بورصة الأوراق المالية

من منظور إسلامي

دراسة تحليلية نقدية

الموضوع	الصفحة
المطلب الأول: لجان بورصة الأوراق المالية	٥٠
المطلب الثاني: سماسرة ووسطاء بورصة الأوراق المالية	٥٥
المطلب الثالث: التكييف الفقهي لعمل السمسار ومساعديه	٦٠
المطلب الرابع: طرق تداول الأوراق المالية	٦٨
المطلب الخامس: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية	٧٥
الفصل الثالث	٨٣
تداول الأسهم في البورصة من منظور إسلامي	
المبحث الأول: الأسهم (مفهومها- خصائصها- أنواعها)	٨٧
المطلب الأول: الأسهم مفهومها وخصائصها	٨٧
المطلب الثاني: أنواع الأسهم والتكييف الفقهي لها	٩٠
المطلب الثالث: أنواع قيمة الأسهم وموقف الفقه منها	٩٩
المبحث الثاني: إصدار وتداول الأسهم والتكييف الفقهي لهما	١٠٣
المطلب الأول: كيفية إصدار وتداول الأسهم	١٠٣
المطلب الثاني: التكييف الفقهي لإصدار وتداول الأسهم	١٠٦
المطلب الثالث: حكم التعامل بأسهم الشركات باعتبار نوع نشاطها	١١٣
المبحث الثالث: حصص التأسيس	١١٩
المطلب الأول: حصص التأسيس معناها وخصائصها، وجه اختلافها عن الأسهم والسندات	١١٩
المطلب الثاني: التكييف القانوني والفقهي لحصص التأسيس	١٢١
الفصل الرابع	١٢٧
تداول السندات في البورصة من منظور إسلامي	
المبحث الأول: السندات (مفهومها-خصائصها-أنواعها)	١٢٧
المطلب الأول: مفهوم السندات وخصائصها	١٢٧
المطلب الثاني: أنواع السندات	١٣١

الموضوع	الصفحة
المبحث الثاني: إصدار وتداول السندات وموقف الفقه منهما	١٣٩
المطلب الأول: كيفية إصدار وتداول السندات	١٣٩
المطلب الثاني: موقف الفقه من إصدار وتداول السندات	١٤٢
المطلب الثالث: البدائل الشرعية للسندات	١٥٥
الفصل الخامس	١٦٣
عمليات بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي	
المبحث الأول: حقيقة المضاربة بين البورصة والفقه الإسلامي	١٦٧
المطلب الأول: معنى المضاربة في الفقه الإسلامي والبورصة	١٦٧
المطلب الثاني: أنواع المضاربة في بورصة الأوراق المالية والتكييف الفقهي لها	١٧٨
المبحث الثاني: العمليات العاجلة في البورصة	١٨٤
المطلب الأول: العمليات العاجلة أو النقدية في البورصة	١٨٤
المطلب الثاني: التعامل بالهامش	١٨٦
المطلب الثالث: البيع على المكشوف	١٩٥
المبحث الثالث: العمليات الآجلة في البورصة والتكييف الفقهي لها	٢٠٢
المطلب الأول: العمليات الآجلة الباتة	٢٠٣
المطلب الثاني: العمليات الآجلة الشرطية (الاختيارات)	٢٢٢
المطلب الثالث: التعامل بالمؤشر بين البورصة والفقه الإسلامي	٢٤١
الخاتمة	٢٤٧
المصادر والمراجع العربية	٢٥٥
ملخص الكتاب بالإنكليزية	٢٧١

الفصل الثاني

أضواء على البورصة

يناقش هذا الفصل البورصة بصورة عامة، وبورصة الأوراق المالية بصورة خاصة، وذلك في مباحث ثلاثة:

الأول – البورصة مفهومها وتأريخ نشأتها.

والثاني – البورصة (شروطها وأنواعها ووظائفها).

والثالث – الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية، وتحليلها من الناحيتين الاقتصادية والشرعية.

