

نحو إطار إسلامي للسوق المالية : تحليل نظري ورياضي لظاهرة المضاربة المالية

بوعلام بن جيلالي و يوسف عبدالله الزامل
كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك سعود، فرع القصيم،
عنيزة، المملكة العربية السعودية
(قُدِّم للنشر في ١٤١١/٣/٧هـ وقَبِل للنشر في ١٤١١/١٢/٢٨هـ)

ملخص البحث . يركز هذا البحث على دراسة تأثير وجود الضوابط غير الشرعية في السوق المالية الغربية والذي يؤدي إلى ظهور المضاربة المالية . وقد تبنت هذه الدراسة معالجة مشكلة المضاربة المالية التي تواجهها الأسواق المالية الغربية المنهج ، الذي يركز على استخدام الحوافز والضوابط الداخلية ، مع قدر محدود من الضوابط الخارجية ، والتي تنبثق من التزام الأفراد بالمبادئ والمثل الإسلامية . وبعد المقدمة بدأت الدراسة ، في القسم الثاني ، باستعراض أهم نظريات الأسواق المالية الغربية والمشكلات الرئيسة التي تواجهها . وفي القسم الثالث تم توضيح طبيعة مشكلة المضاربة المالية والآثار السلبية التي تكونها في السوق المالية الغربية وكيفية فشل نظرية الأسواق الكفاء في الدلالة عليها وعلاقتها بعدم الالتزام بالضوابط الشرعية . وقد تم في القسم الرابع وضع إطار رياضي وهندسي ، يركز على دراسة تأثير المخالفات الشرعية المرتبطة بأقسام المعلومات - وهي الاحتمال والمعلومات الكاذبة - على تكوين واستقرار الأسعار . ثم حللت هذه الدراسة ، في قسمها الأخير ، دور المعلومات الكاذبة في تقليل استقرار الأسعار ، وسوء التوزيع للثروة ، وانخفاض الرفاهية الاجتماعية . ومن ثم اقترحت هذه الدراسة أن تتضمن الصيغة الرياضية لدالة منفعة المستثمر المسلم عامل الرفاهية ، بالإضافة إلى عاملي الربح المتوقع والمخاطرة . ويؤدي وجود عامل الرفاهية الاجتماعية كمتغير ضمني في دالة منفعة المستثمر المسلم إلى اتجاه المشاركين في السوق المالية إلى الالتزام تلقائياً بالضوابط الشرعية والمبادئ الإسلامية في المعاملات المالية دون الحاجة إلى كثير من القيود والتنظييات الخارجية والحكومية .

مقدمة

مع تطوّر ونمو الأسواق في الاقتصاد الغربي وتعدد العلاقات بين القطاعات الرئيسة المختلفة كالعلاقة بين المدخرين والمستثمرين، ظهرت الحاجة إلى مكونات جديدة أكثر تخصصاً، كالأسواق المالية، تكفل استمرار زيادة نمو وكفاءة أداء الاقتصاديات الغربية. وقد بنيت آلية الأسواق المالية باستخدام قواعد وضوابط وحوافز في إطار البيئة الغربية لتخدم أهدافاً اقتصادية معيّنة من أهمها توفير السيولة.

وحيث إن مشكلة السيولة توجد في العالم المسلم، وقد ازدادت حدتها في الآونة الأخيرة فهل يعني هذا أنه في إطار النظرية الاقتصادية الإسلامية لا بد أن يكون حل هذه المشكلة بواسطة إيجاد سوق مالية؟ وإذا كانت هناك حاجة إلى السوق المالية فهل يكون هيكل هذه السوق المالية مطابقاً لهياكل الأسواق المالية الغربية من حيث مكوناتها وآلياتها؟

يدل واقع دول العالم المسلم على التوجه إلى تقليد تجربة الدول المتقدمة في حل مشكلة السيولة عن طريق تكوين الأسواق المالية. وتواجه محاولة تطبيق نماذج الأسواق المالية الغربية في العالم المسلم مجموعتين من المشكلات، المشكلات المرتبطة بالأسواق المالية الغربية، كالاحتكار، والمشكلات التي تنشأ عن عدم ملاءمة هيكل هذه الأسواق لطبيعة البيئة الإسلامية، كعقود البيع القصير، وبيع ما لا يملك على سبيل المثال. ويؤدي مجموع هذه المشكلات إلى زيادة حدة اتجاهات المضاربة^(١) في السوق المالية، وينعكس ذلك بالتالي على انخفاض كفاءتها في تحديد أسعار الأصول المالية وتخصيص الموارد الاقتصادية.

(١) يقصد بالمضاربة في هذه الدراسة مبادلات البيع أو الشراء لأغراض تحقيق الربح السريع، والذي يتكون ليس بواسطة المساهمة في تحقيق قيمة مضافة تزيد من الإنتاج أو الدخل الحقيقي، وإنما كنتيجة لإعادة توزيع الدخل والثروة بين المتعاملين أو كنتيجة للتضخم المالي. وبذلك يتبين أن المضاربة - بهذا المفهوم - تختلف عن شركة المضاربة الإسلامية المعهودة، والتي تستند في سعيها لتحقيق الربح على مقومات اقتصادية أساسية تضيف إلى الناتج والدخل الحقيقي. وتمثل هذه المقومات بالعمل من المضارب، ورأس المال من المضارب؛ وذلك للقيام بنشاط تجاري أو زراعي أو صناعي أو تقديم خدمات إنتاجية أخرى.

