

عنوان البحث

كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه

بشرى أسامة محمد علي مشعل¹

¹ طالبة دكتوراه، جامعة اسطنبول صباح الدين زعيم، تركيا.

البريد الإلكتروني: bushra.o.mashal@gmail.com

HNSJ, 2023, 4(2); <https://doi.org/10.53796/hnsj4227>

تاريخ القبول: 2023/01/13م

تاريخ النشر: 2023/02/01م

المستخلص

هدفت هذه الدراسة للتعريف بأسواق رأس المال، وتحديد الكفاءة لأسواق رأس المال، وتوضيح الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال. واعتمدت الدراسة على مجموعة من المنهجيات البحثية، تمثلت في المنهج الاستقرائي من خلال استقراء الأدبيات التي تناولت أسواق رأس المال، واستخدمت المنهج الوصفي القائم على التعريف بأسواق رأس المال، وكفاءة أسواق رأس المال، والممارسات الغير الأخلاقية فيه، والمنهج التحليلي لتحليل وتقييم أسواق رأس المال، وكفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير الأخلاقية فيه. وتوصلت الدراسة إلى أن متطلبات الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال تتمثل في عدة سمات وهي: دقة وسرعة وصول المعلومات للمتعاملين في السوق. وكفاءة التشغيل في قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون كلفة للمتعاملين فيه. وكفاءة التسعير بأن تصل المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة. والسيولة وتتمثل في عمق السوق بأن تكون هناك أوامر شراء وبيع مستمرة للورقة المعنية، واتساع السوق بوجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع فيه، وسرعة استجابة السوق بمعالجة أي خلل متوقع في العرض والطلب على الورقة المعنية، وعدالة السوق بأن يتيح لكافة المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل. والأمان بتوافر وسائل للحماية من المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق. وأن الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال تتمثل في البيع الصوري، واتفاقيات التلاعب في الأسعار، والاحتكار، والمقامرة، والربا. وأوصت الدراسة بأن تبتعد أسواق رأس المال عن الممارسات الغير الأخلاقية التي تفقدها صفة الأمان، وتحول دون تحقيق السعر العادل ومن ثم عدم تحقيق الكفاءة لها.

الكلمات المفتاحية: أسواق رأس المال-الكفاءة-الممارسات الغير أخلاقية

RESEARCH TITLE**The Efficiency of the Capital Markets and the Unethical Practices in it****BUSHRA OSAMA MOHAMED ALI MASHAL¹**

¹ PhD student at Istanbul Sabahattin Zaim University, Turkey Abstract
E-MAIL-bushra.o.mashal@gmail.com

HNSJ, 2023, 4(2); <https://doi.org/10.53796/hnsj4227>

Published at 01/02/2023**Accepted at 13/01/2023****Abstract**

This study aimed to introduce the capital markets, determine the efficiency of the markets, and clarify the unethical practices in these markets. The study relied on a set of research methodologies, represented in the inductive approach by extrapolating the literature that dealt with capital markets, and used the descriptive approach based on the definition of capital markets, the efficiency of capital markets, and the unethical practices in them; and the analytical approach to analyze and evaluate capital markets, their efficiency and unethical practices of capital markets.

The study found that the requirements of economic efficiency in the capital markets are represented in several features, namely: the accuracy and speed of information access to market dealers. Operational efficiency lies in the ability of the market to create a balance between supply and demand without additional costs to its dealers. As well as pricing efficiency and the speed and accuracy of new information when reaching all market players. In addition to liquidity which is represented in the depth of the market in that there are continuous buying and selling orders for market security and growth, the breadth of the market with the presence of a large number of buying and selling orders in it/them, the speed of the market response by addressing any expected imbalance in supply and demand for the product, and the fairness of the market by providing all its dealers with equal opportunity to deal. In addition to providing safety by the availability and creation of means to protect against the risks that arise from the business relations between the parties dealing in the market. As well as protection from any and all unethical practices in the capital markets to mention a few: sham selling, price manipulation agreements, monopoly, gambling, and usury & interest.

The study recommended that capital markets move away from unethical practices that make them lose their credibility and security characters which prevents the achievement of fair price and results in inefficiency.

Key Words: capital markets - efficiency - unethical practices

مقدمة

تعدُّ الأسواق المالية ركيزة اقتصادية مهمة، وأداة أساسية من أدوات الإقلاع الاقتصادي، باعتبارها ذات أثر إيجابي من خلال استقطاب وتوظيف الأموال، وفي تطور ودفع عملية الاستثمار باتجاه يدعم الاقتصادات الوطنية. ويتعامل المستثمرون في الأسواق المالية لتحقيق أهداف مختلفة، ولكن جميعها تنصب في الحصول على الربح، فالغرض من الأسواق المالية الاستثمار لكن بشرط تحقيق الكفاءة فيها وأن لا تتعامل بالممارسات الغير أخلاقية (البيع الصوري واتفاقيات التلاعب في الأسعار، الاحتيال والمقامرة والربا) التي تفقدها صفة الأمان، وتحول دون تحقيق السعر العادل، ومن ثم عدم تحقيق الكفاءة لها، فالمضاربة الصحيحة تقوم على تجميع البيانات وتحليل المعلومات، وعلى قاعدة الصبر والدقة. وبالتالي جاءت هذه الدراسة لتوضح كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيها.

موضوع البحث

تناولت الدراسة التعريف بأسواق رأس المال من حيث المفهوم والأقسام والوظائف لأسواق رأس المال. وتناولت أيضاً كفاءة أسواق رأس المال من حيث التعريف بكفاءة أسواق رأس المال، ومتطلبات كفاءة أسواق رأس المال، وتناولت كذلك الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال من حيث البيع الصوري واتفاقيات التلاعب في الأسعار، والاحتيال والمقامرة والربا.

مشكلة البحث

تتمثل في السؤال الرئيسي التالي:

ما كفاءة أسواق رأس المال وما الممارسات الغير أخلاقية فيه؟ وينبثق منه عدة أسئلة فرعية هي:

- 1- ماهي اسواق رأس المال؟
- 2- ماهي كفاءة أسواق رأس المال؟
- 3- ماهي الممارسات الغير أخلاقية في أسواق رأس المال؟

حدود البحث

كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه، وتمت الدراسة في الفصل الأول من عام 2023.

أهداف البحث

- 1- التعريف بأسواق رأس المال.
- 2- تحديد كفاءة أسواق رأس المال.
- 3- توضيح الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال.

منهج البحث

اعتمدت الدراسة على مجموعة من المنهجيات البحثية، تمثلت في المنهج الاستقرائي من خلال استقراء الأدبيات

التي تناولت أسواق رأس المال، واستخدمت المنهج الوصفي القائم على التعريف بأسواق رأس المال، وكفاءة أسواق رأس المال، والممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال، والمنهج التحليلي لتحليل وتقييم أسواق رأس المال، وكفاءة أسواق رأس المال، والممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال.

الدراسات السابقة

يوجد العديد من الدراسات السابقة ذات صلة بموضوع البحث، تم عرضها على النحو الآتي:

1- دراسة بن الضب (2010-2011)¹

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها مع بعضها البعض في كل من الأردن، الكويت، المغرب ومصر خلال الفترة 2001-2009، باستخدام اختبارات الاستقرار، اختبارات شبه التكامل واختبار السببية بمفهوم غرانجر 1988، وتوصلت الدراسة إلى أن الأسعار لا تسير عشوائيا مما يعني عدم كفاءة هذه الأسواق على المستوى الضعيف، وأنه توجد علاقة شبه تكامل بين أسعار أسهمها ووجود علاقة سببية ذات دلالة بين أسعار الأسهم والعوائد، مما يشجع العمل على إنشاء سوق عربية مشتركة وإقامة تكامل اقتصادي فيما بين الدول العربية.