المبحث الأول: البورصة مفهومها ونشأتها

يتناول هذا المبحث البورصة في اللغة والاصطلاح، ونبذة عن تاريخ نشأة بورصة الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح

أولاً: مفهوم البورصة بصورة عامة

١– البورصة في الاشتقاق اللغوي:

البورصة كلمة فرنسية تعني كيس النقود. وسبب إطلاق لفظ البورصة على

السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس[١].

يقال أن كلمة البورصة (*Stock Exchange*) مشتقة أصلاً من أحد المصدرين التاليين:

١ - فندق في مدينة بروج (*Bruge*) ببلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.

٢ - نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج (*Bruge*) ببلجيكا معروفة بـ(*Van Der Burse*) حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للاتجار في أعمالهم[٢].

٢- البورصة في الاصطلاح الاقتصادي:

وللبورصة تعريفات عدّة لاعتبارات متعددة (المكان، الاجتماع، نوع العمليات):

١ - المكان الذي تنعقد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية[٣]. وقد عرف محمد فريد

---

(١) عبد المتعال زكي: **الاقتصاد السياسي**، ص١٢، نقلا عن: شبير. محمد عثمان: المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص ١٦١-١٦٢. (الأردن: دار النفائس، ط٢، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م) وانظر: مكي، علي سعيد عبد الوهاب، **تمويل المشروعات في ظل الإسلام دراسة مقارنة**، ص ١٠٨. (د. م: دار الفكر العربي، د. ط. ت).

(٢) الخضيري، محسن أحمد: **كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة**، (القاهرة: دار إيتراك، ط١، ١٩٩٦م) ص٢٣. وانظر: نوفل، حسن صبري: **الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ١٠٠، ١٩٩٦م، ص٨١-٨٢. وشلبي، أحمد: **الإسلام والقضايا الاقتصادية الحديثة**، ص٧٩ (القاهرة: د. ن. ط. ت).

(٣) سليمان، أحمد يوسف: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية** =

وجدي البورصة بأنها النادي الذي يجتمع فيها في ساعات محددة تجار مدينة وصيارفتها وسماسرتها للتعامل[١].

٢ - الاجتماع الذي يعقد لأجل القيام بعمليات بيع وشراء البضائع والأوراق المالية[٢].

٣ - مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضراً (وجود عينة منه) أو غائباً عن مكان العقد، أو حتى لا وجود له أثناء العقد، (معدوم) لكن يمكن أن يوجد[٣].

وقد عرفها آخرون بأنها: سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعاً وشراءً، بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد، وذلك بموجب قوانين ونظم، تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل[٤].

لقد حدد مفهوم البورصة بصورة شاملة الدكتور محسن الخضيري حيث يقول: «فالبورصة مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام

= **والعملية للبنوك الإسلامية**، (د. م: الاتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، ط١، ١٩٨٢م)، مج١/ج٥، ٣٩١.

(١) وجدي، محمد فريد: **دائرة معارف القرن العشرين**، (بيروت: دار المعرفة، ط٣، د. ت)، مج٢/٣٩٣.

(٢) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨٢.

(٣) سليمان: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج١/ج٥، ٣٩١.

(٤) أحمد، محيي الدين أحمد: **عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية**، ص٨٩ (البحرين: بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط١، ١٤٠٧هـ، ١٩٨٦م) وانظر: عبد المتعال زكي: **الاقتصاد السياسي**، نقلاً عن شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص١٦١-١٦٢. وعاشور، السيد محمد: **التمويل في الإسلام**، ص٧٢ (القاهرة: د. ن. ط، ١٩٧٥م)، بإضافة (دون الحاجة إلى التسليم أو نقل البضائع بالذات أو دفع الثمن فوراً).

