

كفاءة الأسواق المالية من المنظور التقليدي والإسلامي (دراسة نظرية تحليلية)

GELENEKSEL VE İSLAMİ PERSPEKTİFİNDEN ETKİN FİNANSAL PİYASALAR (TEORİK VE ANALİTİK BİR ÇALIŞMA)

فاطيمة الزهرة لوكريز*

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة إبراز الجوانب التي تتميز بها الكفاءة في السوق المالية الإسلامية على نظيرتها التقليدية مع بيان ومعرفة الأحكام الشرعية المتعلقة بكفاءة هذه السوق ومدى مساهمتها في زيادة قدرة الأسواق المالية على تسعير الأوراق المالية بعدالة مع الإشارة إلى الآليات التي يمكن تطبيقها للحد من الممارسات التي قد تغير مسار السوق المالية الإسلامية وتعيق دورها الاقتصادي والاجتماعي. وللإجابة على الإشكالية وتحقيق أهداف البحث تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي المعزز بأسلوب الاستقراء و الاستنباط من خلال وصف وتحليل الإطار النظري للسوق المالي الكفؤ من المنظور التقليدي والإسلامي وعرض الأحكام الشرعية التي تحكم السوق الإسلامي وتنظمه لكي يكون أكثر كفاءة، و قد تم الوصول إلى مجموعة من النتائج أهمها: ضرورة توفير المعلومات الصحيحة لجميع المتعاملين بشكل دقيق وفي الوقت نفسه مما ينعكس على ظهورها بشكل سريع وعادل في أسعار الأوراق المالية وهذا يستلزم تحقيق مجموعة من المتطلبات وتطبيق العديد من الأحكام الشرعية وأوصت الدراسة بضرورة تكثيف وتوحيد الجهود سواء من الناحية الشرعية أو القانونية أو التقنية من أجل الوصول إلى سوق مالي إسلامي ذو كفاءة عالية.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي الإسلامي الكفؤ، المعلومات، متطلبات الكفاءة، أنواع الكفاءة، الكفاءة الشرعية.

Özet

Bu çalışma, İslami finans piyasasının verimliliğini, geleneksel piyasalarla karşılaştırmalı olarak incelemeyi, bu verimlilikle ilgili şer'i hükümlerin açıklanmasını ve İslami piyasaların menkul kıymetleri adil bir şekilde fiyatlandırma kabiliyetini artırmadaki rolünü ortaya koymayı amaçlamaktadır. Ayrıca, İslami finans piyasasının gidişatını değiştirebilecek ve ekonomik ve sosyal rolünü engelleyebilecek uygulamaları sınırlandırmak için uygulanabilecek mekanizmalar da tartışılmaktadır. Araştırmanın sorunsalına yanıt bulmak ve hedeflerine ulaşmak amacıyla, etkin finansal piyasa kavramının teorik çerçevesi geleneksel ve İslami perspektiften tanımlanmış ve analiz edilmiştir. Aynı zamanda, İslami piyasaları daha verimli hale getirmek için bu piyasaları yöneten şer'i hükümlere yer verilmiştir. Çalışmada, tümevarım ve tümdengelim yöntemleri ile desteklenen tanımlayıcı analitik bir yaklaşım benimsenmiştir. Elde edilen başlıca sonuçlardan biri, tüm piyasa katılımcılarına doğru bilgilerin eksiksiz, aynı anda ve zamanında sağlanması gerektiğidir. Bu, menkul kıymet fiyatlarına adil ve hızlı bir şekilde yansıtacak ve piyasaların şeffaflığını artıracaktır. Bu hedeflere ulaşmak için çeşitli gereksinimlerin yerine getirilmesi ve birçok şer'i hükmün uygulanması gerektiği sonucuna varılmıştır. Çalışma ayrıca, İslami finans piyasasının yüksek verimliliğe ulaşması için şer'i, hukuki ve teknik açıdan çabaların yoğunlaştırılması ve birleştirilmesi gerektiği yönünde önerilerde bulunmaktadır.

* Doktora Öğrencisi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi İslam İktisadı ve Hukuku, loukriz.fatima@std.izu.edu.tr, ORCID: 0009-0007-7388-5988.

Anahtar Kelimeler: Etkin İslami Finans Piyasası, Bilgiler, Yeterlilik Gereksinimleri, Yeterlilik Türleri, Şer'i Yeterlilik.

1. المقدمة

تمثل أسواق الأوراق المالية قاعدة رئيسية ومتطلب أساسي من متطلبات النمو الاقتصادي إذ لا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق، فهي الوسيلة الفعالة لتحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار، وبقدر كفاءة هذه الوظيفة وملائمة الأوراق المالية لحاجات السوق بقدر ما يكون تخصيص الموارد أكثر فعالية.

والاقتصاد الإسلامي كغيره من الاقتصاديات بحاجة لتفعيل دور الأسواق المالية خصوصا بعد تزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية، وحاجة هذه الأخيرة لمصادر تمويل، فكفاءة السوق المالية الإسلامية لها تأثير على المؤسسات الاقتصادية وعلى الاقتصاد ككل. لذلك وجب تحديد الاطار العام والنظري لكيفية تقييم أداء كفاءة السوق المالية الإسلامية سواء من حيث الأدوات التي يتم اصدارها وتداولها أو من حيث الضوابط والأحكام الشرعية التي تحكمها وضرورة التزام السوق المالي الإسلامي بها.

1.1. أهمية الدراسة

يستمد الموضوع أهميته من الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في عملية التنمية، والمساهمة الاقتصادية في تمويل الاقتصاد و إتاحة فرص للاستثمار و تحقيق عوائد مالية كما تبرز أهمية الموضوع في المكانة المهمة التي أصبح يحتلها سوق الأوراق المالية الإسلامية في العالم اليوم وخاصة بعد تعدد الأزمات المالية العالمية في السنوات الأخيرة ومنه تحديد مفهوم السوق الكفؤ من المنظور الإسلامي و ابراز الضوابط التي تحكمه مع ابراز أهم الفروقات بينه وبين الكفاءة من المنظور التقليدي موضوع ذو أهمية بالغة خاصة في ظل تطور الصناعة المالية الإسلامية و تطور منتجاتها.

2.1. إشكالية البحث

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي ، ويعتبر ايجاد السبيل الأمثل للتمويل تحدي كبير يواجه أي اقتصاد، وتمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية ومحركا للنمو الاقتصادي المعاصر من خلال ما توفره من مصادر التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية ولكي تقوم السوق المالية بدورها الفعال لابد أن تكون ذات كفاءة عالية ومنه لمعيار الكفاءة وزن مهم في أدبيات الأسواق المالية، ونظرا للاهتمام التي أصبحت تحظى به الصناعة المالية الإسلامية عموما والسوق المالية الإسلامية خصوصا تبرز لنا الإشكالية الرئيسية التالية: متى يمكن القول أن الأسواق المالية الإسلامية ذات كفاءة عالية وما لذي يميزها على نظيرتها التقليدية؟

تتفرع عن الإشكالية السابقة عدة تساؤلات فرعية نلخصها فيمايلي:

- ما المقصود بكفاءة السوق المالية وماهي خصائص هذا السوق ومميزاته؟
- هل كل ما يتعلق بالكفاءة في السوق المالي من مفاهيم وآليات يمكن أن ينطبق على السوق المالي الإسلامي؟

3.1. حدود البحث

يتحدد مجال هذا البحث في دراسة كفاءة السوق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية بتناول أبرز الجوانب النظرية التي تخص الموضوع سواء من حيث تحديد المفاهيم النظرية أو من حيث التطرق إلى الضوابط والآليات التي من شأنها أن تساهم في رفع وتحسين أداء كفاءة الأسواق المالية الإسلامية وكذا الآليات التي يمكن أن تحد من تشوه المسار الحقيقي لهذه السوق.