2- دراسة لطرش وبوراس (2010)²

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة ما إذا كان لكفاءة سوق رأس المال أثرا على القيمة السوقية للسهم. وقد شملت هذه الدراسة (6) أسواق رأس مال عربية، حيث تم استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة سوق رأس المال في هذه الأسواق. وكذلك استخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق رأس المال في شكلها الضعيف، ثم تم دراسة الارتباط بين مؤشر السوق ومجموعة من العوامل الاقتصادية، من أجل تحديد سلوك السعر في السوق، في محاولة لقياس كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة. وتوصلت هذه الدراسة من خلال قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار في كل من بورصة عمان، سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، بالشكل الذي يعكس كفاءة هذه الأسواق في صيغتها الضعيفة، وهو ما لم يتحقق في كل من بورصة مصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الجزائر. بينما تبين أن كل الأسواق غير كفؤة في صيغتها المتوسطة، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية، أي أن أسعار الأسهم لا تستجيب للتغير في العوامل الاقتصادية محل الدراسة.

¹ عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان بورصة الكويت بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009. جامعة قاصدين مرياح- ورقلة، قسم العلوم الاقتصادية، رسالة ماجستير.

² سميحة لطرش، أحمد بوراس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، جامعة قسنطينة، قسم العلوم الاقتصادية، 2010.

3- دراسة السحيباني(2010)³

هدفت هذه الدراسة إلى تجلية مفهوم التلاعب في الأسواق المالية، وأصنافها، وعلاقتها بالمضاربة، وتقويم منافع المضاربة والتلاعب ومفاسدهما. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن التلاعب يعد من صور المضاربة الضارة بعدالة السوق المالية ونزاهتها ودورها في مساندة الاقتصاد الحقيقي؛ فالتلاعب قد يسهم في الأجل القصير بتوفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته؛ لأنه يؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، وحدوث تقلبات كبيرة وغير مبررة في الأسعار. أما في الأجل الطويل، فيؤدي استثناء التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول فنقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عنه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق. وأوصت الدراسة بالحد من التلاعب وغيره من أنواع المضاربة الضارة منها: أن تكون أنظمة السوق المالية ولوائحها شاملة لكل حالات التلاعب الممكنة، وتشجيع المضاربة النافعة التي يقوم بها المطلعون، وإيجاد قسم خاص في السوق المالية لتداول الشركات المعرضة للتلاعب اعتماداً على قواعد تداول مختلفة، وقيام جميع الأطراف ذوي العلاقة في صناعة تداول الأوراق المالية ببناء أنظمة رقابة داخلية قوية كفيلة باكتشاف حالات التلاعب، ومكافحتها في مهدها.

4- دراسة دنيا(2010)⁴

هدفت هذه الدراسة إلى بيان مفهوم التلاعب في الأسواق المالية وضوابطه ومؤثراته. وصوره وأنواعه والآثار الناجمة عنه، وحكمه في الشريعة الإسلامية، وتوصلت الدراسة إلى حرمة وجود بورصة الأوراق المالية أو على الأقل سوق التداول في البلاد الإسلامية. وأوصت الدراسة إلى قيام دراسات اقتصادية ومالية وشرعية حول فكرة إلغاء سوق الأوراق المالية، وأن تكون هذه الدراسات تحت نظر مجمع الفقه الإسلامي.

الإضافة العلمية من قبل الباحث

على حسب اطلاع الباحثة لم تجد دراسة تجمع بين كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه، وهو مام تناوله في هذا الدراسة.

محاور البحث:

المحور الأول: التعريف بأسواق رأس المال.

المحور الثاني: كفاءة أسواق رأس المال.

المحور الثالث: الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال.

المحور الأول: التعريف بأسواق رأس المال

أولاً: مفهوم وأقسام أسواق رأس المال:

³ محمد السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية صور وآثاره، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي ، مكة المكرمة، 2-6 أكتوبر 2010.

⁴ شوقي دنيا، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي ، مكة المكرمة، 25 - 29 ديسمبر 2010.

1- مفهوم أسواق رأس المال: هي أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل والتي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، في أسواق رأس المال التقليدية تصدر وتتداول الأسهم و السندات الربوية⁵، أما في أسواق رأس المال الإسلامية تصدر وتتداول الأسهم والصكوك الإسلامية⁶.

2- أقسام أسواق رأس المال: تنقسم أسواق رأس المال إلى الأسواق الحاضرة (الفورية)، والأسواق الآجلة (المستقبلية) وهي كالآتي⁷:

أ- السوق الحاضرة (الفورية) (Spot or Cash Market): وهي التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل⁸. وتنقسم إلى:

-أسواق أولية-أسواق إصدار - (Primary Market): وتعرف بسوق الإصدارات الجديدة، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية وطرحه لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها⁹. يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة بواسطة مؤسسة مالية متخصصة تسمى سوق الاستثمار (Investment Banks) وعادة البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية الأخرى. وأهم مؤسسات سوق رأس المال هي: شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، وشركات تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، وشركات السمسرة (الوساطة)، وشركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار، وشركات رأس المال المخاطر، وشركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية¹⁰.

-أسواق تداول-أسواق ثانوية-(Markets): وتعرف بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولية، وتوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية وعليه فإن المستثمرين الذين يحملون هذه الأدوات قادرون بفصل هذا السوق أن يتخلصوا من هذه الأدوات، بسعر معروف في السوق¹¹.

⁵ إبراهيم الغالي، ضيف عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات، ط1، (الجزائر: دار علي بن زيد، 2019)، 24. عبد القادر صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، ط1، (القاهرة: المركز العربي، 2018)، 76. محمد إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية مقارنة، د ط، (القاهرة: العربي للنشر والتوزيع ، 2016).

⁶ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 25.

⁷ الغالي، عدنان، الأسواق المالية الدولية، ط 26 30.

⁸ محمد جالو، ضيف الغيني، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دط، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1971)، 37. سرمد الجميل، المدخل إلى الأسواق الإسلامية، د ط، (عمان: شركة دار الأكاديميون، 2017).

⁹ إلهام دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، (2013)، 24. صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، 81. إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، 14.

¹⁰ أشرف دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، ط1، (اسطنبول: الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي-إيفي-، 2021)، 26.

¹¹ دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، 24. إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، 14. صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، 97.

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

-السوق المنظمة (الرسمية) (Organized Capital Market): وتتمثل في البورصة، التي تتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع و شراء الأوراق المالية (لكافة أنواع و أشكال الأسهم والمستندات) المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق الأولية، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة.¹²

-السوق غير المنظمة (غير الرسمية أو السوق التفاوضية): (Market Capital (Unorganised) يطلق اصطلاح السوق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة (البورصة) كما تعرف بالسوق خارج المقصورة أو السوق الموازية أو فوق المنضدة (Over The Counter (OTC)، ولا يوجد لها مكان رسمي محدد، يكون الفاعلون فيها مختلف بيوت السمسرة، ويتبادلون فيها بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية وسريعة. وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة. ولا يسري عليها قواعد القيد والإفصاح التي تسري على الأوراق المالية المقيدة بجداول البورصة.¹³ في الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر السوق غير المنظمة ثاني سوق بعد بورصة نيويورك وخامس سوق في العالم بعد بورصة طوكيو ونيويورك وتايوان من ناحية حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية، ولذلك فقد تم تكوين ما يسمى بالاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية NASD (National Association of Security Dealers) كتنظيم ذاتي يضم السماسرة والتجار في هذه السوق، ويقوم على تنظيم هذه السوق ومنح التراخيص للسماسرة. وبالتالي فإن NASD يهدف إلى حماية المستثمرين والمحافظة على مصالح أعضائه، وكذا توفير المعلومات الخاصة بالأسعار وأحجام التعامل.¹⁴

وفي الولايات المتحدة الأمريكية تشمل السوق غير المنظمة كلا من السوق الثالث والسوق الرابع، كما يلي:¹⁵

السوق الثالثة (Third Market): تمثل قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة (البورصة)، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق. وهي أسواق مسامرة على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية مما كبرت أو صغرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق هم: المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وشركات إدارة أموال المعاشات، وصناديق المعاشات، والأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، وشركات رأس المال المخاطر، وبيوت السمسرة

¹² أحمد ميرا وآخرون، النظام المالي الإسلامي-المبادئ والممارسات-، ترجمة، لطفي بن جديدة، عبد العزيز الرشيد، عماد المذويوب، محمد السحيباني، (كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، إسرائ، ماليزيا، 2011)، 62. الجميل، المدخل إلى السوق الإسلامية، 17.