وقد تعرض عدد قليل من الدراسات الاقتصادية الإسلامية لموضوع التنظير الإسلامي لسوق المال الإسلامية. فمن ذلك، الدراسة التي قدمها مختار متولي (Metwally) [١] ودراسة سيف الدين [٢]. فقام سيف الدين تاج الدين باستعراض بعض شروط الكفاءة في الاقتصاد الرأسمالي ومشكلات عدم تحققها. وقد أوضح أن عدم تحقق شروط الكفاءة ينعكس على بروز ظاهرة المضاربة التي تؤدي إلى انفصام السعر عن القيمة. ثم أوضح أن وجود بعض معايير وضوابط الشريعة الإسلامية تحد من ظاهرة المضاربة. وتتركز المعايير في ضرورة تخفيف الجهالة والغرر في تبادل الأسهم، عن طريق توفير المعلومات الدقيقة عن المراكز المالية للشركات، وإتاحة الفرصة للمتبادلين في سوق الأسهم لاستيعاب تلك المعلومات ومعالجتها، بحيث يعكس تغير الأسعار التغير الحقيقي لأوضاع الشركات. ولتحقيق ذلك فإن سيف الدين يقترح إما التسعير المباشر أو الاقتصار على جهاز في استشاري يوضح للمتبادلين القيم الحقيقية لأسهم مختلف الشركات [٢؛ ص ٥٧ - ٨٢].

وفي دراسة الدكتور مختار متولي كانت المضاربة هي المشكلة الرئيسة التي تؤدي إلى عدم كفاءة الأسواق المالية في الاقتصاديات غير الإسلامية. وفي الاقتصاد الإسلامي فإن عدم وجود أسعار الفائدة بالإضافة إلى وضع مجموعة من الضوابط على بورصة الأسهم، التي من أهمها السقف سعري وتحديد فترة تبادل الأسهم، سيحد من ظاهرة المضاربة المالية [١؛ ص ٢١ - ٣٠] وقد عقب على هذه الدراسة الدكتور محمد عمر شابرا (Chapra) [٣] فاعترض بشدة على السقف سعري والذي يساوي متوسط قيمة الثروة الحقيقية وأنه يضر بالعدالة. فصغار المستثمرين الذين تضطربهم ظروف الحاجة إلى السيولة قد يقدمون على بيع الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية إذا كانت أسعار الأسهم قد انخفضت إلى ما دون القيمة الحقيقية. كما أنهم لا يستفيدون عندما ترتفع أسعار الأسهم فوق السقف سعري والقيمة الحقيقية، حيث يضطرون لبيعها عند السقف سعري. وبالإضافة إلى ذلك فإن قوى العرض والطلب على سوق الأسهم يؤثر فيها الكثير من العوامل، كالريح المتوقع والإشاعات. . . كما هو في أسواق السلع والخدمات. ولذلك فمتوسط القيمة الحقيقية لا يعتبر إلا مؤشراً أو عاملاً وحيداً في تقرير وتوجيه سعر السهم. ومن هنا فإن

الدكتور محمد عمر شابرا يرى أن وضع سقف سعري على أسعار الأسهم يعتبر إجراء غير عادل.

ولكن الدكتور محمد عمر شابرا يؤكد على ضرورة ألا تعكس الأسعار في سوق الأسهم إلا الأحوال والعوامل الاقتصادية الحقيقية، وذلك بواسطة إدخال مجموعة من الضوابط على سوق الأسهم في إطار إسلامي، وذلك لمنع التذبذبات التضخمية والانكماشية التي تعكس الاتجاهات المضاربة غير الإنتاجية والسائدة في الأسواق العالمية الغربية. وتتلخص هذه الضوابط في أربعة عوامل رئيسة هي منع المضاربة، بواسطة منع بيع وشراء ما لا يتم ملكيته أو حيازته، وألا تتم المبادلات إلا بالدفع الفوري لكامل الثمن، وألا يسمح بالإقراض بفائدة أو لتمويل نشاطات غير إنتاجية، وأن يمنع احتكار المعلومات المؤثرة على أسعار الأسهم [٣؛ ص ص ٧٥ - ٨١].

هناك شبه إجماع على أن مشكلة المضاربة في الأسواق المالية هي مشكلة جوهرية يساهم في إيجادها وزيادة حدتها الكثير من العوامل المختلفة. وهناك منهجان يمكن تصورها لحل هذه المشكلة من أجل الإبقاء على حد مقبول من الكفاءة للأسواق المالية في العالم الإسلامي. فيتلخص المنهج الأول في أن يفرض العديد من القيود الخارجية على نمط ما قامت به الدول الغربية. ويركز المنهج الثاني على تطوير القواعد والوسائل الداخلية التي تقوم عليها السوق المالية، بحيث تتمشى مع المبادئ الإسلامية، من ناحية، وأن يلتزم الأفراد المشاركون في السوق بالمثل والقيم الإسلامية، من ناحية أخرى. وسوف تركز هذه الدراسة على المنهج الثاني في محاولة معالجة مشكلة اتجاه السوق المالية نحو المضاربة.

وفي سبيل تحقيق هذا الهدف تبدأ هذه الدراسة، في المبحث الثاني باستعراض للنظريات المالية الغربية، مع التركيز على نظرية الأسواق الكفاء. وتستننتج من دراسة النظرية الغربية أهم المشكلات التي تواجهها، والتي تدعونا إلى وضع إطار بديل في المبحث الثالث. وحيث إن تصحيح وتعديل دور المعلومات يمثل جزءاً هاماً في محاولة تطوير إطار بديل للسوق المالية الإسلامية فإن الدراسة تتناول في مبحثها الرابع، صياغة تحليلية رياضية

لأثار أقسام المعلومات المختلفة على الأسعار. وفي المبحث الخامس، يتم استخدام نموذج رياضي وتفصيلي مبسط لدراسة تأثير المعلومات الكاذبة كحالة خاصة من قائمة المعلومات على أمثلية الحلول التي تؤدي إليها السوق المالية. وتقوم هذه الدراسة، في المبحث السادس، بتوضيح أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة والتوصيات التي تقدمها في سبيل تطوير أداء السوق المالية الإسلامية.

