كفاءة الأسواق المالية الإسلامية

محمد محمود بني عيسى[1]، عبدالله محمد البدارين[2]

ملخص

هدفت الدراسة إلى البحث في أثر الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق في كفاءة الأسواق المالية، ومدى مساهمتها في زيادة قدرة الأسواق المالية على تسعير الأوراق المالية بعدالة. وقد تبين وجود الكثير من الأحكام الشرعية التي تضبط هيكل السوق، وتترك آلية السوق تحدد الأسعار من خلال العرض والطلب. وبينت الدراسة وجود مجموعة من الأحكام تهدف إلى ضمان الحرية للمشاركين في السوق، ومجموعة تهدف إلى توفير المعلومات السليمة للمتعاملين في السوق، ومجموعة تهدف إلى وضع حد لتلاعب أو تحكم أي طرف بآلية السوق، ومجموعة تهدف إلى منح الاتساع والعمق للسوق. وقد تبين أن هذه الأحكام تعالج الكثير من أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية، من خلال إعطاء أهمية كبيرة لتوفير المعلومات الصحيحة لجميع المتعاملين بشكل دقيق وشامل، وتوفيرها في الوقت ذاته للجميع، مما يعني ظهورها بشكل سريع وعادل في أسعار الأوراق المالية. كما بينت أهمية الرقابة الذاتية للمتعاملين إلى جانب أهمية رقابة الجهات المسؤولة عن الأسواق المالية.

الكلمات الدالة: الأسواق المالية الإسلامية، الكفاءة، المعلومات، الأحكام الشرعية، التسعير العادل.

المقدمة

تعدّ الأسواق المالية إحدى وسائل جذب المدخرات وتعبئتها في قنوات الاستثمار المختلفة، وأصبحت مرآة لكشف حقيقة اقتصاد أي بلد؛ فتدل على النمو الاقتصادي، وسير النشاط التجاري، وأداة رقابة على أداء الشركات، إذ تعمل على تخصيص الموارد بصورة أفضل، وتوجيه الاستثمار الوجهة الصحيحة، وتعطي المتعاملين في السوق مرونة الانتقال من الاستثمار في شركة إلى شركة أخرى أفضل، وتيسّر عملية تسييل الأموال، ولكي تقوم الأسواق بهذه المهمات ذات الأهمية الكبيرة لا بد أن تكون ذات كفاءة عالية، ولذا جاءت هذه الدراسة للكشف عن كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

تنبع أهمية الدراسة من أن الأسواق المالية الإسلامية تفتقر إلى مثل هذه الدراسة خاصة باللغة العربية، الأمر الذي يسهل على الباحثين الاستفادة منها، كما أنها ستكشف عن الضوابط الشرعية التي تجعل الأسواق تتمتع بكفاءة عالية للقيام بالمهمات التي تعمل لتحقيقها، وهذا ذو أهمية كبيرة لصانعي القرار، وهيئات الأسواق المالية للتوجه إلى تطبيق هذه الضوابط على الأسواق المالية، أو توجيه الاستثمار إلى الأسواق ذات الكفاءة العالية، أما المدخرون فإنهم شديدو الحرص على استثمار مدخراتهم في أسواق كفؤة، تساعدهم في اتخاذ قراراتهم لتعظيم أرباحهم، أو تقليل خسائرهم، كما أن الأسواق الكفؤة تساعد في كشف حقيقة المؤسسات المدرجة أوراقها المالية فيها.

تتمثل مشكلة الدراسة في الأسئلة التالية: ما المقصود بكفاءة السوق المالي؟ ما الخصائص المطلوب توفرها في السوق المالية لتكون قوية الكفاءة؟ ما أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية؟ وما الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق؟ وما أثر الالتزام بتلك الأحكام على كفاءة الأسواق المالية؟ وبناءا على ذلك فإن الدراسة تقوم على الفرضية التالية: الأسواق المالية الإسلامية أكثر كفاءة من الأسواق المالية التقليدية.

تهدف الدراسة إلى بيان الخصائص المطلوب توفرها في السوق المالية لتكون قوية الكفاءة، وتوضيح أهم أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية، وتقصي الأحكام الشرعية المتعلقة بالأسواق، وبيان دور هذه الأحكام في التأثير على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

ولتحقيق أهداف الدراسة فقد اعتمدت على المنهج الوصفي في بيان كفاءة الأسواق المالية من حيث المفهوم، والأنواع والمستويات

1. أستاذ مشارك، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك
2. أستاذ مساعد، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك
✉ m.b.eisa@yu.edu.jo

تاريخ استلام البحث 2017/10/17 وتاريخ قبوله 2018/3/15

© 2019 عمادة البحث العلمي / الجامعة الأردنية. جميع الحقوق محفوظة.

والمتطلبات، والمنهج الاستقرائي في تتبع الأحكام الشرعية التي تحكم السوق بشكل عام، وتجميعها وتصنيفها لبيان أثر الالتزام بها على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

من خلال مراجعة الأدبيات السابقة للدراسة، يلاحظ أن جُل الدراسات اعتمدت على النماذج القياسية لتقدير كفاءة سوق مالي معين عند مستوى كفاءة معين، أو مناقشة أثر الأخلاق على كفاءة السوق المالي. بينما اتخذت هذه الدراسة منهجا وصفيا لتحديد الأثر المتوقع للأحكام الشرعية التي تضبط هيكل السوق الإسلامي على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

تتكون الدراسة من جزأين؛ الجزء الأول: كفاءة الأسواق المالية، ويتكون من أربعة فروع؛ مفهوم كفاءة الأسواق المالية، البيانات والمعلومات في الأسواق المالية، أنواع الكفاءة في الأسواق المالية، فرضيات السوق الكفوء. أما الجزء الثاني: الكفاءة المتوقعة للأسواق المالية الإسلامية، فيتكون من أربعة فروع؛ خصائص السوق المالي الكفؤة، الأحكام الشريعة المتعلقة بالسوق وأثر الالتزام بها على كفاءة السوق المالي، وآليات الحد من الممارسات المؤثرة الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية.

2. الدراسات السابقة

من خلال البحث في المكتبات وقواعد البيانات المتاحة تبين عدم وجود دراسات تناولت هذا الموضوع باللغة العربية، وقد كان هناك عدد لا بأس به من الدراسات المتنوعة باللغة الانجليزية التي تناولت جوانب مختلفة من موضوع كفاءة الأسواق المالية الإسلامية، ويلاحظ تركيز أدبيات دراسة الأسواق المالية الإسلامية على ثلاثة جوانب: تمثل الجانب الأول في تفوق كفاءة أسواق الأسهم الإسلامية على أسواق الأسهم التقليدية من حيث الأداء، وتمثل الجانب الثاني في دراسة الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية، أما الجانب الثالث فتمثل في دراسة أثر المضاربة المفرطة على الأسواق المالية (Kia, 2015).

وفي هذا الجانب حلل Wilson (1997) مؤشرات الأسهم الإسلامية كمنتجات وفرص استثمارية تحكمها المبادئ الأخلاقية التي وضعها الإسلام، وقد بينت الدراسة أن مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية تؤدي أداء جيدا مقارنة مع مؤشرات الأسواق المالية التقليدية.

وقارن Hussein & Omran (2005) بين أداء مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) وأداء مؤشر داو جونز للأسهم التقليدية Dow Jones Index (DJI). وقد تبين ضعف أداء مؤشر السوق الإسلامي في حالة السوق المرتفعة أو المتوقع ارتفاعها، وارتفاع أدائها في حالة السوق المنخفضة أو المتوقع انخفاضها.

ودرس Guyot (2011) كفاءة مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية، وخلص إلى أن مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية تتسم بالكفاءة على الصعيد العالمي كمؤشرات تقليدية، وتحقق مجالا واسعا لتنويع محافظ المستثمرين، كما بين أن مؤشر داو جونز الإسلامي يظهر مستويات أعلى من الكفاءة المعلوماتية مقارنة مع مؤشر داو جونز التقليدي.

أما دراسة Obaidullah (2011) فقد هدفت إلى بيان أثر المعايير الأخلاقية الإسلامية على كفاءة الأسواق المالية، وقد ناقش الباحث أثر تخلص التعاملات الإسلامية من الربا والغرر والجهالة والاحتكار والغبن والنجاسة على كفاءة الأسواق الإسلامية. وقد خلص الباحث إلى أن السوق المالية الإسلامية لن تكون أقل كفاءة من السوق المالية التقليدية، ولن يؤثر تطبيق المعايير الأخلاقية الإسلامية على كفاءة الأسواق المالية، ويرى أن تطبيقها يدعم مستوى الكفاءة.

أما دراسة Tuna & Uysal (2015) فقد هدفت إلى قياس كفاءة الأسهم الإسلامية في تركيا، وذلك من خلال استخدام مؤشر المشاركة الذي يمثل الأسهم الإسلامية في تركيا، وقد اعتمدت الدراسة على التحليل الإحصائي باستخدام اختبار ديك فولر واختبار لومسدين-بابيل واختبار كاربون- سيلفستر اعتمادا على بيانات الأسعار اليومية، وقد توصلت الدراسة إلى ضعف كفاءة السوق المالية الإسلامية في تركيا.

كما ناقش Tag El-Din (1996) المفهوم التقليدي لكفاءة السوق في ضوء نظريات كينز وهيكس وساموبلسون، حيث اقترح عدة شروط لتحقيق الكفاءة التشغيلية والإعلامية، كما بين أن الانتشار الكبير للمضاربة في الأسواق المالية التقليدية يلحق الضرر بكفاءة تلك الأسواق، وبين الحاجة لوجود أسواق مالية لها معايير تنظيمية ترفع درجة المنافسة والفعالية، وهذا الأمر يتحقق من خلال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، والتي تضمن تلقائيا استقرار وكفاءة الأسواق المالية مستقرة.

3. كفاءة الأسواق المالية

نقدم في هذا الجزء صورة متكاملة عن كفاءة الأسواق المالية التقليدية، وتوضيح مفهوم الكفاءة في اللغة والاصطلاح، والمعلومات في الأسواق المالية وأثرها على كفاءة تلك الأسواق، ومن ثم عرض أهم أنواع الكفاءة في الأسواق المالية، وفرضيات كفاءتها.

1. 3 مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

1. 1. 3 المعنى في اللغة:

الكفاءة: الكاف والفاء والحرف المعتل أصل صحيح، يدل على الحسب الذي لا مستزاد فيه، والتكافؤ تعني التساوي (ابن فارس، 1979م)، والكُفء تعني النظير والمساوي، والتكافؤ تعني الاستواء (ابن منظور، 1414هـ)، الكفاءة: هو كون الزوج نظير للزوجة (الجرجاني، 1983م).

أما الأسواق: فمفردها سوق يجوز فيها التذكير والتأنيث؛ السين والواو والقاف أصل واحد، وهو حدود الشيء. يقال: ساقه يسوقه سوقا، ويقال سقت إلى امرأتي صداقها، وأسقته، والسوق مشتقة من هذا (ابن فارس، 1979). والسوق موضع البياعات، وسميت السوق لأن التجارة تجلب إليها وتساقد المبيعات نحوها (ابن منظور، 1414هـ).

المالية: الميم والواو واللام كلمة واحدة، ويقال تموّل الرجل تعني أنه اتخذ مالا، ومال يمال تعني أن ماله قد كثُر (ابن فارس، 1979) والمال هو ما ملكته من كل شيء (الفيروزآبادي، 2005م).

2. 1. 3 المعنى في الاصطلاح:

يُعد Fama (1970) أول من بحث موضوع كفاءة الأسواق المالية، حيث عرف كفاءة الأسواق المالية بأنها قدرة السوق على عكس جميع المعلومات المتاحة على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل. وهذا يعني أن السوق المالي الكفؤ هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، ويكون العائد المتوقع عند شراء وبيع الأوراق المالية هو العائد عند التوازن (Bodie et al. 2008).

وتعرف كفاءة الأسواق المالية كذلك على أنها استجابة أسعار الأوراق المالية بسرعة وبدون تحيز، للبيانات والمعلومات الجديدة المتاحة للمتعاملين، أو هي مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والبيانات المتوفرة لدى جمهور المتعاملين (آل شبيب، 2012). وهذا يعني أن السوق المالي يتمتع بمرونة مرتفعة، بحيث تستجيب أسعار الأوراق المالية وبسرعة نتيجة التغير في المعلومات المتدفقة إلى السوق وبعدالة وتحليل تلك المعلومات، مما يؤدي إلى المساواة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية.

فالكفاءة تمثل قدرة السوق في عكس أي معلومات جديدة عن الأوراق المالية على أسعار تلك الأوراق، مما يعني قدرة السوق على تقييم الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية (السعر العادل). لذلك تسمى كفاءة التسعير أو الكفاءة المعلوماتية، أو الكفاءة السوقية.

ويعرف السعر العادل للورقة المالية بأنه السعر الذي يعكس كافة المعلومات المتوفرة عن الورقة المالية، وتتساوى عليه القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقة (آل شبيب، 2012). ومن هنا تحضى القيمة السوقية لأسعار الأوراق المالية بأهمية كبيرة؛ لأنها تمنع تحويل السوق المالي إلى وسيلة لنقل الأموال والعوائد من مستثمر لآخر دون عدالة، وتحول دون تركز الثروة بيد فئة قليلة من المجتمع بدلا من دعم ثروة المجتمع ككل. كما توجد عوامل أخرى تؤثر في القيمة السوقية للورقة المالية؛ كسعر الفائدة، والمضاربات في السوق المالي، والاحتكار، والحالة النفسية للمتعاملين في الأسواق المالية التي تؤثر في قوى العرض والطلب.