¹³ ميرا وآخرون، النظام المالي الإسلامي، 62. الجميل، المدخل إلى السوق الإسلامية، 18.

¹⁴ الغالي، عدنان، الأسواق المالية الدولية، 29.

¹⁵ المصدر السابق، 29-30.

الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة.¹⁶ عادة ما تتميز السوق الثالث بانخفاض تكاليف خدماتها الممثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء، مما يشجع ذلك المؤسسات الاستثمارية الكبيرة في حصولها على خصم في العمولة مقارنة بتعاملاتها في البورصة النظامية.

السوق الرابعة (The fourth Market): وهي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة وأغنياء المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية، وبسرعة أكبر في إبرام الصفقات. والتعامل في السوق الرابعة هو بمثابة استراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وبذلك فالسوق الرابعة تعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة مما قد يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب.¹⁷

إن ما يعاب على الأسواق غير المنظمة هو عدم وجود آليات وأدوات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار أثناء حدوث الأزمات المالية والاقتصادية، على عكس ما هو عليه الحال في الأسواق المنظمة، حيث يمكن لإدارة البورصة إيقاف التعامل في ورقة مالية معينة على أمل دخول مشتريين أو بائعين إضافيين لتحقيق التوازي، أو إغلاق البورصة لأيام أو أشهر لتفادي انهيار أسعار الأوراق المالية المقيدة فيها، ويتم فتحها للتداول بعد عودة الاستقرار الاقتصادي والمالي.

ب- الأسواق المستقبلية: (Future Market) وهي التي تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتعرف أيضاً بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية - الرئيسية - (الأسهم والسندات) وغيرها. وهناك عدة عقود مشتقات وتسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها فمنها: سوق العقود الآجلة وسوق عقود الخيارات وسوق عقود المبادلات.¹⁸

ثانياً: وظائف أسواق رأس المال

تتعدد الوظائف التي تقوم بها أسواق رأس المال، وهي كالاتي:¹⁹

1- إيجاد سوق مستمرة ومفتوحة وحررة بما يمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية حسب رغبتهم بالأسعار السائدة، وهذه الحقيقة تزيد من قابلية الأوراق المالية للتسويق مما يؤدي بدوره إلى زيادة درجة سيولتها، ومن ثم يمكن للمتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وهذا يشجع المستثمرين على دخول السوق وعدم التردد في شراء الأوراق المالية.

2- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية المطروحة، يتم ذلك من خلال قانون العرض والطلب على أساس من المعرفة الكافية والعلانية التامة، ودرجة كبيرة من العدالة والتنظيم. فالسوق تعد مثالية إلى حد كبير في هذا

¹⁶أزهري أحمد، أسواق المال، ط1، (عمان: دار الجنان، 2017)، 37، 38.

¹⁷المصدر السابق، 38.

¹⁸خباياة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية-، د ط، (د ت)، 86.

¹⁹خورشيد إقبال، أسواق الاوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، د ط، (الرياض: مكتبة الرشد، د ت)، 40-46.

3- تعبئة المدخرات وتوظيفها في المشروعات، تنوع أدوات سوق الأوراق المالية يتيح الفرصة لجميع طبقات المجتمع للمشاركة في مشاريع الأعمال والإنتاج، كما يوفر للمدخرين وجوه الاستثمار المناسبة وتتلاءم مع ظروفهم وميولهم، خاصة المستثمرين الصغار الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم، ومن ثم يفضلون الاستثمار في الأوراق المالية على قدر أموالهم. فالسوق تحقق مصالح لثلاث طوائف، الأولى: طائفة المدخرين عن طريق تمكينهم من استخدام مدخراتهم في الاستثمار الأمثل، والثانية: طائفة المشروعات التي مكنت لهم السوق الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها وخططها الإنتاجية، أما الثالثة: فهو الاقتصاد القومي، وذلك عن طريق الوصول للرفاهية الاقتصادية والاجتماعية.²¹

وهكذا تعد سوق الأوراق المالية آلية مهمة لتجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية الناجحة، فدراسة أسعار الأوراق المالية تبعد توظيف الأموال في الأعمال غير الناجحة.

4- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد، من خلال دورين أحدهما مباشر فالمستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما، فهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق، فهي التي ستتاح لها فرصة مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، مما يعني انخفاض تكلفة الأموال. أما الدور غير المباشر فينجم عن إقبال المستثمرين على التعامل على أسهم المنشأة يعد بمثابة شهادة ضمان للمقرضين، الذين لن يترددوا في تزويد المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة مناسب.²²

5- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، تعتبر السوق سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات المتداول أوراقها المالية فيها من التقارير الدورية التي تنشر فيها عن أوضاع الشركات المدرجة بقائمة التداول، وحركة التداول والتطورات وغيرها من بيانات، لزيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ودراسة تذبذبات الأسعار تحدد الفعاليات الاقتصادية المثمرة، فكلما زاد حجم التداول في السوق استطاعت تذبذبات الأسعار أن تكون مقياسا جيدا لحد ما في تقويم كفاءة المشروعات، وبهذا يتجه المستثمرون بمدخراتهم نحو المشروعات التي تحقق أهدافهم، ومن ثم فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، مما يؤدي لإجراء بعض التعديلات في قيادتها أو سياستها أملا في تحسين مركزها.²³

وبصورة عامة فإن سوق الأوراق المالية تضمن إلى حد ما سلامة تقويم المشروعات، عن طريق سلامة تقويم أسهمها، مما يترتب عليه حسن توجيه المدخرات.

²⁰ صالح الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم (النظرية والتطبيق)، ط1، (عمان: دار جليس الزمان، 2010)، 14.

²¹ هشام البخفاوي، الوجيز في الأسواق المالية، ط1، (مراكش: المطبعة والوراقة الوطنية، 2015)، 25-26.

²² منير هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، د ط، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2006)، 667.

²³ سلطان السبيعي، تسوية المنازعات في الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، ط1، (الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد، 2011)، 94-95.

