التي أسلفنا الإشارة إليها .

الثانية : زيادة سرعة تداول رأس المال العامل :

لفرض أن مشروعاً يملك رأس مال متداول قدره ١٠٠ ألف جنيه ، وأن رقم أعمال هذا المشروع في السنة يقدر بمبلغ ١٠٠ ألف جنيه أيضاً . فهذا المشروع قد حوّل رأس ماله المتداول مرة واحدة ، أي أن سرعة تداول هذا المال دورة واحدة . فإذا نجح المشروع في مضاعفة مبيعاته من غير أن تكون به حاجة إلى زيادة رأس ماله المتداول ، فإن سرعة التداول في هذه الحالة تصبح دورتين ، وهي عبارة عن رقم المبيعات مقسوماً على رأس المال المتداول $(\frac{2}{1} = 2)$ ، وواضح أن زيادة رقم المبيعات تؤدي إلى ازدياد الأرباح التي يحققها المشروع ، وعلى ذلك فإن زيادة سرعة التداول تحقق نفس النتيجة التي يحققها زيادة رأس المال المتداول زيادة فعلية .

تقرير سرعة تداول رأس المال العامل :

لفرض أن مشروعاً يحقق رقم أعمال (مقدراً بثمن التكلفة التجاري) قدره ٢ مليون جنيه سنوياً ، وأن مقدار رأس ماله المتداول هو ٤٠٠ ألف جنيه . فمن ذلك نرى أن رأس المال العامل للمشروع قد تداول ٥ مرات في السنة . والمدة التي يستغرقها تداول كل رأس المال العامل هي ٧٢ يوماً $(\frac{365}{5})$. ثم لنرمز لرقم الأعمال بالحرف α ولرأس المال المتداول بالحرف β ومدة التداول بالحرف γ ، فنجد لدينا المعادلة الآتية :

$$1 = C \times C$$

وإذا رمزنا بالحرف C لعدد أيام مدة التداول فإن : —

$$C = 360 \div$$

$$\frac{360 \times C}{S} = \frac{360}{S} \times C = 100$$

$$\frac{360 \times C}{S} = \therefore 360 \times C = S \times 100$$

وإذا طبقنا هذه المعادلة على المثل السابق لسكانت النتيجة كالآتي : —

$$S = \frac{360 \times 4,000,000}{2,000,000} = 72 \text{ يوماً}$$

وهذه المعادلة تمكننا من معرفة سرعة تداول رأس المال العامل . وفي المشروعات التي يتكون معظم رأس مالها المتداول من بضائع معروضة للبيع ، نستطيع بواسطة هذه المعادلة أن نعرف سرعة تداول هذه البضائع ، كما نستطيع أن نعرف أيضاً سرعة تداول كل نوع من هذه البضائع على حدة .

وسرعة تداول رأس المال العامل تلعب دوراً مهماً في حياة المشروعات ، فهي السبب الذي من أجله يحقق مشروعان يشتغلان في نفس الفرع من الإنتاج ومقدار الأموال التي في حيازة أحدهما تساوي مقدار الأموال التي في حيازة الآخر ، نفس القدر من الأرباح . كما أنها تفسر السبب الذي من أجله قد يحقق هذان المشروعان نفس القدر من الأرباح حتى إذا كان أحدهما يملك قدراً من المال أكبر من القدر الذي يملكه الآخر ، ذلك أن الإدارة الممتازة لأحد المشروعين قد مكنته من زيادة سرعة تداول رأس ماله العامل وبالتالي زيادة رقم أعماله ، وهذا يؤدي إلى ازدياد معدل الربح الذي يحققه عن نظيره في المشروع الآخر . وهكذا يتضح لنا أنه لا يشترط أن تكون المشروعات التي تملك الكثير من المال هي دائماً أروج المشروعات وأنجحها ، وعلى ذلك لا يصح لنا أن نحكم على قيمة مشروع على أساس ما يملكه من مال فقط .

ومن المفروض في إدارة المشروع أن توجه عنايتها إلى سرعة تداول رأس مالها العامل ، وفي وسعها أن تصل إلى ما تهدف إليه بطرق شتى منها ماله صبغة فنية ومنها ماله صبغة تجارية .

فمن واجبات الإدارة الفنية للمشروع أن تحارب أسباب الضياع بكل قوتها . وأحسن المشروعات تنظيماً لم تنجح حتى الآن في القضاء على الضياع كلية . وعلى ذلك ، لا يطلب من الإدارة الفنية أكثر من ضغطها على أوجه الضياع المختلفة بكل قوتها حتى لا يتعدى أدنى حد ممكن . والضياع يوجد دائماً في كل ناحية من نواحي المشروع فهو ملازم لاستخدام المادة الأولية وحركة المال أثناء تأديتهم العمل وفي توليد واستخدام القوى اللازمة لإدارة الآلات . وقد يظهر الضياع أيضاً نتيجة لاستخدام آلات عتيقة أقل إنتاجية من الآلات الحديثة ، ويعتبر تطبيق مبادئ علم النفس الصناعي والإدارة العلمية للمصانع من العوامل التي تؤدي إلى تقليل أسباب الضياع إلى أدنى حد مستطاع .

ومن واجبات الإدارة التجارية أن تعمل على التخلص بأقصى قدر من السرعة من السلع تامة الصنع ، وإلا تفرغ في البيع بالنسيئة ولآجال طويلة للعملاء ، وأن تجتهد عندما تشتري المادة الخام اللازمة لعملية الصنع أن تؤجل دفع ثمنها إلى أقصى حد يقبله البائع ، وبعبارة أخرى ، تجتهد هذه الإدارة في الحصول على الذم بسرعة وتؤجل ما عليها أن تدفعه من مال إلى أبعد استحقاق ممكن ، من غير أن تؤدي هذه السياسة إلى الضرر بمصالح وسمعة المشروع ، ومن واجبات هذه الإدارة أيضاً أن تبقى النفقات العامة للبيع عند أدنى حد ، بشرط ألا يؤثر تصرف كهذا على نشاط المشروع .

درجة اليسر في المركز المالي للمشروع

تقدم بنا القول بأن رأس المال المتداول يتألف من عدد من العناصر ، وأنها تختلف من حيث قابليتها لسرعة « التحقيق » (أي التحويل إلى نقد حاضر تواجه به الالتزامات الحالية) ، وكذلك عرفنا أنه لكي يضمن المشروع لنفسه درجة مناسبة من اليسر المستمر فإنه يبقى جانباً من ماله المتداول في صورة نقد حاضر ، غير أن الإعتماد على ذلك القدر من النقود الحاضرة وحدها في مواجهة الالتزامات المؤكدة والمحتملة يعرض المشروع إلى حبس مقدار لا يستهان به من أمواله عن العمل في وجوه النشاط التي يزاؤها ، وهو من أجل ذلك يعتمد في توفير اليسر الكافي على عدد من الأصول التي يسهل تحويلها إلى نقود في وقت لا يكاد يذكر مع تشغيل جانب من هذه الأصول في تحقيق أغراضه . وتؤلف هذه الأصول

قسما متميزا من أموال المشروع يعرف في جماعته بالأصول السائلة Liquid Assets أو الأموال الحاضرة Disponibilités وتعرف كذلك بتعبيرات أخرى فنية منها La trésorerie ، وفي كل تعبير منها تجوز مقبول ، كما يطلق في هذه التسمية الأخيرة اسم الخزنة التي تشمل في المحل الأول على العملة وما في حكمها ، على كل مال حاضر فعلا أو ميسور التحويل إلى نقد حاضر وإذا كنا نورد فيما يلي عددا من هذه الأصول بوصفها جميعا داخلية في هذا القسم فيجب أن نذكر أن بعض الأصول يتوقف اعتباره ضمن الأموال الحاضرة على ظروف بعينها ، بحيث إذا زالت هذه الظروف ضعفت قابلية الأصل إلى التحقيق بسهولة ، فمثلا قد تكون البضاعة في ظروف معينة ميسورة التحقيق جدا ، ومن أجل ذلك يعتبرها المشروع ضمن موجوداته السائلة ، غير أن هذا لا يعنى أن البضاعة تعتبر دائما من الأموال السائلة أو من القسم الحاضر من الأموال المتداولة ، وفيما يلي أهم أنواع هذه الأموال حسب سهولة تحويلها إلى نقد حاضر :

- ١ — الأرصدة الحاضرة من العملة والشيكات في خزان المشروع .
- ٢ — الأرصدة الحرة للأموال المودعة لدى المصارف في البلد الذي يزاول فيه المشروع نشاطه وفي غيره من البلاد التي له بها صلة عمل .
- ٣ — أرصدة الذم أو أرصدة الحسابات الجارية التي لم يمنح أصحابها مهلة محددة بشرط التأكد من أن هؤلاء المدينين يدفعون فورا وبمجرد الطلب .
- ٤ — الأوراق التجارية لأجل قصيرة ، وبخاصة إذا كانت تحمل أسماء لها سمعة طيبة في سوق رأس المال بحيث يسهل خصمها على الفور وبسعر معتدل .
- ٥ — الأوراق المالية أى الأمهم والسندات من الدرجة الأولى ، ومن مميزاتها استمرار التداول في البورصة مع استقرار السعر .
- ٦ — البضائع ذات القيمة الثابتة والطلب المستمر (لا الموسمي) .

وهناك عنصر آخر غير ملموس يضاف إلى كل ما تقدم ، ولا يظهر في ميزانية المشروع برقم محدد ، وعلى الرغم من ذلك له وزنه عند تحديد درجة اليسر التي يتمتع بها المشروع في أى وقت ، هذا العنصر هو درجة الائتمان ونقصد بها هنا سهولة حصول المشروع على القروض

القصورة الأجل بإمضاء سند أو سحب شيك على المكشوف ، ومهولة تأجيل المستحقات التي لا يضر تأجيلها^(١) بسمعة المشروع ، على أن تكون شروط منح الائتمان عادية فلا يكون الأجل الممنوح أقصر مما جرى به العرف ، ولا يكون سعر الفائدة فوق السعر السائد عند منح الائتمان .

ويجب على المشروع أن يتأكد دائماً أن قيمة الموجود من هذه العناصر في أى وقت تكفى لدفع ما عليه من ديون ، إذ من المعلوم أن تكوين المشروع قد يكون سليماً ، أى أن مجموع الأموال التي يملكها من ثابته ومتداولة قد تكون كافية لمزاولة نشاطه ، ولكنه على الرغم من ذلك قد يحدد نفسه في بعض الأحيان في حالة عسر نظراً لقلّة المال الحاضر ، وعلى ذلك يجب على الإدارة المالية للمشروع أن تتفادى مثل هذه الحالة الأخيرة وتعمل على أن يكون المشروع في يسر مستمر .

وأهم عناصر اليسر هي النقود في الصندوق وفي البنك . ولكن هذه النقود قليلاً ما تعود بفائدة على أصحاب المشروع ، وهي إن حققت بعض الفوائد فمعدلها صغير جداً بالنسبة للعائد الذي يمكن الحصول عليه من استغلال هذه النقود في بعض أبواب الاستثمار الربحية ، وبما تقدم يتضح أن الحرص على درجة كافية من اليسر لا يتعارض مع ابقاء مقدار الأموال الحاضرة عند أدنى حد ممكن ، بشرط ألا يعوق ذلك حسن سير العمل في المشروع .

وفي وسع المشروع دائماً أن يميز من ناحية دفع الأموال المقترضة والمستحقة بين الحالات الآتية :

(أ) الأموال التي تسدد حالاً عند طلب الدائنين ، ومثل ذلك الاعتمادات المكشوفة التي تعقدها البنوك .

(ب) الأموال التي تسدد بعد فترة قصيرة من الوقت حددت عند عقد القرض ، ومثل ذلك مهيايا الموظفين ، وأوراق الدفع ، والفوائد التي تستحق في آجال قريبة ... الخ .

(١) ومن المستحقات ما لا يؤجل إلا بالحق أشد اضرار بسمعة المشروع كإجور العمال ومرتبات الموظفين والايجار الشهري ونحوها ، أما ائتمان الحامات وأقساط الآلات فتعتبر من النوع الذي أشرنا إليه في المتن .

(ح) الأموال التي تسدد بعد مدة طويلة من الوقت ، مثل القروض طويلة الأجل ومثل السندات ... الخ .

والفرض من هذا التمييز هو تيسير الرقابة على كفاية المال الحاضر في الأوراق التي تستحق فيها القروض التي عقدها المشروع ؛ وأما العمليات التي يجريها المشروع لتدبير المال الحاضر الكافي لمواجهة التزاماته في الأوقات المناسبة فتتكون في معظم الأحيان من تحويل بعض عناصر رأس المال المتداول إلى نقود ، أو اقتراض المبالغ اللازمة لدفع هذه القروض ، وأهم وسائل تدبير المال الحاضر في حالة عدم كفاية الأرصدة السائلة فعلا (أى الصندوق والبنك) ما يلي :

١ - بيع جزء من الأوراق الموجودة في حافظة الأوراق المالية أو بيعها كلها ، غير أن قدرة المشروع على بيع الأوراق المالية التي يرغب في بيعها تتوقف على نوع هذه الأوراق ، فبعضها يباع بسرعة ومن غير أن يتحمل المشروع من جراء ذلك خسارة تذكر ، وبعضها يستلزم بيعه مدة من الزمن لكي لا تحقيق بصاحبها خسارة كبيرة ؛ ومن الأمثلة على النوع الأول السندات الحكومية قصيرة الأجل ، ومن الأمثلة على النوع الثانى أسهم المشروعات المختلفة . ومن أجل ذلك ، يجب على مدير الإدارة المالية في المشروع أن يدخل في حسابه طول المدة اللازمة لبيع الأوراق المالية التي يرغب المشروع في بيعها ليجد من ثمن البيع ما يدفع به الديون التي تستحق آجالها في تاريخ معين . وبعبارة أخرى ، لا يستطيع المشروع أن يحدد مدة معينة سابقة لاستحقاق الدين ليبدأ ببيع الأوراق المالية التي يريد أن يعتمد على حصيلتها ، فبعضها يضطر أن يبدأ في بيعه قبل استحقاق الدين بمدة طويلة كشهر أو أكثر ، والبعض الآخر يستطيع أن يبدأ في بيعه قبل استحقاق الدين بفترة قصيرة كيوم واحد أو يومين مثلاً .

ويجب على الإدارة المالية كذلك أن تراعى حالة السوق ، ففي الأوراق العادية تستطيع البورصة أن تمتص أى عدد من الأوراق المالية التي تقدم إليها مهما اختلفت أنواعها بشرط أن يكون مسموحاً بتداول هذه الأوراق فيها كما بينا من قبل . أما في حالة ركود الأعمال أو في أوقات الأزمات ، فإن السوق قد لا تستطيع أن تمتص جميع الأوراق التي تقدم إليها ، كما أن بعض أنواع الأوراق يصبح التخلص منها صعباً . ففي أوقات الأزمات

حينما ينخفض معدل الربح الذى تحققه المشروعات ، يفضل معظم المستثمرين شراء السندات على شراء الأسهم ، وبذلك تنخفض قيمة الأسهم السوقية بالنسبة للسندات . وعلى ذلك ، يجب على الإدارة المالية أن تكون بعيدة النظر عند شراء الأوراق المالية لحفاظة المشروع ، فتعين نوع الأوراق تبعا لما تنتظره من رواج أو كساد وطول مدة كل منهما مع ربط هذا الإجراء بالأوقات التى ستسدد فيها الديون التى اقترضها المشروع ، كما يجب على هذه الإدارة أيضا أن تراعى حالة الظروف الاقتصادية القائمة لتحديد الوقت الذى ستبيع فيه مختلف أنواع الأوراق المالية ، لأن المدة اللازمة لبيع هذه الأوراق تختلف باختلاف الحالة الاقتصادية السائدة فى البلد وفى العالم .