النظرية الغربية للسوق المالية

تتضمن النظرية الغربية للسوق المالية عددًا من الاتجاهات الفكرية التي تعني بدراسة العوامل المحددة والمؤثرة في قيمة وأسعار الأصول المالية. وتتمثل هذه الاتجاهات في ثلاث نظريات ومذاهب فكرية رئيسة هي مذهب الأصوليين والمحللين الفنيين ونظرية الأسواق الكفء. وتتفق كل من هذه النظريات في الاهتمام بالإجابة عن سؤالين رئيسين: كيف تتحدد قيمة أو سعر الأصل المالي؟ وهل يمكن في ضوء ذلك توقع أسعار الأصول المالية بحيث يمكن تحقيق أرباح فوق الربح التوازني؟

فيتحدد سعر الأصل المالي طبقًا للمدرسة الأصولية بواسطة إيجاد القيمة الحالية للعوائد المتوقعة. ويظل السعر الحقيقي في السوق المالية مطابقًا لهذه القيمة النظرية ما دامت المعلومات تنتشر بشكل كامل بين المتعاملين في السوق. وفي إطار العلم الكامل، فإن الأسعار تتغير فقط إذا كانت هناك معلومات جديدة^(٢).

وتنقسم المعلومات المتاحة إلى عدة شرائح من حيث المصدر الذي أوجد هذه المعلومات. فهناك، أولاً، المعلومات الاقتصادية وغير الاقتصادية العامة، كالنمو الاقتصادي ونسبة التضخم وأوضاع السوق المالية ونتائج الانتخابات وغير ذلك. وتتصف هذه المعلومات بالتأثير العام على كل أو معظم أسعار أصول السوق المالية. وقد تختص المعلومات بصناعة معينة. ثانيًا، نتيجة اختراع معين يخفض التكاليف، أو ظهور زيادة في

(٢) للتوسع في دراسة آراء هذه الدراسة راجع [٤؛ ص ص ٧٨ - ٧٩].

الطلب على منتجات الصناعة، نتيجة تغير في التفضيلات والأذواق وغير ذلك. ويؤدي ذلك إلى التأثير على أسعار المنشآت المنتجة في هذه الصناعة، وقد يمتد إلى بعض الصناعات المتعلقة بهذه الصناعة مباشرة. وتتضمن قوائم المعلومات. ثالثاً، تلك الإحصائيات والتقارير المتعلقة بالوضع الاقتصادي والإداري والتنافسي، والخاصة بالمنشأة التي يتم تداول أصولها المالية في السوق. ويشمل ذلك حساب الأرباح والخسائر الخاص بالمنشأة، وتغير التنظيم والخبرات الإدارية التي تمتلكها وغير ذلك. وتقر هذه القنوات الرئيسة للمعلومات على اختلاف مصادرها من خلال المستثمر أو المنشأة الاستثمارية المالية، والتي تقوم بتحليل هذه المعلومات من خلال أنظمتها ونماذجها الفنية لتكون توقعات تقوم بها أسعار الأصول المالية المتعلقة.

وتستخدم هذه المعلومات في إيجاد القيمة الحالية، والتي تتطابق مع السعر السوقي في حالة العلم الكامل. ولكن عدم توافر العلم الكامل وسيادة ظروف المضاربات في واقع السوق المالية يجعل من مدرسة «الأصوليون» نظرية للقيمة والاستثمار لا نظرية مباشرة الأسعار.

ويركز أصحاب المدرسة الفنية على أن قوى العرض والطلب تحدد اتجاهات الأسعار والكميات للأسهم التي يتم تداولها في السوق المالية. وبواسطة دراسة الاتجاهات الواقعية الماضية للأسعار والكميات، والتي انبثقت من تفاعل قوى العرض والطلب، يمكن توقع اتجاهاتها المستقبلية [٤؛ ص ص ٤٥٠ - ٤٥١]. ولكن «الفنيون» لا يحاولون دراسة العوامل المحددة لقوى العرض والطلب لهدف تكوين نظرية لتحديد الأسعار، كما لا يحاولون دراسة شتى المعلومات لهدف بناء نظرية للقيمة تحدد قرارات الاستثمار الرشيدة. ما يركّز عليه «الفنيون» هو الاتجاه العملي الفني الواقعي بواسطة استخدام مجموعة من الأدوات والمقاييس الإحصائية والتي ترشد الفني، مع كثرة التمرس، على الاتجاهات الدورية المختلفة للأسعار ليتمكن من التنبؤ بأوضاع الأسعار المستقبلية. ويعود عدم اهتمام «الفنيون» بوضع نظرية تحليلية مسبقة عن «السعر» أو «القيمة» إلى كثرة المعلومات وتنوع العوامل المؤثرة في السوق المالية، بحيث يصعب ويكون من غير المجدي تكوين نظرية عن الأسعار والقيمة تساعد في التنبؤ بالاتجاهات الصحيحة للأسعار، كما يعود ذلك إلى أن النظريات والآراء

المتباينة، والتي تعتمد على تقويم العديد من المستثمرين والمحللين لشتى المعلومات سوف تنعكس حتمًا على واقع اتجاهات الأسعار وحجم المبادلات، وإلى أن التحليل النظري الموضوعي كالذي يعتمد عليه الأصوليون، يصعب أن يتناول بشكل واضح العوامل العاطفية، كالأمزجة والآراء والتخمينات، أو ما يسمى ببيكولوجية السوق التي تؤثر في الاتجاهات الدورية للأسعار.