6- إعطاء مؤشر يومي للوضع الاقتصادي، توفر السوق المعلومات اللازمة حول النشاط الاقتصادي، بتسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وتوفير معلومات الأوراق المالية المطروحة، وتوثيق البيانات ونشرها من إدارة السوق، و تجميع التذبذبات الحادثة في الكيان الاقتصادي ككل، مما يؤهلها لتعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وتعكس بصفة عامة حقيقة الوضع الاقتصادي لمواسم الرواج والكساد، مما يؤدي لسهولة دراسة الاقتصاد القومي، ويوفر قاعدة جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الموثوقة للأفراد أو المؤسسات. وكذلك ما يستخلص من جدول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط ميل المنتجين نحو الإنتاج، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها.²⁴

7- تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى التي تعاني من العجز، السوق تقوم بدور الوسيط المالي بين وحدتين من الوحدات الاقتصادية في المجتمع إما بتمويل مباشر، حيث تصدر وحدات العجز أصولا مالية تشتريها وحدات الفائض مقابل تمويل مواردها المالية، أو تمويل غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية في السوق كالبنوك التجارية تصدر أصولاً مالية غير مباشرة تحولها لوحدات العجز فتصدر مقابلها أصولاً مالية مباشرة لتلك المؤسسة، أو تقوم المؤسسة بشراء الأصول المالية التي تصدرها وحدة العجز عن طريق تحويل مواردها المالية مقابل استلامها لتلك الأصول المالية، وهو الدور الذي يضطلع به بنك الاستثمار.²⁵

ومن الملاحظ أن إصدار أصول مالية جديدة مقابل موارد مالية، يعنى إضافة استثمارات جديدة، واستغلالا لفرص استثمارية لم تكن مستغلة، وتعبئة للموارد الاقتصادية، مما ينعكس على الاقتصاد القومي ومستوى معيشة الأفراد. وهكذا تخدم سوق الأوراق المالية الاقتصاد القومي، وتساعده على تحقيق الرفاهية لجميع أفراد المجتمع وليس لفئة معينة فقط.

8- تقادي التقلبات العنيفة للأسعار، السوق تتعرض لآثار انفعالات المتعاملين كلما سمعوا خبرا أو توقعوا حدثاً مما يؤثر سلبا على اتجاهات الأسعار صعودا أو هبوطا. فقد تهبط الأسعار نتيجة للدورات الاقتصادية المعتادة أو الموسمية، المؤقتة غالبا، وبالتالي تقوم السوق بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع للانفعالات الخاطئة، وذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد وكذلك يواجهون أي طلب زائد. لكسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في السوق القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.²⁶

9- تحقيق التوازن في الأسعار، تقوم السوق بعملية الموازنة في الأسعار لأوراق مالية متنوعة بين بورصات دولة معينة، وفي حالة الأسهم في الشركات الدولية تكون عمليات الموازنة بين بورصات الدول المقيدة بها أسهم هذه الشركات، فإذا كانت مثل هذه الأوراق تسعر في جميع البورصات فإن هبوط سعر إحداها في إحدى البورصات يدفع المحترفين والإخصائيين لشرائها بقصد بيعها بثمن أعلى في سوق آخر، مما يؤدي للموازنة بين الأسعار،

²⁴ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، 23، 24، الموقع الإلكتروني <https://books.google> تاريخ الزيارة 2022/6/20.

²⁵ توريد آل شبيب، إدارة الاستثمارات - تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية-، (د ط)، 146 147.

²⁶ هندي، الأوراق المالية وأسواق المال. 666-667.

وتخفيف الضغط على إحدى الأسواق بسبب زيادة الطلب أو العرض. وبهذا يعمل الموازنون على زوال الفرق بين الأسعار، ومن ثم يتلاشى تذبذب الأسعار الحاد من ارتفاع أو انخفاض.²⁷

10- جذب رؤوس الأموال الأجنبية، إن وجود سوق جيدة ومتطورة يؤدي إلى جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في المشاريع المحلية، كما أن ما يحصل عليه المواطنون غير المقيمين من الأرباح له أثر إيجابي على ميزان المدفوعات، وكل ذلك وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات المنظمة للنشاط الاقتصادي، وطبقاً للسياسات النقدية والمالية للدولة.²⁸

تبين مما سبق أهمية وجود سوق الأوراق المالية، بتأثيرها على النشاط الاقتصادي بما تؤديه من وظائف اقتصادية، للمؤسسات المالية والمنشآت الإنتاجية وللمدخرين والمستثمرين ينهض بالمجتمع لأرقى مستويات الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية في ظل أوضاع سياسية واقتصادية وقانونية مستقرة ذات التخطيط الاستراتيجي عالي المستوى، فالعلاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد القومي ككل علاقة متبادلة، فنشاط كل منهما يلقي بظلاله على الآخر إيجاباً أو سلباً. ولا بد لهذه الأسواق لكي تحقق هذه الوظائف أن تكون أسواقاً ذو كفاءة وتبتعد عن الممارسات الغير الأخلاقية فيها وهو ما تم تناوله فيما يأتي.

المحور الثاني: كفاءة أسواق رأس المال

أولاً: التعريف بكفاءة أسواق رأس المال

1- مفهوم الكفاءة: للكفاءة مفهومان الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وهي كالآتي:

أ- مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق:²⁹ وفقاً لمفهوم الكفاءة تكون قيمة السهم السوقية قيمة عادلة Fair Value تعكس تماماً قيمته الحقيقية Intrinsic Value، التي يتولد عنها عائد مناسب يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الناشئة عن الاستثمار في هذا السهم، حيث يعكس سعر السهم المصدر من قبل منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء كان مصدر هذه المعلومات المالية السجل التاريخي لسعر السهم أو تقارير آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو وسائل الإعلام، أو غير ذلك من المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم.

وليس من الضروري أن يقوم المستثمرون بأنفسهم بتحليل المعلومات المتاحة، حيث توجد مؤسسات توفر ذلك لهم كالأجهزة الحكومية وشركات السمسرة ومستشاري الاستثمار ومراكز البحوث والدراسات والصحف والمجلات المتخصصة وغيرها من المؤسسات التي تتنافس فيما بينها لخدمة هؤلاء المستثمرين.

وفي إطار ذلك يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم على وجه السرعة في السوق لكل معلومة جديدة ترد للمتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم، وحيث إن المعلومات تأتي للسوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً

²⁷ إقبال، أسواق الأوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، 46.

²⁸ آل شبيب، إدارة الاستثمارات، 146-147.

²⁹ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 264. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 489-492. محمد بن بوزيان، عبد اللطيف مصيطفى، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، ط1، (بيروت: مكتبة حسن العصرية، 2015)، 67.

بالأنباء السارة أو هبوطاً بالأنباء غير السارة، التي تصل للسوق فجأة، وبدون سابق إنذار.

وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين في السوق للحصول على تلك المعلومات، فلن يتحقق لأي منهم السبق في الحصول عليها أو في تحليلها، ومن ثم فلن يكون متاح لأي منهم فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

-شروط الكفاءة الكاملة

لكفاءة الكاملة أربعة شروط وهي كالاتي:³⁰ توافر المعلومات الكافية عن السوق في ذات اللحظة وبدون تكاليف، ومن ثم تماثل توقعات كافة المستثمرين فيه نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل سهم. وعدم وجود قيود للتعامل في السوق، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو نحوها من التكاليف، ولا يوجد قيود تحول بين شراء و بيع المستثمرين لأي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها، ولا يوجد أي قيود تشريعية تحول دون الدخول للسوق أو الخروج منه سواء للشركات الراغبة في الحصول على الأموال أو المستثمرين، أو أي قيود أخرى من أي نوع. ووجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن يكون لها تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم فيه. ورشد المستثمرين، ومن ثم فإنهم يسعون لتعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من خلال استغلال ثروتهم في السوق.

وهذه الشروط تفتقد إلى الواقعية ما عدا الشرط الأخير الذي قد يكون مقبولاً من السواد الأعظم من المستثمرين، وفي الوقت نفسه لا ينفي ذلك من وجود مستثمرين لا يسعون لتعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة عند تعاملهم في الأسواق المالية.