4.1. أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى بيان الخصائص المطلوب توفرها في السوق المالية الإسلامية لتكون قوية الكفاءة مع توضيح الضوابط والأحكام الشرعية التي تحكم السوق وكيف يمكن الحد من الممارسات للأخلاقية التي قد تعيق الدور الاقتصادي والاجتماعي لهذه السوق.

5.1. فرضيات البحث

يستند البحث إلى فرضية رئيسية مفادها أن الكفاءة في السوق المالي الإسلامي تكون أكثر قوة وفعالية إذا تم الالتزام وتطبيق الضوابط الشرعية التي تحكمه.

6.1. منهج البحث

للإجابة على إشكالية البحث ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي كأسلوب مناسب لإبراز مختلف المفاهيم المتعلقة بأدبيات الدراسة، وإعطاء صورة واضحة عن الموضوع وأبعاده المختلفة من خلال توضيح المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية من حيث الأنواع، المستويات والمتطلبات، والمنهج الاستقرائي لعرض الأحكام الشرعية التي تحكم السوق الإسلامي بشكل عام وبيان أثر الالتزام بها على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

7.1. الدراسات السابقة

- اينال، فوزي، أهمية الصناعة المالية الإسلامية في زيادة كفاءة الأسواق المالية، الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2020-2021. هدفت هذه الدراسة إلى إبراز الدور الكبير الذي تقدمه الصناعة المالية الإسلامية من أجل دعم كفاءة الأسواق المالية للقيام بوظائفها الاقتصادية، من خلال دراسة تجربة كفاءة السوق المالية الماليزية، ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر من أجل تفعيل وتنشيط سوقها المالية. خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن الصناعة المالية الإسلامية وما تتميز به من مبادئ يمكنها من رفع مستوى وكفاءة السوق المالية كونها تبتعد عن الغش والغرر والمجازفات الهدامة التي تؤثر سلبا على تخصيص أمثل للموارد ومنه وجود سوق مالية ملتزمة بضوابط الشريعة الإسلامية سينعكس حتما بالإيجاب على نشاطها وكفاءتها.

- عبدلي، حنان، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية، دراسة عينة من الأسواق الناشئة، الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2017-2018. هدفت الدراسة إلى إبراز الدور الذي تساهم به الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية، وتمثلت عينة الدراسة في السوق المالية الماليزية والإندونيسية ومؤشر داو جونز للدول الناشئة خلال الفترة 2010-2017، اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي في وصف وتحليل الإطار النظري والمنهج الاستقرائي لاختبار كفاءة مؤشرات الأسواق التقليدية والإسلامية، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن المؤشر المالي الإسلامي لكل من السوق المالية الماليزية والإندونيسية أقل تقلبا من نظيره التقليدي، وكلاهما يتصفان بالكفاءة.

- سلطان، مونية، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خبضر (بسكرة)، 2014/2015. من بين ما توصلت إليه هذه الدراسة هو أن لماليزيا سوقا مالية تقليدية وأخرى إسلامية يتم التعامل فيها بأدوات إسلامية وهي الصكوك، وتعتبر الأكثر تداولاً من غيرها من الأدوات التقليدية، كما خلصت الدراسة أن أهم المؤشرات التي تعرف بها درجة كفاءة السوق في ماليزيا هي الرملة السوقية وعدد الشركات المدرجة والسيولة وأن ماليزيا سوقها متطورة لكنها لا تتصف بالكفاءة التامة، بل تسعى جاهدة إليها لأن لها دورا كبيرا في الاقتصاد.

- كتاف، شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس (سطيف)، 2013-2014. تناولت الدراسة دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية، حيث خلصت الدراسة إلى أن إنشاء سوق مالية ذو كفاءة يرتبط بوجود الأدوات التي تنضبط بالضوابط الشرعية، إصدارا وتداولاً، كما تبين أيضا أن نجاح هذه السوق، وتطورها يعتمد اعتمادا وثيقا على الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، ومن خلال دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية، والإسلامية، فقد خلصت نتائج الدراسة أن السوق المالية الإسلامية ينبغي أن تلتزم بالضوابط الشرعية والأخلاقية لتكون أكثر كفاءة ونجاحا.

- بن اعمر، بن حاسين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع 2، 2012. هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في الدول النامية وتوضيح أساليب قياس فرضية السوق الكفاء وكذا أهمية ودور المعلومات في كفاءة السوق، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة

أسواق المال في كل من بورصة عمان، السعودية، تونس والمغرب في ضوء تلك الأدبيات باستعمال اختبارات الجذور الأحادية واختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في المدى الطويل.

- بن الضب، عبد الله، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها -دراسة قياسية بالبورصات العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) خلال الفترة 2001-2009، الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، (ورقلة)، 2010-2011. هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية وتكاملها في كل من الأردن والكويت ومصر والمغرب خلال الفترة 2001-2009، وخلصت الدراسة إلى أن الأسواق العربية الأربعة لا تتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف كما أن أسعار الأسهم في هذه الأسواق ترتبط مع بعضها البعض بصفة طردية وقوية مما يشير إلى إمكانية التكامل بين البورصات العربية.

8.1. الإضافة العلمية للدراسة

على الرغم من تعدد وتنوع الدراسات التي تناولت الكفاءة في السوق المالية عموماً والسوق الإسلامية خصوصاً إلا أن أغلب الدراسات اهتمت بدراسة كفاءة السوق المالية من خلال دراسة المؤشرات المالية مع التركيز على تجارب بعض الدول أو من خلال ربطها بالهندسة المالية الإسلامية إذ لم تحدد هذه الدراسات بدقة أوجه الاختلاف والتشابه بين مفهوم السوق الكفؤ من المنظور الإسلامي ونظيره التقليدي كما أنها لم توضح الآليات التي يمكن أن تحقق وترفع من كفاءة الأسواق المالية.

لذلك تأتي هذه الدراسة مكملة لما تم تناوله في الدراسات السابقة من خلال التطرق إلى الإطار النظري والتحليلي لكفاءة الأسواق المالية من المنظور التقليدي والإسلامي وبيان بالتفصيل أهم الفروقات بينهما مع بيان دور المبادئ والقيم الأخلاقية الإسلامية وعلاقتها بكفاءة الأسواق المالية وإبراز كيفية الوصول إلى سوق مالية إسلامية كفؤة منضبطة بشكل فعلي بضوابط الشرعية.

9.1. خطة البحث

اقتضى تحليل الإشكالية المحورية لهذه الدراسة، بعد المقدمة، أن يكون في محورين وخاتمة.

- كفاءة السوق المالية من منظور تقليدي.

- الكفاءة في السوق المالية الإسلامية.

2. كفاءة السوق المالية من منظور تقليدي

يرتبط مفهوم الكفاءة في السوق المالية بقدرة وسرعة السوق على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين، إذ أن المبدأ الذي تقوم عليه السوق الكفؤة، هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر الورقة المالية، ومن خلال هذا الجزء سنتعرف على مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية، خصائص ومقومات هذا السوق، وأهم أنواعه.