وتختلف نظرية الأسواق الكفاء عن مدرسة «الفنيون» في أنها تدرس إمكانية التنبؤ بأوضاع الأسعار المستقبلية بناء على الاتجاهات الماضية للأسعار والكميات^(٣). فتقرر نظرية الأسواق الكفاء أن سوق الأصول المالية سوق منافسة كاملة أو شبه كاملة. ويتضمن ذلك أن تعكس الأسعار جميع المعلومات بشكل لا يتمكن فيه المستثمرون من استخدام أنظمة تجارية لتحقيق أرباح فوق الأرباح التوازنية. وحيث إن نظرية الأسواق الكفاء هي نظرية للأسعار، وبخلاف مدرسة «الأصوليون» التي تعتبر نظرية للقيمة، وحيث إنها بنيت على فشل العديد من الدراسات التطبيقية في ثبات نجاح الأنظمة التجارية الموجودة، المؤيدة من مدرسة «الفنيون»، في تحقيق أرباح منتظمة فوق الأرباح التوازنية، وحيث إن هذه النظرية تنال الاهتمام المعاصر للكثير من منظري أسواق رأس المال فإننا سنتناولها بشيء من التفصيل.

نظرية الأسواق الكفاء لرأس المال

يتم في سوق رأس المال توفير التمويل للمشروعات الاستثمارية الجديدة من ناحية وتحديد ملكية الأصول الرأسمالية في الاقتصاد من ناحية أخرى. وتعتبر سوق رأس المال سوقًا مثالية ذات منافسة وكفاءة كاملة، لو عكست أسعار الأصول الرأسمالية بشكل كلي ودائم المعلومات المتاحة في أي لحظة من الزمن. ويتم ذلك عندما تكون كل المعلومات المتاحة متوافرة مجانًا لجميع أطراف التبادل، شريطة أن يفسر جميع هؤلاء الأطراف تأثير هذه

(٣) ناقش فيشر Fischer هذه النظرية، وأوضح وجود تناقض بينها وبين مدرسة «الفنيون»، راجع [٤]؛

المعلومات على الأسعار بشكل موحد، ولا يتحمل أي منهم تكلفة نتيجة التبادل أو التجارة في الأصول الرأسمالية. ويعتبر توافر هذه الشروط كافياً لتحقيق الأسواق الكفاء لرأس المال.

وقد استمر التنظير الاقتصادي، وحتى بداية الستينيات، في تقرير أن سوق رأس المال تعتبر سوقاً مثالية تتمثل فيها الشروط الكافية بشكل كبير. ويتضمن تقرير هذه المثالية افتراض انعكاس المعلومات على أسعار التوازن بشكل محدد فوري وتلقائي. ويترتب على ذلك ألا يصبح للمعلومات دور في إحداث تغيرات في الأسعار حول سعر التوازن. ويفترض أن هذه التفضيلات عشوائية بحيث تولد توزيعاً عشوائياً في الأسعار حول سعر التوازن. وإذا كانت التوزيعات العشوائية للأسعار حول سعر التوازن متماثلة عبر الزمن فإن ذلك يعبر عن نظرية المسار العشوائي والمثلة في المعادلة التالية:

$$f(r_{j,t+1}/\phi_t) = f(r_{j,t+1}) \quad (1)$$

حيث $r_{j,t+1}$: العائد بالنسبة المثوية لفترة واحدة

$$r_{j,t+1} = (P_{j,t+1} - P_{j,t}) / P_{j,t}$$

$P_{j,t}$: سعر الأصل المالي في الفترة الحالية

ϕ_t : الرمز العام لأي فئة من المعلومات المفترض انعكاسها بالكلية على السعر

في اللحظة « t ».

f : دالة الكثافة والمفترض تماثلها لكل الفترات الزمنية « t ».

ولكن اختيار نموذج المسار العشوائي الرياضي (المعادلة رقم ١) كممثل لكفاءة سوق رأس المال لم يكن بناء على نظرية اقتصادية طورت مسبقاً ثم أجريت عليها اختبارات تطبيقية. على العكس من ذلك فقد تراكت أولاً التقريرات التطبيقية منذ أواسط الخمسينيات وحتى أوائل الستينيات الميلادية عن سلوك أسعار الأصول المالية، والتي تقرر بعد ظهورها أنه يمكن وصفها تقريباً بالمسار العشوائي. ولكن كثيراً من هذه الدراسات الاقتصادية التطبيقية كانت تشير إلى فرضيات أكثر عموماً مما يسمح به المسار العشوائي. ولم

يمكن تطوير نموذج اقتصادي يمثل كفاءة سوق رأس المال بشكل أكثر واقعية حتى أواسط الستينيات الميلادية، حين تم تطوير النموذج العام «اللعبة العادلة» للعوائد المتوقعة في الأسواق الكفاء بواسطة ساميلسن [٥] Samuelson وماندلبروت Mandelbrot [٦] ويمكن التعبير عن هذا النموذج العام للعوائد المتوقعة بالمعادلة الرياضية التالية:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1}/\phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}/\phi_t)] p_{j,t} \quad (2)$$

حيث

E : عامل القيمة المتوقعة .