وعدم واقعية الشروط الثلاثة الأولى تبدو واضحة فبالنسبة للشرط الأول، المعلومات في بعض الأسواق قد تكون مكلفة، كما أن المعلومات قد تتسرب من واحد أو أكثر من أعضاء مجلس إدارة الشركة للمقربين منهم، مما يمنحهم ميزة السبق على غيرهم من المستثمرين. وبالنسبة للشرط الثاني فإن هناك تكاليف للمعاملات وكذلك الضرائب، فضلاً عن وجود قيود على إبرام بعض الصفقات، وحد أدنى لعدد الأسهم التي من الممكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر من أسهم شركة ما. وبالنسبة للشرط الثالث فإن غالبية المعاملات في البورصات تكون من نصيب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، ومن ثم فهناك تركزاً في المعاملات، وليست تشتتاً على عدد كبير من المستثمرين.³¹

ومن هنا يمكن القول إن من المستحيل تحقيق الكفاءة الكاملة في أسواق رأس المال، لاستحالة تحقيق الكمال في استيفاء الشروط الثلاث الأولى، ومن ثم لا يكون متوقعا إلا الشرط الأخير حيث يسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ويكون في سباق مع المستثمرين الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعده لتحقيق هذا الهدف، واستخدام

³⁰دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 266 265 هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 494 497. حسني خربوش، الأسواق المالية، د ط، (عمان: دار زهران، 2012)، 154. صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، 115. أشرف توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة. صناديق الاستثمار. أسواق رأس المال (الخطوات العملية-الثغرات القانونية)، د ط، (الجيزة: وكالة الصحافة العربية، 2018)، 132.

³¹مصطفى كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، ط1، (دمشق: دار مؤسسة رسلان، 2009)، 56.

العائد والمخاطر كأساس للمفاضلة بين الأوراق المالية المناظرة، وهذا يعني الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق **Perfectly Efficient Market** لمفهوم الكفاءة الاقتصادية **Economically Efficient Market**³².

ب- مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق: وفقاً لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يتوقع مضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على أقل تقدير، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون هناك فرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة على المدى الطويل.³³

2- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تتمثل في: فرض الصيغة الضعيفة، وفرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية، وهي:

أ- فرض الصيغة الضعيفة:³⁴ يعني فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تصدرها أسعار الأسهم في السوق، هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي³⁵، وهو ما يعني أن أية محاولات لتحليل التغيرات التي طرأت على سعر السهم وحجم تعاملاته في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية، تكون مسألة عديمة الجدوى ولا تفيد المستثمر³⁶. وذلك بناء على أن السعر الجاري للسهم يعكس بالفعل تلك المعلومات، لذا لا مكان هنا للفلسفة القائم عليها التحليل الفني. والسبيل الوحيد لتحقيق المستثمر أرباحاً غير عادية يكون بحصوله قبل غيره على معلومات عن المنشأة المعنية.

هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية **Random Walk Theory** للأسعار. فإذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم بناءً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، كذلك التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لابد وأن تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي. أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة تمام الاستقلال عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.

ب- فرض الصيغة متوسطة القوة:³⁷ يقضي فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق بأن أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة في سعر السهم وحجم تعاملاته فقط، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور

³² أشرف توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة، 133.

³³ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 266. هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 497، بن بوزيان، مصيطفى، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، 67.

³⁴ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 267. هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 503.

³⁵ هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، المملكة العربية السعودية، 7.

³⁶ محمد شاهين، محافظ الأوراق المالية إدارة- تحليل-تقييم، ط1، (القاها: دار حميثرا، 2017)، 249. محمد شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، د ط، (القاها: دار حميثرا، 2018)، 58.

³⁷ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 267 268. شاهين، محافظ الأوراق المالية 249.

أو التوقعات القائمة على تلك المعلومات. ومن الأمثلة على تلك المعلومات ما ينشر عن الشئون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو الظروف الصناعية أو ظروف المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات المتاحة للجمهور.³⁸

ونظراً لأن أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يكون باستطاعة أي مستثمر اعتمد على التحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين حتى لو لم يقوموا بهذا التحليل، وذلك لأن السعر الحالي للسهم يعكس بالفعل تلك المعلومات، وبالتالي يصبح تحقيق المستثمر لأرباح غير عادية مرهوناً فقط بقدرته في الحصول على معلومات جديدة غير متاحة للآخرين.³⁹

ت-فرض الصيغة القوية:⁴⁰ يقضي فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن تعكس أسعار الأسهم في السوق جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور. بالإضافة إلى المعلومات التي ربما تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل المعلومات المتاحة لإدارة المنشأة وكبار العاملين فيها، والمعلومات التي يمكن أن يحصل عليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتان.⁴¹

باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف من المستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، ولو كان ذلك رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم نفسه.⁴²

تبين مما سبق مفهوم الكفاءة وشروطها وصيغها المختلفة وهذه الكفاءة لا بد أن يكون لها متطلبات لكي تتحقق، وهي ما تم تناوله في الفرع الآتي.

ثانياً: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

1-دقة وسرعة وصول المعلومات وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير

أ-دقة وسرعة وصول المعلومات:⁴³ من المهم أن يوفر السوق الكفاءة للمتعاملين فيه المعلومات الدقيقة عن جميع الصفقات التي أبرمت فيه من حيث السعر و الحجم في الوقت المناسب، بالإضافة إلى الظروف الحالية للسوق ممثلة في السعر الذي تشتري و تباع به كل ورقة، والذي يعكس في الحقيقة مستوى الطلب والعرض لكل منها. ودقة وسرعة وصول المعلومات في الوقت المناسب ينتج عنه التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، وتوجيهها نحو المؤسسات الكفؤة والقطاعات ذات المزايا النسبية، وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

³⁸شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، 58. هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، 7.

³⁹هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 506 507.

⁴⁰دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 26. شاهين، محافظ الأوراق المالية إدارة، 249.

⁴¹شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، 58. هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، 7.

⁴²هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 510 511.

⁴³دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، الأسواق المالية الإسلامية، 269.

ب- كفاءة التشغيل : ⁴⁴تسمى كفاءة التشغيل Operational Efficiency الكفاءة الداخلية Internal Efficiency، وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل العاملون فيه تكلفة عالية للسفرة، وأن لا يتاح للتجار والمتخصصين(صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه. ولكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون تكاليف المعاملات التي يتحملها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما يكن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية. وبالطبع إذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

ت- كفاءة التسعير: تسمى كفاءة التسعير Price Efficiency الكفاءة الخارجية External Efficiency، وتعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. ويقصد بكفاءة التسعير أن المعلومات الجديدة تصل إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة. بالإضافة إلى وصول المعلومات للمتعاملين دون تحملهم في سبيلها تكاليف باهظة. وهو ما يعني إتاحة الفرص للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، وبالتالي يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين ⁴⁵.

وهذا لا يعني استحالة تحقيق أرباح غير عادية في السوق وإن كان هذا الأمر صعباً، فقد يتعرض مستثمر قليل أو عديم الخبرة أو كسول لخسائر كبيرة جداً نظراً لعدم تحليله للمعلومات المتاحة قبل استثماره، وهذه الخسارة ترجع إليه وليس لنقص كفاءة السوق. وقد يستطيع عدد محدود من الأفراد الحصول على معلومات من خلال وسائلهم الخاصة وتحقيق أرباح غير عادية نتيجة لذلك، ولكن هذا الوضع ليس هو الأصل في السوق، حيث يحدث لمرات معدودة من عدد قليل من المستثمرين، والسوق الكفء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين فيه أن يحصلوا على تلك المعلومات على الدوام ويحققوا من ورائها ربحاً غير عادي على حساب الآخرين، وذلك لأن أي وسيلة للكسب المميز تدمر نفسها بنفسها، إذا أصبحت معروفة لعدد كبير من المتعاملين ⁴⁶.