ومن جانبٍ آخر يرى جينسن Jensen (1978) أن كفاءة الأسواق المالية تتطلب عدم وجود هيمنة على السوق من أي طرف؛ أي أنه من الصعب تحقيق أرباح غير اعتيادية، وتتطلب كذلك وجود مقياس احتمالي مكافئ يجعل عملية تسعير الأصول خاضعة لعملية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية؛ أي أن السوق المالي الكفؤ تتلاشى فيه فرص تحقيق الأرباح غير الاعتيادية من خلال المتاجرة بالمعلومات، وتكون تكاليف إجراء الصفقات قريبة جدا من الصفر(Jarrow & Larsson, 2011). ومن هنا يظهر تركيز المفاهيم السابقة على كيفية تصرف المتعاملين والجهات المُصدرة مع المعلومات، فالسوق المالي الكفؤ لا تهمل فيه المعلومات ولا يُساء استخدامها (Rose & Marquis, 2006).

ومن خلال مراجعة التعريفات السابقة لكفاءة الأسواق المالية يلاحظ أنها ركزت على ما يلي:

1. توفير المعلومات المجانية في السوق المالي بمختلف مستوياتها ولجميع المتعاملين من حيث الكم والنوعية والتوقيت، وعدم وجود احتكار لتلك المعلومات.
2. تتمثل المرونة المرتفعة للسوق المالي بقدرته على إظهار أية معلومات جديدة تتعلق بأي ورقة مالية، مما ينعكس على السعر السوقي لتلك الورقة.
3. تساوي القيمة السوقية الورقة المالية مع قيمتها الحقيقية في السوق المالي، والتي تتحدد في ضوء المعطيات الموضوعية التي تشمل: قيمة حقوق الملكية (الفرق بين الموجودات والمطلوبات)، ونسبة الأرباح الموزعة، وكفاءة الإدارة من خلال: تقييم نسب الربحية، والسيولة، وكفاءة التشغيل، وغيرها من البيانات.
4. عدم وجود فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية، من خلال استغلال الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

ويرى الباحثان أن التعريف المناسب لكفاءة السوق المالي يجب أن يتضمن جميع الجوانب سالفة الذكر، ومن هنا أن يعرّف بأنه السوق الذي تتاح فيه جميع المعلومات لجميع المتعاملين، ويتمتع بمرونة عالية، بحيث يكون قادرا على عكس أي معلومات جديدة على سعر الورقة المالية وبسرعة كبيرة جدا، وتتساوى فيه القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، فلا يترك مجالا لتحقيق أرباح غير اعتيادية.

2.3 البيانات والمعلومات في السوق المالي:

يعتمد القطاع المالي في اتخاذ القرار الاستثماري على البيانات المتوفرة حول مجال الاستثمار وكل ما يرتبط به، فالقوانين الناظمة للقطاع المالي تفرض على جميع الأطراف وخصوصا المنشآت المصدرة للأوراق المالية والمؤسسات العامة على إصدار بيانات تُفصح عنها لجميع الأطراف، وذلك بنشرها في تقارير دورية، وتعد هذه البيانات من العوامل الحاسمة في اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وخاصةً في الدول المتقدمة.

وتهدف أغلب المعلومات المتوفرة للمتعاملين في الأسواق المالية إلى تقديم صورة واضحة وشاملة ودقيقة عن أداء الشركات، بحيث تتضمن كل التفاصيل التي قد يحتاجها المتعاملون في السوق من الداخل أم من الخارج، وتتركز المعلومات بالدرجة الأولى في البيانات المالية، خاصة قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية، والتغيرات في المركز المالي. ويضاف لها مجموعة من الايضاحات التي تعطي تفاصيل دقيقة حول بنود القوائم السابقة، وفي العادة تكون هذه المعلومات لعدة سنوات سابقة لتسهيل عمليات المقارنة، وتتبع تطور أعمال الشركة، وقد تدرج بعض النسب الهامة التي تعكس أداء الشركة، ويضاف إلى ذلك ضرورة إعطاء صورة واضحة عن الخطط المستقبلية للشركة (Ross et al. 2008).

تختلف البيانات المالية المنشورة من بلدٍ إلى آخر، وفي ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي فمن الضروري أن تكون هناك معايير واضحة في جميع البلدان تحكم الافصاح، وقاعدة موحدة للبيانات المنشورة عن الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية، لكي يسهل على جميع المهتمين ومن مختلف أنحاء العالم التعامل مع تلك البيانات والاستفادة منها، وهذا ما تسعى لجنة معايير المحاسبة الدولية إلى تحقيقه (آل شبيب، 2012م).

تتنوع مصادر المعلومات المتاحة للمتعاملين في الأسواق المالية، فهناك معلومات دورية تصدر عن مؤسسات رسمية مثل البنوك المركزية وهيئات الأوراق المالية، وهناك بيانات مالية تصدر عن الشركات المصدرة للأوراق المالية تعكس أداءها. ولكن مصادر البيانات في الدول المتقدمة تتخذ منهجا آخر؛ حيث تعتمد - إضافة إلى المصادر السابقة - على مؤسسات متخصصة في التحليل المالي، والتي تقوم بجمع البيانات وتحليلها ونشرها، ومن أشهر هذه المؤسسات على المستوى العالمي وكالات التصنيف، مثل مؤسسة موديزMoody's، وستاندرد آند بورز Standard & Poor's، إذ تقوم هذه المؤسسات بتقديم تصنيف ائتماني للجهات المصدرة؛ يبين قدرة تلك الجهات على التسديد، بحيث يستطيع المستثمر أن يبني قراره الاستثماري على نتائج تلك التصنيفات. وتقدم هذه الوكالات بيانات تُظهر أداء مختلف الشركات في مختلف القطاعات، وتوضح توقعاتها المستقبلية حول الأداء، ويضاف لتلك المؤسسات بعض الصحف والمجلات التي تحلل البيانات المالية وتنشرها بشكل دوري؛ يومي أو أسبوعي أو شهري أو سنوي، ومن هذه الصحف: وول ستريت The Wall Street Journal وفاينانشال تايمز The Financial Times والاقتصادي The Economist ومجلة إدارة محافظ الاستثمار The Journal of Portfolio Management، (Rose & Marquis, 2006) وتعد البيانات جوهر كفاءة الأسواق المالية، وتبنى عليها مستويات الكفاءة.

تتوفر في الأسواق المالية ثلاثة أشكال من البيانات المتعلقة بالأوراق المالية بشكل خاص، وبالاقتصاد بشكل عام، وتتمثل بما يلي (Hirschey & Nofsinger, 2010):

1. البيانات التاريخية: وهي جميع البيانات التي حدثت في الماضي، وتتعلق بجميع الأوراق المالية المدرجة في بورصة معينة، وتشمل: أسعار الأوراق المالية، وعدد الصفقات وحجمها، وعوائد الأوراق المالية من حيث الأرباح الموزعة والفوائد الدورية، والأرباح الرأسمالية، ودرجة النمو، وطبيعة المخاطر، وتوفر هذه المعلومات الجهات المسؤولة عن السوق المالي بشكل يومي، والصحف والنشرات الأخبارية الاقتصادية والمواقع الإلكترونية المتخصصة.
2. البيانات العامة: وتشمل كل ما يتعلق بالظروف العامة والبيئة الحالية المحيطة بالأوراق المالية، كالظروف الاقتصادية العامة عالميا واقليميا ومحليا، والظروف المحيطة بالقطاع الذي تنتمي له الشركة، والظروف المحيطة بالشركة المصدرة للأوراق المالية، وتتوفر هذه المعلومات في مواقع الأسواق المالية.
3. البيانات الخاصة: وهي عبارة عن بيانات داخلية تتعلق بالشركة بشكل خاص، وتكون متاحة في البداية لكبار موظفي الشركة والمتعاملين معها؛ مثل قرارات توزيع الأرباح، وقرارات الاندماج

والتصفية، وقرارات التوسع الاستثماري وغيرها، أو قد تتعلق بصفقات كبيرة تحت التنفيذ، ويعد الحصول على هذه المعلومات بشكل مبكر المصدر الأبرز لتحقيق الأرباح غير الاعتيادية.

يستفيد من هذه البيانات المتعاملون في السوق المالي بشكل مباشر، ولكنها في الغالب تحتاج إلى تحليل لكي تكون مفيدة. وقد يقوم الأشخاص بتحليل المعلومات بأنفسهم، ولكن جرت العادة أن يعتمد المتعاملون على شركات الاستشارات المالية، أو ما تنشره الصحف والمواقع الإلكترونية المتخصصة من تحليلات. ويعتمد المحللون على نوعين أساسيين من التحليل؛ الفني والأساسي.

يعتمدد التحليل الفني على دراسة أداء الأوراق المالية في الماضي، وبناء التوقعات المستقبلية حول الأسعار استنادا إلى السلاسل الزمنية التي تبين طبيعة تحركات الأسعار سابقا، وتقدير فترات الدورات الاقتصادية، ومن أبرز أدواته الرسوم الخطية والرسوم المستطيلة والشموع اليابانية وغيرها.

أما التحليل الأساسي، فيعتمد على الإحاطة بجميع البيانات، وتحليلها للوصول إلى السعر العادل للورقة المالية، ويعتمد على تحليل البيئة الخارجية والداخلية، فيبدأ من تحليل الاقتصاد الوطني والاقليمي والعالمي والأسواق المالية، وتحليل الاقتصاد القطاعي، وتحليل بيانات الشركة، ويعد هذا التحليل مكلفا ويحتاج إلى وقت طويل وجهود كبيرة، ولكنه يعد التحليل الأمثل في حالة الأسواق المالية الكفؤة (آل شبيب، 2012).

ومن المفيد أن نعلم أن أيا من التحليل الفني أو الأساسي لا يضمن تحقيق مستوى مرتفع من الأرباح، وقد يكون عائد الاستثمار في محفظة مكونة عشوائيا أفضل من محفظة مكونة على أساس التحليل؛ لأن التحركات الفعلية للأسعار هي التي تحدد الربح في النهاية (Titan, 2015).

وبسبب أهمية البيانات في كفاءة الأسواق المالية واستقرار أدائها، فقد أولتها الجهات المسؤولة عن الأسواق المالية أهمية كبيرة، ووضعت الضوابط اللازمة لاستغلالها بما يؤثر على الكفاءة، وركزت القوانين والتعليمات على المعلومات الداخلية، حيث عرّف قانون الأوراق المالية المعمول به في الأردن البيانات الداخلية بأنها: "المعلومات غير المعلن عنها والمتعلقة بمصدر أو أكثر، أو بورقة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الاعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحاليل الاقتصادية المالية" (هيئة الأوراق المالية، 2002، المادة: 2).

كما أناط القانون بهيئة الأوراق المالية مهمة مراقبة تعامل جميع الأطراف مع البيانات المتعلقة بالأوراق المالية، حيث نص القانون على: "تتولى الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها المهام والصلاحيات الرئيسية التالية: . ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية، وتنظيم ومراقبة الافصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون.." (هيئة الأوراق المالية، 2002، المادة: 8). كما تضمن القانون جزءاً خاصا بالإفصاح، يبين طبيعة المعلومات المنشورة، وآليات نشرها، وكيفية التعامل معها، وعقوبات عدم الالتزام (هيئة الأوراق المالية، 2002، المواد: 34-46).

وقد حظرت تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق عمان المالي على الوسطاء ما يلي (هيئة الأوراق المالية، 2015، المادة: 17):

1. القيام بأي عملية على أية ورقة مالية لصالحه أو لصالح أي من عملائه بناءً على معلومات داخلية تتعلق بتلك الورقة المالية أو أي ورقة مالية أخرى مرتبطة بها.
2. تقديم أي استشارة مالية لأي شخص بناءً على معلومات داخلية.
3. تنفيذ أي أمر لصالح أي من عملائه إذا علم الوسيط أن الأمر مبني على أية معلومات داخلية.

وقد بينت المادة ذاتها بعض المعلومات التي تعد معلومات داخلية، ومنها: "المعلومات المتعلقة بنية أي شخص لتنفيذ عمليات بيع أو شراء بكميات كبيرة على ورقة مالية معينة أو قيامه فعلاً بتلك العمليات، والاستشارة المالية المعدة من قبل الوسيط قبل نشرها" (هيئة الأوراق المالية، 2015، المادة: 17).

3.3 أنواع الكفاءة في الأسواق المالية

تعددت تصنيفات كفاءة الأسواق المالية اعتمادا على كفاءة التسعير أو كفاءة التشغيل (رمضان وشموط، 2008)؛ (آل شبيب، 2012)؛ (Bailey, 2005)، حيث تهتم كفاءة التسعير بالحفاظ على السعر العادل للورقة المالية، وهذا يتحقق عند تساوي السعر مع القيمة الحقيقية، أما كفاءة التشغيل فتهتم بتوفير الحماية ضد المخاطر، وتوفير الأمان للمتعاملين، وتوفير العمق للسوق من خلال وجود عدد كبير من المتعاملين, من أجل خلق عدد كبير من أوامر البيع والشراء بما يضمن توفر السيولة واستمرارية السوق.

وقد اختار الباحثان أكثر التقسيمات شهرة لأنواع الكفاءة؛ حيث تقسم إلى كفاءة التخصيص والكفاءة المثالية، حيث تُعنى كفاءة

التخصيص بقدرة السوق المالي على تخصيص الموارد المالية من خلال توجيهها إلى فرص الاستثمار المثلى - المشروعات الأكثر نجاحا-، وتتكون كفاءة التخصيص من عنصرين؛ كفاءة التشغيل، وكفاءة المعلومات، وتُعرف كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، وتعني: قدرة السوق على ايجاد التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية من العمولات، ودون وجود فرصة للمتعاملين وخاصة صناع السوق لتحقيق هوامش ربح غير اعتيادية. أما كفاءة التشغيل فتفترض عدم وجود علاقة بين التغيرات المتتالية لأسعار الأوراق المالية؛ أي أنها تخضع لمبدأ السير العشوائي Random Walk، فلا يوجد ارتباط بين تحركات أسعار الأوراق المالية.