$\tilde{p}_{j,t+1}$ ، $\tilde{r}_{j,t+1}$: متغيرات عشوائية عند الفترة الزمنية « t »
وتنطوي هذه المعادلة على أن القيمة $\tilde{p}_{j,t+1}$ المتوقعة هي متغير عشوائي تعتمد قيمته على قيمة $p_{j,t}$ الحاضرة بالإضافة إلى القيمة المتوقعة للمتغير العشوائي $\tilde{r}_{j,t+1}$ والذي تحدد قيمته المتوقعة بطبيعة نموذج العائد المتوقع المقترح . ويوضح استخدام نموذج العائد المتوقع المختار كيف تتم عملية تغير السعر $p_{j,t+1}$ بواسطة طلب وعرض المستثمرين والذي يقوم $p_{j,t}$ حتى تصل إلى $p_{j,t+1}$ وذلك باستخدام ϕ_t . وعلى ذلك فيعتمد $p_{j,t+1}$ على مكونات ϕ_t وعلى المقدرة على ترجمة تأثير هذه المكونات على $p_{j,t}$ من خلال نموذج العائد المتوقع المختار . ويتم بذلك تحديد عائد التوازن الخاص بنموذج العائد المتوقع المختار.

ويعتبر المسار العشوائي كما تبينه المعادلة رقم (1) حالة خاصة ومقيدة للنموذج العام للعوائد المتوقعة، كما تبينه المعادلة رقم (2) . فلا يفترض النموذج العام شرطي الاستقلالية وتمائل التوزيع عبر الزمن .

وحيث إن الشروط المثالية الكافية لتحقيق الكفاءة في سوق رأس المال، والتي يتضمنها المسار العشوائي، لا تعتبر ضرورية لتحقيق الكفاءة، فإنه يمكن من خلال النموذج العام للعوائد المتوقعة صياغة شروط ضرورية، لكنها أقل تقييداً وأكثر واقعية من الشروط المثالية الكافية، لتحقيق الكفاءة في سوق رأس المال .

وتشمل الشروط الضرورية لتحقيق الكفاءة في سوق رأس المال توافر المعلومات المتاحة لعدد كاف من المستثمرين، وألا تتمكن مجموعة معينة من المستثمرين من عمل

تفسير وتقويم أفضل ومستمر للمعلومات المتاحة، وألا تؤدي تكاليف المبادلة المالية إلى عدم انعكاس المعلومات المتاحة بشكل كلي على الأسعار عند حدوث التبادل. فإذا تحققت هذه الشروط في عالم الواقع فإن النموذج العام للعوائد المتوقعة يعبر عن نموذج مقبول للأسواق الكفاء لرأس المال، كما لو كانت أسعار الأصول المالية تعكس بالكلية جميع المعلومات المتاحة في أي لحظة من الزمن.

ولكن ما هي الدرجة التي تتحقق فيها هذه الشروط في عالم الواقع، بحيث يمكن إثبات نجاح النموذج في الدلالة على الأسواق الكفاء لرأس المال؟ تقوم الدراسات التطبيقية بتقسيم المعلومات أو البيانات التي تستخدم لفحص واختبار النموذج إلى ثلاثة مستويات من حيث قابليتها وسرعة انعكاسها على أسعار الأصول المالية. فعند المستوى أو «اختبار الشكل الضعيف» تشمل قائمة المعلومات جميع ما تتضمنه الأسعار أو العوائد الماضية، والتي يمكن استخدامها للتنبؤ بأسعار الأصول المالية. وعند المستوى أو «اختبار الشكل» شبه القوي تشمل قائمة المعلومات جميع المعلومات العامة والمعلنة للجمهور كإعلانات تقسيم الأسهم والتقارير السنوية. أما المستوى أو «اختبار الشكل» القوي فتشمل قائمة المعلومات الاحتكارية التي يمكن أن تتوافر لبعض المستثمرين.

اهتمت الدراسات التطبيقية في بدايتها بالمستوى «الاختبار الضعيف» وقد أجريت معالم هذه الدراسة في إطار نظرية المسار العشوائي. ولكن حيث إن نظرية المسار العشوائي تعتبر امتداداً للنموذج العام «اللعبة العادلة» للعوائد المتوقعة في تقرير كفاءة أسواق رأس المال، فإن الدراسات التطبيقية لنظرية المسار العشوائي تعتبر اختباراً للنموذج العام للعوائد المتوقعة^(٤). وقد دل العديد من هذه الدراسات التطبيقية على كفاءة سوق رأس المال في ظل «الاختبار الضعيف» [٨؛ ص ص ٣٤ - ١٠٥ و ٩؛ ص ص ١١ - ٢٥].

وقد أُجْرِي عدد من الدراسات التطبيقية التي تناولت قائمة المعلومات في ظل «الاختبار شبه القوي» ومع أن عدد هذه الدراسات أقل بكثير من عدد الدراسات في ظل «الاختبار

(٤) انظر في تفصيل وإثبات ذلك [٧؛ ص ص ٣٨٧ - ٣٩٢].

الضعيف» إلا أن جميع هذه الدراسات قد أظهرت تأييداً لنظرية الأسواق الكفاء [١٠]؛ ص ص ١ - ٢١]. أما الدراسات التطبيقية التي اهتمت بتحليل قائمة المعلومات في ظل «الاختبار القوي» فقد بينت أن كفاءة سوق رأس المال تعاني من خلل وجود الأخصائيين «specialists» داخل السوق المالية والأشخاص المطلعين على الأحوال الخاصة للمنشآت «corporate insiders» والذين يمكن أن يحققوا أرباحاً بشكل منتظم فوق أرباح التوازن^(٥). وفيما عدا هاتين الطائفتين فإن نموذج الأسواق الكفاء بالنسبة لمعظم المستثمرين يعتبر تقريباً جيداً للواقع^(٦).