2- السيولة والعدالة والأمان

أ-السيولة: ⁴⁷ Liquidity ويقصد بها: أن يستطيعا المشتري أو البائع إبرام الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة المالية، على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق. وهذا يعني أن السيولة تتطلب بالإضافة لسهولة التسويق، توفر ميزة الانتظام Orderly Market أي استقرار

⁴⁴دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 270. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 502. خريوش، الأسواق المالية، 155. هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، 6. صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، 116.

⁴⁵دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 270. خريوش، الأسواق المالية، 155. هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 501. هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، 6.

⁴⁶دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 271 272.

⁴⁷المرجع السابق.

الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة لأخرى.⁴⁸

ب- إن سيولة الورقة المالية لها تأثير على قيمتها السوقية، وتوجد ثلاث صفات إذا توافرت في السوق الذي تتداول فيه الورقة المالية، يجعلها على درجة عالية من السيولة ومن ثم سهولة تسويقها بالحد الأدنى من النقلب في قيمتها السوقية، وهي: العمق والاتساع وسرعة الاستجابة وتم تناولها كالاتي:⁴⁹

-عمق السوق Market Depth ويقصد به: أن هناك أوامر شراء وبيع مستمرة للورقة المعنية بعضها يحمل أسعاراً أعلى وبعضها يحمل أسعاراً أقل من السعر الجاري في السوق، ونتيجة لهذا التعامل النشط شراءً وبيعاً فإن أي خلل في التوازن في الكميات المطلوبة أو المعروضة عادة ما يسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا حدثت، وبعبارة أخرى يتصف السوق العميق بأن تقلباته السعرية تكون في مدى أو نطاق محدود، وذلك بسبب الأوامر المستمرة التي من شأنها أن تعيد للسوق توازنه بسرعة كلما حدث فيها خلل وعلى العكس من ذلك يتصف السوق غير العميق أي الضحل Shallow Market بقلة وعدم استمرارية أوامر الشراء و البيع، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي ذلك لقفزات سعرية كبيرة.

-سعة السوق Market Breadth ويقصد بها: وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع في السوق، حيث يسهل عندئذ إعادة الخلل في الأسعار بسرعة، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى المشتري أو البائع المحتمل لتأجيل القرار. ويمكن القول أن الفرق بين السوق العميق والسوق المتسع، هو أنه في السوق العميق تكون أوامر الشراء و البيع مستمرة عند مستويات أعلى وأدنى من سعر السوق، أما السوق المتسع فتكون فيه الأوامر ليس مستمرة فقط، ولكن أيضاً كبيرة.

-سرعة استجابة السوق Resiliency و يقصد بها: أن أي خلل متوقع في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة، من خلال تغير طفيف في الأسعار مما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي من الممكن أن يتعرض لها مالك الورقة، وتقل فرصة ترده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المتوقع في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق.

ت- العدالة:⁵⁰ عدالة السوق Fair Market ويقصد بها: أن يتيح السوق لكافة المتعاملين فيه فرصة متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو بإتاحة المعلومات. وعلى هذا تعمل إدارة البورصة من التأكد بأن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لجميع المتعاملين، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب بالتعامل على ورقة مالية ما.

-عادة تقوم إدارة البورصة بإيقاف التعامل Trading Halt على ورقة مالية معينة عند حدوث أي خلل في التوازن بين العرض والطلب على هذه الورقة المالية لمدة معينة قد تكون ساعة أو أكثر قليلاً تجنباً لحدوث أي تغيرات

⁴⁸ منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 525. كافي، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، 58.

⁴⁹ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 271 272. هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال 534. 535. كافي، تحليل و إدارة بورصة الأوراق المالية، 59. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، 28، 29.

⁵⁰ دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 272 273. آل شبيب، الأسواق المالية، 60-69.

كبيرة على السعر الذي تباع به في السوق.

قد تقوم إدارة البورصة بوضع حدوداً للتغير في السعر Price Limits لمواجهة التغيرات السعرية التي تكون حادة. وهذا الإجراء يعتبر بمثابة إعلان لجميع المتعاملين فيه دون استثناء، بأن هناك خللاً في التوازن بين العرض والطلب. وهو ما يحقق هدفين:

- الحد من تدهور سعر الورقة المالية في حالة زيادة العرض عن الطلب.

- إعطاء جميع المتعاملين فيه فرصة متساوية للاستفادة من الانخفاض أو الارتفاع المحتمل في سعر الورقة المالية الناجم عن عدم التوازن بين العرض والطلب.

ث- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية من المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، كمخاطر الغش والتدليس والاحتكار والمقامرة والربا وغيرها من الممارسات الغير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.⁵¹ وهو ما تم تناوله في المطلب الآتي.

تبين مما سبق متطلبات الكفاءة لسوق رأس المال وهذه المتطلبات لكي تتحقق لابد أن تبتعد السوق عن الممارسات غير الأخلاقية وهو ما تم تناولها في المطلب الآتي.

المحور الثالث: الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال

أولاً: البيع الصوري و اتفاقيات التلاعب في الأسعار

1- البيع الصوري أو المظهري:⁵² ويعني خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، وذلك في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، والهدف من هذا البيع الصوري إيهام المتعاملين أن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية، وأن هناك تعاملًا نشطًا عليها، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعًا من الخداع والاحتيال لغرض تحقيق الربح.⁵³

2- اتفاقيات التلاعب في الأسعار:⁵⁴ وتتم هذه الاتفاقيات عن طريق شخصين أو أكثر. وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية لتحقيق الربح، وذلك من خلال حالة منشأة معينة، بالإيعاز للعملاء بالتخلص من ورقة مالية معينة، فيندفع العملاء للتخلص من تلك الورقة بأدنى خسارة، حتى تصل قيمتها السوقية

⁵¹دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، 273. خربوش، الأسواق المالية، 155، صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، 116.

⁵²أشرف دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، ط2، (القاهرة: دار السلام، 2011)، 138، 139.

⁵³قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، دوراته العشرين (1977-2010)، الإصدار الثالث، مكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، القرار الأول أحكام المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة)، 140. أحمد الأفندي، الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الإسلامي، د ط، (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2020)، 70. سعيد بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية عرض تحليلي نقدي، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي -رابطة العالم الإسلامي، 25-29 ديسمبر 2010، (مكة المكرمة، مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي، 2010): 13، 14. محمد السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 5 مارس 2008، (2008): 14.

⁵⁴دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، 193.

لأدنى حد ممكن، وعندئذ يسعى هؤلاء المتآمرون لشرائها، ثم يبدؤوا بعد ذلك بنشر معلومات تحسن ملحوظ لأداء المنشأة مصدره هذه الورقة، فتبدأ القيمة السوقية للورقة بالارتفاع، ويقوموا بإبرام صفقات صورية ليسود اعتقاد بأن تعاملنا نشطا على تلك الورقة فيزيد التحسن في قيمتها، وعندما تصل القيمة السوقية للورقة لأقصاها يبدؤوا ببيعها محققين ربحا على حساب المستثمرين حسني النية.⁵⁵

ويدخل البيع الصوري واتفاقيات التلاعب تحت بيع النجش المنهي عنه شرعا، القائمة على الاحتيال والتغريب بالمستثمرين والتدليس عليهم وغشهم، وأكل أموالهم بالباطل، من خلال إيجاد حركة مصطنعة في العرض و الطلب على الأوراق المالية في السوق واستغلال الجماهير المتعاملين. والإسلام يرفض هذا الخداع الباطل⁵⁶ فقال تعالى: «ولا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل»،⁵⁷ وعن ابن عمر قال: «نهى النبي ﷺ عن النجش». ⁵⁸