بعمليات تبادل بيعاً وشراءً.. ويتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتجدد بناء عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً. كما يتم خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر، وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها، وتحليل هذه الاتجاهات، والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل، ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية..القانونية.. الاقتصادية، من حيث: تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة البائع والمشتري. وتيسير إتمام عملية نقل الملكية والتسجيل القانوني لعملية البيع أو للشيء المباع. وتيسير إتمام عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع في الأصل الذي تم بيعه»[١] .

٣ - البورصة في الاصطلاح القانوني:

لقد عرف قانون التجارة الفرنسي البورصة (مادة ٧١) بأنها: مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة[٢] .

ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي[٣] ، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة[٤] . مهمته مراقبة تنفيذ القوانين وحضور اجتماعات لجان البورصة، وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو الصالح العام[٥] .

---

(١) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص١٠.

(٢) وجدي: **دائرة معارف القرن العشرين**، ج٢/٣٩٣.

(٣) يتم التقاضي عن طريق اللجنة العليا للبورصة، فهي التي تتولى التقاضي عن طرفي المعاملة التي تمت فيها.

(٤) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٨-٢٩.

(٥) المرجع السابق، ص٢٩.

ثانياً: مفهوم بورصة الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد. كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: (بورصة الأوراق المالية).

وقبل أن نعرف بورصة الأوراق المالية، نبدأ بتعريف مصطلحات ذات صلة بها، وهي: السوق والأوراق والمال.

١ – السوق (*Market*)

للسوق في اللغة معان متعددة منها: موضع البياعات، قال ابن سيده: السوق التي يتعامل فيها، تذكر وتؤنث[١]. وجاء بهذا المعنى في قوله تعالى: ﴿وقالوا ما لهذا الرسول يأكل الطعام ويمشي في الأسواق﴾ [سورة الفرقان: ٢٥/٧].

المفهوم المباشر أو التجاري للسوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لتبادل سلعة معينة[٢].

أما المفهوم الاقتصادي للسوق فيعني به المؤسسات والإجراءات التي تجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، سواء تم ذلك داخل السوق المنظمة (البورصة)، أو تم داخل السوق غير المنظمة (خارج البورصة) عن طريق الوسطاء من سماسرة ووكلاء[٣].

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، (بيروت: دار صادر، د. ط. ت)، ج١٠/١٦٧-١٦٨. وانظر: الفيروزآبادي: **القاموس المحيط**، ص ٨٠٦ (بيروت: دار الفكر، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م)، والرازي، أبو بكر: **مختار الصحاح**، (بيروت: دار الفكر ١٤٠١هـ =١٩٨١م) ص٣٢٢.

(٢) محمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٣١٥ (الكويت: دار القلم، ط١، ١٤٠٨هـ، ١٩٨٨م). وانظر: عاشور، السيد محمد: **التمويل في الإسلام**، ص٦٩. والشرباصي، أحمد: **المعجم الاقتصادي في الإسلام**، ص٢٣١ (د. م: دار الجيل، ط١، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م).

(٣) عمر، محمد عبد الحليم: الجوانب الشرعية العامة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٢، ص٦١ السنة ١٧، ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م.

١- الأوراق (*Stocks*)

الورق في اللغة-بفتحتين- المال من إبل ودراهم وغيرها. والوَرِق: الفضة، مضروبة كانت أم غير مضروبة كدراهم. ورجل ورّاق: كثير الدراهم[١].

الورقة في الاصطلاح الاقتصادي (*Paper*): كمبيالة، سفتجة، أو: كل سند يشكل ركيزة لدين، أو لحق بالملكية يمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال[٢]، والأوراق التي تمثل الملكية هي الأسهم، والتي تمثل المديونية هي السندات.

أوراق (*Notes*): وسائل تمويل على شكل كمبيالات قصيرة الأجل (من ٣٠-٨٠ يوماً) أو على شكل سندات متوسطة الأجل (من ٣-٥ سنوات). وهي متداولة عموماً في بريطانيا[٣].