أما كفاءة المعلومات فتسمى 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. وتتحقق كفاءة الأسعار عند توفر شروط المنافسة التامة، ومن المعروف أن شروط المنافسة التامة تتمثل في: وجود عدد كبير من البائعين والمشترين مما يعني ارتفاع السيولة، وحرية البيع والشراء للجميع وبالكميات التي يرغبون بها، وحرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وتمتع المتعاملين بقدر كبير من المعرفة العلمية والعملية بآلية وواقع السوق، وتكافؤ الفرص من خلال توفر المعلومات الصحيحة والسريعة للجميع وبتكلفة منخفضة، وعدم وجود إمكانية لأحد للتأثير على تحرك الأسعار، وعدم إمكانية تحقيق أرباح اقتصادية غير اعتيادية.

أما الكفاءة المثالية فيقصد بها وصول الأسواق إلى أفضل درجة ممكنة من الكفاءة، وتشمل الكفاءة المثالية الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية. أما الكفاءة الكاملة فتعني أن السوق المالي كفؤة من حيث المعلومات والمتعاملين وانجاز الصفقات والتكاليف، وهذا يتطلب رفع القيود عن كميات الأوراق المالية المبيعة والمشتراة، وتماثل توقعات المحللين والمستثمرين بسبب توفر المعلومات للجميع بدون تكاليف، وارتفاع درجة السيولة من خلال توفر عدد كبير من المتعاملين، واتصاف جميع المتعاملين بالرشد من خلال اتخاذ القرارات المناسبة اللازمة لتحقيق هدفهم الاساسي وهو تعظيم الثروة.

أما الكفاءة الاقتصادية فتهتم بمدى تأثر السوق الكفؤ باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف ودرجة تقبل المخاطر من المستثمرين، وهذا الاختلاف يقود إلى سعي الجميع للحصول على المعلومات الكافية لاتخاذ القرارات بكل السبل المتاحة وخاصة التحليل الذي يعد معيار التمايز بين المستثمرين. وتفترض الكفاءة الاقتصادية وجود تباطؤ زمني بين ظهور وتداول المعلومات وبين ظهور أثرها على أسعار الأوراق المالية، وهذا يؤدي إلى وجود اختلاف بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للأوراق المالية لفترة من الوقت.

4. 3 فرضيات السوق الكفؤ

تستند فرضيات السوق الكفؤ Efficient Markets Hypothesis (EMH) على مدى توفير المعلومات لجميع المتعاملين في السوق المالي في نفس الوقت، وبنفس الدقة والكمية، وفي حال توفر المعلومات لجزء من المتعاملين أكثر من غيرهم؛ من حيث التوقيت أو الكمية أو الدقة تتراجع كفاءة السوق المالي.

يهدف المتعاملون في الأوراق المالية إلى الحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات المتعلقة بالورقة المالية، وذلك لتقييمها تقييما سليما، واستخدامها في تسعير الورقة المالية. والتفاوت في تسعير الورقة المالية من متعامل إلى آخر يعود إلى طبيعة المعلومات المتوفرة لديه، ودرجة نجاحه في تحليل تلك البيانات واستخدامها (الداغر، 2007).

ومن جانب آخر تستند فرضيات السوق الكفؤ على نظرية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية، وهذا يعني أن سلوك أسعار الأوراق المالية لا يتخذ نمطا معينا يسهل التنبؤ به، وإنما يسير بشكل عشوائي وغير مترابط، فيصعب التنبؤ بالتقلبات المستقبلية له. وتستند كذلك على وجود الأرباح الرأسمالية الإضافية؛ وهي الأرباح غير الاعتيادية الناشئة عن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وتتحقق هذه الأرباح نتيجة الانفراد بالبيانات، وبالتحديد البيانات الخاصة (رمضان وشموط، 2008).

واستنادا إلى هذه المعطيات فقد وضع Fama (1970) ثلاثة مستويات لفرضيات كفاءة الأسواق المالية: فرضية المستوى الضعيف، وفرضية المستوى شبه القوي، وفرضية المستوى القوي. وفيما يأتي عرض موجز لفرضيات كفاءة السوق المالي (رمضان وشموط، 2008)؛ (آل شبيب، 2012)؛ (الداغر، 2007)؛ (Hirschey & Nofsinger, 2010):

أ- فرضية المستوى الضعيف: تفترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس البيانات التاريخية عن أسعار الأسهم، ومن هنا لا يستطيع المتعاملون التنبؤ بتغيرات أسعار الأوراق المالية لتحقيق العائد إلا من خلال الاعتماد على بيانات الورقة المالية في الماضي، ويكون ذلك بالاعتماد على نظرية الحركة العشوائية لأسعار الأوراق المالية؛ أي أن تغيرات الأسهم مستقلة تماما عن بعضها البعض، فسعر السهم في

الماضي لا يؤثر على سعره الآني، والاعتماد على البيانات التاريخية لا يحقق الأرباح للمتعاملين. وتتحقق الأرباح لبعض المتعاملين من خلال حصولهم على بيانات خاصة غير منشورة (غير متاحة للجميع)، أومن خلال تحليل المتعاملين للبيانات المتاحة عن الشركة بكفاءة تفوق كفاءة الآخرين، وهذا الامر يزيد أهمية دور الخبراء والمستشارين الماليين بسبب قدرتهم الكبيرة على تحليل البيانات والاستفادة منها في اتخاذ القرارات وتحقيق أرباح أكثر من غيرهم مستغلين بطء وقلة معرفة المتعاملين الآخرين.

ب- فرضية المستوى شبه القوي: تفترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم، بالإضافة إلى البيانات العامة الحالية المنشورة والمتاحة للجميع، كالتي تتعلق بأداء الشركة وتنشر من خلال القوائم المالية، والبيانات التي تتعلق بالاقتصاد العالمي والاقليمي والمحلي والمتعلقة بالقطاع. ومن هنا فإن مجال تحقيق أرباح غير اعتيادية ينحصر في الانفراد بالحصول على معلومات خاصة لا تتاح للجميع، وهذا ينتج عن احتكار المعلومات الخاصة أو المتاجرة بها من خلال الاشخاص المخولين بالاطلاع عليها.

ت- فرضية المستوى القوي: تفترض أن أسعار الأوراق المالية تعكس البيانات التاريخية عن أسعار الأسهم بالإضافة إلى البيانات العامة الحالية المنشورة والمتاحة للجميع (القوائم المالية) والتي تتعلق بالاقتصاد العالمي والاقليمي والمحلي والمتعلقة بالقطاع والشركة، والبيانات الخاصة المتاحة لبعض الفئات من المتعاملين، والبيانات الخاصة تتمثل في القرارات الادارية في الشركة والتي يعرفها أعضاء مجلس الإدارة والعاملين والمساهمين في الشركة، وهذا يعني توفر جميع أنواع البيانات لجميع المتعاملين بنفس التوقيت والكمية والدقة، فلا ينفرد أحد بأي بيانات تعطيه القدرة على حصد أرباح غير اعتيادية، والسبب في ذلك أن القيمة السوقية للورقة المالية تعادل تماما القيمة الحقيقية لها.

4. الكفاءة المتوقعة للأسواق المالية الإسلامية

يتناول هذا الجزء أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية، وأبرز الممارسات المؤثرة عليه، وكيفية الحد منها وفق المنهج الشرعي، والأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق وبيان أثر الالتزام بها على كفاءة الأسواق المالية.

1. 4 خصائص السوق المالي الكفؤ

تعد مسألة الكفاءة التامة للأسواق المالية مشابهة لحالة المنافسة التامة في أسواق السلع، فهي حالة نظرية من الصعب وجودها على أرض الواقع (Samuelson & Nordhaus, 1998)؛ لأن شروطها عبارة عن شروط فضفاضة، وخاصة فيما يتعلق بعدد المتعاملين في السوق، حيث تشترط وجود عدد كبير من المتعاملين دون تحديد، فالسوق التي تحقق الشروط تقترب من درجة المنافسة التامة، ولكنها لن تصل إليها تحت أي ظرف من الظروف. وتعاني أغلب الأسواق المالية من انخفاض مستوى الكفاءة، أو عدم اكتمالها على الأقل. ولكي يكون السوق المالي كفؤا يجب أن يتميز بالخصائص التالية:

1. سرعة الاستجابة لأي بيانات جديدة تخص الورقة المالية، وانعكاسها على سعر الورقة المالية بأسرع وقت ممكن، وهذا يتطلب دقة البيانات المنشورة في السوق المالي وكفايتها، بحيث تغطي تلك البيانات كل ما يتعلق بنشاط الشركة، لكي يكون الإفصاح عن المعلومات مفيدا لجميع المتعاملين بما يمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بأكبر قدر من الدقة. ويضاف لذلك نشر المعلومات في وقت واحد لجميع المتعاملين، لكي لا يكون هناك فجوة زمنية يستطيع بعض المتعاملين الاستفادة منها، وهذا يتطلب منع المتاجرة بالمعلومات واحتكارها وعلى وجه الخصوص المعلومات الخاصة، والتي يستفيد منها عادة أعضاء الإدارة العليا في الشركات أو الأشخاص الذين يستفيدون من تسريب مثل هذه المعلومات (آل شبيب، 2012).

2. ارتفاع درجة السيولة، ولكي يتمتع السوق المالي بسيولة مرتفعة لا بد أن يكون عميقا ومتسعا، ويتمثل عمق السوق Market Depth في استمرار تدفق أوامر الشراء والبيع على الأوراق المالية بأسعار تزيد وتقل عن السعر الحالي السائد في السوق، وهذا يعني ضآلة تأثير اختلال توازن العرض والطلب على تغيرات الأسعار بشكل بسيط، فلا يكون هناك مجال كبير لتحقيق الأرباح الرأسمالية، أما السوق غير العميق Shallow Market فيمتاز بعدم استمرار تدفق أوامر البيع والشراء، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث تغيرات كبيرة ومفاجئة في أسعار الأوراق المالية نتيجة لأي اختلال بين العرض والطلب، وهذا يقود إلى تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة، وبالتالي وقوع خسائر رأسمالية كبيرة، ويؤدي إلى انخفاض الأوامر أكثر وأكثر (Bailey, 2005). أما اتساع السوق Market Breadth فيقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء بحيث تؤدي إلى استقرار الأسعار، فتنخفض فرصة تأثير أي أمر على السعر السائد في السوق، وتقل فرص تحقيق الأرباح الرأسمالية، وفي هذه الحالة لا يفكر المتعاملون في تأخير تعاملاتهم ويقبلوا بهوامش الربح البسيطة، ويتجه تفكيرهم إلى الأرباح الجارية الناتجة عن الحصول على التوزيعات أو الفوائد، وإذا كانت السوق ضيقة Thin Market تكون

أوامر البيع والشراء قليلة، فتزداد فرصة تأثير أي أمر على السعر السائد في السوق، وتزداد فرص تحقيق الأرباح الرأسمالية، فتتجه أنظار المتعاملين نحو الأرباح الرأسمالية السريعة بدلا من الأرباح الجارية التي تحتاج لوقت أطول(Bodie et al. 2008).

3. توفر الحرية للمتعاملين من خلال إلغاء القيود التي قد تعيق التعامل (أبو النصر، 2006)، وهذا يساهم في رفع درجة المنافسة من خلال زيادة عدد المتعاملين، فينخفض تأثير الاحتكار ويصبح غير مفيد، ويصبح جميع المتعاملين متلقين للسعر Price Taker، فلا يستطيع أحد التأثير على السعر مهما كان حجم الصفقة المعقودة (خريوش وآخرون، 2008)، وتوفر هذا الأمر يقود إلى توفير درجة أعلى من الأمان، فيزداد حجم الاقبال على الاستثمار في الأسواق المالية وخاصة من قبل صغار المدخرين.

4. انخفاض تكاليف الصفقات المعقودة؛ أي أن كفاءته التشغيلية مرتفعة، وهذا الأمر يساعد على زيادة عدد الصفقات المعقودة؛ لأن متطلبات تغير الأسعار لتحقيق الربح من الصفقات سوف تتقلص، وتصبح الصفقات صغيرة الحجم أكثر جدوى من ذي قبل مما يزيد معدلات دوران الأموال في السوق المالي (Turner, 2010).

5. توفر قنوات اتصال فعالة للمتعاملين، وتوفر جميع البيانات الحالية عن السوق من حيث الأسعار وأعداد وأحجام الصفقات، ومؤشرات العرض والطلب على جميع الأوراق المالية، ووجود التقنيات اللازمة لسرعة التنفيذ، ووجود وسطاء مؤهلين جيدا لتقديم الاستشارات وتنفيذ الصفقات (مفتاح ومعارفي، 2010).

6. الخلو من الممارسات غير الأخلاقية التي تجعل السوق عاجزة عن تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية، ومن هذه الممارسات: البيع الصوري، والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال ثقة العملاء، واتفاقيات التلاعب بأسعار الأوراق المالية (هندي، 2006). ويضاف لذلك تجنب عمليات المضاربة الشبيهة بالمقامرة والرهان، وهي المضاربة التي تعتمد على التحليل السطحي، أو لا تعتمد على التحليل مطلقا، أو يكون الهدف منها البحث عن تحمل المخاطرة (الساعاتي، 2007).

7. الخلو من عمليات المتاجرة بالهامش، والبيع على المكشوف، لما لها من أضرار كبيرة على السوق المالي، والتي تعتمد بدرجة كبيرة على المضاربات على فروقات الأسعار، ولا تعتمد على الاحتفاظ بالأوراق المالية، فهناك تاريخ محدد للتصفية مهما كان السعر، وأثر ذلك يظهر في أزمة (1929)، حيث كانت نسبة الهامش النقدي (10%)، ونتيجة لنقص السيولة لدى المتعاملين والعجز عن رفع المساهمات، وفقدان المتعاملين للثقة في قدرة السوق على استعادة التوازن، قام المتعاملون بالهامش بمحاولة تصفية معاملاتهم، مما أدى إلى ضخامة أوامر البيع مقابل أوامر الشراء، ففقدت السوق سيولتها. ويضاف لذلك استخدام عمليات البيع على المكشوف بشكل كبير للتغطية على عمليات الشراء (هندي، 2006).