كما أن الإسلام يأمر المتبايعين بالشفافية والإفصاح والصدق وبيان الحقيقة، وأرسي هذا المبدأ كقاعدة من قواعد المعاملات⁵⁹، لما رواه حكيم بن حزام ﷺ عن النبي ﷺ أنه قال: «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا - أو قال: حتى يتفرقا - فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما»⁶⁰. وعن أبو هريرة ﷺ أن رسول الله ﷺ قال: "من غشنا فليس منا".⁶¹

ثانياً: الاحتكار والمقامرة والربا

1-الاحتكار:⁶² يظهر في أسواق رأس المال ما يسمى عمليات الإحراج ، والتي من خلالها يسعى المضاربون لجمع وحبس الأوراق المالية من النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم بالسوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملأ أجلاً للوفاء بالتزامهم، وذلك عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الأوراق⁶³، أو الإنفراد

⁵⁵قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، 140. الأندلي، الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الإسلامي، 71. وليد الحياي، حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، د ط، (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2015)، 38. بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية، 13. السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، 13 14. ⁵⁶دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، 139 141. قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، الدورة العشرين القرار الثالث، حكم التلاعب في سوق الأوراق المالية، 25-29 ديسمبر 2010. 524. الهيئي، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، ط1، (دمشق: دار رسلان، 2006)، 51. بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية عرض تحليلي نقدي، 14. ⁵⁷سورة البقرة، ص 188.

⁵⁸أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب، محمد فؤاد عبد الباقي، قضي محب الدين الخطيب، ط1، (القاهرة: دار الريان للتراث، 1986)، ج4، كتاب البيوع، باب النجش، حديث رقم 2142، ص 416.

⁵⁹قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، القرار الأول أحكام المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية والبضائع، 140. ⁶⁰أبو عبد الله، محمد بن إسماعيل البخاري الجعفي، صحيح البخاري، تحقيق مصطفى البغا، (د ط) ، دمشق، بيروت: دار ابن كثير، اليمامة، د ت)، ج 2، كتاب البيوع، باب إذا بين البيعان ولم يكتما ونصحا، حديث رقم 1973، ص 732.

⁶¹أبي الحسين، مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، ج1، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، ط1، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1991)، ج1، كتاب الإيمان، باب قول النبي صلى الله عليه وسلم: "من غشنا فليس منا"، حديث رقم 101، ص 99.

⁶²دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، 142 143.

⁶³قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، القرار الأول أحكام المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية والبضائع، 140.

بصناعة القرار في المنشأة المصدرة لها .⁶⁴

إن الأسعار التي يفرضها المحتكرون تكون غير عادلة، وتقتصر إلى قوى العرض والطلب، وتضر بالسوق وبالتعاملين فيه. ولذلك فقد حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرماً وجريمة تستوجب الطرد من رحمة الله⁶⁵، فعن ابن عمر قال: قال رسول الله ﷺ: « الجالب مرزوق والمحتكر ملعون»⁶⁶. وعن معقل بن يسار قال: قال رسول الله ﷺ: « من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليه عليهم كان حقا على الله أن يقعه بعظم من النار يوم القيامة»⁶⁷.

2- المقامرة : ⁶⁸إن النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية، يؤجل فيها كلا طرفي المعوضة والتي هي الثمن والسلعة سعياً وراء انتهاز الفرص الناتجة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا، وإن لم تصح انتكسوا. وبهذا قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة اعتماداً على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات⁶⁹، وأيضاً من خلال عمليات الإحراج، والبيع والشراء الصوري، والمشنقات. إن المقامرات الرامية لتحقيق الأرباح تؤدي إلى الانحراف عن التصرفات العادية والعقلانية، والاتجاه إلى ما يمكن وصفه بالهوس Manias، أو بالفقاع Bubbles.

والمقامرة تؤثر تأثيراً سلباً في أسواق رأس المال، وذلك لاعتمادها على تخمين تقلبات الأسعار في المستقبل⁷⁰ بعكس المخاطرة التي تعتمد على جدوى الاستثمار، وتتأثر السوق بالمقامرة أكثر منها بالمخاطرة، وبهذا تضطرب أسعار القيم ذات الأجل الطويلة ولا تعبر عن جدوى الاستثمار الحقيقية، وهكذا يصبح الاستثمار وبالتالي الاقتصاد القومي ألعبوبة بيد المقامرين يحركونها حسب أهوائهم وطمعهم، وعلى حد قول جون كينز تحولت البورصة من سوق منافسة حرة تحسن تخصيص الموارد إلى نادي للقمار يلعب فيه المقامرون بمقدرات الأمم الاقتصادية.

من أجل هذا حرم الإسلام المقامرة وحذر المؤمنين منها⁷¹، ونهاهم عنها فقال ﷺ: «يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون. إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم

⁶⁴ بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية، 13. السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية، 14، 15.

⁶⁵ محمد يوباه، كي لا تدخل في حرب مع الله، 36، الرابط الإلكتروني <https://books.google>. بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية، 15.

⁶⁶ أبي عبد الله، محمد بن يزيد الفزوني ابن ماجة، سنن ابن ماجة، تحقيق بشار معروف، م 3، ط 1، (بيروت دار الجيل، 1998)، كتاب التجارات، باب الحكرة والجلب، حديث رقم 2153، ص 518.

⁶⁷ أبي بكر، أحمد بن الحسين بن علي البيهقي، السنن الكبرى، تحقيق محمد عبد القادر عطا، ط 3، (بيروت: دار الكتب العلمية، 2002)، ج 6، كتاب البيوع، باب ماجاء في الإحتكار، حديث رقم 11150، ص 94، 50.

⁶⁸ أشرف دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، 144، 147.

⁶⁹ قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، القرار الأول أحكام المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية والبضائع، 140.

⁷⁰ محمد عمارنه، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة: دراسة مقارنة، د ط، (المنهل، 2014)، 462.

⁷¹ قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، القرار الثالث حكم التلاعب في سوق الأوراق المالية، 525.

العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلوة فهل أنتم منتهون ﴿٧٢﴾. وقد روى أبو هريرة رضي الله عنه عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال: « من قال لصاحبه تعال أقامرك فليصدق ». ⁷³

3- الربا: ⁷⁴ ويظهر أثر الربا في سوق الأوراق المالية عندما ترفع الدولة الفائدة بمعدل أكبر من عائد الأوراق المالية، فمعلوم أن أدوات سوق الأوراق المالية عبارة عن أسهم وسندات، فإذا انخفضت قيمة السندات ارتفع سعر الربا والعكس، وقد ذكر كينز بأن هذه الآفة هي المحرك لاكتناز النقود للمضاربة التي هي بمعنى المقامرة على السندات.

كما أن رفع الدولة لسعر الفائدة يؤدي إلى أن يتحول الادخار في الأسهم وهو استثمار حقيقي إلى شراء السندات. كما يظهر الربا -أيضا- في سوق الأوراق المالية من خلال الشراء بالهامش والمشتقات.

وقد حرم الإسلام الربا، والوسائل المفضية إليه، وكل من ساهم في أكله، ولم يبلغ أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ من تفضيع الربا، من حيث التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ التهديد في أمر الربا ⁷⁵، فقال تعالى: "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقى من الربا إن كنتم مؤمنين و إن لم تفعلوا فأنذونا بحرب من الله ورسوله، وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون" ⁷⁶. وعن جابر رضي الله عنه قال: لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه وقال: « هم سواء » ⁷⁷.

تبين مما سبق التعريف بكفاءة أسواق رأس المال، ومتطلبات الكفاءة له، والممارسات غير الأخلاقية فيه التي حرّمها الشرع.