الورقة المالية: (*Financial Paper*):

كمبيالة أو سند لأمر يتم إصداره تجسيداً لفتح اعتماد ما. يقال عن الورقة إنها مالية عندما يتعلق الأمر بسندات منشأة بمناسبة اعتمادات قابلة لإعادة الحسم، لكنها غير ممثلة لديون تجارية[٤].

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ج١٠/٣٧٤-٣٧٥. وانظر: الرازي: **مختار الصحاح**، ص٢٩٩. والزبيدي، محمد مرتضى: **تاج العروس**، ج٧/٨٥ (د. م: د. ن. ط. ت)، ومجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، ج٢/١٠٦٨ (د. م: دار عمران، ط٣، د. ت)، والشرباصي: **المعجم الاقتصادي الإسلامي**، ص٤٧٧.

(٢) باز، فريدي وصادر، مكرم وأبي صالح، جورج: **معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية**، ص٢٦٣-٢٦٤ (د. م: اتحاد المصارف العربية، ط١، ١٩٨٥م).

(٣) المرجع السابق، ص٥١.

(٤) باز: **معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية**، ص٢٦٣-٢٦٤.

الأوراق المالية والفرق بينها وبين الأوراق التجارية

إن الأوراق المالية، كأوراق مكتوب عليها بيانات ليست هي محل التعامل في الحقيقة، وإنما محل التعامل هو ما تحمله هذه الأوراق من حقوق مالية.

تعرف الأوراق المالية بأنها: صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات، أو الحق العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات[١].

والأوراق التجارية: صكوك تمثل نقوداً، وتقوم مقامها في وفاء الديون بسبب سهولة تداولها بطريقة التظهير والمناولة، وهي واجبة الدفع في وقت معين، وتطلق على الكمبيالات والسند الأذني والشيك[٢]، لأنه يغلب استعمال هذه الأوراق في محيط التجارة، وهذه التسمية من شأنها أن تميزها عن الأوراق المالية كالأسهم والسندات[٣].

---

(١) عمر، محمد عبد الحليم: الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، العدد ٢٠٤، السنة ١٧، ص٢٢.

(٢) الكمبيالة (*Bill of Exchange*): صك يأمر فيه الساحب أي محرر الكمبيالة شخصاً يسمى المسحوب عليه أي المدين بدفع مبلغ من النقود في تأريخ معين لشخص معين، أو لحامل الصك ويطلق عليه اسم المستفيد.

السند الإذني (*Promissory note*): صك يتعهد فيه شخص يسمى المحرر بدفع مبلغ معين في تاريخ معين لشخص آخر يسمى المستفيد.

الشيك (*Cheque*): صك يأمر فيه الساحب المسحوب عليه بدفع مبلغ من النقود من حسابه لديه إما إلى الساحب نفسه، وإما إلى شخص آخر، وإما لحامله. انظر: عمر، حسين: **الموسوعة الاقتصادية**، ص٢٦١، و٢٨٥، و٣٦١ (القاهرة: دار الفكر العربي، ط٤، ١٤١٢هـ، ١٩٩٢م)، والهمشهري، مصطفى: **الأعمال المصرفية والإسلام**، ص١٩٠-١٩١ (القاهرة: الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، د. ط، ١٤٠٥هـ، ١٩٨٥م).

(٣) شلبي: **بورصة الأوراق المالية**، ص٣٤ (د. م: مكتبة النهضة المصرية، ط١، د. ت)، نقلاً عن: حسن، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص٩٧. وانظر: سراج، محمد أحمد: **الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية**، ص٤٣ (القاهرة: دار الثقافة، د. ط، ١٩٨٨م) وشبير: **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، ص١٩٩-٢٠٠.

٣ - المال:

المال في اللغة من مصدر(مَوَلَ): ما ملكته من جميع الأشياء، والمال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان والمنافع أيضاً عند جمهور الفقهاء[١].

المال: كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان، أو منافع أعيان، وجمعه أموال[٢].