وعموما ، نجد أن المشروعات إذا اشترت الأوراق المالية لحفاظتها ، بقصد بيعها ثانية لتسديد ما يستحق عليها من ديون ، تقبل على شراء السندات وتعرض عن شراء الأسهم لأن أسعار السندات أقرب إلى الاستقرار من أسعار الأسهم التى يرتفع ثمنها وينخفض تبعا لما تحققه المشروعات من أرباح وتبعا للحالة الاقتصادية فى بلد المشروع بل وفى العالم . وبما أن مسألة الحصول على أكبر قدر من الضمان هى التى تحكم نوع الأوراق التى سيشتريها المشروع لهذا الغرض ، فإن شراء السندات هو القاعدة العامة .

٢ — بيع البضائع التى يملكها المشروع : لا يجوز للمشروع أن يلجأ إلى هذه الوسيلة إلا إذا اضطرته الظروف لذلك ، ومن المعلوم أن المشروع الذى يملك جانبا من البضائع إما أن يكون مشروعا صناعيا أو مشروعا تجاريا . فإذا كان المشروع يصنع السلع التى يتجر فيها واضطر إلى بيع ماعنده منها فوق الكميات التى يبيعها عادة ، فإنه لا يستطيع أن يفعل ذلك إلا إذا خفض ثمن بيعها ، حتى يغرى المشتريين على شراء كميات أكبر من الكميات التى اعتادوا شراءها منه . وإذا كان المشروع لا يحقق إلا الأرباح العادية ، فإن الصفقة الإضافية هذه تحرم المشروع من تحقيق الأرباح التى تكاد تحمله على موالاة عملية الصنع ، وفى ذلك طبعاً خسارة على أصحابه . وأما إذا كان المشروع تجاريا واعتاد بيع هذه السلع يوميا ، فإن زيادته للكمية التى يبيعها منها لا تتم أيضا إلا بتخفيض ثمن البيع ، فإذا كانت المنافسة قوية فى هذا الفرع من فروع التوزيع ، فإن انخفاض الثمن هذا قد يكون على حساب

الأرباح العادية فيضار أصحاب المشروع . ولكن أثر هذه الوسيلة السيئ أخف بالنسبة للمشروعات التجارية منه بالنسبة للمشروعات الصناعية . فالمشروعات التجارية كثيراً ما تلجأ إلى تخفيض ثمن المنتجات التي تباعها لمدة أيام بقصد الدعاية ؛ وعلى ذلك فإن الضرر الذي يصيب المشروع التجاري من جراء تخفيض الثمن بفرض زيادة الكمية التي يبيعها لكي يستطيع تسديد الديون التي استحققت عليه أقل من الضرر الذي يصيب المشروع الصناعي ، وذلك لأن الكسب الذي سيعود على المشروع التجاري من هذه الدعاية قد يعوض الضرر الذي حاق به من بيع السلعة بأقل من الثمن الذي اعتاد أن يبيعها به .

٣ — خصم أوراق القبض^(١) : وكثيراً ما تلجأ الإدارة المالية إلى هذه الوسيلة لتحصل على النقود اللازمة لدفع الديون التي استحققت آجالها . وأوراق القبض لا تخصم بسهولة إلا إذا وثق خاصم الورقة بإحدى الإمضاءات التي عليها على الأقل ، ومن ضمن هذه الإمضاءات بطبيعة الحال امضاء صاحب المشروع الذي يرغب في خصم الورقة التي في حيازته . وعلى ذلك ، فإنه إذا كان المشروع صغيراً وغير معروف في دوائر المال ، وكانت أوراق القبض التي في حيازته أيضاً مسحوبة أو ممضاة من مشروع مثله غير معروف في هذه الدوائر ، فإن حامل الورقة لا يستطيع خصمها بسهولة ، ومعنى السهولة هنا دفع سعر خصم معقول .

ومن المعلوم أن سعر الخصم يتغير تبعاً للسياسة التي يرسمها البنك المركزي لزيادة حجم الائتمان في البلد أو نقصه . وعلى ذلك يجب على الإدارة المالية للمشروع أن تراعى الظروف الحاضرة والمستقبلية لحالة الائتمان لتسرع أو تبطل في خصم أوراق القبض التي لديها .

(١) الأوراق التجارية من أهم أدوات الائتمان ، وأشهرها الكمبيالة والسند والشيك والفاخرة المقبولة . .

وتعتبر الأوراق التجارية من موجودات المشروع أو من أمواله إذا كانت قيمتها ستنتهي إلى المشروع في مواعيد الاستحقاق ، أي إذا كان المشروع هو المستفيد في كل منها ، وفي هذه الحالة تعتبر أوراق قبض . والاحتمال الآخر واضح ، فكل ورقة تجارية تمثل التزاماً على المشروع تعتبر من خصوم المشروع أو ديونه ، وتسمى الأوراق التجارية في هذه الحالة أوراق دفع .

ونلاحظ هنا أن كلا من التعبيرين الاصطلاحيين سألني الذكر (ورقة القبض وورقة الدفع) ماهو إلا تسمية اصطلاحية من وجهة نظر معينة لشيء واحد هو الورقة التجارية — إذن لا يجوز الظن بوجود أنواع ثلاثة من الأوراق ذات القيم أو أدوات الائتمان ، وأن هذه الأنواع الثلاثة هي التجارية والقبض والدفع — إذ الصحيح أن هنالك فقط أوراق تجارية وأن هذه الأوراق تعتبر عند الاستفادة أوراق قبض ، وأنها هي بعينها تعتبر عند المتزعم بالدفع أوراق دفع .

٤ — عقد قرض لدى أحد البنوك : تعقد البنوك القروض المشروعات إذا توافر لديها الضمان الكافي ، ويتحقق هذا الضمان إذا قدم المشروع للبنك الأوراق المالية التي في حيازته ، أو إذا قدم الأوراق المستندية^(١) ، أو قام برهن البضائع أو برهن العقار ، أو إذا قدم المشروع ضمان أحد الأشخاص المعروفين للبنك ... الخ ، أما مقدار هذه القروض وسعر الفائدة فيختلفان باختلاف درجة متانة المشروع .

ولا تعد هذه الوسيلة إلا تأجيلا للدفع ، فمشكلة سداد الدين الأصلي مع افتراض تمكن المشروع من عقد قرض في أحد البنوك تبقى قائمة ، وبخاصة وأن البنوك في مصر لا تعقد القروض عادة للصناعة والتجارة إلا لآجال قصيرة . وعلى ذلك ، لا يجوز للإدارة المالية للمشروع أن تلجأ إلى هذه الطريقة إلا إذا تأكدت من أنها تستطيع من الحصول على القود بعد فترة قصيرة من الزمن .

والضمان استمرار اليسر في المشروع أهمية كبيرة ، وعلى ذلك يجب على الإدارة المالية أن تحرص دائما إذا أعوزها المال على أن تقترضه بفائدة مناسبة . ويجب عليها كذلك ألا توظف العناصر المختلفة لرأس المال العامل في استثمارات طويلة الأجل ، وأن تجعل بعض عناصر هذا المال « سائلة » في الأوقات التي تستحق فيها آجال الديون التي اقترضها المشروع و بنفس القدر (تقريبا) الذي تستحق به هذه الديون ، ولتحقيق هذا الغرض يتعين عليها أن ترسم برنامجا دقيقا لإدارة رأس المال العامل بحيث يكون متفقا مع البرنامج الذي ترسمه

(١) الأوراق المستندية تعبير عام تقصد به أدوات الائتمان المؤيدة بمستندات جديدة تثبت ملكية المقترض لبعض العروض التي يمكن قولها لدى بيوت الائتمان ضمانا لسلفة أو قرض ، ومثال ذلك : إذا أرسل واحد من المصدرين بضاعة إلى الخارج وسحب على المشتري كمبيالة وأصدر الفانورة التي يطالب بموجبها بمحقة من أصل الثمن ومن المصروفات التي تكلفتها البضاعة على حساب المشتري ، ورغب بعد ذلك في خصم الكمبيالة التي سحبها على المشتري لدى أحد المصارف أو بيوت الخصم ، فإن قاطع الورقة (أو خاصمها) يطالب بإثبات جدية الصفقة ، أي أنه يطالب بالمستندات الدالة على أن سبب الدين صحيح ، وفي هذه الحالة يقدم المصدر ما يثبت صحة العملية وسلامتها كذلك ، وأشهر المستندات المتصلة بهذه العملية هي بوليصة الشحن وبوليصة التأمين — وقد جرى العرف على أن ترفق هذه الأوراق بالكمبيالة عند تقديمها للخصم ، وتسمى الكمبيالة في هذه الحالة بالكمبيالة مستندية .

على أننا ننبه إلى أن عمليات التصدير والحصول على قيمها النقدية ليست من البساطة بالقدر الذي يتضح من هذا الوصف السريع الموجز الذي قصدنا به إلى غرض واحد هو إعطاء مثل من الأوراق التجارية المستندية .

الإدارة الفنية للمشروع ليعين مقدار السلع التي سينتجها في سنة مالية معينة . ويعتمد تكوين هذا البرنامج المالي على مقدار رقم الأعمال العادي للمشروع كما يظهر في برنامج التشغيل . وعلى ضوء ما تقدم تستطيع الإدارة المالية للمشروع أن تقرر الآتي ^(١) :

١ — كمية وقيمة المواد الأولية اللازمة لعملية الصنع .
٢ — الأوقات التي ستستلم فيها البضائع من الموردين والأوقات التي ستسدد فيها قيمة هذه البضائع للموردين .

٣ — البرنامج المالي لدفع نفقات الصنع : الأوقات والمبالغ التي ستدفع للعمال والأوقات والمبالغ اللازمة لدفع ايجار المصنع وتكاليف القوة المحركة ... الخ

٤ — وضع رسم بياني يبين مقدار ما على المشروع دفعه من أموال لتغطية النفقات السابقة ، والأوقات التي ستدفع فيها هذه النفقات .

٥ — وضع رسم بياني يوضح قيمة المبيعات للمشروع والأوقات التي ينتظر أن تحصل فيها قيم هذه المبيعات .

والرسم البياني الذي يمثل نفقات الإنتاج والأوقات التي تدفع فيها هذه النفقات أدق من نظيره الذي يمثل قيمة المبيعات والأوقات التي سيدفع فيها العملاء هذه المبالغ ، ذلك

(١) الواقع أن هذه دراسة قائمة بذاتها وهي تمثل التنظيم الإداري للمشروع من الناحية المالية في أعلى صورة مهذبة وصلت إليها إدارة المشروعات في وقتنا الحاضر ؛ وتعرف هذه الدراسة بوضع الميزانيات والرقابة على تنفيذها Budgeting and Budgetary Control — ونظراً لما لهذه الدراسة من أهمية خاصة فلفت النظر إليها بأشارة سريعة فيما يلي : لم تكن إدارة الأعمال مستندة إلى الطريقة العلمية استناداً كافياً إلى ما بعد الحرب العالمية الأولى ؛ فلما اشتدت المنافسة الدولية وأصبحت الأسواق مضطراً تتسابق فيه الشركات الاناجية والإدارية ، ولم يعد كافياً لدولة ما أن تبقى على سوق معينة استناداً إلى السلطة وحدها أو الاحتكار أو السبق كما كانت الحال من قبل ؛ ولم يعد كذلك الطلب على السلع مستقراً إلى حد ما بل خضع في كثير من الحالات للأذواق والعادات ... ؛ نقول أنه حين تميزت ظروف التوزيع على هذا النحو نشأت الحاجة إلى دراسات جديدة يسترشدها المنتجون في برامجهم ، وكان ذلك من سنة ١٩٣٠ ؛ وقد صبت أمريكا غيرها من دول العالم في العناية بهذه الدراسات عناية خاصة إلى حد أنها أدخلتها في جامعاتها ، ولم تفعل كذلك دول كثيرة ومنها إنجلترا ؛ وأول هذه الدراسات دراسة السوق ، ثم وسائل التوزيع وتنشيط المبيعات وأخيراً وضع الميزانيات أي رسم البرامج الفنية والمالية مقدماً لفترة مناسبة من الزمن مع نظم الإدارة التي تهيم على الرقابة عند التنفيذ . وهذه كما قدمنا تعتبر أعلى درجات التنظيم الإداري والمالي في المشروعات .

لأن المشروع يعرف تماماً مقدار المبالغ التي عليه أن يدفعها والأوقات التي ستدفع فيها ، وعلى العكس ، نجد أن المبالغ المستحقة للمشروع قبل الغير قد لا يدفع بعضها في آجال استحقاقها ، فقد يطلب بعض العملاء مد آجال استحقاق ما عليهم من ديون ، وما لم يحتط المشروع لمثل هذه الاحتمالات ، فإن وضع رسم يبانى لقيمة المبيعات وآجال استحقاق هذه القيم يصبح عديم الجدوى للإدارة المالية للمشروع .

وبمقارنة المنحنيين الناتجين عن الرسمين البيانيين سالفى الذكر ، تستطيع الإدارة المالية أن تعرف مقدار المبالغ التي ستحتاج إليها على مدار المدة التجارية ، ومقدار المبالغ التي ستفيض عن حاجتها في نفس المدة . وفي الحالة الأولى تعمل الإدارة المالية على إيجاد هذه المبالغ ، وفي الحالة الثانية تعمل على توظيفها . وفي كلا الحالتين تستطيع الإدارة المالية أن تحقق أحسن النتائج الممكنة تحقيقها ، إذ أن عامل الوقت سيكون حليفها ، ما دامت تسير على سياسة مرسومة وما دامت تدخل في حسابها احتمال الزيادة في الالتزامات ، واحتمال العجز في المتحصلات ، دون إسراف في التقدير ودون تقصير كذلك .

سياسة الاستهلاك

في نهاية السنة المالية للمشروع ، يقرر أعضاء مجلس الإدارة ضمن قراراته المختلفة :

(١) تحديد الأرباح التي حققها المشروع في السنة المالية تحديداً أولياً^(١) .

(١) لكي يتسنى لنا التمرس لتحديد الربح يجب أن يتضح لدينا في المحل الأول ماعية الربح حتى يكون تقديره أو تحديده بعد ذلك ممكناً — ومن الميسر أن نصل إلى تعريف جامع مانع لأن وجهات النظر تختلف كثيراً في هذه المسألة ؛ على أن التعريف الكامل الصحيح لأى شيء في الوجود لا يزال محل النظر — وإذن فالمباراة التي نوردتها بعد قليل لتوضيح معالم ربح المشروع قد لا تخلو من نقص أو مأخذ ، ولكنها على كل حال تعطى فكرة واضحة إلى الدرجة الكافية عن ماعية الربح .

إذا سخر المشروع لمدة من الزمن في سبيل تحقيق أهدافه عروضاً يملكها أصحابه ، فهذه العروض هي رأس ماله ، وإذا استعان بأموال أخرى يملكها الغير في نفس المدة فهي قروض ، وإذا استعان بخدمات أداها الغير أو ائتمان منحه الغير ثم بقي بعض هذه الخدمات والائتمانات دون وفاء بما يقابلها إلى نهاية المدة فهي التزامات تشبه القروض من حيث كونها جميعاً تنفل ذمة المشروع .