الخاتمة:

النتائج:

1-تتنوع صيغ كفاءة أسواق رأس المال، وتتمثل في ثلاث فرضيات: فرض الصيغة الضعيفة، بأن تكون المعلومات التي تصدرها أسعار الأسهم في السوق، هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم، وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي. وفرض الصيغة متوسطة القوة بأن تكون أسعار الأسهم لا تعكس التغييرات السابقة في سعر السهم وحجم تعاملاته فقط، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات القائمة على تلك المعلومات. وفرض الصيغة القوية تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته للجمهور.

⁷²سورة المائدة، ص 90 91.

⁷³محمد الجعفي البخاري، صحيح البخاري، مرجع سابق، ج1، كتاب الأيمان والنذور، باب لا يحلف باللات والعزى ولا بالطواغيت، حديث رقم 6274، ص 450.

⁷⁴دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، 147 149.

⁷⁵قيصر الهيتي، أساليب الإستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية (البورصات)، د ط، (دمشق: دار رسلان، 2009)، 43.

⁷⁶سورة البقرة، ص 278 279.

⁷⁷مسلم النيسابوري، صحيح مسلم، مرجع سابق، كتاب المساقاة، باب لعن آكل الربا وموكله، حديث رقم 1598، ص 1219.

2- تتمثل متطلبات الكفاءة الاقتصادية في أسواق رأس المال بعدة سمات وهي: دقة وسرعة وصول المعلومات للمتعاملين في السوق، وكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير والسيولة والعدالة والأمان.

3- تتمثل الممارسات الغير الأخلاقية في أسواق رأس المال بعدة ممارسات وهي: البيع الصوري بخلق تعامل مظهري نشط على سهم ما مع عدم وجود أي تعامل فعلي يذكر عليه، واتفاقيات التلاعب في الأسعار لإحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية لتحقيق الربح، والاحتكار بجمع وحبس الأوراق المالية من النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم بالسوق، والمقامرة من قبل المضاربين بانتهاز الفرص الناتجة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا، وإن لم تصح انتكسوا. والربا برفع الدولة الفائدة بمعدل أكبر من عائد الأوراق المالية.

التوصيات:

- 1- أن تلتزم الأسواق المالية بسرعة وصول جميع المعلومات المتاحة في السوق لكافة المتعاملين فيه.
- 2- أن تبتعد أسواق رأس المال عن الممارسات الغير الأخلاقية التي تفقدها صفة الأمان، وتحول دون تحقيق السعر العادل ومن ثم عدم تحقيق الكفاءة لها.

المراجع:

- 1- عبد الله الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان بورصة الكويت بورصة الدار البيضاء، البورصة المصرية) خلال الفترة 2001-2009. جامعة قاصدين مرباح- ورقلة، قسم العلوم الاقتصادية، رسالة ماجستير.
- 2- سميرة لطرش، أحمد بوراس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، جامعة قسنطينة، قسم العلوم الاقتصادية.
- 3- محمد السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية صورته وآثاره، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة 2 - 6 أكتوبر 2010.
- 4- شوقي دنيا، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010.
- 5- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات، ط1، (الجزائر: دار علي بن زيد، 2019).
- 6- عبد القادر صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، ط1، (القاهرة: المركز العربي، 2018).
- 7- محمد إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية مقارنة، د ط، (القاهرة: العربي للنشر والتوزيع، 2016).
- 8- محمد جالو، ضيف الغيني، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، د ط، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1971).
- 9- سرمد الجميل، المدخل إلى الأسواق الإسلامية، دط، (عمان: شركة دار الأكاديميون، 2017).
- 10- إلهام دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، (2013).

- 11- أحمد ميرا وآخرون، النظام المالي الإسلامي-المبادئ والممارسات، (كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، إسرائ، ماليزيا، 2011).
- 13- أزهرى أحمد، أسواق المال، ط1، (عمان: دار الجنان، 2017).
- 14- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية-، د ط، (د ت).
- 15- خورشيد إقبال، أسواق الأوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، د ط، (الرياض: مكتبة الرشد، د ت).
- 16- صالح الزرقان، العوامل المالية والإقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم(النظرية والتطبيق)، ط1، (عمان: دار جليس الزمان، 2010).
- 17- هشام البخفاوي، الوجيز في الأسواق المالية، ط1، (مراكش: المطبعة والوراقة الوطنية، 2015).
- 18- منير هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، د ط، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2006).
- 19- سلطان السبيعي، تسوية المنازعات في الأوراق المالية(دراسة مقارنة)، ط1، (الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد، 2011).
- 20- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، الموقع الإلكتروني <https://books.google>.
- 21- دريد آل شبيب، إدارة الاستثمارات، تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية(د ط).
- 21- محمد بن بوزيان، عبد اللطيف مصيطفي، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، ط1، (بيروت: مكتبة حسن العصرية، 2015).
- 22- حسني خربوش، الأسواق المالية، د ط، (عمان: دار زهران، 2012).
- 23- أشرف توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة. صناديق الاستثمار. أسواق رأس المال(الخطوات العملية-الثغرات القانونية)، د ط، (الجيزة: وكالة الصحافة العربية، 2018).
- 24- مصطفى كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، ط1، (دمشق: دار مؤسسة رسلان، 2009).
- 25- هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، المملكة العربية السعودية، 7.
- 26- محمد شاهين، محافظ الأوراق المالية إدارة- تحليل-تقييم، ط1، (القاهر: دار حميثرا، 2017).
- 27- محمد شاهين، أسعار صرف العملات العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، د ط، (القاهر: دار حميثرا، 2018).
- 28- أشرف دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، ط2، (القاهرة: دار السلام، 2011).
- 29- قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، دوراته العشرين(1977-2010)، الإصدار الثالث، مكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، القرار الأول أحكام المعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة).
- 30- أحمد الأندلي، الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الإسلامي، د ط، (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2020).
- 31- سعيد بو هراوة، التلاعب في الأسواق المالية عرض تحليلي نقدي، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي -رابطة العالم الإسلامي، 25-29 ديسمبر 2010.
- 32- محمد السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، 5 مارس 2008، (2008).

- 33- وليد الحيايلى، حوكمة الشركات و أثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، د ط، (عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2015).
- 34-قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، الدورة العشرين القرار الثالث، حكم التلاعب في سوق الأوراق المالية، 25-29 ديسمبر 2010.
- 35-قيصرالهيبي، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، ط1، (دمشق: دار رسلان، 2006).
- 35-أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب، محمد فؤاد عبد الباقي، قصي محب الدين الخطيب، ط1، (القاهرة: دار الريان للتراث، 1986)، ج 4.
- 36-أبو عبد الله، محمد بن إسماعيل البخاري الجعفي، صحيح البخاري، تحقيق مصطفى البغا، (د ط) ، (دمشق، بيروت: دار ابن كثير، اليمامة، د ت) ، ج 2.
- 37-أبي الحسين، مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، ج1، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي، ط1، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1991)، ج 1.
- 38-محمد يوباه، كي لا تدخل في حرب مع الله، الرابط الإلكتروني <https://books.google>.
- 39-أبي عبد الله، محمد بن يزيد القزويني ابن ماجه، سنن ابن ماجه، تحقيق بشار معروف، م 3، ط 1، (بيروت دار الجيل، 1998).
- 40-أبي بكر، أحمد بن الحسين بن علي البيهقي، السنن الكبرى، تحقيق محمد عبد القادر عطا، ط 3، (بيروت: دار الكتب العلمية، 2002)، ج 6.
- 41-محمد عمارنه، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة: دراسة مقارنة، د ط، (المنهل، 2014).
- 42- أشرف دوابه، الأسواق المالية الإسلامية، ط1، (اسطنبول: الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي-إيفي-، 2021)، 26.