8. توفر الخصائص التنظيمية التي تساهم في رفع كفاءة السوق المالي والحفاظ عليها، وتتمثل هذه الخصائص في: وجود القوانين والأنظمة والتعليمات الضابطة لعمل الأسواق المالية، ووجود جهة كفؤة مسؤولة عن السوق تقوم بالأشراف والرقابة والتحقق من التزام جميع المتعاملين بالقانون والتعليمات والأنظمة سارية المفعول. ويضاف لذلك ضرورة وجود متخصصين في صناعة السوق يعملون على متابعة توازن السوق والتدخل عند الحاجة، بالإضافة إلى دورهم في تنشيط السوق المالي عند الحاجة، وكذلك وجود وسطاء على مستوى عالي من الكفاءة والتدريب، ويضاف لذلك ضرورة التخلص من البيروقراطية في تعاملات السوق المالي، والعمل على تطوير وسائل الاتصال والأدوات المستخدمة في عمليات التداول (آل شبيب، 2012).

مما سبق نستطيع تحديد أسباب عدم كفاءة السوق المالي بما يلي:

أ. عدم دقة وشمولية البيانات والمعلومات المنشورة عن الأوضاع الاقتصادية وعن أداء الشركات، فتقل فائدة تلك المعلومات للمتعاملين.

ب. تأخر وصول المعلومات الجديدة للمتعاملين بعدالة، بسبب انتشار التجارة بالمعلومات واحتكارها من قبل المتنفذين في الشركات، مما يعني استغلالها لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب الآخرين.

ت. ترسيخ سياسة القائد والقطيع في السوق المالي.

ث. انتشار الصفقات الصورية التي توجد فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

ج. انتشار المضاربات التي تعتمد على التحليل السطحي.

ح. انتشار أدوات الربا والمقامرة، وانتشار الغش والغرر والتغرير وغيرها.

خ. انخفاض عدد المتعاملين في السوق المالي بسبب عدم الثقة بآلية السوق كنتيجة لكل ما سبق.

ومن نتائج انخفاض كفاءة الأسواق المالية عدم قدرتها على تسعير الأوراق المالية بعدالة، فلا تتمكن من عكس أي معلومات جديدة عن أداء الشركة بشكل دقيق وسريع، مما يعني وجود تفاوت واضح بين

السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأوراق المالية، وهذا يعني فتح المجال واسعا أمام تحقيق أرباح غير اعتيادية، وهذا الاختلال في التسعير يؤدي إلى عجز السوق عن القيام بوظائفها وخاصة على مستوى الاقتصاد القومي بشكل فعال، فلا تتمكن من تخصيص الموارد المالية بالشكل الأمثل، مما يترك أثرا واضحا على نمو وتقدم الاقتصاد. كما أن انخفاض كفاءة السوق المالي يعد واحدا من أهم أسباب نشوب الأزمات الاقتصادية والمالية، حيث نسبت أزمة الاثنين الأسود في 19 تشرين الأول 1987م وغيرها من الأزمات إلى ضعف كفاءة السوق المالي(هندي، 2006).

ويلاحظ من خلال ما سبق أن توفر الخصائص اللازمة لتحقيق كفاءة السوق المالي يساهم في تحسين مستوى ثقة المتعاملين بالسوق، وهذه الثقة تقود إلى زيادة عمق واتساع السوق، وتساعد السوق على القيام بوظائفه الأساسية بأفضل شكل ممكن. وتحقق هذه الخصائص يعتمد قبل كل شيء على الرقابة الذاتية للمتعاملين، فالثغرات موجودة في القوانين مهما ارتقى مستواها، ومهما كانت درجة سيطرة الجهات المشرفة على حيثيات السوق، لن تكون قادرة على ضبط السوق تماما إلا إذا عاضدها التزام ذاتي من جميع المتعاملين في السوق المالي.

2 .4 نماذج من الممارسات المؤثرة على كفاءة التسعير في الأسواق المالية

تعاني الأسواق المالية من انتشار الكثير من الممارسات التي تؤثر على كفاءتها من خلال التلاعب بالأسعار، ومن الممكن أن تُصنف هذه الممارسات إلى: التلاعب بالأسعار من خلال استغلال المعلومات، التلاعب بالأسعار من خلال التنشيط الوهمي لسوق الورقة المالية، التلاعب بالأسعار من خلال احتكار الأوراق المالية (Wirama et al. 2017)، ونستعرض فيما يلي نماذج من تلك الممارسات:

أولا: التلاعب بالأسعار من خلال استغلال المعلومات، ومن الأمثلة على هذه الممارسات:

1. استغلال المعلومات الخاصة، وبالتحديد تلك التي تحمل أخبارا جيدة عن أداء الشركة لتحقيق أرباح غير اعتيادية، ويحدث استغلال المعلومات في الفترة ما بين اتفاق أعضاء مجلس الإدارة على المقترحات وبين إقرارها في اجتماع الهيئة العمومية، حيث يقوم المطلعين ومن خلال المقربين باستغلال المعلومات، أو يقومون ببيع المعلومات لآخرين، وفي كل الأحوال يقوم المستفيد بشراء الأسهم قبل ظهور المعلومات، ومع انتشار المعلومات يقوم المستفيد بعمليات شراء وبيع صورية لرفع السعر أكثر وأكثر، ومن ثم يقوم ببيع ما لديه من أسهم وحصد أرباح كبيرة (McGroarty et al. 2009).

2. قيام أعضاء مجلس الإدارة بنفي أخبار صحيحة تتعلق بالشركة، ويكون ذلك في حال ارتفاع أسعار أوراقها المالية؛ للحدّ من ارتفاع أسعارها، بهدف السماح للمقربين أو المتنفذين بشراء أكبر قدر ممكن من الأسهم بأسعار منخفضة، وبعد نجاح عملية الشراء وجمع الأسهم، يُعلن عن صحة الأخبار التي نُفيت سابقا، فتتجه الأسعار للارتفاع بسبب الأخبار وعمليات الشراء والبيع الوهمية التي ترافقها، وبعد ذلك تُباع الأوراق المالية بأسعار مرتفعة. وقد يُتلاعب بالمعلومات لتجنب الخسائر؛ فينفي بعض أعضاء مجلس الإدارة تحقيق الشركة للخسارة، أو يُعلن عن تحقيق أرباح، وخلال هذه الفترة يتخلص المستفيدون من الأوراق المالية، وعند صدور البيانات المالية يتفاجأ جمهور المتعاملين بالنتائج الحقيقية (هندي، 2006).

3. بث الإشاعات من أجل تحريك سوق ورقة مالية معينة، وتتعلق هذه الإشاعات بتحسن أو تراجع أداء الشركة المصدرة، أو بتوزيعات عوائد الأسهم، أو بوجود مشروعات مستقبلية قد تؤثر في مستقبل الشركة. وقد يتم التلاعب من خلال عقد اتفاقيات صورية ثنائية أو جماعية لإجراء عمليات بيع أو شراء كبيرة لورقة مالية معينة، مع الحرص على نشر معلومات عن هذه الصفقات من أجل جر المتعاملين للمتاجرة بهذه الورقة (البرواري، 2002). ويلعب هؤلاء المتعاملين في العادة دور صناع السوق الذين يتميزون بالجمع بين الثروة والمكانة، مما يجعل قراراتهم الاستثمارية وتحركاتهم في السوق محط اهتمام جميع المتعاملين(Davidson, 2002).

4. تلاعب الوسطاء والمحللين الماليين ووكالات التصنيف الدولية بالمعلومات من أجل التكسب من الأسواق المالية بصور غير مشروعة؛ فالوسطاء المعتمدون قد يستطيعون التأثير على قرارات المستثمرين في السوق المالي من خلال الترويج لمعلومات مضللة، أو من خلال إظهار بعض الأوراق المالية على غير حقيقتها، مستغلين بذلك الثقة التي يتمتعون بها لدى أغلب أطراف السوق المالي، والمعلومات التي يمتلكونها عن الأوراق المالية التي يتخصصون بها. وقد يمارس المحللون الماليون التلاعب من خلال نشر معلومات مخالفة لنتائج التحليل المالي الذي يقومون به (International Organization of Securities Commissions, 2013). والأخطر من ذلك دور وكالات التصنيف الدولية والتي تعد تصنيفاتها سندا مهما لاتخاذ القرارات الاستثمارية، ومن أبرز الأمثلة على ذلك ما جرى قبيل أزمة الرهن العقاري، حيث صنفت الجدارة الائتمانية وخاصة وكالة موديز Moody's للجهات المصدرة

للأوراق المالية بتصنيفات مرتفعة جدا، مما ساهم في الحفاظ على الثقة بها، واستمرار الاستثمار بها إلى أن حدث الانهيار في تلك الأوراق بسبب عجز الجهات المصدرة عن التسديد حيث قدرت قيمتها بما يفوق أحد عشر ترليون دولارا (Benmelech & Dlugosz, 2009).

ثانيا: التلاعب بالأسعار من خلال التنشيط الوهمي لسوق الورقة المالية، ومن الأمثلة على هذه الممارسات:

1. استخدام عملية تدوير الأوراق المالية، وذلك من خلال بيع المستثمر الأوراق المالية لنفسه أو للمقربين له من خلال تملك عدة محافظ استثمارية، وتتمثل العملية في نقل الأوراق المالية من محفظة لأخرى من خلال عمليات صورية، وهذه العمليات تشعر المتعاملين بوجود تغيرات أو معلومات تتعلق بهذه الورقة المالية؛ أي أنها تعطي صورة للورقة المالية تخالف الواقع، مما يجذب المتعاملين للتعامل بها، كما فعل سورس في أسواق شرق آسيا، أو كما حدث في الكساد الكبير؛ كما أثبتت التحقيقات المتعلقة بهذا الأمر(البربري، 2001).

2. استخدام طريقة تسخين سوق الورقة المالية، فعند ارتفاع سعر ورقة مالية يقوم المستثمر ببيعها لنفسه أو للمقربين بسعر أعلى، ويعيد شراءها بسعر أعلى، وتتكرر العملية عدة مرات، وهذا الأمر يوهم المتعاملين بتحسن أداء الشركة، أو وجود أخبار جيدة تتعلق بمستقبل الشركة، ويترسخ هذا الوهم إذا جرت هذه الاحداث قبيل انعقاد الجمعية العمومية فيزيد الطلب على الورقة المالية ويرتفع سعرها أكثر وأكثر، وهنا يقوم المستثمر المخادع ببيع ما لديه من أوراق مالية بربح كبير، وبعد انكشاف الأمر تهبط الأسعار بشكل كبير(هندي، 2006).

ثالثا: التلاعب بالأسعار من خلال احتكار الأوراق المالية، ومثال ذلك أسلوب الجمع والتصريف، فإذا حصل المضارب على معلومات خاصة عن شركة ما، فيعمل على استغلال نفوذه ورأس ماله الضخم، وقلة خبرة بعض المتعاملين، وهشاشة أنظمة الرقابة والإشراف، فيقوم بعمليات جمع مستمرة للسهم من خلال شراء كل ما يعرض دون إشعار المتعاملين الآخرين بذلك، اعتمادا على تعدد المحافظ، أو اعتمادا على المقربين، أو التواطؤ مع مضاربين آخرين، ومن ثم يقوم بعرض كل ما جمع بسعر منخفض للضغط على سعر السهم، وتكسير نقاط المقاومة السفلى لسعر السهم، وتعد هذه النقاط نقاط ارتكاز للمضاربين، وإذا نجح في كسرها يتجه بقية المتعاملين للبيع خوفا من الخسارة، فيجمع كل ما يعرض، وهذه المرة تكون الكميات أكبر وبأسعار أقل، ثم ينتظر انتشار الأخبار التي كان يعلمها لوحده، ويرافق ذلك إجراء عمليات بيع وشراء متواصلة لنفسه أو للمتواطئين بأسعار متصاعدة، وبعد ارتفاع الأسعار بالشكل المطلوب وزيادة الطلب أكثر وأكثر يقوم ببيع كل ما لديه من أسهم بأرباح كبيرة (Avgouleas, 2005).

وفي ظل التحديث المستمر في هذه الأساليب، فمن الصعب السيطرة عليها، أو معاقبة القائمين عليها؛ نظرا لصعوبة اثباتها أو متابعتها، وتماشيها مع القوانين والتعليمات التي تحكم السوق، لذلك لا بد من دراسة كل حالة لتحديد أسلوبها وخصائصها (Vald, 2014).

4 .3 الأحكام الشرعية امتعلقة بالسوق وأثر الالتزام بها على الكفاءة:

من الممكن تقسيم الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق إلى أربعة مجموعات رئيسية؛ وعلى النحو الآتي:

4 .3 .1 أحكام تهدف إلى توفير الحرية للمشاركين في السوق، وتتمثل بما يأتي:

1. الأصل في المعاملات الحل إلا إذا ورد نص قطعي الثبوت صريح الدلالة يحرّم المعاملة (القرضاوي، 2009)، وهذا يعني وجود فرصة كبيرة لابتكار وتطوير أدوات متنوعة في الأسواق المالية الإسلامية، مما يؤدي إلى زيادة الخيارات أمام وحدات العجز الباحثة عن التمويل، ووحدات الفائض الراغبة في استثمار فوائضها المالية، مما يعني تنشيط الأسواق المالية.