1.2. تعريف كفاءة السوق المالية وخصائصها

1.2.2. تعريف كفاءة السوق المالية

- لغة:

- **الكفاءة** هي المماثلة في القوة والشرف ومنه الكفاءة في العمل هي القدرة على العمل وحسن تصريفه، تكافؤ الشئان ويعني تماثلاً واستويا ويقال تكافؤ القوم وتكافؤات الفرص: تساوت أمام كل من يريد بها بكفايته¹.
- **السوق**: هي الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتعا... وفي الاقتصاد السوق الرسمية (البورصة، السوق المالية)².
- **المالية**: من تمول: نعى له مال، المال هي كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان³.
- **اصطلاحاً**: كفاءة سوق المال هي امتداد للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد والتي تعتبر أنه لا يوجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة⁴، وبذلك يكون مفهوم السوق تام الكفاءة.

¹ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مصر، مكتبة الشروق الدولية، ط4، 2004، ص: 791.

² المرجع نفسه، ص464-465.

³ المرجع نفسه، ص: 892.

وتتعدد التعريفات التي قدمت رؤية واسعة حول مفهوم الكفاءة ومنها:

- كفاءة السوق هو صفة السوق الذي تكون فيها أسعار الأدوات المالية تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين⁵.
- كفاءة الأسواق المالية يدور حول مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل تكلفة ممكنة للتبادل، على أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية⁶.
- يعتبر سوق المال سوق كفاء إذا كان سعر السهم يعكس كافة المعلومات المتاحة بسرعة ودقة⁷، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم أو في تحليلات التقارير عن أثر الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم⁸.

وفي ضوء ما سبق يمكن القول بأن كفاءة الأوراق المالية مرتبطة ببعدين أساسيين⁹: البعد الأول هو مدى استيعاب المتداولين في بورصات الأوراق المالية لكافة المعلومات المتاحة، البعد الثاني هو مدى سرعة استجابة المتداولين في بورصات الأوراق المالية، ورد فعلهم وتكيفهم مع هذه المعلومات. أي أن كفاءة سوق الأوراق المالية دالة في استيعاب هذا السوق للمعلومات المتاحة وسرعة الاستجابة لتلك المعلومات¹⁰. حيث أنه في ظل السوق الكفوة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية¹¹.

2.1.2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفوة

- وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء وهي¹².
- دقة وسرعة وصول المعلومات: تتميز بتزويد السوق للمتعاملين بالمعلومات الضرورية، والدقيقة في الوقت المناسب، سواء كانت معلومات عامة، أو خاصة.
 - العدالة والشفافية: حيث تكون هناك فرص متساوية لجميع المتعاملين فيها، سواء من حيث الوقت أو من حيث توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، مما يحد من عملية احتكار المعلومات.
 - السيولة: من أهم خصائص السوق الكفوة حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية، والمقصود بالسيولة هي إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون تحمل خسائر، ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة.
 - العقلانية: أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق¹³.
 - شمولية السوق وحيويته: تتحقق خاصية الشمولية في السوق المالي عندما يكون حجم التداول كبيرا، أما حيوية السوق فهو أن يكون الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، مع وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات التي تعتبر من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

2.2. أنواع الكفاءة في الأسواق المالية ومتطلباتها

1.2.2. أنواع الكفاءة في الأسواق المالية

يقسم المختصون السوق المالية الكفوة إلى قسمين رئيسيين هما:

⁴ الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية، (د.ط)، 2000، ص: 124.

⁵ وجدي، وديع أسامة، كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، مصر، المجلة العلمية للدراسات والبحوث التجارية، ع2، 2012، ص: 324.

⁶ الجارحي، معبد على، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، عمان، الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة البيت، 1989، ج 1، ص: 128.

⁷ مفتاح، صالح، معارفي، فريدة متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، الجزائر، مجلة الباحث، ع7، 2009-2010، ص: 182.

⁸ خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، (د.م)، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، ع27، مارس 2004، ص: 08-09.

⁹ هنيدي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، (د.ط)، 2007، ص: 489-490.

¹⁰ سنحون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر، الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2007/2008، ص: 36.

¹¹ آل شبيب، دريد، الجبوري، عبد الرحمن، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، الأردن، جامعة الزيتونة الأردنية، يومي 15 و16 مارس، 2005، ص: 07.

¹² بورقية، شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس (سطيف)، ع10، 2010، ص: 14.

¹³ قرياقص، رسمية، أسواق المال (أسواق رأس المال- المؤسسات)، مصر، الدار الجامعية، (د.ط)، 1999، ص: 180.

- الكفاءة الكاملة: يتصف السوق المالية بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس صورة كاملة، وصحيحة لكافة المعلومات المتاحة، والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، في ظل السوق الحرة التنافسية¹⁴. وهذا يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وأخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره¹⁵.
ولتحقيق هذا المفهوم ينبغي توفر مجموعة من الشروط مثل: عدم وجود قيود على التعامل، وجود عدد كبير من المتعاملين*...
- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل¹⁶.

2.2.2. متطلبات كفاءة الأسواق المالية

لتحقيق كفاءة الأسواق المالية هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب توافرها، من أهمها نذكر¹⁷:
- **كفاءة التشغيل**: وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية وتعني قدرة السوق على إيجاد التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية من العمولات، ودون وجود فرصة للمتعاملين وخاصة صناع السوق لتحقيق هوامش ربح غير اعتيادية.
- **كفاءة المعلومات**: وتسمى الكفاءة الخارجية أو كفاءة الأسعار وتعني اعتماد حركة الأسعار على المعلومات وليس على الإشاعات، ويتحقق ذلك من خلال حصول جميع المتعاملين على المعلومات الجديدة بسرعة وبدون تكاليف إضافية.
- **الكفاءة التخصيصية**: السوق الكفؤة هي التي بإمكانها التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات.
- **الكفاءة الهيكلية**: هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق فكلما زاد عدد المشاركين تنوعت الأوراق المالية وزاد عدد تداولها ومنه رفعت كفاءة السوق.
- **الكفاءة التنظيمية**: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالية من خلال توفر إطار تنظيمي واضح للسوق وكفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها مع توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.

3.2. مستويات الكفاءة في السوق المالية وعلاقتها بالمعلومات

من الملاحظ أن مفهوم كفاءة السوق المالية مرتبط ارتباط وثيق بالمعلومة ومن خلال هذا الجزء نحاول تحديد مستويات أو صيغ الكفاءة المالية وعلاقتها بالمعلومات.

1.3.2. مستويات الكفاءة في السوق المالية

إن من سمات السوق الكفؤة أن تعكس الأسعار المتداولة فيها وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، إلا أنه توجد ثلاثة مستويات (صيغ أو فرضيات) من كفاءة سوق الأوراق المالية هي: فرضية الصيغة الضعيفة، والمتوسطة وفرضية الصيغة القوية.

فرضية الصيغة الضعيفة: تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي وهو ما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، عديم الجدوى¹⁸.

¹⁴ أندراوس، عاطف وليد، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحولات الاقتصادية، الاسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، (د.ط)، 2005، ص: 56.

¹⁵ حنفي، عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مصر، الدار الجامعية، ط 2، 2003، ص: 185.