فإذا أعاد المشروع النظر في موقفه في نهاية المدة بعد النشاط الذي زاو له ، ووجد أن في أمواله التي يملكها فائصاً حقيقياً خالصاً من كل التزام ، فهذا الفائض هو الربح — وهكذا يمكن القول بأن ربح المشروع في مدة معينة هو « ذلك الفائض أو تلك الزيادة التي تضاف إلى أموال المشروع في خلال المدة »

(ب) الاستعمالات المختلفة لهذه الأرباح التي لا تعتبر بعد ربحاً صافياً وخالياً من كل التزام للمشروع .

وتحديد الربح تحديداً مبدئياً يعتمد على تقدير ما في مخازن المشروع من بضائع وما في حيازته من الأوراق المالية والأوراق التجارية ومقدار الديون التي له قبل الغير ... فالأرباح إذن تختلف باختلاف سياسة تقدير الأموال التي يملكها المشروع . ويستطيع مجلس الإدارة أن يزيد أو يقلل من الأرباح تبعاً للخطة التي ينتهجها إزاء مشكلة تقدير الأموال التي في حيازة المشروع .

فإذا ما قرر مجلس إدارة المشروع مقدار الربح ، فعليه بعد ذلك أن يقرر الأوجه المختلفة التي ستذهب إليها هذه الأرباح والقدر الذي سيذهب إلى كل واحد من هذه الأوجه . وعلى ذلك ، فإن مجلس الإدارة يبحث المسائل الآتية ، فيما يبحثه من شئون المشروع قبل إعداد الميزانية : —

١ — تحديد مبالغ الاستهلاكات ، وهذا يعني إنقاص الربح بما يعادل قيمة المبالغ اللازمة لتمويض المقص الذي طرأ على قيم الأصول .

٢ — تكوين الاحتياطيات ، وهذا يعني الاحتفاظ للمشروع بجزء من الأرباح التي

== نتيجة لنشاطه الذي يزاوله ، وبشرط أن تكون هذه الزيادة حقيقية وخالية من كل التزام ظاهري أو محتمل .

ويمجدد بنا هنا أن ننبه القارئ إلى شبهة ترجع إلى النظرة السطحية — وهذه هي : عند ذكر لفظة الربح يتبادر إلى ذهن السامع ذلك الرصيد الدائن في ميزانية المشروع ، وليس أبعد عن الفهم الصحيح من هذا الظن الذي يسرع إلى القارئ ، فربح المشروع فئض حقيقي في الموجودات ، وهو يتمثل في أصول مشق ، فنه النقود ومنه البضاعة ومنه بعض الثوابت التي استجرت ، وهو على كل حال أموال ملموسة أو أصول ، والأصول مديدة — غير أن طريقة القيد المزدوج تقوم على فكرة التوازن بين طرفي كل عملية ، ومن أجل ذلك يخلق المحاسبون ضمن مجموعة حساباتهم واحداً يسمى بحساب الأرباح ليعتبر معادلاً لذلك الفائض الذي تواجد في جانب الأصول ، ومن أجل ذلك فقط يكون رصيد حساب الأرباح والحساب دائناً في حالة وجود الأرباح ، ونبه مرة أخرى إلى دقة التعبير وصحته ، فرصيد حساب الأرباح والحساب هو الذي يكون دائناً في حالة وجود الربح ، أما الربح ذاته فوجودات ماثلة ضمن الأصول — ومن الواضح بعد ذلك أن الحسابات هي مقدار العجز الذي بطرأ على موجودات المشروع نتيجة لنشاطه أو لأي سبب آخر ، ولكي يتم التوازن الذي يترتب على اتباع طريقة القيد المزدوج بظهر مع الأصول أي في نفس الجانب المخصص لها رصيد مدين لحساب الأرباح والحساب في حالة وجود خسارة ، وما هذا الرصيد إلا رقم حسابي لا يمثل أصلاً ولا ثروة وإنما يعوض من (الحاجة الحسائية وحدها) ذلك العجز الذي طرأ على موجودات المشروع بقصد إيجاد التوازن لا أكثر ولا أقل .

حققتها لتبقى كامنة في المشروع ، والمفروض هو أن جانباً منها يكون عاملاً مع باقى الموجودات .
وفىما يلى بيان موجز عن كل واحدة من هذه المسائل .

الاحتياطيات

هى القدر الذى تنقص به قيم الأصول نتيجة لاستعمالها ، مثل الخسارة التى تطرأ على قيمة الآلات نتيجة لتآكلها ، ومثل نقص قيمة الأثاث نتيجة لاستعماله ، ومثل انخفاض قيمة المباني نتيجة لقدمها ...

وقد تعنى الاستهلاكات أيضاً توزيع النفقات أو الخسارة التى منى بها المشروع ، والتى لا يستطيع حساب الأرباح والخسائر لسنة واحدة أن يتحملاها مثل نفقات الإنشاء أو الخسارة الناتجة عن عملية إصدار السندات ، ومثل تكوين الأموال المرصودة التى تكون لها فى بعض الأحيان صفة الاحتياطيات المعدة لمواجهة طارىء محتمل وأحياناً أخرى صفة الاستهلاكات المحتقة ، فهى تأخذ الصفة الأولى إذا تمثلت فى شكل مقادير تستقطع من الأرباح وتوضع جانباً بقصد زيادة وسائل الانتاج تباعاً وبقصد التدعيم لمواجهة الطوارئ ، وتأخذ الصفة الثانية إذا كان الغرض من تكوينها هو مواجهة الاستهلاكات المرتتبة لبعض الأصول .
وعلى ذلك تتميز الأموال المرصودة عن الاحتياطيات فى أن الأولى تخصص لغرض معين ومعروف تماماً للإدارة العامة للمشروع . وفى الحياة العملية كثيراً ما يخلط بين اصطلاحى الاحتياطيات والأموال المرصودة ، وغالباً ما يستعمل الواحد منهما مكان الآخر فى الميزانية . ولا يستطيع أن يميز بين النوعين إلا من اعتاد قراءة الميزانيات ^(١) .

(١) نلفت النظر إلى ضرورة التفرقة بين هاتين اللفظتين : فالاحتياطيات Reserves تنصرف إلى ذلك الجزء من الرصيد الدائن لحساب الأرباح والخسائر الذى يحجز جانباً ليكون بمنجاة عن النوجبات الحسابية التى تهدف إلى تحويل الأرباح إلى مالك المشروع بحيث يجوز له التصرف فيها . فمثلاً إذا كان الرصيد الدائن لحساب الأرباح والخسائر لشركة ما هو مائة ألف جنيه ، فالمفروض أن هذا الرصيد مما يجوز التصرف فيه بوضعه تحت أمر المساهمين على أى صورة حسابية يتفق عليها تمهيداً لصرف ما يقابله ، ويكون الصرف من المال الحاضر عادة إذ تصرف قيمة السكوبونات نقداً — فإذا رغبت إدارة المشروع فى الحد من حقوق المساهمين (وهم ملاك المشروع) فى سحب الأرباح التى تحققت فإنها تحول جانباً من الرصيد الدائن لحساب الأرباح إلى حساب آخر يحدد أو محبوس هو حساب الاحتياطى . وقد تكون الإدارة فى تصرفها هذا ملزمة لا مختارة إذا كان نظام الشركة يقضى بما تقدم ، وهو عادة لا يعقل النص وإذن ففضة الاحتياطى =

الاستهلاك الصناعي :

الاستهلاك هو انقاص قيمة واحد أو أكثر من أصول المشروع في الميزانية ، وهو يؤدي إلى زيادة رأس المال المتداول الذي يملكه المشروع . وعلى ذلك نستطيع أن نجمل الغرض من الاستهلاك في الآتي :

(١) تقدير بعض أصول الميزانية بقيمتها الحقيقية . وهذه الأصول لا تستهلك جميعها بنسبة واحدة ، فنسبة استهلاك رهوس الأموال العينية كما بينا من قبل تختلف عن نسبة استهلاك رهوس الأموال غير العينية . وحتى بالنسبة للنوع الأول من هذه الأموال ، لا نستطيع أن نستهلك جميع أنواعها بنسبة واحدة . وعلى ذلك ، فإن تقدير القيمة الحقيقية للأصول المختلفة يتم بنسب متغيرة تبعاً لنوع نشاط المشروع ونوع هذه الأصول ، كما أن هذه النسب تتغير في المشروع الواحد من وقت لآخر .

وتقدير القيمة الحقيقية لهذه الأصول لا يترك للأدارة الفنية للمشروع وحدها ، بل لابد وأن يشترك في هذا العمل أيضاً الخبير الاقتصادي للمشروع . والنقص الذي يطرأ على

== هي تسمية حساية لجانب من الرصيد الدائن لحساب الأرباح والخسائر ومن الطبيعي أن تكون الاحتياطات رسداً دائمة تظهر مع خصوم المشروع (بصرف النظر عن استثناءات لا محل لبحثها هنا) .

والأصل هو أن الاحتياطي يعد لمواجهة المستقبل المجهول الذي ينتظر المشروع دون تحديد خطر معين (بصرف النظر أيضاً عن وجود الاحتياطات الخاصة المحددة الغرض ، فإن قيمتها وأهميتها لا تؤثران كثيراً في الفكرة الغالبة التي يقوم عليها تكوين الاحتياطات) .

وأما اللفظة الثانية وهي الأموال المرصودة Provisions ، فتتصرف إلى الأموال المحبوسة والتي يهدف المشروع إلى استخدامها في غرض معين — وهي ليست دائماً من الاحتياطات ، فقد يعود المشروع إلى بناء المال المحبوس في المدد التجارية المتعاقبة ، وإن كان في بعضها مخز ، كما في حالة تكوين ما مرصود لإحلال آلة محل أخرى لابد من استهلاكها في تاريخ معين . وسيللاحظ القارئ كلما اتسم اطلاعه على الميزانيات أن مراعاة الدقة التامة في استخراج كل الألفاظ الاصطلاحية ليست من الظواهر الشاملة أو المستقرة ، ويجب دائماً أن يعتمد على الظروف المحيطة أو البيانات المسكّنة حتى يجرى . فهذه المدلول اللفظ متفقاً مع ما أريد له — ومن الأمثلة على احتمال الخط بين التسميات — فوق ما تقدم — استخدام لفظة صندوق الادخار Caisse d'épargne للدلالة على الحساب الدائن الذي يمثل ما استقطع من الموظفين وما منح لهم لتأمين مستقبلهم ، مع أن الفكرة التي تنبأ إلى الذهن عند الاطلاع على لفظة caisse هي أن المراد بها هو قدر من المال السائل — ووجه الشبه هنا هو أن كلا من لفظة الأموال المحبوسة ولفظة صندوق الادخار قد استخدم للدلالة على رصيد دائن على عكس المدلول البديهي .

تُمن تكلفة هذه الأصول نتيجة لتقديرها بقيمتها الحقيقية يعوضه ذلك الجزء من الأرباح الذي يحتفظ به المشروع .

(ب) توزيع ثمن تكلفة بعض الأصول على مجموع العمليات التي تستفيد من وجودها .

حساب الاستهلاك :

من الصعب أن نحسب بدقة الخسارة التي تطرأ على قيمة بعض الأصول بسبب الهلاك المادي التدريجي الناشئ عن استعمالها . فإذا أخذنا مثلاً سيارة النقل التي يملكها المشروع ، فإننا لا نستطيع أن نحدد بالضبط مقدار الخسارة التي تطرأ على هذه السيارة بعد أن تستعمل لمدة سنة . وكل ما يهمنا أن نعرفه ، هو المدة التي بعدها تصبح السيارة غير قابلة للاستعمال (من وجهة نظر المصنع) . وبعد هذه المدة تتوقف قيمة السيارة على ثمن الحديد الذي فيها إذا بيع في سوق « الخردة » . فحساب الاستهلاك إذا فرضنا حالة السكون هو تقدير اجتماعي للعدة التي تبقى فيها السلعة صالحة للاستعمال . وهو على هذا الأساس يختلف في حسابه بالنسبة للسلعة الواحدة من مشروع لآخر ومن صناعة لأخرى . وعلى ذلك ، فإن المشروع يُبوب أصوله المختلفة التي يرغب في استهلاكها ، ويضع نسبة معينة ليستهلك بها كل نوع من هذه الأصول مثل المباني والآلات والأدوات والسيارات

وتستخدم طرق مختلفة لتحديد معدل الاستهلاك :

١ - الاستهلاك الثابت : ويقصد به تحديد المدة التي تبقى السلعة كآلة مثلاً في أثنائها صالحة للعمل . وتقسّم قيمة السلعة على عدد السنين ، وخارج القسمة هو قسط الاستهلاك السنوي لهذه السلعة .

٢ - الاستهلاك التنازلي : ويفترض إذا اتبعت هذه الطريقة أن الاستهلاك سيكون شديداً في بادئ الأمر ، ثم بعد ذلك يقل حتى ينعدم في آخر المدة التي حددت لصلاحية السلعة للاستعمال . فإذا فرضنا أن المدة التي حددت للاستهلاك هي عشر سنوات مثلاً ، فإن قسط الاستهلاك يكون في السنة الأولى مثلاً ٢٠٪ ، وفي السنة الثانية ١٥٪ وفي

السنة الثالثة والرابعة والخامسة والسادسة والسابعة ١٠ ٪ ، وفي السنة الثامنة والتاسعة والعاشر ٥ ٪ ^(١) .

٣ — الاستهلاك التصاعدي : إذا توقع المشروع أن معدل الربح سيرتفع في المستقبل ، فإن معدل الاستهلاك يكون بطيئاً في السنين الأولى ثم يزيد بعد ذلك ، فإذا حددت مدة استهلاك السلعة بعشر سنوات فإنها تستهلك في السنين الثلاثة الأولى بمعدل ٥ / ٠ مثلاً وتستهلك في الخمس السنوات التي تليها بمعدل ١٠ / ٠ ثم تستهلك في السنة التاسعة بمعدل ١٥ / ٠ وفي السنة العاشرة بمعدل ٢٠ / ٠ .

ومقدار الاستهلاك بطبيعة الحال يؤثر على معدل الربح الذي يوزعه المشروع . فإذا توقع أصحاب المشروع أن الأحوال ستبقى عادية طول مدة الاستهلاك — التي روعي عند حسابها احتمال ظهور آلات مشابهة أكثر إنتاجية من تلك التي يملكها المصنع والتي هي محل الاستهلاك — فإنهم يتبعون الطريقة الأولى . أما إذا توقعوا أن المدة التالية ستكون مدة كساد ، فإنهم يتبعون الطريقة الثانية . وتتبع الطريقة الثالثة ، إذا توقع المسؤولون عن المشروع فترة رخاء .