2. الرضا: يعد رضا المتعاقدين أساساً لسلامة المعاملات، وليس أدل على ذلك من قوله عزّ وجلّ: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلاَّ أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ) (النساء: ٢٩)، وما رواه أبي سعيد الخدري أن الرسول صلى الله عليه وسلم قال: "إِنَّمَا الْبَيْعُ عَنْ تَرَاضٍ" (ابن حبان، 1988م، ج11، ص341، رقم 4967)؛ (الألباني، 1985، ج5، ص125، رقم 1283)، وهذا يعني وجوب الحفاظ على حقوق الطرفين، فلا يعد العقد نافذا إلا إذا كانت المعلومات المتعلقة بالعقد صحيحة تماما، وانتفاء كل ما يخل بالرضا ككتمان أي معلومات حول الصفقة (عناية، 1992).

3. بيان العيوب وعدم كتمانها: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "البيعان بالخيار مالم يفترقا، فإن صدقا وبينا بورك في بيعهما، وإن كذبا وكتما محق بركة بيعهما" (النسائي، 1998، ج3، ص201، رقم 4469)، وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من باع عيباً لم يُبيِّنه لم يزل في مقت الله ولم تزل الملائكة تلعنه" (ابن ماجه، 2009، ج3، ص59، رقم 2247)، وهذا يعني عدم جواز كتمان أية معلومة متعلقة بالأوراق المالية والتي قد تؤثر على سعرها في السوق.

4. خيارات البيوع: شرع حق الخيار لأطراف العقد بفسخ أو إمضاء العقد، خاصة إذا ظهر خلل في العقد تتعلق بصحة المعلومات، أو لأخذ الوقت للتفكير والمشاورة، ومن هذه الخيارات: خيار المجلس، خيار الشرط، خيار العيب، خيار الرؤية، خيار التصرية، وخيار الغبن (الخفيف، 2008).

5. الإقالة: ندبت الشريعة الإسلامية إلى إقالة النادم الذي لم يتحقق لديه تمام الرضا، ودليل هذا ما رواه ابو هريرة رضي الله عنه أن الرسول صلى الله عليه وسلم قال: "من أقال أخاه المسلم صفقة كرهها أقال الله عثرته يوم القيامة" (أبو داود، 2009، ج3، ص274، رقم 3460)؛ (ابن حجر، 1989، ج3، ص65، رقم 1197). ويساهم الاهتمام بتحقق الرضا في تشجيع المتعاملين على الاعتماد على الأسواق المالية بشكل أكبر في عمليات التمويل والاستثمار؛ بسبب تعميق الثقة لدى المتعاملين من خلال توفير الحرية اللازمة لهم في الدخول والخروج من السوق المالي، وتزايد الثقة بدقة آلية السوق، وسلامة المعاملات من خلال وجود فرصة كافية للتفكير في الصفقات من خلال استخدام الخيارات المشروعة.

وعند تقصي أثر هذه الأحكام على النماذج المختارة من الممارسات المؤثرة على كفاءة التسعير في الأسواق المالية، يتبين أن أغلب الممارسات تخلو من الرضا الحقيقي لأغلب المتعاملين الذين اتخذوا قراراتهم الاستثمارية بناءً على معطيات السوق، ورضا المتعاملين مبني على اعتبار أن أوضاع السوق سليمة، والمعلومات التي أثرت في اتخاذ القرار سليمة، وبما أن الرضا بني على وقائع ومعلومات يخالف ظاهرها باطنها فإنه منتفٍ تماما، وينطبق هذا الأمر على جميع الممارسات وبشكل خاص على استغلال المتنفذين للمعلومات الخاصة أو تزويرها، وعلى عمليات التدوير والتسخين وممارسات الوسطاء والمحللين ووكالات التصنيف.

وفيما يخص تعميق الرضا من خلال الخيارات فهو أيضا غير متوفر؛ لأن عملية التراجع عن الصفقات وإبطالها غير ممكنة في الأسواق المالية.

4 .3 .2 أحكام تهدف إلى الحد من التلاعب بآلية السوق: يسعى النظام الإسلامي إلى تقليص الظروف المصطنعة التي تؤثر على قوى العرض والطلب في السوق، وتحد من قدرته في تحديد السعر العادل للسلعة من خلال الأحكام التالية:

1. تحريم الاحتكار: ويظهر ذلك من حديث الرسول الله صلى الله عليه وسلم الذي رواه الإمام مسلم في صحيحه: "لا يحتكر إلا خاطئ" (النووي، 2004، مجلد6، ص42، رقم 1605)، والخاطئ مرتكب الخطيئة وليس مرتكب الخطأ، وهو العاصي الآثم، ويُلاحِظ المتابع للأسواق المالية الحيز الكبير الذي تشكله الممارسات القائمة على الاحتكار، فهناك احتكار المعلومات الخاصة من قبل المشاركين في صدورها والمطلعين على ذلك، ومن قبل من يشتري هذه المعلومات لاستغلالها. وهناك العمل على جمع أوراق مالية معينة بشكل كبير من أجل احتكارها، والعمل على رفع سعرها بعد ذلك، فأهم آثار الاحتكار تتمثل في تقييد العرض ورفع السعر، ويحدث ذلك من خلال استغلال ملكية العديد من المحافظ، أو من خلال التواطؤ مع مضاربين آخرين، ومن ثم العمل على تصريف الأوراق المالية عند ملامسة الأوراق للسعر المستهدف.

2. النهي عن كل الأساليب المؤدية إلى الاحتكار، أو التي تؤثر في السعر بشكل مصطنع، كتلقي الجلب في الأسواق، وبيع الحاضر للبادي: وقد وردت في ذلك العديد من الأحاديث منها حديث أبي هريرة رضي الله عنه: "نهَى رَسُولُ اللهِ صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَنْ يُتَلَقَّى الْجَلَبُ" (النووي، 2004، مجلد: 5، ص: 378، رقم: 1519)، وعنه رضي الله عنه أن الرسول صلى الله عليه وسلم قال: "لا يَبِعْ حَاضِرٌ لِبَادٍ" (النووي، 2004، مجلد5، ص380، رقم 1520)، وجاء هذا النهي نظرا لما يتركه من آثار على أسعار السلع، واستغلال جهل الجالب بسعر السوق، والحدّ من ظاهرة الوساطة التي لا تقدم أي إضافة حقيقية للناتج (السبهاني، 2005).

وعند مراجعة نماذج الممارسات في الأسواق المالية، نجد ارتباط تلقي الجلب وبيع الحاضر للبادي بعمل الوسطاء والمحللين الماليين ووكالات التصنيف بدرجة كبيرة، فهذه الجهات لها تأثير كبير على قرارات المستثمرين في السوق المالي، وأي تلاعب تمارسه تلك الجهات إنما يُبنى على الثقة الممنوحة لها، وتساهم تلك الجهات في التأثير على آلية السوق من حيث رفع تكاليف الصفقات؛ فالمعلومات والخدمات المقدمة للمستثمرين لا تُقدم إلا بمقابل، فترتفع متطلبات تغيرات الأسعار لتحقيق الربح. وقد يستخدم الوسطاء والمحللون المعلومات للمتاجرة لحسابهم الشخصي، أو التواطؤ من أجل خدمة أطراف معينة من خلال بقية المتعاملين للحصول على مقابل لذلك. ويساهم التزام السوق المالي الإسلامي بعدم الاحتكار، وعدم ممارسة الوسائل المؤدية إليه في زيادة الثقة بآلية السوق، وقدرتها على تحديد السعر العادل للأوراق المالية، فيتراجع دور المؤثرات الخارجية المصطنعة على قوى العرض والطلب، والتلاعب بآليات السوق لتحقيق أرباح لصالحهم أو لصالح بعض المضاربين، وبالتالي عدم تشويه سعر توازن السوق، فاحتكار الأوراق

المالية يخفض العرض مقابل الطلب مما يحرك السعر باتجاه الارتفاع، ويعمق هذا الارتفاع الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية التي تمثل السعر العادل للورقة المالية.

3. الحد من الممارسات التي يسلكها بعض المضاربين للتأثير على الأسعار بطريقة غير مشروعة مثل الإشاعات، وعقد الصفقات الوهمية، ونتيجة لذلك يختل التوازن، وتتحرك الأسعار بسبب تلك الممارسات وليس بسبب المعلومات الجديدة أو تغيرات في أداء الشركة المُصدرة (آل سليمان، 2005). والحدّ من هذه الممارسات تزيد من قدرة آلية السوق على تسعير الأوراق المالية بعدالة، ويصبح سعر الورقة السوقي ممثلا لقيمتها الحقيقية.

4 .3 .3 أحكام تساهم في منح القوة والعمق للسوق، وأهم هذه الأحكام:

1. فرضية الزكاة: الزكاة ركن من أركان الإسلام، وتجب في الأموال التي تجتمع فيها شروط الزكاة؛ قال تعالى: (وَأَقِيمُوا الصَّلاَةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَارْكَعُوا مَعَ الرَّاكِعِينَ) (البقرة: ٤٣)، وعن ابن عمر رضي الله عنهما أنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "بني الإسلام على خمس؛ شهادة أن لا إله إلا الله، وأن محمدا رسول الله، ولإقام الصلاة، وإيتاء الزكاة، وحج البيت، وصوم رمضان" (النووي، 2004، مجلد1، ص188، رقم16).

2. تحريم الربا تحريما قاطعا، وتحريم أي معاملات يشوبها الربا، وتحريم بيع العينة، وبيعتين في بيعة، وسلف وبيع، وشرطان في بيع، وربح ما لم يضمن، وبيع ما لا تملك (السبهاني، 2005)، قال تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنْ الرِّبَا إِنْ كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ) (البقرة: ٢٧٨).

3. تحريم الاكتناز لقوله تعالى: (وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلا يُنفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ) (التوبة: ٣٤).

تساهم فريضة الزكاة في الحث على استثمار الأموال لكي لا تتآكل إذا بقيت مجمدة، ويساعد تحريم الاكتناز على تحرير الأموال المدخرة وتوجيهها نحو الاستثمار، ومما يساعد في ذلك تحريم التعمل بالربا، وتعمل هذه الأحكام مجتمعة إلى تقليص حجم الأموال المجمدة والخارجة من نطاق التداول، ورفد الاستثمار بالمزيد من الأموال، وحصر منافذ استثمار الأموال في صيغ التمويل الإسلامي، فيكون للأسواق المالية نصيبا وافرا منها نظرا لاعتماده على أدوات الملكية كالأسهم والصكوك، حيث تعد المكان الأمثل لاستثمار الأموال في ظل قدرة الأسواق المالية على الربط الفعال بين أداء الشركات وأسعار أوراقها المالية، فتتضح الرؤية حول الاستثمارات الناجحة والتي تتمتع بمستقبل مبشر، كما يساهم هذا الأمر في التخلص من أدوات الدين القائمة على الربا كالسندات وأدوات سوق النقد، والتخلص كذلك من العمليات العاجلة القائمة على الربا كالشراء بالهامش والبيع على المكشوف، مما يعني تقلص المضاربات المدعومة بالتحوط من المخاطر، فتقوم الاستثمارات على أساس الربط بين العائد والمخاطرة.

4 .3 .4 أحكام تسعى إلى توفير المعلومات السليمة للمتعاملين في السوق: لتحقيق عدالة السعر يجب أن يكون الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالعقد دقيقة وشاملة، وعدم إخفاء أي منها، بحيث يمتلك طرفا العقد نفس المعلومات، وهذا يتطلب إظهار عيوب السلعة بشكل جلي، لكي تتم المعاملات باقتناع وعن طيب خاطر(عناية، 1992)، ومن الأحكام التي تساهم في ذلك:

1. الصدق والأمانة: الصدق واجب على المسلم في مختلف نواحي الحياة بصورة عامة؛ قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "عليكم بالصدق، فإن الصدق يهدي إلى البر، وإن البر يهدي إلى الجنة، وما يزال الرجل يصدق ويتحرى الصدق حتى يكتب عند الله صديقا، وإياكم والكذب؛ فإن الكذب يهدي إلى الفجور، وأن الفجور يهدي إلى النار، وما يزال الرجل يكذب ويتحرى الكذب حتى يكتب عند الله كذابا" (النووي، 2004، مجلد8، ص375، رقم2607)، وفي البيع خاصة؛ قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء" (الترمذي، د.ت، ج3، ص515). وتعد هذه المجموعة من الأحكام الأكثر ارتباطا بكفاءة التسعير في الأسواق المالية.

2. تحريم الغش في مختلف التعاملات: قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "مَنْ حَمَلَ عَلَيْنَا السِّلَاحَ فَلَيْسَ مِنَّا، وَمَنْ غَشَّنَا فَلَيْسَ مِنَّا" (النووي، مجلد1، ص351، رقم101).

3. القسط في الوزن والنهي عن تطفيف الكيل؛ قال تعالى: "فَأَوْفُوا الْكَيْلَ وَالْمِيزَانَ وَلا تَبْخَسُوا النَّاسَ أَشْيَاءَهُمْ" (الأعراف: ٨٥).

4. النهي عن الغرر في جميع التعاملات، ويدل على ذلك ما رواه أبو هريرة: "نَهَى رَسُولُ اللَّهِ - صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ - عَنْ بَيْعِ الْحَصَاةِ وَبَيْعِ الْغَرَرِ" (النووي، 2004، مجلد5، ص372، رقم1513)، ويتمثل الغرر بالأمر الذي له ظاهر محبوب وباطن مكروه (الزحيلي، 2002).