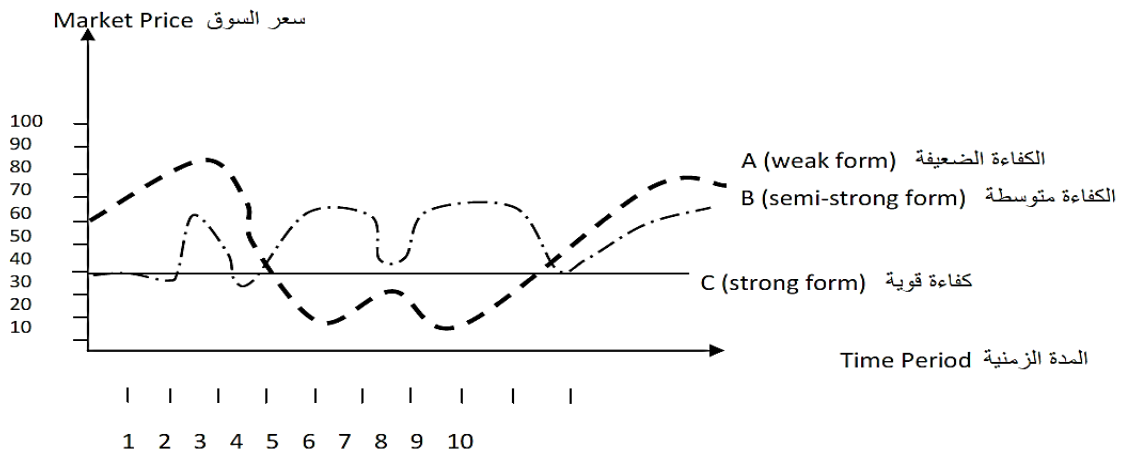
* لمزيد من التفاصيل أنظر: السبسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، مصر، عالم الكتب، (د.ط)، 2003، ص: 26، براق، محمد، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 4.

¹⁶ سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، ص: 77.
¹⁷ عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية، دراسة عينة من الأسواق الناشئة، ص: 137-138.

فرضية الصيغة المتوسطة (شبه قوي): طبقا لهذه الصيغة لا تقتصر المعلومات التي يعكسها السعر الحالي للسلع على المعلومات التاريخية فقط بل تمتد لتشمل المعلومات الحالية ذات التأثير على سعر السلع، مثل التقارير المالية الخاصة بالشركة، المؤشرات الاقتصادية العامة للدولة، وبما أن هذه المعلومات يمكن استخدامها من قبل كافة المتعاملين في الأسواق المالية فإن الاعتماد عليها عند الاستثمار في الأسهم يجب ألا يؤدي إلى تحقيق ربح استثنائي¹⁹.

فرضية الصيغة القوية: يكون السوق كفؤ عند هذا المستوى القوي إذا انعكست جميع المعلومات التاريخية (الفرضية الضعيفة) والمعلومات المتاحة (الفرضية المتوسطة) وأخيرا المعلومات الداخلية السرية (الفرضية القوية) في سعر السهم ويلاحظ في هذا المستوى من الكفاءة أن المعلومات الداخلية (السرية) ستؤثر في السهم، أي أن المستثمر حتى لو وصل بهذا النوع من المعلومات فلن يستطيع الاستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية في ظل السوق الكفوة القوية²⁰.

ويتضح من خلال الشكل الموالي (01) أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤا بالمستوى المتوسط أو شبه قوي لابد أن يكون كفؤا بالمستوى الضعيف أولا. ولكي يكون كفؤا بالمستوى القوي يجب أن يكون أولا كفؤا بالمستوى المتوسط والضعيف:



الشكل 1: العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاثة.²¹

المنحنى A يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك إلى المستوى الضعيف في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود تباين كبير بين سعر الورقة المالية السوقي وسعرها الحقيقي، في حين يكاد يكون الفرق بين السعر السوقي للورقة المالية وسعرها الحقيقي معدوماً في المنحنى C وهذا هو المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية.

2.3.2. علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تتم تجهيزها ولها معنى عند استخدامها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن توضح لمستخدمها شيئاً لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، وحتى

¹⁸ قط، سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، 2015-2016، ص: 58-59.
¹⁹ مطاوع، سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، المنصورة، مكتبة أم القرى، (د.ط)، 2001، ص: 372.
²⁰ شقري، نوري موسى، الزرقان، صالح طاهر، وآخرون، إدارة الاستثمار، عمان، دار المسيرة، ط1، 2012، ص: 104.
²¹ الدعيمي، كاظم عباس، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (د.م)، دار الصفاء، ط1، (د.ت)، ص: 28.

تؤدي المعلومة دورها، يجب أن تنتصف بالدقة الملائمة، حدوثها في الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية، أي نشر المعلومات بصفة دورية ثم العدالة، أي توفرها لجميع المستثمرين بشكل متساوي²².

1.2.3.2. مصادر المعلومات في السوق المالي

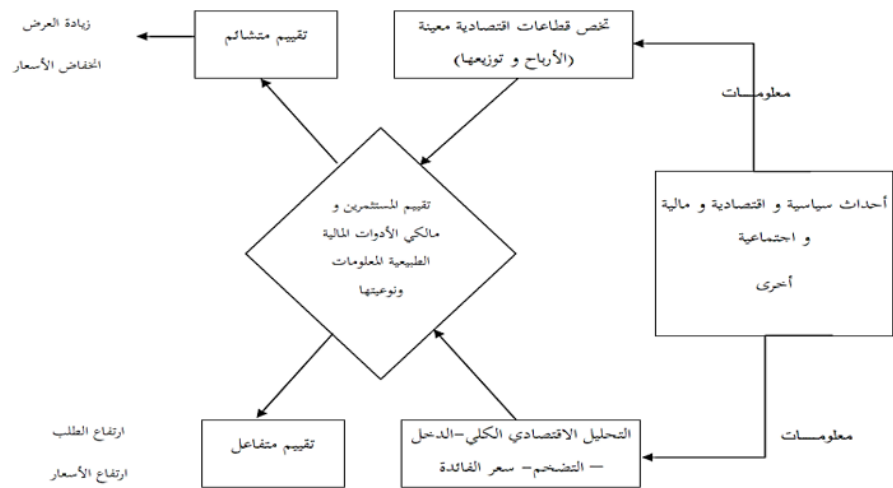
تأخذ المعلومات عدة أشكال أو أنواع وذلك بحسب مصادرهما، فقد تكون²³:

- معلومات وصفية أو تحليلية: المعلومات الوصفية هي تلك التي تقدم حقائق وتصف السلوك الاقتصادي والاستثماري في فترات سابقة عن السوق والوسائل الاستثمارية المختلفة. أما المعلومات التحليلية تقدم للمستثمر البيانات الجديدة والحالية وتتضمن التنبؤات نتيجة لربط الأحداث والتغيرات.
- معلومات اقتصادية عامة أو معلومات عن الصناعة والشركات: المعلومات الاقتصادية: تتعلق بالنظام الاقتصادي ككل وترتبط بالبيئة الخارجية للمحيط الاقتصادي. أما المعلومات الصناعية أو عن الشركة (قطاعية) فهي أكثر تفصيلاً فيما يتعلق بالصناعة والشركات التي تعمل في مجال هذه الصناعة أو نشاطها.

بالإضافة إلى معلومات أكثر دقة تتعلق بمعلومات عن أسعار الأوراق المالية في حد ذاتها مثل أعلى سعر أو أدنى سعر خلال الفترات السابقة، وتوزيعات الأرباح،...

2.2.3.2. دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية

يتضح دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية من خلال الشكل التالي:



الشكل 2: دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية²⁴.