ويطلق رجال الأعمال المال على النقود أو ما يقوم مقامها مثل الأوراق التجارية. ويعرفه آخرون بأنه: (الثروة التي تغل لصاحبها دخلاً)[٣].

بورصة الأوراق المالية (*Stock Exchange Market*)

لقد عرّفت بورصة الأوراق المالية بتعريفات عدة:

١- المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقداً أو بالقسط على يد وسطاء رسميين ويقال أيضاً بورصة القيم المنقولة[٤].

٢ - سوق مستمرة، يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين[٥].

---

(١) ابن منظور: **لسان العرب**، ج١١/٦٣٥. والرازي: **مختار الصحاح**، ص٢٦٦.والزبيدي: **تاج العروس**، ج٨/١٢١.

(٢) مجمع اللغة العربية: **المعجم الوسيط**، ج٢/٩٢٧.

(٣) الجمال، محمد عبد المنعم: **موسوعة الاقتصاد الإسلامي**، ص١٢٤ (بيروت: دار الكتب الإسلامية، ط٢، ١٤٠٦هـ، ١٩٨٦م).

(٤) باز، فريدي: **معجم المصطلحات المصرفية**، ص١٤٠. والخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٦. وهيكل، عبد العزيز فهمي: **موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية**، ص٨٠٩ (بيروت: دار النهضة العربية، ط٢، ١٤٠١هـ، ١٩٨١م) وانظر:
Peter, Collin. *Dictionary of Banking and Finance,* 1st ed (London: Peter Collin Publishing Ltd, 1991) P. 231.

(٥) مكي، علي سعيد: **تمويل المشروعات في ظل الإسلام**، ص ١٠٨ (د. م: دار الفكر العربي، د. ط. ت). وانظر:
Webster's New World Encyclopedia, 1st ed (New York: Prentice Hall, 1993) P.788.

٣ - سوق منظمة لتداول الأوراق المالية، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات[١].

من الملاحظ أن هذه التعاريف لم تعط الدور التنموي للبورصة، حيث اقتصرت على جعلها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ومجموع العمليات التي تنعقد فيها. فقد أجريت دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمّان المالي أعطيت الدور التنموي للبورصة، حيث عرفت بأنها: «السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد»[٢].

المطلب الثاني: نبذة عن تاريخ نشأة بورصة الأوراق المالية[٣]

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (*Collegin Marcaterum*) في القرن الخامس قبل الميلاد. وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في (أثينا)، وكانت هناك أسواق للعرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، وصيفية إلى الشام، وإلى ذلك أشار القرآن الكريم ﴿لإيلاف قريش، إيلافهم رحلة الشتاء والصيف﴾ [قريش: ١٠٦/١ - ٢]، كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى

---

(١) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨١-٨٢. وانظر:
Donglas, Greenwald. *Encyclopedia of Economic* (New York: MC Graw, Hall company, 1982) P.896.& John, Downes. *Dictionary of Finance and Investement Terms,* 3rd ed (New York: Barron's, Educational Series, Inc, 1991) P.436.

(٢) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: **أسواق الأوراق المالية العربية**، ص٣٢٧. نقلا عن: أحمد، محيي الدين: أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية، ص٢٣-٢٤.

(٣) البساط، هشام: **الأوراق المالية الدولية**، ص٢٠، نقلا عن: أحمد، محيي الدين: عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص٩٠. وانظر: رضوان، سمير عبدالحميد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٨-٢٩ (القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط١، ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م).

يسمونه(بازار) يعرض فيها التجار أمتعهم ويتفقون فيها على الأسعار. أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدنية بروج (*Bruge*) البلجيكية. وأصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. ففي عام ١٣٠٠م أقيمت بورصة في مدنية بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة ١٤٨٥م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس في مدينة أنتورب (*Antorp*) الفلندرية[١]. حيث تم توسيعها في ١٥٣١م، فاستوعبت التجارة من كل صوب وحدب.