وهذا يتبين أن نموذج أسواق رأس المال الكفاء «اللعبة العادلة» يقوم على افتراض أن أسعار الأصول المالية، في أي لحظة من الزمن، تعكس بالكلية جميع المعلومات المتاحة. وعلى الرغم مما يفترضه هذا النموذج من كفاءة إلا أن مقدرته الحقيقية على تحقيق الكفاءة المثلى تواجه عدة انتقادات رئيسة تتمثل في ثلاثة عناصر رئيسة. أولاً، أن نموذج أسواق رأس المال الكفاء «اللعبة العادلة» قد أظهر انحرفاً عن تحقيق هدف الكفاءة في ظل الاختبار القوي، وذلك نتيجة للدور الذي يلعبه الأخصائيون في الأسواق المالية وكذلك مجموعة الأفراد المطلعين على أحوال المنشآت. ثانياً، إنه حتى في ظل افتراض نجاح النموذج في تقرير كفاءة سوق رأس المال، فإن هناك جانبيين رئيسيين يبرز من خلالها مشكلات لسوق رأس المال. الجانب الأول أن سوق رأس المال الكفاء تتيح فرصة للمضاربة في السوق لهدف تحقيق أرباح غير عادية بشكل غير منتظم. الجانب الثاني يتمثل في أنه خلال حركات الصعود والهبوط في الأسواق المالية فإن أسعار الأصول المالية تفقد جزءاً كبيراً من دلالتها على الأوضاع المالية الحقيقية للمنشآت الاقتصادية، مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية. ثالثاً، نتيجة لوجود انخفاض في كفاءة سوق رأس المال، كما يظهره الاختبار القوي، ولما تلعبه المضاربة من دور كبير في سوق رأس المال، فإن ذلك يؤدي إلى

(٥) للاطلاع على نموذج من هذه الدراسات انظر [١١]، ص ص ٨٩٧ - ٩١٦].

(٦) يدل على ذلك عدد من الدراسات منها الدراسة التي قام بها جنسن (Jensen) لنشاطات الصناديق الاستشارية التعاونية. وأن هذه الصناديق لم تستطع تحقيق أرباح أو عوائد متوقعة غير عادية. انظر

[١٢؛ ص ص ٣٨٩ - ٤١٦].

سوء توزيع الدخل والثروة في المجتمع من ناحية، وتجميد جزء من الموارد المالية وصرفها عن دورها في القطاعات الإنتاجية من ناحية أخرى، مما يؤدي إلى انخفاض في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية.

مشكلات السوق المالية الغربية : نحو اتجاه بديل

تتذبذب الأسعار في الأسواق المالية (أسواق رأس المال) بشكل كبير وغير معهود سواء في أسواق السلع والخدمات أو في أسواق عناصر الإنتاج الأخرى. وقد تسلك هذه التغيرات في الأسعار سلوكاً تصاعدياً كبيراً بحيث توصف السوق بأنها في حالة توسع وانتشار وتضخم « boom » حتى مرحلة معينة ينقلب فيها اتجاه الأسعار إلى انحدار شديد « recession » قد يترتب عليها انهيار « depression » في السوق المالية. وقد تكررت الانهيارات عدة مرات في الأسواق المالية الغربية، ومنها ما حصل مؤخراً في الجمعة والاثنين في أكتوبر ١٦، ١٩ عام ١٩٨٧م وكذلك الجمعة والثلاثاء في أكتوبر ١٣، ١٧ عام ١٩٨٩م^(٧).

وبالطبع لا تعكس معظم هذه التذبذبات في أسعار الأصول المالية تغيرات حقيقية أو واقعية مماثلة في أوضاع الشركات أو الصناعات أو الاقتصاد. وبالرغم من ذلك فإن هذه الحركات الصعودية والهبوطية لا تعني انخفاض فاعلية نموذج الأسواق الكفاء في نظرية الأسواق المالية الغربية. ويعود ذلك إلى أن حركات الصعود والهبوط في الأسواق المالية لا توفر ظروفاً خاصة، تزداد فيها إمكانية ومقدرة المستثمرين على تحقيق منتظم ومستمر لأرباح فوق الأرباح التوازنية باتباع نظام تجاري معين. فالشروط الضرورية للكفاءة تتحقق في ظل ظروف الصعود والهبوط بنفس القدر الذي تتحقق به في ظل ظروف الاستقرار النسبي.

ولكن إذا كانت الشروط الضرورية لنموذج الأسواق الكفاء متوافرة أثناء الحركات الصعودية والهبوطية، فما هي العوامل التي توجد هذه الحركات والتذبذبات؟ يمكن إرجاع

(٧) تتابع حركات الصعود والهبوط التي يؤدي بعضها إلى انهيار في السوق المالية، انظر لمتابعة تفاصيل هذه الحركات في الأسواق المالية المجلات الاقتصادية الأسبوعية مثل [١٣؛ ص ص ١٠٥ - ١١٠ و ١٤؛

معظم هذه التذبذبات الكبيرة في أسعار الأصول المالية إلى الدور الكبير الذي تلعبه المضاربة في الأسواق المالية. وهنا يرد تساؤلان عن علاقة وجود هذه المضاربة بكفاءة الأسواق المالية. السؤال الأول، هل تؤثر المضاربة على كفاءة الأسواق المالية؟ وإذا كانت هناك آثار سلبية للمضاربة على الكفاءة فلماذا فشل نموذج الأسواق الكفاء في الدلالة عليها؟