يتضح من الشكل رقم (02) أن تقييم المستثمرين ومالكي الأدوات المالية للمعلومات يحدد نوعين من التقييم فحالة التقييم السلبي تعكس عدم جدوى الاستثمار بالأوراق المالية مما يؤدي إلى طرحها بكميات كبيرة الأمر الذي يؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية أما في حالة التقييم الإيجابي المتفائل فتعكس جدوى الاستثمار في هذه الأوراق مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها، ومنه فمعرفة المستثمرين بظروف السوق و البيئة الاقتصادية العامة يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية والفوائد المتوقعة استلامها.

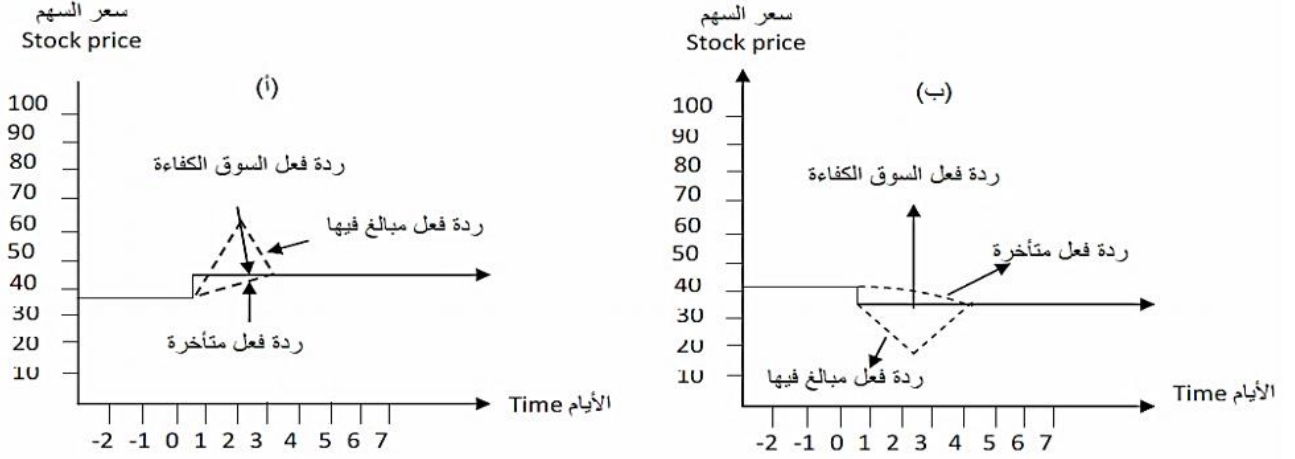
²² بوكساني، رشيد، معوقات أسواق المال العربية وسبيل تفعيلها، الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص: 99.

²³ عبيد، سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، القاهرة، مكتبة عين الشمس، (د.ط)، (د.ت)، ص: 130-131.

²⁴ قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة، 64.

3.2.3.2. ردة فعل السوق في ظل فرضية السوق الكفاءة

إن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الأوراق المالية تتوقف على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات هذا ما يترك أثرا على أسعار الأوراق المالية، إذ أن مدة بقاء فروقات ما بين السعر السوقي للسهم وقيمتها العادلة (القيمة الحقيقية) ترتبط تماما بمدة تحليل المعلومات وتفسيرها وفهمها، وهذه الحقيقة تؤثر في فرضية الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، وهذا ما يعكسه الشكل الموالي:



معلومات جيدة (تفاضلية) قبل وصلها إلى السوق وبعد وصلها

معلومات سيئة (تساؤمية) قبل وصول المعلومة وبعد وصلها

الشكل 3: ردة فعل السوق في ظل فرضية السوق الكفاءة.²⁵

من خلال الشكل رقم (03)، يتضح مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية بصيغها الثلاثة مع حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، حيث:

- في حال السوق كاملة الكفاءة: يوضح الجزء (أ) من الشكل أن سعر السهم كان في حدود (35) دولار وعند دخول معلومات جديدة للسوق تبعث على التفاؤل فتحدث استجابة السوق الكاملة الكفاءة مما يرفع السعر في نفس اللحظة الزمنية (نفس اليوم، $z=0$) بدون فاصل كما يظهره التغير العمودي لاتجاه المنحى نحو السعر (40) دولارا.

- في حال السوق ذات كفاءة اقتصادية: الاستجابة نأخذ نوعان هما:

- أولاً: بعد صدور المعلومات الجديدة والجيدة تقوم بيوت السمسرة بنقل المعلومات إلى عملائها مما يؤدي إلى تدفق أوامر الشراء لهذه الأسهم مما يرفع سعرها تدريجياً، كما هو موضح بالجزء الذي يمثل ردة فعل متأخرة إذ لا بد من انقضاء فترة زمنية أكثر من يوم من أجل تحليل المعلومات من طرف بيوت السمسرة وتحويلها إلى العملاء، مما ينعكس في شكل أوامر شراء توصل السهم إلى قيمته السوقية لتتساوى مع قيمته الحقيقية (أي بأخذ القيمة العادلة).

- ثانياً: عند وصول المعلومات لبيوت السمسرة قد تتبالغ في تحليلها وتفسيرها ثم تنقلها إلى العملاء مما يؤدي إلى تدفق أوامر الشراء لكن أكثر من الحالة السابقة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السهم إلى حوالي 55 دولار وبعد أن تبين أن المعلومات قد تم تحليلها بشكل مبالغ فيه تعود بيوت السمسرة بعد انقضاء يوم أو إثنين لتعطي المعلومات والتفسيرات الواقعية لعملائها مما يؤدي إلى تراجع حدة تدفق أوامر الشراء وظهور أوامر البيع الأمر الذي من شأنه أن يعيد تقييم السهم ليعود من سعر 55 دولار إلى سعر العادل (القيمة الحقيقية = القيمة السوقية) أي عند السعر 40 دولارا.

أما الجزء (ب) من الشكل فإنه يظهر العكس تماماً للجزء (أ) من نفس الشكل في حالة صدور معلومات تبعث على التشاؤم.

²⁵ حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار والخيارات)، ص: 211.

3. الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

المفهوم الإسلامي لكفاءة السوق المالية لا يتفق مع المفهوم التقليدي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دون حاسما في عملية تحريك الأموال²⁶، فالسرعة في تدفق المال السائل من المشاريع الأقل ربحية إلى تلك الأكثر ربحية، ليس كافي ولا يدل على الكفاءة مالم يحمل مسؤولية تضامنية اتجاه المجتمع.

1.3. تعريف السوق المالي الكفؤ من منظور الاقتصاد الإسلامي وخصائصه

1.1.3. تعريف السوق المالي الكفؤ من منظور الاقتصاد الإسلامي

يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية الكفؤة: هي تلك السوق التي تسمح بالتخصيص الأمثل للموارد المتاحة في ظل موجبات الشريعة الإسلامية، بحيث يكون لكل المستثمرين نفس المعلومات الكاملة عن مختلف أسعار الأسهم والصكوك الإسلامية، بحيث لا يمكن لأحدهم أن يحقق أرباحا غير اعتيادية على حساب الآخر²⁷.

ومن مفهوم الكفاءة في السوق المالية الإسلامية يختلف على المفهوم في السوق التقليدي من حيث التنظيمات التي تحكمه وكذا نوعية الأدوات التي يتم إصدارها وتداولها.

2.1.3. خصائص السوق المالية الإسلامية الكفؤة

مع الخصائص التي تم ذكرها سابقا للسوق المالي الكفؤ فيجب أن يتمتع السوق المالي الإسلامي بمجموعة من الخصائص الأخرى نذكر منها²⁸:

- تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجه تحركات الأسهم والصكوك.
- استناد القيمة السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لاتجاهات المضاربة البحتة، وتشجع الاستثمارات ذات الأجل الطويل.
- توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين حيث لا يكون اهتمامهم منحصرا على العائد النقدي المتوقع فقط، إنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم وتحقيق البعد الاجتماعي التضامني.