(١) هنالك صورتان لتطبيق طريقة الاستهلاك التنازلي ، ومنها ما هو معروف بالقسط المتناقص الذي يحسب بنسبة مئوية ثابتة (كما في حساب القسط الثابت) ولكن على الرصيد في نهاية كل مدة بدلا من القيمة الكلية — فمثلا إذا كان ثمن الآلة ألف جنيه وقدر الخبراء لاستهلاكها عشر سنوات ، فإن مقتضى تطبيق الطريقة الأولى أن تكون النسبة ١٠ ٪ من الألف في كل سنة ، وهكذا يكون القسط السنوي مائة جنيه ؛ ومن أجل ذلك تعرف الطريقة الأولى بالاستهلاك الثابت أو طريقة القسط الثابت — أما إذا طبقا الطريقة الثانية فإن النسبة قد تكون ثابتة على الرغم من أننا فرصنا غير ذلك في المتن ؛ فمثلا يبدأ المشروع باستهلاك ١٥ ٪ من الألف جنيه في نهاية السنة الأولى من عمر الآلة أي ١٥٠ جنيه ثم ١٥ ٪ أيضا في نهاية السنة الثانية والـ ٨٥٠ جنيه فيكون القسط الثاني ١٢٧٥ جنيه ، ويكون القسط الثالث ١٥ ٪ أيضا من الرصيد الأخير فيكون القسط ١٠٨٣٧٥ جنيه ... الخ وهكذا نرى القسط متنازلا رغم ثبات النسبة المئوية — ومن مبررات هذه الطريقة الثانية (مع افتراض حالة السكون) أن الآلة في أول عهدها بالانتاج لا تحتاج إلى إصلاح كثير ولا تتوقف عن العمل وربما يتم الإصلاح بين آن وآن ؛ فلكي يوزع لمشروع عبء الاستهلاك مضافا إليه تكاليف الإصلاح وضمن التوقف توزيعا عادلا (قدر المستطاع) يُحسب المدة التجارية الأولى بأكثر قسط ثم يتدرج في الهبوط بقيم الأساط الملاحقة في الوقت الذي تبدأ فيه التكاليف الأخرى (وهي الترميم والتعطّل) في الظهور ثم التزايد تدريجيا . وواضح أن هذه الطريقة تتنازع الطريقة الأولى (بفرض تطبيقهما في حالة السكون) بكونها تدخل في الحساب أهم العناصر الملزمة لعملية الاستهلاك — ونلاحظ هنا أننا كفيينا بالإشارة إلى بعض العناصر الهامة فقط كالإصلاح والتوقف وأغفلنا بعضا آخر كزيادة الاستهلاك في الوفود وهبوط كفاية الآلة بانخفاض الجودة الحرارية مثلا ... الخ .

وقد رأينا في الفصول السابقة أن المشروعات الرأس مالية لا تبقى المبالغ التي تجمعت لديها نتيجة لسياسة الاستهلاك بدون توظيف ، ورأينا كذلك أن المشروعات القائمة تساهم بقسط كبير في شراء أسهم وسندات المشروعات الصناعية والتجارية كما أنها تساهم أيضا في التوسع الصناعي ، سواء أكان ذلك بتوسيع مجال أعمالها أم بالمساهمة في إنشاء مشروعات جديدة تعمل في ناحية غير الناحية التي نزاول فيها المشروعات القديمة أعمالها . والمشروعات تستخدم في كثير من الأحيان مبالغ الاستهلاك في هذا الغرض . هذا إذا لم يتوقع مديرو هذه المشروعات ظهور آلات جديدة أكثر إنتاجية من الآلات التي عندهم ، وكانت مدة استهلاك معداتهم الرأس مالية طويلة نسبيا . أما إذا توقعوا ظهور التقدم الفني في وقت قريب ، فإنهم لا يخاطرون باستخدام الأموال التي تجمعت لديهم نتيجة لاتباع سياسة الاستهلاك في هذه النواحي . ولكنهم في نفس الوقت لا يبقون هذه المبالغ عاطلة بدون تشغيل . وأحسن وجه لاستثمارها في هذه الحالة هو زيادة رأس المال العامل في المشروع . وهو الشيء الذي يؤدي في معظم الحالات إلى ازدياد رقم الأعمال وازدياد معدل الربح الذي يحققه المشروع .

قسط الاستهلاك :

إدارة المشروع هي وحدها التي تستطيع أن تحدد معدل الاستهلاك . فهي تعرف متى تلجأ إلى زيادة هذا المعدل ومتى تكفي بالمعدل العادي — وكل هذا يتوقف كما سبق أن أشرنا من قبل على معدل الربح الذي ميزوزعه المشروع .

والاستهلاك العادي (أو الطبيعي) لا بد منه سواء أكان المشروع قد حقق ربحا أم منى بخسارة ، لكي تمثل الميزانية الحالة الحقيقية للمشروع . فإذا لم يستهلك المشروع أصوله التي هي موضع الاستهلاك لمدة ما من الزمن ، فإن المشروع يصبح عرضة لخسارة رأس ماله الحقيقي . فلاستهلاك إذن ضروري ولا بد من إدخاله في ثمن التكلفة مهما كانت الأحوال . ولجأ إدارة المشروع إلى اتباع طريقة الاستهلاك التنازلي ، إذا كانت الأرباح كبيرة منذ البداية . ولهذا السياسة فائدتان :

١ — يستطيع المشروع أن يستبدل بألاته غيرها في وقت قريب إذا تطلبت الظروف الفنية ذلك .

٢ — يصبح مركز المشروع متيناً في أوقات الأزمات ، إذ يستطيع عند الضرورة أن يقلل من معدل الاستهلاك ، وهذا يمكنه من تقليل ثمن التكلفة ، وبالتالي يمكنه من التغلب على منافسيه في وقت يصعب فيه تصريف المنتجات . وبذلك لا تقل الأرباح في هذا المشروع بمثل القدر الذي تقل به في المشروعات الأخرى التي لم تتبع طريقة الاستهلاك التنازلي .

ومع ذلك يجب على المشروع ألا يغالى في زيادة معدل الاستهلاك دون مبرر . وإذا كانت المبالغ المقتطعة للاستهلاك تستخدم في أعمال المشروع ، فإن الإدارة كذلك يجب عليها ألا تستخدم هذه المبالغ في تحسين المعدات الرأس مالية لأن العائد في هذه الحالة يكون في معظم الحالات أقل من العائد العادى الذى تستطيع أن تحققه هذه الأموال لو وظفت في ناحية أخرى .

وكثيراً ما يظهر الخلاف بين الإدارة وجماعة المساهمين على مقدار الاستهلاك . فالإدارة الحازمة ترغب في زيادة معدل الاستهلاك لتؤمن مركز المشروع في سنى الأزمات ، وجماعة المساهمين يعارضونهم في ذلك لأن اتباع هذه السياسة يحرمهم من قبض الأموال التي كانت توزع عليهم ضمن ما يستحقونه من أرباح لو لم تغالى الإدارة في رفع معدل الاستهلاك ، ولانخلس من هذه المشكلة تعتمد الإدارة إلى اتباع سياسة الاستهلاك المستتر ، فيبدأ أولاً بحساب الاستهلاك العادى ، وفي نفس الوقت تحمل حساب النفقات العامة المبالغ اللازمة لصيانة الآلات وتجديدها وتحسينها^(١) . وعلى ذلك يكون الاستهلاك مضاعفاً . والمساهمون الذين لا يعرفون تفاصيل النفقات العامة يدخل في روعهم أن الإدارة لا تغالى في حساب قسط الاستهلاك وبذلك لم تحرمهم من الحصول على الأرباح التي يعتقدون أنها من حقهم والتي يعارضون في منع توزيعها عليهم بترحيلها إلى حساب الاستهلاك . والاستهلاك المستتر لا يظهر في ميزانية المشروع ، وهو بذلك يشبه الاحتياطات المستترة .

وهناك ناحية أخرى تتأثر بتحديد معدل الاستهلاك . فمن التكلفة يزيد بزيادة هذا

(١) والصيانة والتجديد والتحسين في الأغراض في الأحوال العادية التي لا يظهر فيها تقدم في كبير في نوع الآلات المستعملة . أما إذا ظهر ذلك التقدم الفنى السريع ، فإن هذه الطريقة تفقد أهميتها .

المعدل وينخفض بانخفاضه . وحيث أن المشروع الذي ليست له صفة الاحتكار ، لا يستطيع أن يزيد ثمن البيع إذا ازداد ثمن تكلفته وحده دون زيادة ثمن تكلفة المشروعات الأخرى التي تنافسه ، وحيث أن المصانع الأخرى التي تصنع نفس السلعة لا يشترط أن تغالى هي أيضا في تحديد معدل الاستهلاك ، فإن ثمن البيع في السوق المتنافسة سيبقى على ما كان عليه . وبما أن ثمن التكلفة في هذا المشروع قد ارتفع عن مثيله في المشروعات المنافسة ، فإن ارتفاع ثمن التكلفة سيؤثر على أرباح هذا المشروع بالانخفاض . وعلى ذلك ، فإن سياسة الاستهلاك تؤثر على الأرباح الصافية التي يحققها المشروع . وسنميز فيما يلي بين حالات ثلاث :

الاستهلاك غير الكافي : قد تتبع إدارة المشروع هذه السياسة إما لأن أحوال المنافسة قد اضطرتها إلى تخفيض ثمن تكلفتها ، وإما لأنها تهمل عن قصد ، أو لأنها لا تعرف أهمية الاستهلاك الصناعي . ففي الحالة الأولى تكون ظروف المشروع غير عادية . وإذا استمرت هذه الظروف لمدة طويلة من الزمن ، فقد لا يستطيع المشروع أن يستمر في الانتاج إلا إذا اضطرت إلى ذلك اضطرارا لأسباب مر بنا ذكر أهمها كآل يكون الجزء الأكبر من رأس ماله الثابت « متخصصا » ، فإنه يفضل في حالة كهذه أن يبقى في الانتاج وأن يتحمل بعض الخسائر على تصفية أعماله وبيع معداته المتخصصة بثمن زهيد جداً فنكون الخسارة أفدح من تلك التي يمتنع بها في حالة استمراره في الانتاج إلى أن يستهلك الجزء الأكبر من هذه المعدات ، وعموما نجد أن المشروع الذي لا يستهلك معداته بالقدر الضروري ضعيفا ولا يحقق الأرباح العادية . ومثل هذا المشروع هو أول من يخرج من الانتاج إذا ازدادت الحالة الاقتصادية صعوبة ، أما في الحالة الثانية ، فإن المشروع يوزع معدل ربح على حملة أسهمه أكبر من المعدل الذي يحق له توزيعه عليهم . وهذه حالة لا تدعو إلى الطمأنينة ، إذ تدل على أن مديري المشروع يخافون مواجهة الجمعية العمومية المساهمين بحالة المشروع الحقيقية . ويلجأ بعض المروجين السيئ النية إلى هذه الطريقة إلى أن تتاح لهم الفرصة السانحة للتخلص من الأسهم التي يملكونها في هذا المشروع ، والنتيجة في الحالين أن يفقد المشروع ما يملكه من رأس المال الثابت من غير أن تكون لديه مبالغ كافية لتعويض هذه الأموال ، وقد ينتهي الأمر بالفلاس المشروع وتصفية أعماله .

الاستهلاك الكافي : وفي هذه الحالة تستطيع إدارة المشروع أن تشتري معدات رأس مالية جديدة عند ما تستهلك المعدات التي عندها . وإذا ما حددت إدارة المشروع معدل الاستهلاك لينفي بهذا الغرض ، فإنه يتحتم عليها أيضاً أن تولى الاصلاحات اللازمة لجعل المعدات الرأس مالية صالحة للعمل طول المدة التي حسب الاستهلاك على أساسها . وبطبيعة الحال عند ما تنتهى مدة الاستهلاك ، وتباع المعدات الرأس مالية القديمة ، فإن ثمن بيعها يضاف إلى الاحتياطيات التي يملكها المشروع ، فيقوى مركزه المالى .

الاستهلاك المبالغ فيه : وفي هذه الحالة تعتمد إدارة المشروع فى أول الأمر إلى رفع ثمن التكلفة وبالتالي تنقص الأرباح الصافية لتزيد معدل الاستهلاك ، غير أنه يحدث فى الزمن الطويل أن ينخفض ثمن التكلفة بانتهاء استهلاك رأس المال الثابت وبالتالي تزداد الأرباح الصافية التي توزع على حملة الأسهم . وهذه الطريقة تؤمن مركز المشروع فى المستقبل . وغالبا ما تتبع هذه الطريقة ، إذا كون المشروع فى أوقات الرخاء وكان معدل الربح الذى يحققه كبيراً ، فبدلاً من توزيع معدل ربح كبير على حملة الأسهم ، أو تكوين احتياطيات لتسوية الأرباح ، نجد المشروع يحاول أن يستهلك رأس ماله الثابت بسرعة ، وهو فى نفس الوقت يوزع معدل ربح معقول على حملة الأسهم ، ويلاحظ أن المشروعات التي تتبع مثل هذه السياسة هى المشروعات التي كونت على أساس سليم ، والتي درس برنامج أعمالها دراسة تامة قبل التكوين ، وهى عادة لا تحتاج إلى أموال إضافية بعد وقت قصير من إنشائها .

أما المشروعات المرتجلة التي تكون فى بدء الرخاء وتتمتع بتحقيق الأرباح غير العادية فإنها عادة لا تغالى فى استهلاك رأس مالها الثابت ، وذلك لأنها تفضل توزيع معدل ربح كبير على حملة الأسهم لكي تغريهم وتغري غيرهم من المدخرين بتقديم الأموال الإضافية اللازمة لأعمالها والتي لم يفتن إلى الحاجة إليها واضعو برنامج المشروع عند تكوينه .

ومن الواضح إذن أنه يجدر بالمشروع الذى كون فى بدء الرخاء والذى تتمتع بتحقيق الأرباح الاستثنائية لمدة طويلة من الوقت ، أن يعتمد إلى تكوين « احتياطي لتثبيت الأرباح » ، وأن يعتمد كذلك إلى المغالاة فى استهلاك أمواله الثابتة . لأنه إن لم يفعل وجرى على توزيع

القدر الأكبر من الربح على حصة الأسهم ، فقد يحد نفسه في مركز حرج إذا عادت الأمور إلى حالتها العادية أو إذا وقعت أزمة ، لأن الأرباح تنخفض كثيراً عما كانت عليه وقت الرخاء ، وإذا أراد المشروع أن يوزع معدلاً معقولاً من الربح ، فلا يتم له ذلك إلا إذا كان استهلاكه لمعداته الثابتة أقل مما يجب ... ، وهذا يؤدي كما رأينا في الحالة (١) إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأسهم المشروع ، بل قد يؤدي إلى انهياره^(١) .

الاحتياطات :

هي جزء من الأرباح حجزه المشروع فلم يوزعه على حصة أسهمه ، ووجود الاحتياطات يزيد أصول المشروع . وتضطر الشركات — عادة — بحكم القانون إلى تكوين نوع واحد من الاحتياطات على الأقل يطلق عليه اسم « الاحتياطي القانوني » . ولكن الشركات تلجأ في معظم الأحيان إلى تكوين احتياطات أخرى بجانب هذا الاحتياطي . وأهم هذه الاحتياطات الإضافية : الاحتياطي غير العادي والاحتياطي الخاص واحتياطي تثبيت الأرباح ... الخ ، وتتوقف أهمية تكوين الاحتياطات على الإدارة الحازمة للمشروع وعلى معدل الربح الذي يحققه .

والأرباح التي يحتفظ بها المشروع في صورة احتياطات يستخدمها المشروع نفسه ، فهذه الاحتياطات تمثلها أصول المشروع المختلفة مثل النقود في الصندوق وفي البنك والبضائع

(١) صالح حملة الأسهم يدعو إلى المغالاة في الاستهلاك في أوقات الرخاء ، لأن مديري المشروع إذا لم يفعلوا ذلك ، ووزعوا كل الربح على حملة الأسهم للحق الضرر بهؤلاء حينما تحدث الأزمة . فإذا وزع المشروع ربحاً عالياً في أوقات الرخاء ولم يجعل باستهلاك معداته الثابتة ، فإنه إذا وقعت الأزمة واستمر في استهلاك المعدات الرأس مالية بنفس المعدل الذي كان يستهلكها به فربما أدى ذلك إلى انخفاض معدل الربح ويؤدي بالتالي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المشروع . أما إذا اتبع المشروع سياسة الحد من الأرباح التي يوزعها ، وتحويل كل فائض كان يمكن توزيعه على المساهمين إلى استهلاك المعدات الرأس مالية فإنه إذا وقعت الأزمة وانخفضت الأرباح التي يحققها المشروع فقد يوزع — إذا شاء — ربحاً معتدلاً على الرغم من هذا التحول في الأمور ، ذلك أنه يستطيع أن يقلل معدل استهلاك المعدات الثابتة بالقدر الزائد الذي استهلكها به في أوقات الرخاء مما يمكن المشروع من توزيع معدل قريب من المعدل الذي كان يوزعه في أوقات الرخاء . وبذلك لا تنخفض القيمة السوقية لأسهم المشروع ، ولا تحقيق بحملة هذه الأسهم خسارة تذكر . بل إن القيمة السوقية قد ترتفع ، لأن معدل الربح الذي يستطيع المشروع توزيعه سيكون أكبر من المعدل الذي توزعه المشروعات الأخرى التي لم تتمتع مثله بفترة رخاء طويلة .