إن وجود المضاربة في الأسواق المالية يقلل من كفاءة هذه الأسواق نتيجة مجموعة من الآثار السلبية والتي نوجز دورها فيما يلي:

- ١ - وجود دافع المضاربة يؤدي إلى زيادة سرعة استجابة السوق لأي معلومات ترد عن الشركة أو الصناعة أو الاقتصاد سواء كانت صحيحة أم خاطئة، كما قد تكون مقادير الاستجابة صحيحة أو خاطئة.
- ٢ - يترتب على ذلك أن يتذبذب السعر كثيراً مما يؤدي إلى انخفاض الثقة وزيادة المخاطرة وزيادة الصعوبة في تمويل الاستثمارات الجديدة.
- ٣ - تجميد جزء من رأس المال بشكل سائل لمواجهة متطلبات المضاربة بدلاً من استغلاله في القطاعات الإنتاجية.
- ٤ - التأثير على فعالية السياسة النقدية حيث لا بد أن يراعي البنك المركزي التأثير الذي تولده الحركات الصعودية والهبوطية على مستوى وحجم السيولة في الاقتصاد.
- ٥ - إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل غير عادل بين المشاركين في الاستثمارات والأسواق المالية.
- ٦ - إضاعة جهود وأوقات الكثير من الأفراد في نشاط غير منتج وزيادة التوتر النفسي بين المتعاملين، خاصة أثناء حركات الصعود والهبوط.

إلى غير ذلك من الآثار السلبية^(٨).

(٨) هناك آثار مهمة أخرى مثل زيادة الآثار السلبية على العلاقات الاجتماعية بين الأفراد (كالحد والبغضاء) وزيادة دور الحوافز المادية على حساب الحوافز غير المادية (الجري واللهمث وراء الأرباح وتحقيق الثروة المالية) قال الله تعالى:

﴿إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخُبْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ﴾ سورة المائدة، آية ٩١.

ويشير استقرار ظاهرة المضاربة المالية في الأسواق المالية الغربية، وما تتضمنه من آثار سلبية كبيرة، إلى أن نموذج الأسواق الكفاء محدود الدلالة على مستوى كفاءة هذه الأسواق. فحتى لو افترض انخفاض دور الاحتكار في التأثير على الكفاءة الكلية للنموذج وعدم إمكانية تحقيق أرباح فوق الأرباح التوازنية بشكل منتظم من خلال الدورات الصعودية والهبوطية، فإن نموذج الأسواق الكفاء «اللعبة العادلة» لا يمنع وجود اتجاهات المضاربة والمغامرة، والتي قد تصل إلى «المقامرة» في السوق المالية. ويعود ذلك إلى أنه يتوقع ألا تقل الأرباح المتوقعة للمضاربين عن الربح التوازني الذي يحققه المستثمرون المليون من غير المضاربين ولكن المضاربين في الأسواق المالية يمكن أن يحققوا أرباحاً فوق الأرباح التوازنية بشكل غير منتظم عند أي نقطة من الزمن. ويتضح مقدار هذه الأرباح الممكن تحقيقها خلال فترات الصعود والهبوط. ويحرك اتجاهات المضاربة في ظل ظروف «اللعبة العادلة» مجموعة من المستثمرين الميالىين إلى المخاطرة «risk lovers» والذين يخصصون جزءاً مهماً من أموالهم للمضاربات المالية. ويضيف إلى نشاط هذه الاتجاهات مجموعات أخرى من المستثمرين المحافظين «risk averse» والذين يخصصون جزءاً محدوداً من أموالهم للمضاربة المالية. ولكن باعتبار اتساع قاعدة المستثمرين المحافظين فإن التيار المخصص من هذه الفئة للمضاربة المالية يكون كبيراً. وبذلك تصبح هناك أهمية كبيرة للأموال المخصصة للمضاربة المالية، والتي بدأت بأموال صغيرة نسبياً من قبل المستثمرين الميالىين للمخاطرة، في التأثير على أسعار الأصول المالية في الأسواق المالية الغربية. ولو تم رفض الافتراضين السابقين اللذين تبنى عليهما الكفاءة المحدودة لنموذج «اللعبة العادلة» (عدم وجود قوى محتكرة للمعلومات ومؤثرة في السوق لطائفة محدودة من المضاربين، وعدم إمكانية تحقيق أرباح فوق الأرباح التوازنية بشكل منتظم لبعض المضاربين) فإن ظاهرة المضاربة المالية تزداد حدة وانتشاراً.

نخلص من ذلك إلى تقرير أن نموذج الأسواق الكفاء لا يواجه مشكلات تدل على نقص محدود في كفاءة السوق المالية الغربية فحسب، ولكنه يعاني من عجز رئيس في كفايته لتشخيص خلل جوهري في كفاءة هذه السوق، بسبب المضاربة المالية أو التذبذب المستمر للأسعار، الذي يؤدي إلى انخفاض كبير في التخصيص الأمثل للموارد المالية. فما هي

العوامل التي تجعل السوق المالية الغربية تتضمن هذا الخلل الرئيس؟ وما هو المعيار أو المقياس الكافي الذي يمكن بواسطته الاستدلال على كفاءة السوق؟ وهل يمكن تقرير أساس أو أصل شرعي للسوق المالية؟ وإذا أمكن تقرير هذا الأساس الشرعي، فما هي الضوابط التي يمكن بواسطتها التخلص من المشكلات والعيوب الرئيسة التي تؤدي إلى خلل رئيس في السوق المالية الغربية؟