2.3. أنواع الكفاءة في السوق المالية الإسلامية ومتطلباتها

1.2.3. أنواع الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

إن تحقق الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في السوق المالية الإسلامية لا يعني أن السوق المالي كفؤ مالم تتحقق معه الكفاءة الشرعية، فالكفاءة والمصادقية الشرعية شرط ضروري سواء في ظل تحقق كفاءة كاملة أو كفاءة اقتصادية.

الكفاءة الشرعية: يقصد بالكفاءة الشرعية قدرة السوق على الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها²⁹، ولاختبار مدى تحقق الكفاءة الشرعية في السوق المالي الإسلامي يمكن:

- أولا تحديد معايير لقياس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت اتجاه مرتكبيها، أو المتسببين في حدوثها، بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو إنخفاض هذه المخالفات.

²⁶ تاج الدين، سيف الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، السعودية، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، معهد الاقتصاد الإسلامي، 1985، المجلد 3، ع 1، 1985، ص: 6.

²⁷ فيجل، عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية نموذجا، الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، (جامعة بسكرة)، 2014-2015، ص: 145.

²⁸ إنال، أهمية الصناعة المالية الإسلامية في زيادة كفاءة الأسواق المالية، ص: 72.

²⁹ نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، ص: 20، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني لموسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، www.iefpedia.com تم الاطلاع عليه بتاريخ 08.30.2023.

- ثانيا: الاعتماد على التكنولوجيا وذلك بتطوير مقياس رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية الموثقة في قطاعات السوق قياسا إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة.
- ومنه الكفاءة في السوق المالية الإسلامية تتحقق عندما تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة، وتكون في نفس الوقت تؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفؤ للموارد الاقتصادية، وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر في ظل ضوابط وأحكام شرعية يراعى فيها البعد الاقتصادي والاجتماعي.

2.2.3. متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

لتحقيق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية ينبغي توفر مجموعة من المقومات أو المتطلبات التي وان كانت لا تختلف عن متطلبات الكفاءة في السوق المالية عموما إلا أنها تتميز بأخذها بعين الاعتبار الجوانب الشرعية والأخلاقية التي نحاول تلخيصها فيما يأتي³⁰.

- **كفاءة المنتجات:** وتتجلى في تحريم التجارة بالمحرمات وأخذ الربا والقمار والميسر.
- وتسقط هذه الأمور على الأسواق المالية الإسلامية بتحريم السندات وغيرها من الأوراق التي تعتمد على الفوائد الربوية، وكذا الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة كالأسهم الممتازة، وأسهم البنوك الربوية والشركات التي تعمل في أنشطة محرمة وغير ذلك، فلا يتداول على مستوى الأسواق المالية الإسلامية إلا ما هو طيب ومباح شرعا.
- **كفاءة المعلومات:** وتتجلى في الحث على الصدق والبيان والسماحة، ويمكن في ظل الأسواق المالية الإسلامية تحقيق مستوى عال منها وذلك عبر إلزام الشركات بالإفصاح التام عن جميع المعلومات وتوفيرها، كما يمكن أن تكون هذه الأسواق في حد ذاتها منصة موثوقة لتجميع المعلومات وتوفيرها لمستعمليها من جميع الفئات، وأن تعمل على تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات إلى أقل ما يمكن.
- **كفاءة التشغيل:** وتتجلى في النهي عن الغرر والغش وبيع الشخص لما لا يملك وأن يبيع على بيع أخيه. وهذه من الأمور التي ينتفي معها البيع الصوري والمبهم، وهو المنتشر على مستوى الأسواق المالية التقليدية فنجد كثيرا من المعاملات ليس لها أساس مادي على أرض الواقع، فانتسعت الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي وكان لها باقي الأثر السلبي على استقرار اقتصاديات البلدان والاقتصاد العالمي بشكل عام.
- **كفاءة التسعير:** وتتجلى في النهي عن تلقي الركبان وعن بيع الحاضر للباد وعن الاحتكار، فهذه الأحكام تشير بضرورة ترك الأسواق تحدد السعر عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب، أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع. ويرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع.

3.3. مستويات الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية

- هذه الأقسام الأربعة من الكفاءة ستختلف من سوق مالي إسلامي إلى آخر، بالنظر لما قد يستطيع كل سوق تحقيقه من خلال الهيئات والنصوص القانونية والتشريعية التي تنظم سوقها ومدى تطور محيطها الاقتصادي والمالي، ومدى انفتاحها على محيطها العالمي، وهي كمايلي³¹:
- **المستوى الضعيف للكفاءة:** ويكون في حالة قدرة السوق على توفير منتجات مالية إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهي العنصر الأساسي لقيام السوق المالية الإسلامية، ولكنه يعجز على توفير المعلومات بشكل جيد وصادق حولها، وبالتالي فإن اتخاذ قرار الاستثمار في الأسواق المدرجة ضمن هذا المستوى، يكون ذا مخاطرة عالية.
 - **المستوى شبه الضعيف للكفاءة:** وفيه تستطيع السوق المالية الإسلامية تحقيق كفاءة المنتجات وكفاءة المعلومات لكنها تفشل في تحقيق كفاءة التشغيل، والتي يمكن أن تحدث أحيانا في ظل فشل الوسطاء وعدم قدرتهم على الجمع بين قوى العرض والطلب. وفي ظل هذا المستوى قد يواجه المستثمرون بعض الخسائر في حالة تأخر تنفيذ أوامرهم سواء بيع أو شراء الأوراق المالية الإسلامية المكونة لمحافظهم الاستثمارية.
 - **المستوى شبه القوي للكفاءة:** وفيه تستطيع السوق المالية الإسلامية تحقيق كفاءة المنتجات، وكفاءة المعلومات وكفاءة التشغيل، ولكنها تفشل في تحقيق كفاءة التسعير والتي تتجلى في عدم موافقة أسعار الأوراق المالية الإسلامية للمعلومات الموجودة عنها فإما أن يحدث مبالغة في رد فعل السوق فترتفع الأسعار بشكل مبالغ فيه ثم تعود تدريجيا، أو العكس بأن لا تعطى الأهمية المطلوبة فتتأخر

³⁰ عيجولي، خالد، متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية، الجزائر، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، جامعة بن زيان عاشور، الجلفة، ع (27) 2، ص: 9.

³¹ عجيلي، متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية، ص 12.

استجابة السوق في تحقيق السعر العادل المرتبطة بما يقابلها من معلومات، ويرجع هذا في كثير من الأحيان لضعف تحليل المعلومات الواردة للأسواق.

- **المستوى القوي للكفاءة:** وفي ظل هذا المستوى تتحقق الأقسام الأربعة من الكفاءة من كفاءة للمنتجات والمعلومات والتشغيل والتسعير، فتتوفر للمستثمرين أدوات مالية اسلامية موافقة لأحكام الشريعة، كما تتوفر لديهم جمع المعلومات المتعلقة منه الأدوات والمتعلقة بالشركات المصدرة لها وبالالاقتصاد المحلي والدولي دون تكلفة، كما تحقق لهم تنفيذ أوامرهم بشكل سريع ومباشر دون تكاليف للوساطة المالية بالإضافة إلى أن هذه الأسواق تتيح لهم سعرا عادلا لجمع الأوراق المدرجة بها.