والأوراق المالية ... الخ . وفيما عدا بعض الاحتياطات الخاصة ، فإنه لا يشترط أن تستخدم الاحتياطات المختلفة بصورة تجعل تحقيقها سهلاً ، خصوصاً في البلد المتقدم من الناحية الاقتصادية . فقد رأينا في الباب الرابع من هذا الكتاب أن المشروعات الرأس مالية في البلاد المتقدمة من الناحية الاقتصادية تستخدم ما لديها من الأموال الاحتياطية في توسيع مجال أعمالها أو في إنشاء مشروع جديد أو في شراء أسهم المشروعات الصناعية والتجارية المختلفة وسبب ذلك ، أن الثقافة المالية في هذه البلاد قد بلغت شأواً بعيداً من الرقي لوجود الوسطاء المحترفين الذين يدلون المدخر على أحسن النواحي لاستثمار أمواله ولأسباب أخرى عرفناها في الفصول السابقة . وعلى ذلك نجد أن تحقيق أسهم المشروعات أصبح في هذه البلاد أسهل بكثير الآن عما كانت عليه الحال من قبل ، كما أنه في هذه البلاد الآن أسهل منه في البلاد المتأخرة من الناحية الاقتصادية .

الاستهلاك المالي :

الغرض من الاستهلاك المالي (بعكس الاستهلاك الصناعي الذي تكلمنا عنه) : هو استهلاك البنود الموجودة في جانب الخصوم . ففرضه إذن هو استهلاك رأس مال الأسهم (رأس المال الحقيقي) واستهلاك رأس مال السندات (رأس المال المقترض) .

ورأس مال الأسهم في شركات المساهمة هو الذي استخدم في تكوين المشروع ، وعلى ذلك فله ما يقابله في الأصول . ورأس مال الأسهم هو الذي يضمن تعهدات الشركة لمن يتعاملون معها . وعلى ذلك فإن هذا المال لا يمس إلا إذا روعيت المبادئ القانونية التي تنظم زيادته أو نقصه .

واستهلاك رأس مال الأسهم هو عبارة عن إرجاع جزء أو كل ما دفعه المساهمون للاشتراك في ملكية المشروع . ولكون رأس مال الأسهم يضمن تعهدات المشروع للغير ، فإن استهلاكه لا يصح إلا إذا تعدت قيمة أصول المشروع قيمة ما عليه من الديون وقيمة الأسهم . وعلى ذلك ، فإن عملية استهلاك رأس مال الأسهم هي إحدى أشكال عملية توزيع الأرباح التي حققها المشروع في سنة ما أو في عدة سنوات . وهذه العملية لا تؤدي إلى نقص

ما يقابل رأس مال الأسهم في ناحية الأصول ، فهي لا تؤثر إلا على الأرباح أو الاحتياطيات . وعلى ذلك ، فإنه لا يوجد أى اختلاف بين استهلاك الأسهم وإعادة توزيع ما تجمع لدى المشروع من الأرباح .

وهناك طرق ثلاثة لهذا الاستهلاك :

١ — الاستهلاك التدريجى لجميع أسهم المشروع . ومثل ذلك إرجاع ١ جنيه من قيمة كل سهم كل مدة من الوقت حتى تستهلك كل قيمة الأسهم .

٢ — استهلاك بعض الأسهم كل مدة معلومة من الوقت بطريقة السحب .

٣ — شراء المشروع لأسهمه من البورصة .

وإذا اتبعت الطريقتان الأولى والثانية ، فإن المساهمين الذين استهلكوا أسهمهم لا يبعدون عن المشروع أى أن صلتهم بالمشروع لا تنقطع . فأسهمهم التى استهلكوا يأخذون عوضاً عنها « أسهم تمتع » .

وحملة هذه الأسهم يتمتعون بنفس الحقوق التى يتمتع بها حملة الأسهم التى لم تستهلك بعد ، وذلك فيما عدا الأرباح . أما إذا اتبعت الطريقة الثالثة ، فإن المساهمين الذين باعوا ما يملكونه من أسهم المشروع فى البورصة يفقدون كل حق لهم قبل المشروع . ف شراء أسهم المشروع فى البورصة يعمل على تقليل عدد المساهمين فيه .

والأسباب التى تدعو إلى استهلاك الأسهم هى :

١ — إذا تكدست الأرباح لدى المشروع فى شكل احتياطيات مختلفة ولم يجد لها استعمالاً مربحاً ، فإنه بدلاً من الاحتفاظ بها وهى لا تستغل إلا بربح ضئيل ، فإن المشروع يفضل إرجاعها إلى حملة الأسهم الذين يستطيعون استغلالها بربح أكبر . فإذا ما استهلك المشروع بعض أسهمه ، فإن العائد الذى يدفع لحملة الأسهم الباقية بعد ذلك يرتفع .

٢ — إذا كانت أصول المشروع فى طريق الاختفاء أو الضياع كالمشروعات التى تتمتع بواحد من حقوق الامتياز كمشروعات توليد الكهرباء والمياه والنقل . . الخ ، فكثيراً ما ينص فى عقد الامتياز على أن تؤول جميع أصول المشروع إلى الحكومة بعد انتهاء مدة

الامتياز^(١). وفي هذه الحالة لا بد للمشروع من أن يستهلك أسهمه قبل انتهاء مدة العقد ، وكذلك مشروعات المناجم والحاجر ، فهي تنفق جزءاً كبيراً من رأس مالها في عمليات الحفر وبناء الأقبية ووضع السكك الحديدية داخل المنجم ... الخ ، وهذه الاموال تصبح عديمة القيمة إذا نصب معين المنجم ، وعلى ذلك لا بد لهذه المشروعات من أن تستهلك أسهمها قبل انتهاء العمل في المناجم أو الحاجر موضوع الاستغلال .

٣ — إذا انخفضت القيمة السوقية لأسهم المشروع من غير مبرر اقتصادي بفعل المضاربين . ف شراء الأسهم من السوق^(٢) في هذه الحالة — الذي يعد بمثابة استهلاك لها إذا اشتراها المشروع ليحتفظ بها لنفسه — يؤدي إلى غرضين هما :

أ — تستفيد الشركة من شرائها لأسهم مشروعها بثمن أقل من ثمنها الحقيقي .
ب — تعيد الثقة لدى الجمهور في المشروع . وهذا الغرض الأخير هام لأنه يحافظ على مصالح حملة الأسهم الذين اشتروها بثمن أكبر من الثمن الذي تباع به في البورصة نتيجة لخطأ حكم المضاربين ، ولأنه يمكن المشروع من أن يعيد الثقة لعملائه فيستطيع أن يوالى أعماله معهم بنفس الشروط التي كانت سائدة قبل انخفاض قيمة الأسهم في السوق بدون مبرر .

ويجب ألا نخلط بين استهلاك أسهم المشروع الذي تكلمنا عنه فيما تقدم ، وبين عملية تعديل رأس مال الأسهم ، سواء أكان ذلك التعديل هو زيادة هذا المال أم نقصه ... ، ذلك أن نقص رأس مال المشروع يحدث في حالتين هما :

١ — إذا غوى في تقدير رأس المال الحقيقي اللازم للمشروع ، وكان المساهمون قد

(١) قد يتضمن النص على تعويض المشروع عند ايلولة الموجودات والحقوق إلى الدولة ، غير أن التعويض لا يكون كافياً لرد رأس المال كله ، ويكون تحديده — عادة — موضوع خلاف ، ومن الحكمة ألا يعتمد المشروع في رد رأس ماله عند نهاية الامتياز على التعويض المنتظر ، حتى يكون مبلغ التعويض عنصراً من عناصر الربح الأخير الذي يوزع على حملة الأسهم .

(٢) عند مباشرة هذه العملية يجب على المشروع أن يراعى الناحية القانونية التي تلتخص في أموال المشروع تمثل الضمان العام للدائنين وأن شراء الأسهم يعتبر رداً لرأس المال إلى أصحابه وبالتالي يه من هذا الضمان — ومن التفق عليه أن شراء المشروع لأسهمه بالأموال الاحتياطية أو بجزء من أر السنة الجارية يكون محل اعتراض من هذه الناحية .

دفعوا قيمة الأسهم التي حصلوا عليها بالكامل ، ففي هذه الحالة ترى إدارة المشروع إرجاع بعض هذا المال الذي لا يحتاجه المشروع إلى أصحابه .

٢ — إذا منى المشروع بخسارة ، وكانت قيمة الأصول أقل من قيمة رأس مال الأسهم ، ففي هذه الحالة يعمد المشروع إلى إنقاص رأس مال الأسهم بإلغاء جانب منها لكي تتعادل قيمة الأصول الموجودة مع مقدار رأس المال .

وعلى ذلك فإن نقص رأس مال الأسهم يؤدي إلى نقص قيمة أصول المشروع أو ينتج عنه ، أى أنه لا يتم إلا برد جزء من رأس مال المشروع أو بهلاك ذلك الجزء . . . ، أما استهلاك الأسهم ، فإنه يتم بدفع جزء من الأرباح التي حققها المشروع واحتفظ بها في شكل احتياطات مختلفة .

استهلاك السندات :

تستهلك السندات التي تصدرها المشروعات بإحدى طريقتين : إما مرة واحدة في آخر المدة المحددة لذلك ، وإما على دفعات . والمبالغ اللازمة لاستهلاك السندات لها مصدران : الأول رأس المال المتداول ، والثاني الأرباح ، وفيما يلي البيان :

١ — الاستهلاك بواسطة رأس المال المتداول : إذا استخدم مبلغ القرض في الحصول على الأموال سهلة التحقيق — وهي عناصر رأس المال المتداول التي تكلمنا عنها في الصفحات السابقة مثل المادة الأولية والبضائع والأوراق المالية . . . الخ — ، فإن نتيجة تصفية هذه الأموال تمكن المشروع في معظم الأحوال من استهلاك القرض . ويصبح مركز المشروع بعد استهلاك القرض كما كان قبل عقده . وعلى ذلك فإن استهلاك القرض في هذه الحالة هو إرجاعه إلى أصحابه .

٢ — الاستهلاك من الأرباح التي يحققها المشروع : إذا استخدم مبلغ القرض في الحصول على الأموال الثابتة — مثل المباني والآلات والأدوات . . . الخ — ، فإن استهلاك السندات يتم باقتطاع جزء من أرباح المشروع سنوياً ورصدها لهذا الغرض . فالأموال الثابتة التي اشترت بمبلغ القرض تزيد إنتاجية المشروع ، وزيادة الإنتاجية تسمح باقتطاع جزء

من الربح ورصده للاستهلاك . وبجانب هذا الاستهلاك المالى يتم فى بعض الأحيان الاستهلاك الصناعى اللازم لىكى يستطيع المشروع المحافظة على رأس ماله الثابت ، أى شراء غيره إذا تطلبت ظروف المشروع ذلك . فإذا قام المشروع بهذين النوعين من الاستهلاك ، فإنه سيتمكن عند انتهاء أجل القرض من استهلاكه ، وفى نفس الوقت يستطيع أن يشتري موجودات جديدة بدل التى استهلك . فكأن المشروع فى هذه الحالة عمل على زيادة احتياطياته المستترة .

وفى الحياة العملية قلما تلجأ المشروعات إلى الاستهلاك المالى والصناعى فى نفس الوقت لاستهلاك السندات طويلة الأجل ، لأن أحدهما يكفى للبقاء على متانة المركز المالى للمشروع . بقى اعتبار أخير يعد فى ذاته مشكلة تواجهها كافة المشروعات عند حساب الاستهلاك المالى والصناعى على السواء ، وبخاصة ما كان منهما طويل الأجل ، وذلك الاعتبار هو عدم استقرار القوة الشرائية للعملة نتيجة للعوامل الاقتصادية التى تدعو إلى أو تنتهى بالتضخم أو الانكماش . فمن الواضح أن المشروع الذى يهمل هذه الناحية من البحث عند وضع سياسة الاستهلاك طويلة الأجل قد يعمل جاهدا على مواجهة النقص المستمر فى موجوداته الثابتة بتخصيص الاحتياطيات المعادلة لأقساط الاستهلاك ، ولكن على أساس القوة الشرائية التى كانت للعملة وقت اقتناء الموجودات موضوع الاستهلاك ، فإذا جاء الوقت الذى يرغب فيه استبدال الجديد بالقديم وجد المال المرصود الذى تجمع له طبقاً لسياسته فى الاستهلاك غير واف بالغرض بل قد يجده تافهاً إذا كانت العملة قد أصابها الانهيار . ومن أجل ذلك يجب على كل مشروع أن يدخل فى حسابه عند تحديد القسط السنوى فروق العملة التى نشأت عن الذبذبة المستمرة فى قوتها الشرائية — هذا إذا كان المشروع يعتمد على السوق المحلية فى تعويض النقص الطبيعى المستمر الذى يطرأ على موجوداته ، أما إذا كان يعتمد على الأسواق الخارجية فإن مشكلة النقد تتعقد ويكون من واجب المشروع أن يدخل فى حسابه أسعار الصرف بين عملة بلده وعملات البلاد الأخرى التى يعتمد عليها فى استيراد حاجته من المعدات الرأسمالية موضوع الاستهلاك .

وقد يبدو عند النظرة الأولى أن القروض ومتجمد الفوائد تستثنى من الخضوع لهذا

الاعتبار ، على أساس أن الدائن هو الذي يتحمل الخطر الناشئ عن تقلبات العملة ، فإذا انخفضت قيمتها عند الوفاء كان القرض عند استرداده ممثلاً لقوة شرائية أقل مما كانت عليه الحال عند الأقراض ، والعكس واضح — وهذا القول صحيح في عمومه غير أنه في حالات خاصة لا يؤخذ بهذا الرأي ويلتزم المشروع بتعويض فروق العملة كلها أو بعضها عند الوفاء بالدين وعند دفع الفوائد^(١).

الميزانية^(٢)

المقصود بالميزانية في هذا البحث هو ذلك الحساب التقديرى الذى يبدأ به المشروع مدته المالية ، وهو على بينة من الأهداف التى يعمل على تحقيقها والأسباب التى يتخذها فى سبيل تحقيق تلك الأهداف . ويقوم التقدير على دعامين :

أولهما — دراسة الوقائع والبيانات الخاصة بمدة مناسبة من الماضى القريب .

وثانيهما — التنبؤ بما يحتمل أن تكون عليه الحال فى المدة التجارية التالية .

ومن الواضح أن تقدير النتائج التى ينتظر للمشروع أن يحصل عليها قبل وقوعها فعلاً هو عمل اجتهدى لا يمكن أن يسلم من قدر ولو يسير من الخطأ أو الانحراف لسبب أو لآخر ومن أجل ذلك تلتزم الإدارة المالية للمشروع بمراقبة تنفيذ البرنامج الموضوع فى حدود الميزانية المقدرة ومراقبة رصد النتائج الفعلية أولاً بأول والموازنة بينهما ومحاولة الملاءمة بين التقديرات وبين الوقائع خطوة بعد أخرى .