5. النهي عن التغرير في إطار العمل على توفير المعلومات السليمة حول العقد، وهذا يتضمن النهي عن استخدام الحيلة والخداع بالقول أو الفعل لإيهام أحد العاقدين بأن العقد يحقق مصلحته وفي واقع الحال عكس ذلك، والتغرير يطيح بمشروعية أي عقد تماما

(الضرير، 1967)، ويعد النجش مثالا بارزا على التغرير القولي، ويتمثل النجش في تدخل طرف ثالثٍ كمشترٍ يعمل على مدح السلعة المعروضة بهدف زيادة ثمنها وليس بهدف شرائها (الكاساني، 1986)، ودليل ذلك قول الرسول صلى الله عليه وسلم: "..لا تناجشوا.." (النووي، 2004، مجلد5، ص375، رقم 1515)، ويدخل في النجش الترويج الكاذب لمختلف السلع (عناية، 1992). كما نهت الشريعة الإسلامية عن البيع على البيع، حيث قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "لَا يَبِعْ بَعْضُكُمْ عَلَى بَيْعِ بَعْضٍ" (النووي، 2004، مجلد5، ص374، رقم1514)، ونهت عن السوم على السوم، حيث قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "لَا يَسُمِ الْمُسْلِمُ عَلَى سَوْمِ أَخِيهِ" (النووي، 2004، مجلد5، ص375، رقم1515)، ونهت الشريعة عن بيع المضطر وبيع المُكره؛ ففي الحديث النبوي الشريف: "وَقَدْ نَهَى النَّبِيُّ صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْمُضْطَرِّ" (أبو داود، 2009، ج1، ص255، رقم3460).

6. التسعير: يساهم ضبط الفقهاء لعملية التسعير في الحد من التلاعب في آلية السوق، فالتسعير تدخل ولي الأمر لفرض سعر معين لسلعة معينة في ظروف محددة، عندما يعجز السوق عن تحديد السعر العادل نتيجة حدوث خلل مصطنع في آلية عمل السوق، أما إذا كانت الظروف طبيعية فلا يتدخل ولي الأمر في تحديد السعر، لأن تحديده من حق العاقدين، فلا ينبغي لولي الأمر أن ينتقص من حق أي منهما، إلا إذا تعلق الأمر بدفع ضرر عن عامة الناس (الزيلعي، 1995، ج6، ص165، رقم34)، ودليل ذلك رفض الرسول صلى الله عليه وسلم للتسعير، وأجاز الفقهاء التسعير في حالة الاحتكار – حبس كل ما يتضرر الناس بحبسه من قبل البائعين أو المنتجين - لدفع الظلم عن المجتمع (السبهاني، 2005).

7. تحريم عقود المشتقات، وعقود الخيارات، وعقود المستقبليات، والبيع بالهامش، والبيع على المكشوف، وبيع نقاط المؤشر، والتي من شأنها إحداث تغيرات مصطنعة في أسعار الأوراق المالية (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، المعايير الشرعية، ص570-572، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة السابعة، قرار رقم 63 (7/1))

تعد هذه المجموعة من الأحكام أكثر الأحكام ارتباطا بكفاءة التسعير، فلا تخلو أي ممارسة مخلة بالكفاءة من أي من هذه المنهيات، فالتلاعب بأسعار الأوراق المالية من خلال استغلال المعلومات الخاصة، أو حجز المعلومات الصحيحة عن فئة من المتعاملين، ينطوي على الغش والغرر؛ فهي محاولة واضحة لأظهار الأوراق المالية على غير حقيقتها لأيهام المتعاملين بأمر مخالف للحقيقة، وبالتالي جذبهم لشراء الأوراق المالية أو دفعهم للتخلص منها، واستغلال هذه التصرفات لتحقيق أرباح غير عادلة من خلال خلق فجوة معتبرة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية. أما الاعتماد على الاشاعات ونشر المعلومات المضللة للتأثير الأسعار وتحريكها بالاتجاه الذي يحقق المنفعة للمتلاعبين، وهذا الأمر لا يعدو أن يكون تغريرا للمتعاملين، وعاملا حاسما في قراراتهم الاستثمارية، من خلال دفعهم بطريقة غير مباشرة إلى شراء أو بيع ورقة مالية معينة.

أما الغرر والتغرير في عمليات تدوير الأوراق المالية، وتسخين السوق المالي، فهي عمليات عقد صفقات بيع وشراء صورية تكون هنا بمثابة الغرر؛ لأنها تظهر الورقة المالية بصورة مخالفة لحقيقتها، كما أنها تعمل على خداع المتعاملين ودفعهم للتعامل مع الورقة المالية بالصورة المخطط لها، فتكون هنا بمثابة التغرير، وتتحول المعاملة إلى نجشٍ صريح في حالة وجود تواطؤ من أطراف أخرى تساعد في الايقاع بالمتعاملين من خلال إجراء صفقات وهمية لرسم صورة معينة لدى بقية المتعاملين عن حالة الورقة المالية، ومن الممكن أن تتضمن بيعا على البيع أو سوما على السوم.

وتدخل مساهمة الوسطاء والمحللين الماليين ووكالات التصنيف الدولية أيضا في أبواب الغرر والتغرير، فتلاعب الوسطاء يعد غررا؛ لأنه يعكس صورة غير حقيقية عن الورقة عند تقديم استشارات للعملاء، فتساهم المعلومات وكأن القرار في صالح العملاء، وتعد كذلك تغريرا؛ لأن الهدف الأساسي للممارسة هو تشجيع العملاء على اتخاذ قرارات استثمارية معينة. ولا يختلف تلاعب المحللين عن تلاعب الوسطاء، حيث يعمل على اظهار نتائج تحليل أداء الشركات وتحليل تحركات السوق بصورة مخالفة للحقيقة بهدف دفع قرار المستثمر حيثما يشاء للمساهمة في خدمة من يريد. وتقوم وكالات التصنيف بعمل مشابه فتظهر الورقة المالية بصورة مخالفة للحقيقة وخاصة من ناحية تقدير القدرة الائتمانية للمصدر، والهدف هو توجيه المستثمرين حيثما تشاء، ولكن عملها يختلف من حيث الطرف المستفيد وهو الجهة المصدرة، ويتأكد هذا الأمر إذا ما علمنا أن التصنيف المُصدر مدفوع الأجر، وقد يتغير التصنيف حسب المبالغ المدفوعة.

كما يساهم الابتعاد عن الغش والغرر والتغرير وغيرها من الأحكام المذكورة في تضييق نطاق استغلال المتعاملين لوجود معرفة في السوق، فتتضاءل فرص تحقيق الأرباح غير الاعتيادية على حساب الآخرين. كما أن الإلتزام بهذه الأحكام يعني التخلص من آفات السوق المالي من غش

وتغرير، وتعد هذه الممارسات من أهم أسباب فقدان السوق المالي للكفاءة؛ لأن تغيرات أسعار الأوراق المالية تصبح أكثر اعتمادا على تحليل المعلومات وعلى واقع أداء الشركات. وهذا يعني ارتفاع قدرة السوق على تسعير الأوراق المالية بعدالة، فعدالة التسعير تعتمد على قدرة السوق على اظهار أي معلومة جديدة على سعر الورقة المالية بشكل سريع، وتوفير المعلومات بشكل دقيق وسريع للجميع من خلال غياب احتكار واستغلال المعلومات الخاصة أو المتاجرة بها، وغياب أي مؤثرات أخرى على حركة الأسعار، حيث يصبح تغير الأسعار أكثر ارتباطا بالمعلومات المتوفرة، والقدرات التحليلية للمتعاملين، فتميل القيمة السوقية للورقة المالية للتساوي مع قيمتها الحقيقية في المدى الطويل، ولا تبتعد عنها كثيرا في المدى القصير، مما يعني الحد من الأرباح غير الاعتيادية التي تعتمد بشكل كبير على الفجوة بين هاتين القيمتين.

وقد تستخدم صلاحيات التسعير – في حال وجودها – في التلاعب بأسعار الأوراق المالية لتحقيق مآرب معينة، خاصة إذا ما علمنا أن أغلب المتنفذين سياسيا لهم مصالح اقتصادية كبيرة في الأسواق المالية، فقد تستخدم الصلاحيات لتسعير الورقة المالية بسعر مرتفع لتصريف الأوراق المملوكة، أو التسعير بسعر منخفض عند الرغبة في جمع الأوراق المالية بسعر مناسب.

ومن هنا يتضح أن هذه الأحكام في الجملة ترتبط بهيكل السوق الإسلامي، فتضبطه وترسم له التخوم التي يتحرك ضمنها، وفي المقابل تترك الحرية للمتعاملين في إتمام تعاملاتهم برضاهم، فلا تتدخل بآلية السوق إلا في حالات نادرة تستوجب التدخل من خلال التسعير، الذي يعد إجراءً لاحقا يسعى لمعالجة الاختلالات التي تكشفها الدولة من خلال مراقبة الأسواق، ويعد هذا الإجراء استثناءً وليس أصلا؛ فالأصل هو التراضي بين طرفي العقد.

ونتيجة لذلك ترتفع درجة المنافسة في السوق الإسلامية، وتزداد الثقة بالسوق ونظامها وآليتها كلما انضبطت بالأحكام سالفة الذكر، فيزداد عدد المتعاملين في السوق من شركات وأفراد، فلا يستطيع أي منهم التحكم بالسعر أو بالكميات المطلوبة أو المعروضة، وهذا من شروط سوق المنافسة التامة، وهنا تخرج السوق من تحكم شركة أو فرد، أو عدد قليل من الشركات أو الأفراد بعرض الأوراق المالية أو الطلب عليها.

4 .4 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 الحقيقة للورقة المالية بشكل خاص، إلا أنه قد تقع بعض المخالفات التي تؤثر على كفاءة السوق سلبا، ولذا استوجب الأمر وجود آليات للحد من تلك الممارسات، ومن أبرزها:

1. الرقابة الذاتية عند المتعاملين: تعتمد كفاءة التسعير في الأسواق المالية على مدى الالتزام بالأحكام الضابطة لعمل السوق، وهذا الأمر يرتبط ارتباطا وثيقا بالرقابة الذاتية بالدرجة الأولى، فكلما تميز المتعاملون بالصدق والأمانة كلما انعكس ذلك على مستوى كفاءة السوق. وذلك بأن يستشعر المسلم رقابة الله عليه، من خلال التوعية وعقد الدورات والندوات للمتعاملين، وبيان أثر تلك السلوكات على السوق المالي مما قد يسبب أزمات مالية.

2. تطبيق نظام الحسبة: من المؤكد أن الرقابة الذاتية وحدها لا تكفي للالتزام بالأحكام الشرعية، سفلا بد من وجود رقابة حثيثة على الأسواق، ووجود الحسبة في أفضل عصور الإسلام عصر رسول الله صلى الله عليه وسلم خير دليل على ضرورتها، لذا لا بد من وجود نظام الحسبة، والمتمثل بالأمر بالمعروف إذا ظهر تركه والنهي عن المنكر إذا ظهر فعله (الماوردي، 1404هـ)، وتعد الحسبة تعد من أهم الخطط الدينية التي تجمع بين النظر الشرعي والزجر السياسي للأفراد (الغزالي، د.ت)، وتتمثل وظيفة المحتسب بمراقبة السوق والعمليات التي تجري فيه، والتأكد من خلوها من الممارسات التي قد تؤدي إلى هدم كفاءة التسعير في السوق المالي، ومنع الاحتكار، ومنع الغش، والتدليس، ورفع الضرر إن وقع؛ أي أنه يتابع تطبيق جملة الأحكام التي تضبط السوق، وإيقاع العقوبات عند وقوع المخالفات (ابن تيمية، 1967)، ويختار للحسبة أشخاص عدول متخصصون في الأسواق المالية. ويمكن أن تناط تلك المهمة إلى هيئة الأوراق المالية ذات الصلة الوثيقة بالسوق المالي وما يجري فيه من تعاملات

3. وجود هيئة رقابة شرعية: تقوم هيئة الرقابة الشرعية بمراجعة العقود من جانب شرعي للتأكد من خلوها من المخالفات الشرعية، والتأكد من تنفيذ تلك العقود، ومراجعة العقود بعد تنفيذها للتأكد من سلامتها الشرعية.

وقد اتخذت هيئة الأوراق المالية في الأردن إجراءات مهمة في هذا الصدد، فبينت تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، ومعايير السلوك المهني بعض الممارسات الممنوعة، حيث حظرت أفشاء أي أسرار للعملاء أو لعمليات السوق، وحظرت على الوسطاء تنفيذ أي عمليات يكون فيها تعارض مصالح، وفرضت على الوسطاء الحفاظ على سرية

الاستشارات وعدم إجراء أي معاملات ترتبط بموضوعها إلا بعد نشرها، وحظرت على الوسطاء إعطاء أي معلومات غير صحيحة قد تؤثر على تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، حظرت أي عمليات بما فيها الوهمية الهادفة إلى إيهام المتعاملين بوجود سوق نشط للورقة المالية، وحظرت، كما حظرت على الوسطاء إجراء أي معاملات تعتمد على معلومات داخلية تتعلق بأوامر العملاء قيد التنفيذ لصالحه أو لصالح العملاء(بورصة عمان، 2004)؛ (بورصة عمان، 1999).

ولكن هذه المواد لا تعد ضمانة كافية للحد من الممارسات المؤثرة على كفاءة التسعير في الأسواق المالية، فالمواد لا تحدد بدقة ماهية الممارسات، ولا كيفية التحقق منها واثباتها، وكيفية مواكبة التطور المستمر لأساليب التلاعب، حيث كان من الواجب تحديد الممارسات بدقة أكبر، كالممارسات التي تناولناها سابقا، ومن الممكن أن تصدر بملحق أو دليل خاص يحددها بدقة ويكون تحت التحديث بشكل مستمر. ويقترح أن تقترن بهذه الممارسات العقوبات اللازمة بحيث تتلائم العقوبة مع درجة خطورة المخالفة، والنتائج المترتبة عليها، ويقترح أن تتنوع العقوبات من خلال فرض غرامات مالية على المخالفين، ومصادرة الأرباح الناجمة عن المخالفات، وإلغاء الصفقات التي نتجت عنها المخالفات، وحظر التعامل لفترات زمنية، وإلغاء اعتماد الوسطاء المتورطين، وتجميد عضويات أعضاء مجالس إدارة الشركات المتورطين في التلاعب وغيرها.