من خلال ما تم عرضه سابقا يلخص الجدول التالي أهم الفروقات بين كفاءة السوق المالية من المنظور التقليدي والاسلامي:

الجدول 1: جدول للمقارنة بين كفاءة السوق المالية من المنظور التقليدي والاسلامي.³²

كفاءة السوق المالية من المنظور الاسلامي	كفاءة السوق المالية من المنظور التقليدي	من حيث المفهوم
هي تلك السوق التي تسمح بالتخصص الأمثل للموارد المتاحة في ظل موجبات الشريعة الإسلامية، بحيث يكون لكل المستثمرين نفس المعلومات الكاملة عن مختلف أسعار الأسهم والصكوك الإسلامية، بحيث لا يمكن لأحدهم أن يحقق أرباحا غير اعتيادية على حساب الآخر	هو مدي استيعاب المتداولين في بورصات الأوراق المالية لكافة المعلومات المتاحة، ومدى سرعة استجابتهم ورد فعلهم وتكيفهم مع هذه المعلومات مع عدم تحقيق أرباح غير اعتيادية	
دقة وسرعة المعلومات والشفافية، السبولة مع مراعاة الاستثمارات ذات الأجل الطويل المحققة للبعد الاقتصادي والاجتماعي.	دقة وسرعة المعلومات، والشفافية، السبولة،	الخصائص
كفاءة المنتجات: وتتجلى في تحريم التجارة بالمحرمات وأخذ الربا والقمار والميسر. كفاءة التشغيل: وتتجلى في النهي عن الغرر والغش وبيع الشخص لما لا يملك وأن يبيع على بيع أخيه. كفاءة المعلومات: وتتجلى في الحث على الصدق والبيان والسماحة. كفاءة التسعير: وتتجلى في النهي عن تلقي الركبان وعن بيع الحاضر للباد وعن الاحتكار. الكفاءة التخصيصية، الكفاءة الهيكلية، الكفاءة التنظيمية ضمن التشريعات والضوابط الشرعية الاسلامية.	كفاءة المنتجات: كل المنتجات والعقود مباحة كفاءة التشغيل: قدرة السوق على ايجاد التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية من العمولات. كفاءة المعلومات، كفاءة الأسعار: وتعني اعتماد حركة الأسعار على المعلومات وليس على الإشاعات. الكفاءة التخصيصية: التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة. الكفاءة الهيكلية: هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق الكفاءة التنظيمية: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالية من خلال توفر إطار تنظيمي واضح للسوق وكفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها مع توفر التقنيات الحديثة.	متطلبات ومقومات السوق المالي الكفؤ
الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية مع ضرورة تحقق الكفاءة الشرعية.	الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.	الأنواع
تتحدد على أساس توفر منتجات مالية اسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية ومدى توفر متطلبات السوق المالي الاسلامي الكفؤ (كفاءة المنتجات والتشغيل).	ترتبط مستويات الكفاءة في السوق المالي التقليدي ارتباط وثيق بدرجة توفر المعلومات وكيفية تأثيرها على الأسعار.	المستويات

³² من إعداد الباحثة

4.3. الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق المالية الإسلامية

تقسم الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق إلى أربع مجموعات رئيسية نلخصها في الشكل التالي³³:

1.4.3. الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق المالية الإسلامية

أحكام تهدف إلى توفير الحرية للمشاركين في السوق	أحكام تسعى إلى توفير المعلومات السليمة للمتعاملين في السوق	أحكام تهدف إلى الحد من التلاعب بألية السوق	أحكام تساهم في منح القوة والعمق للسوق
الأصل في المعاملات الحل الرضا: رضا المتعاقدين أساساً لسلامة المعاملات بيان العيوب وعدم كتمها.	الصدق و الأمانة. تحريم الغش ، النهي عن الفرر في جميع التعاملات تحريم عقود المشتقات، وعقود الخيارات، وعقود المستقبلات، والبيع بالهامش، والبيع على المكشوف.	تحريم الاحتكار الحد من الممارسات للتأثير على الأسعار بطريقة غير مشروعة مثل الإشاعات، وعقد الصفقات الوهمية	فريضة الزكاة تحريم الربا تحريم الاكتناز

الشكل 4: ردة فعل السوق في ظل فرضية السوق الكفاءة³⁴.

2.4.3. آليات الحد من الممارسات المؤثرة على الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية

على الرغم من وجود الأحكام الشرعية للسوق، والقادرة على تحقيق الكفاءة بشكل عام، وإفراز السعر العادل الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية بشكل خاص، إلا أنه قد تقع بعض المخالفات التي تؤثر على كفاءة السوق سلباً.

الرقابة الذاتية عند المتعاملين	تطبيق نظام الحسية ولذا استوجب الأمر وجود آليات للحد من تلك الممارسات، نلخصها في الشكل التالي:1	وجود هيئة رقابة شرعية:
- وتعني تحلي المتعاملون بالصدق والأمانة واستشعار المسلم رقابة الله عليه، - يمكن تطبيقها من خلال التوعية وعقد الدورات والندوات للمتعاملين، وبيان أثر الغش والاحتكار وغيرها من السلوكات على السوق المالي مما قد يسبب أزمات مالية.	الرقابة الذاتية لا تكفي فلا بد من وجود نظام الحسية. تتمثل وظيفة المحتسب في: - يتابع تطبيق جملة الأحكام التي تضبط السوق (منع الاحتكار والغش والتدليس..)، وإيقاع العقوبات عند وقوع المخالفات.	تقوم هيئة الرقابة الشرعية ب: - مراجعة العقود من الجانب الشرعي للتأكد من خلوها من المخالفات الشرعية، - التأكد من تنفيذ تلك العقود، ومراجعة العقود بعد تنفيذها للتأكد من سلامتها الشرعية.

الشكل 5: آليات الحد من الممارسات المؤثرة على الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية³⁵.

ارتبط مفهوم الكفاءة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية الأساسية المتمثلة في كيفية تخصيص الموارد المحدودة، طور صياغة هذا المفهوم الاقتصادي "ألفريد باريتو" وأصبح يعرف "بأمثلية باريتو" الذي بين كيفية التخصيص الكفؤ للموارد دون التركيز على قضية العدالة في توزيعها*.

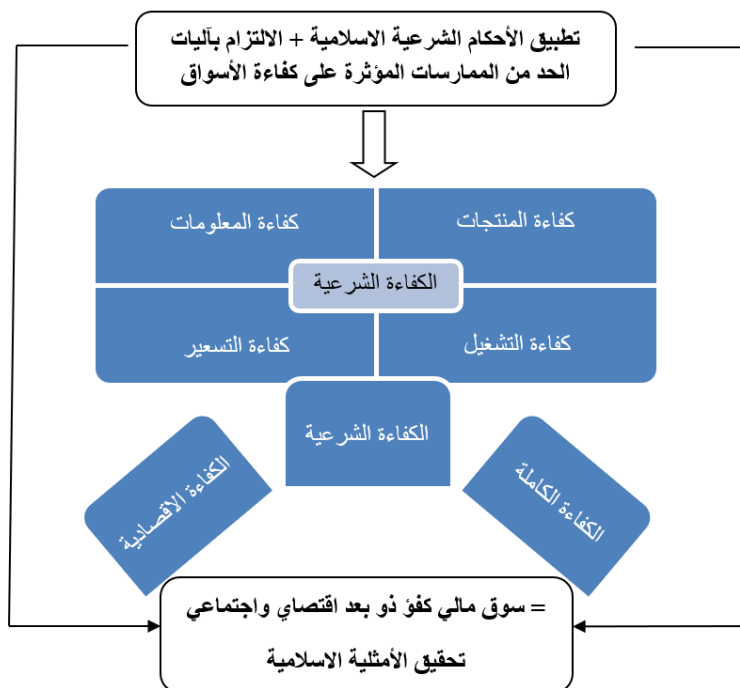
³³ من اعداد الباحثة بالاعتماد على: بني عيسى، محمد محمود، البدارين، عبد الله محمد، كفاءة الأسواق المالية الإسلامية، الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 6، ع2، 2019، ص:128.