وفى نهاية المدة التجارية تعد الإدارة المختصة بالميزانية حساباً ختامياً تجمع فيه بين الأرقام

(١) دار حول هذا الموضوع جدل طويل فى مناسبات عدة ، منها قضية سندات قناة السويس ، فقد اختلفت وجهات النظر فى طريقة الوفاء بها وبفوائدها . وكانت وجهة نظر الشركة تلخص فى الدفع على أساس القيمة الاسمية وبالعملة التى عقد بها القرض وهى الفرنك الورقى ، وأما حملة السندات فطالبوا بأن يكون الدفع ذهباً ، وأخيراً رأى القضاء المختلط أن يدخل فى حسابه اعتباراً مادياً وواقعياً هو تقدير الموجودات التى استخدمت القروض فى اقتنائها .

(٢) الميزانية لفظه تفيد من المعانى أكثر من واحد : ومن المصطلحات المشهورة قولهم الميزانية العمومية لتفيد معنى اللفظة الفرنسية Bilan أى المركز المالى للمشروع فى يوم معين ، وقولهم ميزانية الدولة لتفيد اللفظة الفرنسية budget أى جملة وتفصيلات الإيرادات التى ينتظر للدولة أن تحصل عليها فى سنتها المالية التالية وجملة تفصيلات المصروفات لنفس المدة وليس حتماً أن تكون المدة التى يعمل حسابها سلفاً هى سنة ، فقد تكون أقل أو أكثر من ذلك .

المقدرة سلفاً والأرقام التي سجلها نشاط المشروع ، ويكون هذا الحساب اختتامى مفصلاً إلى أبعد الحدود ومشفوعاً ببيان دقيق للفروق القائمة بين التقدير الأولي لكل بند ، والرقم النهائي للبند نفسه مع توضيح الأسباب .

ويعتبر هذا الإجراء في الإدارة المالية اتجاهاً جديداً (نسبياً) سواء في ذلك أكان تطبيقه في شئون الدولة أم في شئون المشروعات التجارية والصناعية . فأما في الإدارة المالية للدولة فقد ظهر هذا الاتجاه مع ظهور الديمقراطية وشعور الشعوب بكيانها وبأنها مصدر السلطان بصرف النظر مؤقتاً عما إذا كان ، هذا الشعور وتلك المظاهر التي تصاحب الحكم الديمقراطي متفقة دائماً مع ما يقال من أن هذا النظام يحققه . وفي مصر لم يكن للدولة ميزانية بالمعنى المفهوم في دراسة المالية العامة والإدارة المالية إلى آخر عهد الخديو إسماعيل ، ومن المعلوم أن الكفاية من حيث أعداد مشروع الميزانية والإشراف على تنفيذ مفرداتها تزداد بطول الممارسة .

أما في المشروعات التجارية والصناعية فلم يكن لإعداد مشروع الميزانية للمدة المالية التالية ذكر أو اهتمام في إدارة الأعمال حتى كانت الحرب العالمية ١٩١٤—١٩١٨ ، وحين انتهت تلك الحرب أيقنت الدول الكبيرة رغم خروجها منتصرة أن عهد الاستعمار الذي صاحب الانقلاب الصناعي قد انقضى ... ذلك العهد الذي كانت فيه الدول المستعمرة تعتمد على القوة والجبروت وحدهما في فتح الأسواق لمنتجاتها واستعمار البلاد المتأخرة لاستغلال مواردها الخام ، ثم فرض إرادة تلك الدول (ممثلة في مشروعاتها الكبرى التي تكون جانباً كبيراً من مصالح شعوبها) على تلك الأسواق بيعاً وشراءً ، فبدأت تلك الدول تتلمس ^(١) وسائل أخرى أقرب

(١) ومن أهم أسباب هذا التحول أن وصلت أميركا إلى حوض البحر الأبيض المتوسط وبالتالي إلى الشرق الأدنى في معونتها للحلفاء ثم بدأ اهتمامها بهذه المناطق من الناحية التجارية يتواجد شيئاً فشيئاً ولكن في نطاق ضيق ، على أن هذه البلاد خرجت من عزلتها على كل حال فبدأت البلاد الاستعمارية القديمة وأهمها إنجلترا تشعر بضرورة تطبيق أحدث النظم العلمية في إدارة مشروعاتها ، ومن ذلك دراسة الاتجاهات في ضوء التجارب الماضية والتنبؤ بكافة الاحتمالات ثم ترجمة هذه التنبؤات إلى الأرقام . وكذلك رأت أميركا أنها تدخل أسواقاً جديدة عليها ، وفيها دول لها أقدام راسخة ، كما رأت البلاد الناطقة بالانكليزية أن اليابان قد أصبحت مصدراً للمنافسة الجدية . وفي كل واحدة من تلك البلاد تنافست المشروعات الأهلية فيما بينها فجمعت كل الأسباب الداعية إلى ترك سياسة التحكم والإملاء في الشئون المالية إلى سياسة الدرس وحساب المستقبل قبل وقوعه .

إلى المنطق وأكثر انطباقاً على طبائع البشر ، وبالتالي أخلق بالنجاح في استغلال حاجات الناس من حيث العمل على أشباعها والحصول على أوفى جزاء ممكن .

وإذا كان التطبيق العملي للميزانيات قد عرف في المشروعات التجارية في أعقاب الحرب العظمى ثم أخذ يتسع ويزداد أهمية ودقة ، إلا أن دراسته على أسس علمية مقترنة أو مستنيرة بدراسة الإحصاء ودراسة الحسابات دراسة مستفيضة ودراسة الاقتصاد الخ لم تتخذ شكلاً منظماً وجدياً إلا بعد ذلك بنحو عشر سنوات أى حوالى سنة ١٩٣٠ ، ومن ذلك التاريخ أخذت هذه الدراسة تستقر وتتسع وبالتالي تنفرع إلى دراسات فيها تخصص وفيها تكامل .

ولا تقف دراسة مشروع الميزانية في سبيل إعداده على مجرد وضع الأرقام المنتظرة لكل فرع من فروع النشاط أو لكل بند من بنود المصروفات ، بل تتعداه إلى ما يترتب على التقدير المبدئى لكل حركة منتظرة . فمثلاً إذا قدر في مشروع الميزانية أن المبيعات التى يتوقعها المشروع فى المدة المقبلة ستزيد عما كانت عليه وأنها ستصل إلى عدد معين من الوحدات فإنه سيترب على ذلك عدد من المسائل الوثيقة الصلة بالمبيعات ومنها : —

١ — مشتريات المادة الخام وكفاية المصادر التى تعود المشروع أن يعتمد عليها فى تأمين مخازنه ، وكفاية وسائل النقل فى الأوقات المناسبة ، وتأمين فروق الأسعار عن طريق التحويط مثلاً فى البورصة ، وكفاية المخازن ووسائل الحفظ فيها . الخ .

ب — كفاية اليد العاملة المناسبة لحجم الإنتاج والتأكد من ضمان المصادر التى يمكن الاعتماد عليها عند الحاجة إلى زيادتها ، وكفاية التدريب أو الحصول على عمال مدربين وطريقة ذلك ، وما يترتب على زيادة العمال فى حالة توسع المشروع وتزايد ميزانيته من مسائل فرعية متصلة بحقوق العمال وشؤونهم وشئون أسراتهم .. الخ

ج — كفاية إدارة البيع بموظفيها ورجالها المدربين ومشكلة الحرص على هؤلاء الرجال طول المدة التجارية على الرغم من عدم الحاجة إلى فريق منهم فى فترات الركود وطريقة زيادة هذه القوة فى المواسم دون إخلال بتقاليد المنشأة .. الخ .

هذه أمثلة سريعة لما ينفرع عن مجرد ازدياد رقم المبيعات المحتملة فى المدة التالية طبقاً لمشروع الميزانية ؛ فلا يجوز إذن أن يذهب الظن إلى أن إعداد مشروع الميزانية هو مجرد

حساب أرقام يتنبأ بها المدير وأعوانه في ضوء التجارب التي حصلت عليها المنشأة ، بل هو قياس دقيق (قدر المستطاع) للنشاط المنتظر وملاءمة بين هذا النشاط وبين الوسائل العملية التي يملكها المشروع لتحقيق أهدافه .

وقد جرت المنشآت الكبيرة على أن تخصص كل واحدة منها أداة مستقلة يكون عملها إعداد مشروع الميزانية والإشراف على تنفيذه وقد تكون هذه الأداة مؤلفة من عدد قليل أو عدد كبير حسب مقتضيه طبيعة العمل في المشروع وحجم نشاطه ، على أن هذه الأداة لا تستطيع أن تعمل مستقلة عن باقي هيئة الموظفين المشرفين على فروع العمل رغم انقطاع كل منهم لما تخصص فيه . والواقع هو أن الأداة القائمة على شئون ميزانية المشروع تعتمد في الحل الأول على كافة الإدارات في مكتب المنشأة لتستقي فيها المعلومات أولاً ولكي تقف من كل إدارة على ما تظنه من اتجاهات وتقديرات — والواقع هو أن الوظيفة الكبرى لإدارة الميزانية هي جمع هذه البيانات والتقديرات والملاءمة بينها .

والمتمتع في الحياة العملية هو تأليف لجنة من رؤساء الأقسام للتعاون مع رئيس الإدارة التي تتبعها في سبيل الوصول إلى إعداد ذلك الجزء الخاص بإدارتهم من مشروع الميزانية ، ثم يجتمع رؤساء الإدارات للبحث في أجزاء الميزانية وربط بعضها ببعض والملاءمة بين هذه الفصول لتكون وحدة متسقة في آخر الأمر . وقد تقدم القول بأن عملية التجميع والملاءمة هي الوظيفة الأولى لإدارة الميزانية وتتبعها وظائف سبقت الإشارة إليها وهي مراقبة التنفيذ وإعداد الحساب الختامي ، ومن المفيد أن ننقل الآن إلى تحديد الوظيفة التي تؤديها الميزانية ثم وصف طريقة إعدادها بشيء من التفصيل .

وظيفة الميزانية :

قلنا إن مشروع الميزانية يعتمد في إعدادة على ماضي المشروع من جهة وعلى الاحتمالات المنتظرة للطلب على السلع التي ينتجها من جهة أخرى ، غير أن هذه الاحتمالات يجب أن تقرأ في ضوء الظروف الخاصة بنوع النشاط الذي يزاوله المشروع والظروف العامة للبلد

الذى يزاول فيه نشاطه الرئيسى والظروف العالمية التى تؤثر بقدر كبير أو قليل فى كل نشاط خاص .

وعلى الرغم من أن الأرقام التى تشتمل عليها الميزانية هى أرقام تقديرية تستند إلى الاجتهاد والتنبؤ فإن هذه الأرقام تؤدى وظيفة كبرى ، ذلك أنها تبصر الإدارة بمعلومات وافية عن الحالة الداخلية للمشروع والظروف الخارجية التى تكتنف نشاطه وآثار كل هذه الظروف على ما ينتظر المشروع من تقدم أو توقف أو نكوص ، وهى أيضا تمد الإدارة العامة بأرقام محددة ومفصلة يكون كل منها هدفا للإدارة المختصة بتجهيد فى تحقيقه ، وبالموازنة بين ما تحققه كل إدارة على حدها من مشروع الميزانية فى وقت معلوم وبين ما رسم لها من قبل فى مشروع الميزانية يمكن للقائمين على شئون المشروع التأكد من أنه يسير فى سبيل تحقيق الغاية أو ينحرف عنها أو يقصر دونها ، وبدراسة الفروق أولا بأول تتضح أسباب الخلاف ويكون العلاج ميسورا .

شكل الميزانية :

وليس هنالك شكل واحد لإعداد مشروع الميزانية فإن هذا يتوقف إلى حد كبير على أهمية المشروع ذاته وحجمه وفروعه . الخ . غير أن هنالك بعض الاعتبارات العامة التى تراعى عادة عند إعداد مشروع الميزانية فهو أولا يشتمل على مذكرة تفصيلية توضح الظروف الداخلية والظروف الخارجية التى أسلفنا الإشارة إليها ثم ينتقل إلى إيراد فصول مقسمة يختص كل منها بإدارة معينة لتوضيح إيراداتها ومصروفاتها وما هى فى حاجة إليه من مقومات إضافية أو تعديلات تقتضيها الزيادة أو النقص فى نشاط تلك الإدارة .

والمتبع هو إعداد الفصل الخاص بكل إدارة بمعرفتها أولا قبل تقديمها إلى إدارة الميزانية بقصد المناقشة والربط فيما بين هذه الفصول .

وفى ما يلى بيان موجز عن الميزانيات الفرعية لأهم الإدارات .

ميزانية المبيعات :

تقدر قيمة المبيعات المحتملة في أثناء المدة التجارية محل النظر ، ثم تبلغ هذه التقديرات إلى الإدارات الأخرى ذات الصلة الوثيقة بالمبيعات باعتبارها أدنى رقم لما يراد تحقيقه ، وقد تكون هذه التقديرات إجمالية أو مفصلة من حيث مفردات السلع أو الخدمات التي يقوم بها المشروع ، ثم تفصل كذلك تفصيلاً زمنياً ليتضح لكل الجهات المختصة ما هو مطلوب تحقيقه في فترات محددة ، كأن تكون التقديرات شهراً بشراً أو في كل موسم — أما المعلومات الرئيسية اللازمة لهذا التقدير فهي إحصائيات البيع للمنشأة ذاتها والإحصائيات العامة للأسواق سواء في ذلك ما كان منها خاصاً بمبيعات نفس السلعة أو السلع المنافسة أو السلع البديلة ، وإحصائيات الإنتاج وإحصائيات الجمارك . . . الخ ويضاف إلى ما تقدم التقارير الدورية عن حركة البيع في المدد التجارية الماضية وتكون عادة تقارير أسبوعية أو شهرية .

ميزانية الإنتاج :

بعد إعداد ميزانية المبيعات والكمية الموجودة من السلع تامة الصنع يعمل برنامج للإنتاج ولهذا البرنامج طابع فني خاص إذ يعنى في الحل الأول بتقسيم العمل واستخدام الآلات على أحسن وجه مستطاع من الناحية الاقتصادية مع مراعاة الاعتبارات الفنية البعثة المتصلة بالكفاية الإنتاجية وعدم إرهاق الآلات ونحو ذلك ، فإذا كان هذا البرنامج دقيقاً أمكن للمشروع أن يطمئن إلى انتظام العمل وإلى تنفيذ التوصيات في المواعيد المحددة وإلى كفاية المخزون من السلع التامة الصنع لمواجهة الطلبات العادية والطلبات المفاجئة المحتملة .

ميزانية الكمية المخترنة :

هنالك بعض المشروعات التي تتخذ سياسية تنفيذ التوصيات وحدها بمعنى أنها لا تخزن شيئاً من منتجاتها ، غير أن هذا البعض لا يمثل الغالبية ، والمتبع هو استعداد المشروع لمواجهة الطلبات المفاجئة والطلبات العاجلة لتنفيذها فوراً أما بالكامل وأما بالقدر الضروري الذي

يلح العميل في طلبه ريثما يتسنى للمشروع إجابة باقى التوصية ، وهكذا يتضح أن هنالك حدا أدنى للسلع تامة الصنع لا يجوز أن تنزل الأرقام عنه ، ويتغير هذا الحد الأدنى بتغير الشهور أو الفصول طبقا لطبيعة الطلب على السلعة أو السلع التى ينتجها المشروع ، وحساب هذا الحد الأدنى وتقلباته هو الذى يمثل ميزانية الكمية المخزنة .