ويرى الباحثان أن أي اجراءات تتخذ لن تحد كثيرا من الممارسات المؤثرة على كفاءة التسعير في الأسواق المالية؛ بسبب التطور المستمر لأساليب التلاعب، وصعوبة تتبعها واثباتها، لذلك من المهم أن يرافقها توعيه بالأحكام الشرعية المتعلقة بهذه الممارسات، وتوضيحها، والعمل على نشر الأخلاق الحميدة؛ لأنها حائط الصد الأول والأهم للحد من التلاعب.

5. النتائج:

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

أ. يتمثل جوهر كفاءة الأسواق المالية في قدرتها على تسعير الأوراق المالية بشكل عادل، من خلال الربط الدقيق والسريع بين سعر الورقة المالية وأداء الشركة، وإظهار المعلومات بمختلف مستوياتها في السعر السوقي بأقصى سرعة ممكنة، وتلعب دورا مهما في قيام الأسواق المالية بوظائفها بالشكل الأمثل.

ب. تتلخص أهم أسباب عدم كفاءة السوق المالي في: عدم دقة البيانات المنشورة عن الأوضاع الاقتصادية وأداء الشركات، وعدم شموليتها، وتأخر وصول المعلومات الجديدة للمتعاملين بعدالة نتيجة احتكار المعلومات وانتشار المتاجرة بها، وانتشار الصفقات الصورية التي توجد فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وانتشار المضاربات التي تعتمد على التحليل السطحي، وانتشار أدوات الربا والمقامرة، وانتشار الغش والغرر والتغرير، وعقود المشتقات والمستقبليات، وغيرها، وانخفاض عدد المتعاملين في السوق المالي بسبب عدم الثقة بآلية السوق.

ت. أولت الشريعة الإسلامية السوق اهتماما كبيرا، ويظهر ذلك جليا من خلال الأحكام الشرعية التي تضبط العمل في السوق الإسلامي، بحيث يتحدد السعر بناء على تفاعل طبيعي بين العرض والطلب مبني على حرية المتعاملين، وبعيدا عن الظروف المصطنعة التي تؤثر على السعر.

ث. يمكن تقسيم أحكام السوق إلى أربع مجموعات وفقا للأهداف التي تسعى لتحقيقها، فهناك أحكام تسعى إلى توفير الحرية للمشاركين في السوق، وأحكام تسعى إلى توفير المعلومات السليمة للمتعاملين في السوق، وأحكام تسعى إلى الحفاظ على آلية السوق،وأحكام تسعى إلى منح القوة والعمق للسوق.

ج. يُتوقع أن تعمل هذه الأحكام على رفع كفاءة الأسواق المالية بشكل كبير، وكلما ارتفعت درجة الالتزام يرتفع مستوى الكفاءة بمختلف أنواعها، حيث تساهم هذه الأحكام في تعزيز متطلبات الكفاءة، وتعالج بشكل كبير أسباب عدم الكفاءة.

ح. يعتمد نجاح الأحكام في تحقيق كفاءة السوق المالي على الرقابة الذاتية للمتعاملين، ومدى التزامهم بأخلاق الإسلام في تعاملاتهم، ويعتمد كذلك على مدى صرامة القوانين التي تنظم عمل الأسواق المالية، واشتمالها على كل ما يضمن الالتزام بالأحكام ذات العلاقة، ومدى نجاعة الرقابة التي تفرضها الجهات المسؤولة عن السوق المالي.

خ. صحة الفرضية التي قامت عليها الدراسة؛ الأسواق المالية الإسلامية أكثر كفاءة من الأسواق التقليدية.

6. التوصيات:

استنادا إلى النتائج السابقة، توصي الدراسة بما يلي:

أ- العودة إلى الأحكام الشرعية المتعلقة بالسوق، وتطبيقها على الأسواق المالية من خلال تحويلها إلى نصوص قانونية، تُضمّن في القوانين والتعليمات الناظمة لعمل الأسواق المالية.

ب- تعزيز دور الرقابة الذاتية عند المتعاملين، من خلال توعيتهم

حول أهمية الالتزام بالأحكام الشرعية، ودورها في حفظ استثمارات المتعاملين وخدمة الاقتصاد الوطني.

ت- تطبيق نظام الحسبة ومراقبة الأسواق وما يجري فيها من معاملات، من قبل أفراد عندهم العلم والخبرة بما يجري في السوق المالي.

ث- إيجاد هيئة رقابة شرعية مهمتها تدقيق العقود وصياغتها صياغة سليمة من ناحية شرعية، تراقب تنفيذها، وتراجع العمليات بعد التنفيذ، للتأكد من سلامة المعاملات.

ج- ايقاع العقوبات المناسبة بحق المخالفين في السوق المالية، تبدأ بالوعظ والإرشاد، والنهي والزجر، وإبطال العقود المتضمنة مخالفات شرعية، ثم إيقاع العقوبات التعزيرية، وأخيرا المنع من التعامل في السوق المالي إن استمر في المخالفات ولم يرتدع بالعقوبات السابقة.

المصادر

الألباني، محمد ناصر الدين (1985). **إرواء الغليل في تخريج أحاديث منار السبيل**. إشراف: زهير الشاويش، المكتب الإسلامي، بيروت، ط2.

البربري، صالح (2001). **الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية**. مركز المساندة القانونية، القاهرة، ط1.

البرواري، شعبان (2002). **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**. دار الفكر المعاصر، بيروت - دمشق، ط1.

بورصة عمان (2004). تعليمات **تداول الأوراق المالية في بورصة عمان وتعديلاتها**. عمان.

بورصة عمان (1999). **تعليمات معايير السلوك المهني**. عمان.

الترمذي، محمد بن عيسى (د.ت). **الجامع الصحيح سنن الترمذي**. تحقيق أحمد محمد شاكر وآخرون، دار إحياء التراث العربي، بيروت.

ابن تيمية، أحمد بن عبد الحليم بن عبد السلام ابن تيمية الحراني الحنبلي الدمشقي (1967). **الحسبة في الإسلام**. دار البيان، دمشق.

الجرجاني، علي بن محمد (1983). **التعريفات**. ضبطه وصححه مجموعة من العلماء بإشراف الناشر، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1.

ابن حبان، محمد بن حبان الدارمي البُستي (1988). **صحيح ابن حبان**. تحقيق: شعيب الأرنؤوط، مؤسسة الرسالة، بيروت، ط1.

ابن حجر، أبو الفضل أحمد بن علي بن محمد بن أحمدالعسقلاني(1989). **تلخيص الحبير في تخريج أحاديث الرافعي الكبير**. دار الكتب العلمية، بيروت، ط1.

خريوش، حسني، وأرشيد عبد المعطي، وجودة، محفوظ (1998). **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**. دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، ط1.

الخفيف، علي (2008). **أحكام المعاملات الشرعية**. ط1، دار الفكر العربي، القاهرة، ط1.

الداغر، محمود محمد (2007). **الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات**. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ط1: الاصدار الثاني.

أبو داود، سليمان بن الأشعث الأزدي السِّجِسْتاني (2009). **سنن أبي داود**. تحقيق شعَيب الأرنؤوط ومحَمَّد كامِل قره بللي، دار الرسالة العالمية، بيروت، ط1.

رمضان، زياد، وشموط، مروان (2008). **الأسواق المالية**. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، ط1.

الزحيلي، وهبة (2002). **المعاملات المالية المعاصرة**. دار الفكر المعاصر، دمشق، ط1.

الزيلعي، جمال الدين بن عبدالله (1995). **نصب الراية في تخريج أحاديث الهداية**. دار الحديث، ط1.

الساعاتي، عبدالرحيم (2007). المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي، **مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي**، 20(1): 33-3.

السبهاني، عبد الجبار (2005). **الأسعاروتخصيص الموارد في الإسلام: مدخل إسلامي لدراسة النظرية الاقتصادية**، سلسلة الاقتصاد الإسلامي(2)، دار البحوث للدراسات الإسلامية وإحياء التراث، دبي.

آل شبيب، دريد كامل (2012). **الأسواق المالية والنقدية**. دار المسيرة للنشر، عمان، ط1.

الضرير، الصديق محمد الأمين (1967). **الغرر وأثره في العقود**. دار نشر الثقافة، القاهرة، مصر، ط1.

عناية، غازي(1992). **ضوابط تنظيم الاقتصاد في السوق الإسلامي**. دار النفائس، بيروت، ط1.

الغزالي، ابو حامد محمد بن محمد الطوسي (د.ت). **إحياء علوم الدين**. دار المعرفة، بيروت.

ابن فارس، أحمد بن فارس بن زكريا (1979). **معجم مقاييس اللغة**. تحقيق: عبدالسلام محمد هارون، دار الفكر، بيروت.

الفيروزآبادي، محمد بن يعقوب (2005). **القاموس المحيط**. تحقيق :مكتب تحقيق التراث في مؤسسة الرسالة بإشراف محمد نعيم العرقسُوسي، مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، ط8.

القرضاوي، يوسف (2009). **القواعد الحاكمة لفقه المعاملات**. المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، الدورة التاسعة عشرة، 30 حزيران – 4 تموز، اسطنبول.

الكاساني، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الحنفي (1986). **بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع**. دار الكتب العلمية، بيروت، ط2.

ابن ماجه، محمد بن يزيد القزويني (2009). **سنن ابن ماجه**. تحقيق: محمد الارناؤوط وعادل مرشد ومحمد قرة بللي وعبداللطيف حرز الله، دار الرسالة العالمية، بيروت، ط1.

الماوردي، علي بن محمد بن محمد بن حبيب البصري البغدادي (1404ه). **الأحكام السلطانية**. دار الفكر العربي، بيروت، ط1.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي (2011). **قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي**. مراجعة: أحمد عبدالعليم أبو عليو، الأمانة العامة للأوقاف، الشارقة، ط1.

مفتاح، صالح، ومعارفي، فريدة (2010) متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، **مجلة الباحث**، 7: 181-194.

ابن منظور، أبو الفضل محمد بن مكرم بن على (1414ه). **لسان العرب**. ط3، دار صادر، بيروت، ط3.

النسائي، أبي عبد الرحمن أحمد بن شعيب بن علي (1998). **سنن النسائي**. مكتبة المعارف للنشر والتوزيع، الرياض، ط1.

أبو النصر، عصام (2006). **أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**. دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1.

النووي، محي الدين أبي زكريا يحي بن شرف (2004). **صحيح مسلم بشرح النووي**. مراجعة وضبط محمد محمد ثامر، دار الفجر للتراث، القاهرة، مصر، ط2.

هندي، منير ابراهيم (2006). الأوراق **المالية وأسواق المال**. منشأة المعارف، الاسكندرية، ط1.

هيئة الأوراق المالية (2015). **تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004 وتعديلاتها**. عمان.

هيئة الأوراق المالية (2002). **قانون الأوراق المالية لسنة 2002**. عمان.

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية **(2015). المعايير الشرعية**. دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض.

REFERENCES

Abu Al-Nasser, Essam. (2006). ***Financial Markets (Bourse) in The Balance of Islamic Fiqh***, 1st Ed. Dar Al-Nasher Leljame'at. Cairo.

Abu Dawood, Sulaiman ibn al-Ash'ath al-Azzani al-Sistani. (2009). ***Sunan Abi Dawood***, Achievement: Shoaib Arnaout and Mohammad Kamel Qora Balli. 1st Ed. Al-Resala International Foundation, Beirut.

Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institution. AAOIFI (2015). ***Shari'ah Standards***, Dar Al-Miman. Riyadh.

Al–Albany, Mohammed Nasser Al-Din. (1985). ***Irwaa al-Ghaleel Fe Takhreeg Ahadith Manar al-Sabil***. 2nd Ed. Supervision: Zuhair Shawish. The Islamic Office. Beirut.

Al-Barbari, Saleh. (2001). ***Illegal Practices in Stock Exchange***. 1st Ed. Legal Support Center. Cairo.

Al-Brwari, Shaban. (2002). ***Stock Exchange from Islamic Perspective***. 1st Ed. Dar Al-Fikr Al-Moaser. Beirut.

Al-Dagher, Mahmoud. Mohammad. (2007). ***The Financial Markets: Institutions, Securities, Bourses***. 1st Ed. Dar Al-Shrooq. Amman.

Al-Darir Al-Seddiq Mohammad Al-Amin. (1967). ***Al-Gharar and its Impact in The Contracts***. 1st Ed. Dar Nasher Al-Thaqafah. Cairo.

Al-Ghazali, Abu Hamed Mohammed bin Mohammed al-Tusi. ***Ihya Ulum al-Din***, Dar Al-Ma'refah. Beirut.

Al-Jarjani, Ali bin Mohammed. (1983). ***The Definitions***. 1st Ed. Edited and corrected by a group of scientists under the supervision of the publisher. Dar. Al-Kotob Al-Elmiah. Beirut.

Al-Kasani, Alaeddin Abu Bakr bin Masoud bin Ahmed Al-

Hanafi. (1986). ***Bada'ia al-Sana'a Fe Tatib Al-Shari'a***, 2nd Ed. Dar Al-Kotob Al-Elmiah. Beirut Al-Khafif, Ali. (2008). ***Ahkam Al-Moamalat Ashshariah***. 1st Ed. Dar Al-Fikr Al-Arabi. Cairo.

Al-Mawardi, Ali bin Mohammed bin Mohammed bin Habib al-Basri al-Baghdadi. (1404 H). ***Al-Ahkam Al-Soltaniah***, 1st Ed. Dar Al-Fikr Al-Arabi. Beirut.

Al-Nasa'i, Abi Abd al-Rahman Ahmad ibn Shu'ayb ibn Ali. (1998). ***Sunan Al-Nasa'i***, 1st Ed. Maktabat Al-Ma'aref. Riyadh.