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بهياكلها ونظمها وإدارتها اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق، يمكن تقسيمها نظرياً إلى أربعة مراحل:

١ - مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تموينا منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للاتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع[٢].

---

(١) رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٨-٢٩.

(٢) سليمان: رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة، **الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية**، مج١/ج٥، ٣٩١.

فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام ١٣٠٤م، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام (١٦٠٨م)، التي كانت مركزاً للسوق الآجلة في البضائع[١].

٢- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول. وفي إنكلترا، سنة ١٦٨٨م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام ١٥٩٩م[٢].

٣ - مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريباً من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة. ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي، كقهوة (جوناثان)[٣]. وفي أمريكا في عام ١٧٩٠م خلال حرب الاستقلال أصدرت الفيدرالية صكوك الدين الموحد، وكان التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرقات. وكان السماسرة

---

(١) **الموسوعة العربية العلمية**، مج٥/٢٤١ (السعودية: مؤسسة أعمال الموسوعة، ط١، ١٤١٦هـ،١٩٩٦م). البورصة الملكية تقع في النشاط المالي والتجاري في لندن، اقترح السير جريشام سنة ١٥٣٥م بناء هذه البورصة، وفي ١٥٦٦م شرع ابنه السير توماس ببناء هذه البورصة.

(٢) أحمد، محيي الدين أحمد: **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٧-٢٨ (جدة: مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط١، ١٤١٥هـ، ١٩٩٥م)، (بتصرف يسير).

(٣) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩. وانظر: **الموسوعة العلمية** مج٢/٢١٠٧ (د. م: شركة إنماء، د. ط، ١٩٨٦م).

يجتمعون تحت شجرة في شارع وول (*Wall Street*) ، ثم انتقل التعامل إلى قهوة (تونتين). وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع(كانانبوا)[١] .

٤- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية. فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. ومن البورصات المشهورة في العالم، والتي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن ونيويورك وطوكيو.

بعد هذا السرد التاريخي الملخص لنشأة البورصات بصورة عامة، وبورصات الأوراق المالية بصورة خاصة، يمكن أن نجمل العوامل التي أدت إلى نشأة البورصات في النقاط التالية:

١ - حدوث الانقلاب الصناعي في أوربا، وحلول الإنتاج الكبير بدل الإنتاج الصغير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.

٢ - انتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان، احتاج إلى تموينها تموينا منظماً بالمواد الغذائية، فاقتضى وجود سوق عالمي للاتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين الاختصاصيين وفريق من تجار الجملة، وأنشؤوا المخازن، وساهمت البنوك في مساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات.

٣ - اقتراض الحكومات من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها

---

(١) أحمد: **أسواق الأوراق المالية**، ص٢٩. وانظر: **الموسوعة العربية العالمية**، ٥/٢٤٢.

التنافس على الاستعمار والحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.

٤ - لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين، على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.

٥ - صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، مما أدى إلى الحاجة لتوسيع قاعدة المساهمين والممولين، ولهذا نشأت الشركات المساهمة، وتجزأ رأسمالها إلى أسهم لمن يريد مشاركة دائمة، وصكوك تمويل لمن يريد مشاركة مؤقتة.

* * *

المبحث الثاني

البورصة: أنواعها- شروط إقامتها- وظائفها

المطلب الأول: أنواع البورصات

إن التطور المادي الذي رافق مراحل الإنتاج الصناعي أدى إلى ازدياد الأنشطة التجارية والاقتصادية. وبالتالي نشوء الشركات المساهمة الكبيرة وازدياد عددها، فأصبحت الحاجة ملحة إلى وجود بورصات متعددة ومنظمة، للسلع والأوراق المالية والصرف الأجنبي، وذلك لتعبئة المدخرات واستثمارها، ولتوفير الموارد الأساسية للصانع، وتسهيل عمليات التبادل التجاري بين الدول.

في بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، حيث كان بائعو الأوراق المالية يديرون أعمالهم في بورصة البضائع. وبمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، وذلك ليمتد نشاطها، ليشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية. ويمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة حسب حيثيات مختلفة، كالآتي:

أولاً: أنواع البورصات من حيث ما يتداول فيها من قيم ومثليات ومنتوجات (سلع).

أ - **بورصة البضائع الحاضرة:** وهي سوق منظمة يجري التعامل فيها على منتوجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية، كالقطن، والسكر، والبن والقمح، والمطاط...إلخ. وتعرف بورصة البضائع بـ(البورصة التجارية)[1].

ب - **بورصة العقود (الكونتراتات):** هي البورصة التي يكون موضوعها عقود

---

(١) الدريوش، أحمد بن يوسف: **أحكام السوق في الإسلام وأثرها في الاقتصاد الإسلامي**، ص٥٦٨ (الرياض: دار عالم الكتب، ط١، ١٤٠٩هـ،١٩٨٩م).

ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية[١].

جـ – بورصة القطع[٢]: وهي البورصة التي تكون التجارة فيها بالنقود ذاتها، حيث تتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل والآجل[٣].

د – بورصة المعادن النفيسة: وهي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة من الذهب والفضة، والبلاتين والألماس[٤].

هـ – بورصة الخدمات: وهي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها. وأهمها السياحة والفنادق، وبورصة التأمين وبورصة النقل وتأجير السفن...إلخ[٥].

و – بورصة الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات، والتي تتعلق بعرض وبيع الحقوق كحقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، وصفقات نظم المعلومات...إلخ[٦].

ز – بورصة الأوراق المالية: وهي سوق منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات، وحصص التأسيس، وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب.

---

(١) محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٢) النقد الأجنبي أو العملات.

(٣) انظر: الجارحي، علي معبد: الأسواق المالية في ظل الإسلام، **الإدارة المالية**، (عمان: المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، ص١١٤ مؤسسة آل البيت، د. ط، ١٩٨٩م)، ومحمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٤) هارون، محمد صبري: **أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)**، ص٢٨ (الأردن: دار النفائس، ط١، ١٤١٩هـ، ١٩٩٩م)، وانظر: محمد، يوسف: **فقه الاقتصاد الإسلامي**، ص٢٢١.

(٥) الخضيري: **كيف تتعلم البورصة**، ص٢٣.

(٦) المرجع السابق، ص٢٣.

وتنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين[١] :

١ - السوق الأولية (*Primary Market*)، أو سوق الإصدارات: وهي السوق التي تنشأ فيها الإصدارات الجديدة عن طريق:

أ - الاكتتاب العام لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردها المالية.

ب - الاكتتاب المغلق[٢] الذي يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق[٣] .

٢ - السوق الثانوية (*Secondary Market*)، أو سوق التداول: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل. وبناء على ذلك فإن المتعاملين في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية والمستثمرون[٤] . وتنقسم السوق الثانوية أيضاً إلى قسمين[٥] :

أ - سوق منظمة (Organized Market) يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المسجلة لديها.

ب - سوق غير منظمة (سوق المفاوضة على الأسعار) (*Over the counter*): يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.

---

(١) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٧، ونوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**، ص٨١. ومحمد، يوسف كمال: **فقه الاقتصاد النقدي**، ص٢٤٢ (د. م: دار الهداية، ط١، ١٤١٤هـ، ١٩٩٣م). وانظر:

Nublan, Zaky Yusoff. *An Islamic Prespective Of Stock Market An Introduction,* 1st ed (Darulnaim: Dian Darulnaim Sdn. Bhd, 1992) p.13-18.

(٢) الاكتتاب المغلق: اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط.

(٣) انظر: رضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٣٧.

(٤) نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية**،ص ٨١. ورضوان: **أسواق الأوراق المالية**، ص٤٤.

(٥) انظر: المرجعين السابقين، ص (٨٩-٩١)، و(٤٧، ٤٨-٥٩).