ميزانية النعمين :

بعد إعداد الميزانية للكمية المخزنة تعد الإدارة المختصة برنامجا للمشتريات من المواد الأولية اللازمة لبرنامج الإنتاج وتتوقف دقة برنامج المشتريات من حيث الكميات المناسبة ومواعيد الشراء على المعرفة التامة بالأوقات التى يبدأ فيها التشغيل وتلك التى ينشط فيها التشغيل أو يهدأ ، وهكذا يتضح أن ميزانية التموين تعنى فى الحبل الأول برسم خطة المشتريات والرقابة عليها وعلى المخزن منها والملاءمة بين كل ما تقدم وبين مقتضيات ميزانية الإنتاج .

ميزانية التشغيل :

تقوم هذه الميزانية على تحليل نفقات التشغيل وتحديد المبلغ المعين لكل عملية أو لكل مرحلة من مراحل الإنتاج جملة وتفصيلا ، والمفروض فى القائمين بشئون التشغيل هو المحافظة على هذه التقديرات ، أما الإدارة فى وسعها عن طريق الرقابة المستديمة أن تعلم ما إذا كانت إدارة التشغيل تحرص على العمل فى حدود هذه التقديرات أم تنحرف عنها ، وبالتالى تنظر فى أسبابها وتعمل على معالجة هذه الحال بالتعاون مع الفنيين المختصين .

ميزانية نفقات التوزيع ونفقات الإدارة :

تتميز هذه الميزانية بكونها كبيرة المرونة وتستدعى انتباها دائما عند تنفيذها ، أما إعدادها فأساسه الإحصائيات التفصيلية لبنود المصروفات التى تقع فى حدود هذا النوع من التحويلات ، ويجب أن تكون الدقة بالغة فى التقديرات ، والرقابة شديدة على التنفيذ لأن فرص الإسراف والإهمال فى هذه البنود بصفة خاصة وفيرة ، غير أنه يجب الانتباه إلى

أن هنالك فارقاً كبيراً بين الرقابة والاقتصاد من ناحية وبين التعسف والتعطيل من جهة أخرى .

ميزانية الاعلان :

تختلف اعتمادات الإعلان باختلاف السنوات المالية وباختلاف ظروف الإنتاج والعرض في السوق ، ومن القواعد العامة التي يمكن القول بها ما يلي :

في المراحل الأولى لقيام المشروع وعند عرض سلعة أو سلع جديدة يجب أن تزيد هذه الاعتمادات أما في حالة الاستقرار والاستمرار فإن هذه الاعتمادات تقل نظراً إلى أن الوظيفة الرئيسية للإعلان في هذه الحالة هي التذكير والحفاظة على حجم العملاء عن طريق تعويض ما تفقده السلعة من الطلب ومواجهة آثار المنافسين — وهذه الميزانية بالذات لا يمكن أن تعد في ضوء الأرقام السابقة وحدها لأنها أكثر الميزانيات حساسية وتأثراً بالظروف الحاضرة والظروف المنتظرة فاستنادها إذن للماضي ضعيف إذا قيس باستناد سائر الميزانيات إلى أرقام المدد السابقة .

وبمجرد الوصول إلى تحديد الرقم الذي ينفق على الدعاية تتعاون الإدارات المختصة (وهي إدارة الإعلان وإدارة المبيعات وإدارة الميزانية) على تقسيم هذا الاعتماد على مراحل المدة التجارية المقبلة فقد يكون من الخير توجيه رسالات قوية وكثيرة ومتقاربة في تواريخ معينة — كالمواسم مثلاً — كذلك تتعاون هذه الإدارات على تخصيص القدر المناسب من المبالغ بكل واسطة من وسائل الإعلان كالصحف اليومية والأسبوعية والمجلات الفنية الدورية ، والوسائل الأخرى كالأفلام ورسائل البريد والهدايا والمسابقات والبحوث العلمية التي تداع بقصد الدعاية^(١) إلى غير ذلك من وسائل الإعلان التي تقدمت تقدماً كبيراً .

(١) نظراً للمنافسة الشديدة فيما بين المشروعات في وقتنا الحاضر ، ونظراً لاستناد الطلب على معظم السلع إلى الذوق وإلى إشباع الحاجات الانشائية (تمييزاً لها عن الحاجات الطبيعية الملحة) فقد أصبح للدعاية شأن كبير في وقتنا الحاضر إلى حد أنها تتألف من دراسات واسعة فيها تشعب وفيها تخصص ، فمنها دراسة النفس ومنها دراسة الناحية التطبيقية في العلوم الاقتصادية ودراسة الإحصاء ودراسة الفنون اللازمة لإنتاج الإعلان وإخراجه ودراسة الصحافة والطباعة . الخ ، وكل ذلك بقصد التوجيه السديد والإعداد الحسن لرسالة المعلن إلى جمهور المستهلكين ، ومن بين وسائل الإعلان والبحوث العلمية مثال ذلك دراسة جمهور =

ميزانية الأبحاث :

هذه بدورها قد كسبت في الأيام الأخيرة أهمية خاصة لأن التقدم العلمى لا يقف عند حد ولأن شدة المنافسة حملت كل المشروعات على بذل أقصى الجهود فى سبيل إرضاء العميل ولا يكون الرضاء كسباً للمنشأة إلا إذا كان نتيجة للتجربة والاختبار ثم الاقتناع بأن السلعة تشبع الحاجة التى يشعر بها العميل إشباعاً صحيحاً وبدون أضرار ، وفى سبيل الإيقان بل الإبداع تتوافر كل منشأة على دراسة الحاجة التى تهدف إلى إشباعها وتعمل على الوصول بإنتاجها إلى درجة الكمال ، ثم إن السلعة الواحدة قد تشبع حاجات أخرى لم تكن هدفاً للمنتج عند ماوضع تصميم المشروع وبرنامج الإنتاج ، وكل هذا يتكشف بالبحث الفنى فى دائرة الإنتاج الصناعى وكذا فى دائرة التوزيع ، ومن أجل هذا تستخدم المشروعات الكبيرة بعض العلماء وتخصص وقتهم وجهدهم للوصول إلى تحسين السلعة بزيادة مميزاتها وخفض الثمن بإدخال كل ما يمكن من أسباب الوفرة فى مراحل الإنتاج وفى مراحل التوزيع كذلك .

وتقسم هذه الميزانية عادة بين المعامل من جهة وبين الإدارة من جهة أخرى ، ومن الواضح أن المعامل تعنى بالناحية الإنتاجية وما يتصل بها من اعتبارات فنية ، وأما قسم البحث التابع للإدارة فيعنى بدراسة ما بعد الإنتاج .

ويمكن القول بأن هذه الميزانية تشبه ميزانية الإعلان من حيث عدم التزامها بحدود الميزانيات السابقة فقد يستجد من الكشوف العلمية ما يستدعى إنفاق المبالغ الطائلة على تحقيق فكرة أو الاستفادة من اختراع حديث فى إنتاج السلعة ، فهى إذن ميزانية تتوقف فى أهميتها واعتماداتها على الظروف الراهنة والاحتمالات القريبة أكثر من استنادها عند التقدير على المخصصات المرصودة والمنفذة فى مدد سابقة^(١) .

= القراء بقصد تحديد نزعاتهم وميولهم وما يفضله كل فريق من الناس أو كل طائفة أو كل جنس أو سن ثم اتخاذ هذه النتائج التى كشف عنها البحث العلمى مادة للدعاية بالإضافة إلى اتخاذها كأداة لتوجيه الإدارة أو الإدارات المختصة كإدارة البيع أو إدارة الإعلان .

(١) لانكاد التحسينات تقف عند حد وإن النظرة السريعة إلى الكثير من السلع تكشف عن أهمية مداومة البحث ومداومة الاجتهاد فى سبيل الوصول إلى الكمال ، فمثلاً فى صناعة السيارات يعنى كل مشروع =

ميزانية الأموال الحاضرة :

في بعض فصول هذا الكتاب أشرنا أكثر من مرة واحدة إلى أهمية الحرص على درجة من اليسر الدائم في المشروع ، وسبيل ذلك هو إعداد ميزانية دقيقة للمال الحاضر بحيث يكون في كل وقت كافيا لمواجهة الالتزامات التي يحل موعد القيام بها ، ولهذه الميزانية قسمان أولهما يتناول المقبوضات المحتملة وثانيهما يتناول المصروفات الثابتة والمصروفات المحتملة — ويوزع كل واحد من هذين القسمين على فترات زمنية مناسبة كالشهور مثلا ويراعى دائما أن يكون هناك رصيد من المال الحاضر يزيد على جملة المصروفات المتوقعة في أى وقت ، كذلك يراعى أن يكون للمال الحاضر أو السائل liquid سند ثان من الأموال شبه الحاضرة كالسبائك الذهبية في البنوك ، والأسهم والسندات من الدرجة الأولى والكيميالات قصيرة الأجل المسحوبة على بيوت لها قيمتها ومكاتها في سوق رأس المال — والواقع هو أن هذا الفصل من فصول مشروع الميزانية يعتبر من أهم وأدق الفصول جميعا لأن إعدادده يستلزم معرفة تامة ودقيقة لحاجات العمل ومدى اعتماد نشاط المشروع على المال الحاضر ، وليست المسألة مجرد إغراق في الحرص ينتهى بحبس جانب كبير من المال الحاضر عن الدروان إلى الحد الذى يضيق عنده نشاط المشروع ويقل ربحه لمجرد الأخذ بالاحتياط البالغ ، بل المسألة التى تواجهها إدارة الميزانية في إعداد برنامج المال الحاضر هى توظيف رأس المال فيما جمع من أجله مع ضمان وجود ذلك القدر الكافى من النقد الحاضر عند اللزوم ومع توفير أبواب يلجأ إليها للحصول على المزيد من النقد الحاضر عندما يخطئ الحساب في إعداد الميزانية وتزايد المصروفات فجأة عن الاعتمادات المرصودة لهذا الغرض — وهناك اعتبارات كثيرة تراعى في رسم هذه الميزانية وهى اعتبارات لا تتصل بنشاط المشروع اتصالا مباشرا وإنما تتفرع عنه ، مثال ذلك درجة الائتمان التى يتمتع بها المشروع وبالتالى سهولة حصوله

== ينتجها بزيادة الراحة وزيادة الأمن مع عدم تضحية السرعة ، وضغط النفقات الجارية (كالوقود والتشحيم) وحتى في التفصيلات الفرعية التى تجيء بعد الإنتاج نجد أمثلة كثيرة على عناية المنتج كما في مسألة العبوات مثلا ففي صناعة الأغذية المحفوظة وما يشبهها تحرص المشروعات التى تنتج هذه السلع على المزيد من العناية الصحية والعناية بالبساط مثل سهولة فتح العلب ، ومن المعلوم أن سياسة الاعلان تفتن مثل هذه الفرص للاستفادة من كل تحسين أو نفع إضافي أو تيسير في استخدام السلع .

على الاعتمادات المكشوفة عند الحاجة ، ومع ذلك لا يجوز الإسراف في الاطمئنان إلى اعتبار من هذا النوع لأنه من المحتمل دائماً أن تتغير الظروف العالمية العامة خلال المدة التجارية فتقبض المصارف يدها عن الإقراض جرياً على سياسة عامة مرسومة بصرف النظر عن قيمة المشروع ودرجته من ناحية الثقة في سلامة مركزه وفي معاملاته السابقة^(١) .

تعرضنا فيما تقدم لميزانيات أهم الإدارات بشيء من التفصيل وننتقل الآن إلى معالجة بعض الاعتبارات العامة التي تراعى عند وضع المشروع الكامل للميزانية .

الميزانية ونتاجية المشروع :

لا تعالج الميزانيات كلها بطريقة واحدة فلكل صناعة أو تجارة ظروفها الخاصة ومن أهم المسائل التي تؤثر في طريقة إعداد الميزانية وتؤثر كذلك في درجة الاطمئنان إليها كسياسة مستقبلية لإدارة المشروع من الناحية المالية طبيعة الإنتاج ، ذلك أنه في المشروعات التي تقوم على إنتاج سلع ذات طلب مستقر لا يتوقف العمل على وصول التوصيات ، وفي مثل هذه المشروعات تكون الميزانية أقرب إلى الدقة وتكون قيمتها في توجيه الإدارة ظاهرة الأثر ، أما إذا كانت إنتاجية المشروع تتوقف إلى حد بعيد على تلقي التوصيات فإن إعداد الميزانية لمدة مقبلة يكون عملاً شاقاً وتكون قيمة الميزانية في مثل هذه الأحوال محدودة فهي أقرب إلى أداة التوجيه والإرشاد منها إلى السياسة المرسومة مقدماً والواجبة الاتباع ، وفي جميع الأحوال يجب أن تسترشد الإدارة المالية بأكثر قدر ممكن من أرقام المدد التجارية السابقة على أن تقرأ في ضوء الاعتبارات الراهنة والاتجاهات العامة والخاصة المنتظرة .

أرقام الميزانية :

لتحديد أرقام الميزانية طريقتان رئيسيتان هما الطريقة الإحصائية أو الآلية ، والطريقة التحليلية .

(١) حدث شيء من ذلك في مصر في خريف السنة الجارية ١٩٤٨ ، وهذه حال يجب أن نتوقعها الإدارة المالية للمشروع .

الطريقة الإحصائية :

تتلخص هذه الطريقة في جمع الإحصائيات لعدد من المدد التجارية السابقة وتبويبها وتقسيمها فترات زمنية ثم استخراج المتوسطات الخاصة بفترات مناسبة كالأشهر أو الأسابيع وأخيرا دراسة هذه المتوسطات بقصد زيادتها أو نقصها بمعدل مثوى للملاءمة بين ما كانت عليه الحال في المدد السابقة وما ينتظر أن تكون عليه في المدة المقبلة — وهذه الطريقة صالحة عند دراسة المصروفات وبخاصة ما كان منها ثابتا .

الطريقة التحليلية :

تبني أرقام الميزانية طبقا لهذه الطريقة من واقع الأحداث الحاضرة والتنبؤ بالنشاط المنتظر في المستقبل القريب وتعيين الاتجاهات وتحديد قوتها ثم ترجمة النتيجة النهائية إلى أرقام تستند إلى وزن الظروف الحالية والمستقبلية دون التفات إلى ما كان في الماضي ، وظاهر أن هذه الطريقة تصلح لتقدير المتحصلات في الحالات التي يعتمد فيها المشروع على الطلب المتقطع أو المحتمل أكثر من اعتماده على الطلب الثابت المتجدد بنفس القوة وفي نفس الفترات .
ولسنا نريد بهذه التفرة أن نقول بأن ميزانية المشروع تعد بإحدى الطريقتين ، لأن كلا منهما يصلح في ناحية ، والجمع بين الطريقتين ممكن ولعله هو الأصح على شرط أن يحسن التطبيق على كل حالة أو كل بند من البنود موضوع التقدير .

مراقبة تنفيذ الميزانية :

تتوقف القيمة العملية للمجهود الذي تبذله إدارة المشروع في إعداد الميزانية على مدى استعداد المديرين ودرجة كفايتهم في الإفادة من الأرقام التي جمعت لهم ليكون منها منهاج واضح للمستقبل القريب ، كذلك تتوقف هذه القيمة على انتباه المديرين وسرعتهم في كشف الفروق بين الخطة المرسومة وبين الأرقام الفعلية لأن المسألة هنا ليست مجرد جمع أرقام وتكديس بيانات ولكنها مسألة تنوير المديرين وإرشاد لما يجب أن تكون عليه

الحال ، فإذا كان انتباههم إلى الانحراف سريعاً كان العلاج ميسوراً أو على الأقل كان الضرر الذي تجيء به الظروف أقل ما يمكن .