Al-Nawawi, Muhiuddin Abi Zakaria Yahya bin Sharaf. (2004). ***Sahih Muslim Shrh Al-Nawawi***, 2nd Ed. Review: Mohammad Thamer. Dar Al-Fajr Letorath. Cairo.

Al-Qaradawi, Yousef. (2009). ***Rules Governing The Transactions of Fiqh***, European Council for Ifta'a and Research. No. 19. June 30 – July 4. Istanbul.

Al-Sa'ati, Abdulrahim. (2007). Speculation and Gambling in The Modern Financial Markets: Economic and Sharia'a Analysis, ***King Abdulaziz University Journal: Islamic Economic***. 20 (1). 3-33.

Al-Sabhany, Abduljabbar. (2005). ***Prices and Resources Allocation in Islam: An Islamic Approach to Study The Economic Theory***, Islamic Economic Series (2). Research House for Islamic Studies and Heritage Revival. Dubai.

Al-Shabib, Doraid Kamel. (2012). ***The Financial and Money Markets***. 1st Ed. Dar Al-Massirah. Amman.

Al-Zohaili, Wahbah. (2002). ***Contemporary Financial Transactions***. 1st Ed. Dar Al-Fikr Al-Moaser. Damascus.

Amman Stock Exchange. (1999). ***Instructions of professional conduct Standards***. Amman.

Amman Stock Exchange. (2015). ***Instructions of Securities Trading 2004 and its Amendment***. Amman.

Avgouleas, Emilios (2015). ***The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis***. Oxford University Press, New York, USA, 1st edition.

Avgouleas, Emilios (2015). ***The Mechanics and Regulation of Market Abuse, A Legal and Economic Analysis***. Oxford University Press, New York, USA, 1st edition.

Bailey, Roy (2005). ***The Economics of Financial Markets***. Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1st edition.

Bailey, Roy (2005). ***The Economics of Financial Markets***. Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1st edition.

Benmelech, Efraim. and Dlugosz, Jennifer (2009). The Credit Rating Crisis, ***National Bureau of Economic Research***. 34: 161-207.

Benmelech, Efraim. and Dlugosz, Jennifer (2009). The Credit Rating Crisis, ***National Bureau of Economic Research***. 34: 161-207.

Bodie, Zvi., Kane, Alex. And Marqus, Alan (2008). ***Investments***. McGraw-Hill Education, Boston, USA, 7th International Edition.

Bodie, Zvi., Kane, Alex. And Marqus, Alan (2008). ***Investments***. McGraw-Hill Education, Boston, USA, 7th International Edition.

Davidson, Paul (2002). ***Financial Markets, Money and the Real World***. Edward Elgar Publishing, Inc., Massachusetts, USA, 1st edition

Davidson, Paul (2002). ***Financial Markets, Money and the Real World***. Edward Elgar Publishing, Inc., Massachusetts, USA, 1st edition

El-Firuz Abadi, Mohammed bin Yaqoub. (2005). ***Al-Qamus Al-Muhit***.8th Ed. achievement: The Heritage Investigation Office at Al-Resala Foundation under the supervision of Mohammad Naeem Al-Arqasousi. Al-Resala Foundation. Beirut.

Enaih, Ghazi. (1992). ***Regulating Controls of Economy in The Islamic Market***, 1st Ed. Dar Al-Nafa'es. Beirut.

Fama, Eugene (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, ***Journal of Finance***, 25 (2): 383–417.

Fama, Eugene (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, ***Journal of Finance***, 25 (2): 383–417.

Guyot, Alexis (2011). Efficiency and Dynamics of Islamic Investment: Evidence of Geopolitical Effects on Dow Jones Islamic Market Indexes, ***Emerging Markets Finance & Trade***, 47(6): 24–45.

Guyot, Alexis (2011). Efficiency and Dynamics of Islamic

Investment: Evidence of Geopolitical Effects on Dow Jones Islamic Market Indexes, ***Emerging Markets Finance & Trade***, 47(6): 24–45.

Hindi, Mounir Ibrahim. (2006). ***Financial Securities and Financial Market***, 1st Ed. Monsha'at Al-Ma'aref. Alexandria.

Hirschey, Mark. & Nofsinger, John (2010). ***Investments: Analysis & Behavior***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 2nd edition.

Hirschey, Mark. & Nofsinger, John (2010). ***Investments: Analysis & Behavior***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 2nd edition.

Hussein, Khaled., and Omran, Mohammed (2005). Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes, ***Journal of Investing***, 14(3): 105-126.

Hussein, Khaled., and Omran, Mohammed (2005). Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes, ***Journal of Investing***, 14(3): 105-126.

Ibn Fares, Ahmed bin Fares bin Zakaria. (1979). ***Dictionary of Language Standards***, achievement: Abdulsalam Mohammad Haroun. Dar Al-Fikr. Beirut.

Ibn Habban, Mohammed bin Habban al-Darami al-Basti. (1988). ***Sahih Ibn Habban***. 1st Ed. Achievement: Shoaib Arnaout. Al-Resala Foundation, Beirut.

Ibn Hajar, Abu al-Fadl Ahmed bin Ali bin Mohammed bin Ahmed Alasqalani. (1989). 1st Ed. ***Tlkhis AlHabir Fe Tkhrig Ahadeeth Arafai Al-Kabir*.** Dar Al-Kotob Al-Elmiah. Beirut.

Ibn Majah, Muhammad ibn Yazid al-Qazwini. (2009). ***Sunan Ibn Majah***, 1st Ed. achievement: Mohammad Arna'ot, Mohammad Gora Balli, and Abdullatif Harz Allah. Dar Al Resalah International. Beirut.

Ibn Manzoor, Abu al-Fadl Muhammad ibn Makram bin Ali. (1414 H). ***Lisan Al-Arab***, 3rd Ed. Dar Sader. Beirut.

Ibn Taymiyyah, Ahmad ibn Abd al-Halim ibn Abd al-Salam Ibn Taymiyyah al-Harani al-Hanbali al-Dimashqi. (1967). ***Al-Hesba in Islam***. Dar Al-Bayan. Damascus.

International Islamic Fiqh Academy. (2011). ***Decisions and recommendations of International Islamic Fiqh Academy***, 1st Ed. Review: Ahmad Abdullalim Abu Olio. General Secretariat of Awqaf, Sharjah.

International Organization of Securities Commissions (2013). ***Investigating and Prosecuting Market Manipulation***, IOSCO Working Papers, Madrid, Spain.

International Organization of Securities Commissions (2013). ***Investigating and Prosecuting Market Manipulation***, IOSCO Working Papers, Madrid, Spain.

Jarrow, Robert. and Larsson, Martin (2011). The Meaning of Market Efficiency, ***Mathematical Finance Journal***, 22(1): 1-30.

Jarrow, Robert. and Larsson, Martin (2011). The Meaning of Market Efficiency, ***Mathematical Finance Journal***, 22(1): 1-30.

Jensen, M (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency, ***Journal of Financial Economics***, 6: 95-101.

Jensen, M (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency, ***Journal of Financial Economics***, 6: 95-101.

Jordan Securities Commission. (2015). ***Financial Securities Law 2002***. Amman.

Jordan Securities Commission. (2015). ***Instructions of Securities Trading in Amman Stock Exchange 2004 and its Amendment***. Amman.

Khriosh, Hosni., Ershid Abdelmoti., And Jodah Mahfoz. (1998). ***The Financial Markets: Concepts and Practice*s**. 1st Ed. Dar Zahran. Amman.

Kia, Amir (2015). Islamic Economics Rules and the Stock Market: Evidence from the United States, ***International Journal of Business***, 20(3): 181- 201.

Kia, Amir (2015). Islamic Economics Rules and the Stock Market: Evidence from the United States, ***International Journal of Business***, 20(3): 181- 201.

McGroarty, Frank., Gwilym, Owain. and Thom as, Stephen (2009). The role of private information in return volatility, bid–ask spreads and price levels in the foreign exchange market, ***Journal of International Financial Markets***, Institutions & Money, Elsevier, 19: 387–401.

McGroarty, Frank., Gwilym, Owain. and Thom as, Stephen

(2009). The role of private information in return volatility, bid–ask spreads and price levels in the foreign exchange market, ***Journal of International Financial Markets***, Institutions & Money, Elsevier, 19: 387–401.

Moftah, Saleh. and Ma'arfi, Faredah. (2010). Requirements of Stock Market Efficiency: A Study of The Reality of The Arab Stock Markets and Ways of Raising Their efficiency, ***Al-Baheth Journal***. 7. 181-194.

Obaidullah, Mohammed (2001). Ethics and Efficiency In Islamic Stock Markets, ***International Journal of Islamic Financial Services***, 3(2): 2-11.

Obaidullah, Mohammed (2001). Ethics and Efficiency In Islamic Stock Markets, ***International Journal of Islamic Financial Services***, 3(2): 2-11.

Ramadan, Ziad. and Marwan, Shamout. (2008). ***The Financial Markets***. 1st Ed. United Arab Marketing & Supplies Co. Cairo.

Rose, Peter. S. and Marquis Milton. H (2006). ***Money and Capital Markets***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 9th International Edition.

Rose, Peter. S. and Marquis Milton. H (2006). ***Money and Capital Markets***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 9th International Edition.

Ross, Stephen., Westerfield, Randolph., Jafee, Jeffrey. Jordan, Bradford (2008). ***Modern Financial Management***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 8th International Edition.

Ross, Stephen., Westerfield, Randolph., Jafee, Jeffrey. Jordan, Bradford (2008). ***Modern Financial Management***. McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 8th International Edition.

Samuelson, Paul. And Nordhaus, William (1998). ***Economics***, , McGraw-Hill Companies, Inc., Boston, USA, 16th Edition.

Samuelson, Paul. And Nordhaus, William (1998). ***Economics***, , McGraw-Hill Companies, Inc., Boston, USA, 16th Edition.

Tag El-Din, Seif (1996). The Stock-Exchange from an Islamic Perspective, ***Journal of KAU Islamic Economics***, 8: 31-49.

Tag El-Din, Seif (1996). The Stock-Exchange from an Islamic Perspective, ***Journal of KAU Islamic Economics***, 8: 31-49.

Tirmidhi, Mohammad Bin Essa. ***Al-Jamia Assaheeh: Sunan al-Tirmidhi.*** Achievement: Ahmad Mohammad Shaker. et al., Dar Ehia Attorath Al-Arabi. Beirut.

Titan, Alexandra. Gabriela (2015). The Efficient Market Hypothesis: review of specialized literature and empirical research, ***Procedia Economics and Finance***, 32: 442 – 449.

Titan, Alexandra. Gabriela (2015). The Efficient Market Hypothesis: review of specialized literature and empirical research, ***Procedia Economics and Finance***, 32: 442 – 449.

Tuna, Gulfen. and Uysal, Mustafa (2015). Is Turkey's Islamıc Stock Market Effıcıent? Evidence from Borsa Istanbul, ***The Empirical Economics Letters***, 14(9): 915-923.

Tuna, Gulfen. and Uysal, Mustafa (2015). Is Turkey's Islamıc Stock Market Effıcıent? Evidence from Borsa Istanbul, ***The Empirical Economics Letters***, 14(9): 915-923.

Turner, Adair. et al (2010). ***The Future of Finance*** .London School of Economics and Political Science., London.

Turner, Adair. et al (2010). ***The Future of Finance*** .London School of Economics and Political Science., London.

Vlad, Andreea (2014). Financial Market Manipulation: How to identify the Mechanisms***, International Journal of Economic Practices and Theories***, 4(1): 77-88.

Vlad, Andreea (2014). Financial Market Manipulation: How to identify the Mechanisms***, International Journal of Economic Practices and Theories***, 4(1): 77-88.

Wilson, Rodney (1997). Islamic finance and ethical Investment, ***International Journal of Social Economics***, 24(11): 1325-1342.

Wilson, Rodney (1997). Islamic finance and ethical Investment, ***International Journal of Social Economics***, 24(11): 1325-1342.

Wirama, Dewa., Wiksuana, Gusti., Sanusi, Mohd. and Kazemian, Soheil (2017). Price Manipulation by Dissemination of Rumors: Evidence from the Indonesian Stock Market, ***International Journal of Economics and Financial,*** 7(1): 429-434.

Wirama, Dewa., Wiksuana, Gusti., Sanusi, Mohd. and Kazemian, Soheil (2017). Price Manipulation by Dissemination of Rumors: Evidence from the Indonesian Stock Market, ***International Journal of Economics and Financial,*** 7(1): 429-434.

Zilai, Jamal al-Din bin Abdullah. (1995). ***Nasb Al-Rayah fi Takhrig Ahadith Al-Hedaiah***. 1st Ed. Dar Al-Fikr Al-Hadeath. Damascus.

Efficiency of Islamic Financial Markets

Mohammad M. Bani Essa[1], Abdalla M. Al Badarin[2]

ABSTRACT

This study aims to explore the impact of the provisions of Sharee'ah that are related to the market on the efficiency of the financial markets, and their role in increasing the ability of financial markets to price securities fairly. The study showed that there are many provisions of Sharee'ah which can regulate the structure of the market and guarantee the function of the market mechanism of supply and demand. It also showed that there are a group of provisions that can guarantee the freedom for all dealers and provide them with the relevant information. Furthermore, the study provides evidence supporting the ability of Sharee'ah in providing the economic agents with the accurate information which will be reflected in the prices of securities. Finally, the study showed the importance of self-monitoring of participants as well as the importance of controlling of financial markets administration.

Keywords: Islamic financial markets, efficiency, information, the provisions of Sharee'ah, fair pricing.

1. Associate Professor, Department of Islamic Economic & Banking, Yarmouk University, Jordan.
2. Assistant Professor, Department of Islamic Economic & Banking, Yarmouk University, Jordan.

Received on 17/10/2017 and Accepted for Publication on 15/3/2018.