³⁴ من إعداد الباحثة

³⁵ من إعداد الباحثة

* لتفاصيل أكثر أنظر العمرابي، حنان، الكفاءة الاقتصادية كأساس لتطوير المنتجات، الجزائر مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، ع6، ديسمبر 2016 .

ان الشكل الموالي يعكس لنا الكفاءة في السوق المالية الاسلامية في إطار الأمتلية الاسلامية التي تتحقق بالالتزام بالضوابط الشرعية وتحقق مقاصد الشريعة الاسلامية، حيث أن السوق المالي الكفو يراعي التوفيق بين المصلحة الخاصة والمصلحة الاجتماعية، وهذا ما يؤدي إلى مشاركة فعالة في النشاط الاقتصادي:



الشكل 5: الكفاءة في السوق المالية الاسلامية.³⁶

4. النتائج

إن الأسواق المالية الإسلامية ورغم حداثة نشأتها قد استطاعت أن تجلب الكثير من الاهتمام إما على مستوى العالم الإسلامي أو الغربي وذلك لما تشتمل عليه أحكام المعاملات المالية من حكم بالغة لها من الآثار الايجابية والمناحي الدنيوية والأخروية للمسلمين خاصة، ولل بشرية عامة، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة مايلي:

- يرتبط مفهوم السوق المالي الكفو في السوق المالية الاسلامية بالتخصيص الأمثل للموارد المتاحة مع مراعاة البعد الاقتصادي والاجتماعي.

- في ظل الأسواق المالية الإسلامية فإن هذه الكفاءة ترتبط بتوفر أربع مقومات رئيسية هي كفاءة المنتجات وكفاءة المعلومات وكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير التي في مجملها تحقق مطلب الكفاءة الشرعية للسوق المالية الاسلامية.

- في حال استطاع المشرفون على هذه الأسواق تحقيق مستويات عالية منها فإن ذلك سوف يسهم في تحقيق كفاءة عالية لهذه الأسواق، والتي تتموضع ضمن مستويات أربعة هي المستوى الضعيف وشبه الضعيف وشبه القوي والقوي.

- هناك أحكام شرعية متعلقة بالسوق المالية الاسلامية: أحكام تهدف الى توفير الحرية للمشاركين في السوق، أحكام تهدف الى الحد من التلاعب بألية السوق، أحكام تهدف الى منح القوة والعمق في السوق، أحكام تسعى الى توفير المعلومات السليمة للمتعاملين في السوق.

- للحد من الممارسات المؤثرة على كفاءة الأسواق المالية الاسلامية هناك مجموعة من الآليات: الرقابة الذاتية عن المتعاملين، تطبيق نظام الحسبة، وجود هيئة رقابة شرعية.

استنادا الى النتائج السابقة، توصي الدراسة بمايلي:

³⁶ من إعداد الباحثة

- توفير الإطار الشرعي والقانوني الذي يحكم نظام تداول المعلومات والأدوات وكل ما يتعلق بتنظيم السوق المالية الإسلامية ويسهم في كفاءتها.
- تطوير وتكثيف الجهود سواء من الناحية التقنية أو التنظيمية من أجل توفير المعلومات الكافية والصحيحة بسرعة وفي نفس الوقت وبأقل التكاليف.

5. المصادر

- آل شبيب، دريد، الجبوري، عبد الرحمن، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، الأردن، جامعة الزيتونة الأردنية، ، يومي 15 و16 مارس، 2005.
- الجارحي، معبد على، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، عمان، الإدارة المالية في الإسلام، مؤسسة البيت، 1989، ج 1، ص: 128.
- الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية، (د.ط.)، 2000.
- الدعيمي، كاظم عباس، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (د.م.)، دار الصفاء، ط1 (د.ت).
- العمراوي، حنان، الكفاءة الاقتصادية كأساس لتطوير المنتجات، الجزائر، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، 6ع، ديسمبر 2016.
- السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، مصر، عالم الكتب (د.ط.)، 2003.
- كتاف، شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس (سطيف)، 2013-2014.
- أندراوس، عاطف وليد، السياسة المالية وأسواق الأورق المالية خلال فترة التحولات الاقتصادية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، (د.ط.)، 2005.
- إينال، فوزي، أهمية الصناعة المالية الإسلامية في زيادة كفاءة الأسواق المالية، الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2020-2021.
- براق، محمد، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
- بن اممر، بن حاسين، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع 2، 2012.
- بن الضب، عبد الله، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها -دراسة قياسية بالبورصات العربية (الأردن، الكويت، المغرب، مصر) خلال الفترة 2001-2009، الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، (ورقلة)، 2010-2011.
- بني عيسى، محمد محمود، البدارين، عبد الله محمد، كفاءة الأسواق المالية الإسلامية، الأردن، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 6، ع2، 2019.
- بورقية، شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس (سطيف)، ع10، 2010.

- بوكساني، رشيد، معوقات أسواق المال العربية وسبيل تفعيلها، الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- تاج الدين، سيف الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، السعودية، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، معهد الاقتصاد الإسلامي، 1985، المجلد 3، ع 1، 1985.
- حنفي، عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مصر، الدار الجامعية، ط 2، 2003.
- سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر تونس والجزائر، الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- شكري، نوري موسى، الزرقان، صالح طاهر، وآخرون، إدارة الاستثمار، عمان، دار المسيرة، ط1، 2012.
- عبدلي، حنان، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية، دراسة عينة من الأسواق الناشئة، الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2018-2017.
- عبيد، سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، القاهرة، مكتبة عين الشمس، (د.ط)، (د.ت).
- عيجولي، خالد، متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية، الجزائر، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، جامعة بن زيان عاشور ، الجلفة، ع (27) 2.
- فيجل، عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية نموذجاً، الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، (جامعة بسكرة) ، 2014-2015.
- قرياقص، رسمية، أسواق المال (أسواق رأس المال- المؤسسات) ، مصر ،الدار الجامعية،(د.ط)، 1999.
- قط، سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة-، الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر (بسكرة) ، 2015-2016.
- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مصر، مكتبة الشروق الدولية، ط 4، 2004.
- مطوع، سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، المنصورة، مكتبة أم القرى، (د.ط)، 2001.
- مفتاح، صالح، معارفي، فريدة متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، الجزائر، مجلة الباحث، ع7، 2009-2010.
- خضر، حسان، تحليل الأسواق المالية، (د.م)، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، ع27، مارس 2004.
- نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، ص: 20، بحث متوفر على الموقع الإلكتروني لموسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، www.iefpedia.com تم الاطلاع عليه بتاريخ 2023.08.30.
- هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، (د.ت)، 2007.
- وجدي، وديع أسامة، كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، مصر، المجلة العلمية للدراسات والبحوث التجارية، ع2، 2012.