ولكى يتسنى للمديرين الإفادة من الميزانية وتتبعها أولاً بأول في مرحلة التنفيذ بالتفصيل الكافي يجب أن تكون كافة الإدارات قائمة بعملها على أحسن وجه مستطاع وبخاصة تلك التي تعد الأرقام — وهذا يؤكد مرة أخرى أنه في إدارة الأعمال لا يمكن إلقاء التبعة كلها على إدارة بعينها ، وإنما يجب أن يكون التعاون بين جميع الإدارات تاماً بحيث تهدف الهيئة المسؤولة عن تسيير شئون المشروع إلى هدف واحد فتبلغه بأقل جهد مستطاع ولا تنحرف عنه إلا بذلك القدر الذي تقصر فيه جهود البشر عن مواجهة القوة القاهرة الغالبة على إرادة الإنسان .

المراجع الأفرنجية

- F. Lavington : The English Capital Market.
J. R. Hicks : Value and Capital.
Sleighter : Modern Economic Society.
A. T. K. Grant : A Study of the Capital Market in Post War Britain.
A. L. Bowley : Some Economic Consequences of the Great War.
J. M. Keynes : Treatise on Money.
R. G. Hawtrey : The Art of Central Banking.
G. D. H. Cole : Studies in Capital and Investment.
H. Clay : The Financing of Industrial Enterprise.
R. Simmat : The Principles & Practice of Marketing.
L. L. Bethal & others : Industrial Organization & Management.
A. Calmès : Administration Financière des Entreprises et des Sociétés.
Financial News 1935 : The Finance of New Inventions.
Economica 1932 : The Liquidity of Short Term Capital.
Economica 1936 : The Co-ordination of the General Theories of Money
& Price.
Committee on Finance & Industry : (Macmillan Committee).
Committee on Industry & Trade : (Balfour Committee).
Committee on National Debt & Taxation (Colwyn Committee).

المراجع العربية

- تقرير لجنة التجارة والصناعة سنة ١٩١٧
إنشاء الصناعات الأهلية وتنظيم التسليف الصناعي
تقرير مفصل مقدم من بنك مصر
عناصر علم الاقتصاد (الجزء الأول) تأليف لهيطة وعليش

تصويب الخطأ

الصفحة	السطر	الخطأ	الصواب
٤	١	الإدارة	الأداة
٤	٨	وأنه ما على	وإنه ليس على
٤	٨	وأنه ما على	وأنه ليس على
٥	٢	ولم تعتمد عن	ولم تعتمد على
٥	١٥	المطروح	المطروح
٦	١٣	إلى درجة لم يتعودوها	إلى درجة لم يتعودوها
٨	٥	فيه إذا لم تنظم	إذا لم تنظم
٨	١٦	وليكون مع نظر رجال الأعمال	وليكون محل نظر رجال الأعمال
٩	١٢	قاصر	مقصور
١٠	٥	للتغير	للتغير
١٦	٨	نعوض	نعوض
١٦	١١	اللذان	الذين
١٧	٤	هامش لا محال	لا محالة
١٨	٨	السياسيه	السياسه
١٩	٩	يتطلبها	يتطلبها
٢٠	٦	يأتي	يأتي
١١٨	١٣	عدم توافر	توافر
١١٨	١٤	تحمل خسارة	عدم تحمل خسارة
١٣٤	٢	إذا خسر المشروع	إلا إذا خسر المشروع
١٣٥	١١	الربح الذي يوزع على أصحاب	الربح الذي يوزع على أصحاب
		المشروع يقل	المشروع يزيد
١٤١	١٥	الأحتياطات	الاحتياطيات
١٤٢	٢٣	ولمدة التداول بالحرف ج	ولعدد مرات التداول بالحرف ج
١٤٣	٥	$\frac{٣٦٠ \times ب}{٥} = .٠٠$	$\frac{٣٦٠ \times ب}{١} = .٠٠$
١٤٥	٤	على كل مال حاضر	وعلى كل مال حاضر
١٤٥	١٢	خزان	خزان
١٤٦	٥	تأ كد دائماً أن قيمة	يتأ كد دائماً من أن قيمة
١٤٦	٨	لمزولة	لمزاولة
١٤٦	٢٠	ومثل	ومثال
١٤٦	١	هامش أشد أضرار	أشد الأضرار
١٤٨	١	الرخ	الربح
١٤٨	١٢	في لد	في بلد
١٤٩	٣	المنجات	المنتجات

الصفحة	السطر	الخطأ	الصواب
١٤٩	٤	بغرض	بقصد
١٤٩	٤ هامش	أورق	أوراق
١٤٩	٨	»	وجود
١٤٩	٩	»	الائتمان
١٤٩	١٠	»	أوراق تجارية
١٤٩	١١	»	الملتزم الدمع
١٥٠	١١	ولضمان	لضمان
١٥٠	١٢	المال	المال
١٥٠	١٦	لإدارة	لإدارات
١٥٠	٢٢ هامش	الدلة	الدالة
١٥١	٥	»	العالمية
١٥١	٥	»	الأسواق
١٥١	٦	»	الإنتاجية
١٥١	١٣	»	تنظيم
١٥٢	٤	استحقاق	استحقاق
١٥٢	١١	فائضاً	فائضاً
١٥٢	١٥	الأرباح	الأرباح
١٥٣	٦	الأموال	الأموال
١٥٣	٤ هامش	الدائن	الدائن
١٥٣	٥	»	فائض
١٥٣	٨	»	الحسابيون
١٥٣	١١	»	مائلة
١٥٤	٢	»	التوجيهات
١٥٤	٧	»	المساهمين
١٥٥	١٠	»	في استخدام
١٥٥	١٢	»	ما أريد به
١٥٥	١٢	»	الخلط
١٥٧	١٠	انتاجيه	انتاجاً
١٥٧	٤ هامش	تطبيق	تطبيق
١٥٧	١٢	»	الاصلاح
١٥٧	١٣	»	مُحمّل
١٥٧	١٥	»	في حالة السكون
١٥٨	٥	تزويل	تراويل
١٥٨	٢١	التازلى	التنازلى
١٥٩	١٤	تقالى	تقال
١٦٠	١٨	من	ما

الصفحة	السطر	الخطأ	الصواب
١٦٢	٣	الريج	الريج
١٦٢	٥	هامش السوفيه	السوفيه
١٦٤	٤	ثلاثة	ثلاث
١٦٥	٣	الحديديده	الحديديه
١٦٥	١	هامش يلولة	أيلولة
١٦٥	٨	السنة الجارية يكون	السنة الجارية لا يكون
١٦٨	٢	عليه	عليه
١٦٨	١١	وثانيهما	وثانيتهما
١٦٨	١٣	لآخر	لأكثر
١٦٩	٩	هامش سياسية	سياسة
١٧٠	١٨	وكفاية	وكفاية
١٧١	٩	فيها	منها
١٧١	٨		
١٧١	١١		
١٧١	١٢		
١٧١	١٣		
١٧١	١٤		
١٧١	١٥		
١٧١	١٦		
١٧١	١٧		
١٧١	١٨		
١٧١	١٩		
١٧١	٢٠		
١٧١	٢١		
١٧١	٢٢		
١٧١	٢٣		
١٧١	٢٤		
١٧١	٢٥		
١٧١	٢٦		
١٧١	٢٧		
١٧١	٢٨		
١٧١	٢٩		
١٧١	٣٠		
١٧١	٣١		
١٧١	٣٢		
١٧١	٣٣		
١٧١	٣٤		
١٧١	٣٥		
١٧١	٣٦		
١٧١	٣٧		
١٧١	٣٨		
١٧١	٣٩		
١٧١	٤٠		
١٧١	٤١		
١٧١	٤٢		
١٧١	٤٣		
١٧١	٤٤		
١٧١	٤٥		
١٧١	٤٦		
١٧١	٤٧		
١٧١	٤٨		
١٧١	٤٩		
١٧١	٥٠		
١٧١	٥١		
١٧١	٥٢		
١٧١	٥٣		
١٧١	٥٤		
١٧١	٥٥		
١٧١	٥٦		
١٧١	٥٧		
١٧١	٥٨		
١٧١	٥٩		
١٧١	٦٠		
١٧١	٦١		
١٧١	٦٢		
١٧١	٦٣		
١٧١	٦٤		
١٧١	٦٥		
١٧١	٦٦		
١٧١	٦٧		
١٧١	٦٨		
١٧١	٦٩		
١٧١	٧٠		
١٧١	٧١		
١٧١	٧٢		
١٧١	٧٣		
١٧١	٧٤		
١٧١	٧٥		
١٧١	٧٦		
١٧١	٧٧		
١٧١	٧٨		
١٧١	٧٩		
١٧١	٨٠		
١٧١	٨١		
١٧١	٨٢		
١٧١	٨٣		
١٧١	٨٤		
١٧١	٨٥		
١٧١	٨٦		
١٧١	٨٧		
١٧١	٨٨		
١٧١	٨٩		
١٧١	٩٠		
١٧١	٩١		
١٧١	٩٢		
١٧١	٩٣		
١٧١	٩٤		
١٧١	٩٥		
١٧١	٩٦		
١٧١	٩٧		
١٧١	٩٨		
١٧١	٩٩		
١٧١	١٠٠		

فهرس تمويل المشروعات

صفحة	
٥	تقديم الكتاب
١	بيان
٣	مقدمة
٣١ — ٩	الفصل الأول — سوق رأس المال
١٠ — ٩	سوق رأس المال
١٥ — ١٠	الادخار وأدواته
١٠	١ — المصارف
١١	٢ — بنوك الادخار
١١	٣ — شركات المبانى
١٢	٤ — شركات التأمين
١٢	٥ — شراء الأسهم والسندات من السوق
١٣	٦ — شركات الرهونات وهيئات الأفراد للاستثمار
١٣	٧ — تجميع جانب من الأرباح فى المشروعات
١٩ — ١٥	حجم الاستثمارات الجديدة
٢٢ — ١٩	تطور إنشاء المشروعات
٢٨ — ٢٢	المشروعات وسوق الأوراق المالية
٣١ — ٢٨	الأوراق المالية وتداولها
٥٦ — ٣٢	الفصل الثانى — سوق رأس المال (تابع)
٢٤ — ٣٢	طلب رأس المال
٣٨ — ٣٤	عرض رأس المال
٤٢ — ٣٨	نمن استعمال رأس المال
٤٥ — ٤٢	أنواع الأوراق المالية

طرق تمويل المشروعات ... ٥٠ — ٤٦

الهيئات التي تمويل المشروعات ... ٥٦ — ٥٠

١ — البيوت القديمة ذات الشهرة العالمية ... ٥١

٢ — البيوت المالية ... ٥٢

٣ — الاتحادات المؤقتة ... ٥٤ — ٥٢

٤ — بيوت السمسة ذات الاتصالات القوية ... ٥٦ — ٥٥

الفصل الثالث — وسطاء الاستثمار ... ٧٧ — ٧٥

وظيفة وسطاء الاستثمار ... ٥٨ — ٥٧

البنوك ... ٦٦ — ٥٩

شركات التأمين ... ٦٩ — ٦٦

أمناء الاستثمار ... ٧٢ — ٦٩

المشروعات الرأسمالية ... ٧٤ — ٧٣

الأهمية النسبية لوسطاء الاستثمار ... ٧٧ — ٧٤

الفصل الرابع — تمويل المشروعات الجديدة ... ١١٤ — ٧٨

المخاطرة وعدم التأكد ... ٨٤ — ٧٨

الطريقة التي يظهر بها المشروع الجديد ... ٧٩ — ٧٨

نوع الخطر الذي يواجه المشروعات ... ٨٤ — ٧٩

الطريقة التي يستطيع بها الصانع تفادي الخطر ... ٨٤

المجتمعات وتمويل المشروعات الجديدة ... ٨٩ — ٨٤

ألمانيا وتمويل المشروعات الجديدة ... ٩١ — ٨٩

تمويل المشروعات في فرنسا ... ٩٦ — ٩١

تمويل المشروعات في مصر ... ١١٤ — ٩٦

الفصل الخامس — الإدارة المالية للمشروع ... ١٨٠ — ١١٤

رأس المال الثابت ورأس المال المتداول ... ١١٨ — ١١٥

١ — رأس المال الثابت ورأس المال المتداول ... ١١٨ — ١١٥

١١٩ — ١١٨	 رأس المال المتداول
١٢١ — ١١٩	 التمييز بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول
١٢٤ — ١٢١	 التغير المستمر في نسبة رأس المال الثابت إلى رأس المال المتداول
١٢٥ — ١٢٤	 تغير رأس المال الثابت
١٢٧ — ١٢٥	 رأس المال المتداول
١٢٨ — ١٢٧	 تغير رأس المال المتداول
١٣٠ — ١٢٨	 العلاقة القائمة بين رأس المال الثابت ورأس المال المتداول
١٣٧ — ١٣٠	 رأس المال الأصلي ورأس المال المقترض
١٣٢ — ١٣٠	 رأس المال الأصلي ورأس المال المقترض
١٣٣ — ١٣٢	 استهلاك القروض
١٣٧ — ١٣٣	 عائد رأس المال المقترض
١٤٤ — ١٣٧	 رأس المال ورقم الأعمال
١٤٢ — ١٣٨	 أثر رقم الأعمال على الأرباح
١٤٤ — ١٤٢	 تقدير سرعة تداول رأس المال العامل
١٥٢ — ١٤٤	 درجة اليسر في المركز المالي للمشروع
١٥٤ — ١٥٢	 سياسة الاستهلاك
١٥٤	 الاستهلاكات
١٥٦ — ٢٥٥	 الاستهلاك الصناعي
١٥٨ — ١٥٦	 حساب الاستهلاك
١٥٨	 قسط الاستهلاك
١٦٢	 الاحتياطات
١٦٦ — ١٦٣	 الاستهلاك المالي
١٦٨ — ١٦٦	 استهلاك السندات
١٧١ — ١٦٨	 الميزانية
— ١٧١	 وظيفة الميزانية
١٧٢	 شكل الميزانية
١٧٣	 ميزانية المبيعات
١٧٣	 ميزانية الإنتاج
١٧٣	 ميزانية الكمية المخترنة
١٧٤	 ميزانية التمويل
١٧٤	 ميزانية التشغيل
١٧٤	 ميزانية نفقات التوزيع ونفقات الإدارة

١٧٥	...	...	...	...	...	...	ميزانية الإعلان
١٧٦	...	...	...	...	...	...	ميزانية الأبحاث
١٧٧	...	...	...	...	...	...	ميزانية الأموال الحاضرة
١٧٨	...	...	...	...	...	...	الميزانية وإنتاجية المشروع
١٧٨	...	...	...	...	...	...	أرقام الميزانية
١٧٩	...	...	...	...	...	...	الطريقة الإحصائية
١٧٩	...	...	...	...	...	...	الطريقة التحليلية
١٧٩	...	...	...	...	...	...	مراقبة تنفيذ الميزانية
١٨١	...	...	...	...	...	...	المراجع
١٨٢	...	...	...	...	...	...	تصويب الخطأ

FEB LIP

03 FEB 2000 *

Education Dept

658.14:I14tA:c.1

عليش، محمد حمزة
تمويل المشروعات

AMERICAN UNIVERSITY OF BEIRUT LIBRARIES



01029027

658.14
I14tA