تنبثق مشكلة المضاربة المالية والتذبذب المستمر في الأسعار في السوق المالية من الطبيعة المميزة للسهم موضوع التبادل الرئيس في هذه السوق. فالمسؤولية المحددة للمستثمر في الأسهم، وقابلية هذه الأسهم للتداول، وتمكن المستثمر من توزيع المخاطرة على عدد كبير من أسهم الشركات المختلفة تقلل من هامش الفرق بين خطر السهم وخطر السند، وبالتالي تقلل من هامش فرق العائد بينهما. ويترتب على ذلك أن يقترب دور السهم من دور السند كأداة للمديونية أكبر من دوره كأداة للمشاركة. وهذا يجعل المساهم قليل المبالاة بشؤون الشركة، شديد الاهتمام بالتقلبات السوقية للسهم^(٩). يضاف إلى ذلك أن قابلية السهم للانخفاض الكبير - حيث إنه لا يستحق السداد إلا بعد تصفية الديون - وقابليته للارتفاع نتيجة احتمال أرباح فوق معدل العائد الأكثر احتمالاً تجعل هناك دافعاً أكبر للمقامرة على بيعه وشراؤه. وبذلك يتضح أن المضاربة تمثل طبيعة أساسية في السوق المالية الغربية.

وبالإضافة إلى أن هذه الطبيعة الأساسية للسوق المالية تدفع إلى المضاربة، فإنه فيما يلي يمكن تحديد بعض العوامل المهمة التي يؤدي وجودها أو زيادتها إلى زيادة الحجم الموجود منها في السوق المالية إلى تحريك المضاربة المالية أو زيادة حدتها:

- ١ - الدرجة والسرعة التي تنعكس بها المعلومات الحقيقية على أسعار الأصول المالية. وحيث إنها لا تنعكس بشكل فوري وكامل (١٠٠٪) فإن ذلك يولد سبباً لعدم استقرار الأسعار.
- ٢ - الدرجة التي يتفوق بها الربح من المضاربة المالية على الربح من الاستثمار المالي.
- ٣ - درجة السرعة التي تتيحها السوق لإبرام العقود المالية.

(٩) انظر لمناقشة ذلك [١٥؛ ص ص ١١ - ٢١].

- ٤ - متوسط درجة الجهالة والغرر التي تسود بين المشاركين في السوق المالية عن أوضاع الشركات قبل إبرام العقود المالية .
- ٥ - متوسط درجة احتكار أسهم الشركات في السوق المالية .
- ٦ - حجم الكذب والإشاعات المضللة أو الخاطئة والأمزجة والآراء والتخمينات .
- ٧ - حجم رؤوس الأموال الموظفة لغرض المضاربة المالية .
- ٨ - عدد وحجم الشركات أو الصناديق المالية المتخصصة في المضاربة المالية .
- ٩ - حجم التطور التقني المؤثر على طبيعة هياكل وأدوات وإجراءات التبادل في السوق المالية .

ويلعب كل من هذه العوامل دوراً، يختلف من وقت إلى آخر، ومن سوق مالية إلى أخرى، في تأكيد اتجاه المضاربة الذي يتيح التكوين الأساسي للسوق المالية الغربية. ويؤدي ذلك إلى اختلال في دور الأسعار في السوق المالية كمؤشر وموجه كفاء للموارد المالية. ويعود ذلك إلى وجود خلل ومشكلات رئيسة في السوق المالية الغربية.

ما هو وضع السوق المالية في إطار اقتصاد إسلامي؟ يختلف هيكل البورصة والسوق المالية عن هيكل الأسواق المعتادة للسلع والخدمات في تاريخ المجتمعات الإسلامية من عدة نواحٍ، تشمل طبيعة موضوع التبادل، وتعدد عقود البيع عليه، ووسائل التبادل، ودور الائتمان وغير ذلك، ولكن مع ذلك يتفق كل من هذه الأسواق في أنه يشتمل على عمليات التبادل والعرض والطلب والبيع والشراء. ولذلك فإن الأساس الذي تعتمد عليه شرعية الأسواق المالية^(١٠) في العالم الإسلامي يعود إلى قول الله سبحانه وتعالى:

﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ...﴾ سورة البقرة، آية ٢٧٥ .

كما أن إعادة شراء وبيع الأسهم الأصل فيه الجواز، ذلك لأن السهم (أو عقد المشاركة) يمثل عيناً موجودة (كالسلعة) وهي نصيب الأسهم من الشركة. فالشريك دخل

(١٠) لمراجعة الأحكام الفقهية التي بني عليها هذا الأساس والتأصيل الشرعي انظر [١٦]؛ ص ص ٣٨٧ - ٤٤٢، ١٧؛ ص ص ٣٨ - ٤٩، ١٨، ١٩].

مع الشركة بأن وضع فيها مباشرة نصيباً من رأس المال هو القيمة الأولية «الإسمية» للسهم أو الأسهم. وإذا أراد الخروج من الشركة فإن نظام الشركة قد فوض السوق في تحديد الشريك البديل، وتعيين ما يدفعه إلى الشريك الأول، وهو قيمة السهم الجديدة أو «السوقية» والذي يمثل القيمة الحالية لموارد الشركة.

والقاعدة العامة إنه يختلف الأمر بالنسبة للجواز عما إذا كان عقد تبادل السهم حاضراً أو مؤجلاً. فالعقد جائز إذا تم تسلم الثمن والسهم آنياً أو في مجلس العقد بسعر اليوم. وإذا كان العقد آجلاً فإنه إما أن يكون في تسلم الثمن أو تسليم السهم أو تحديد السعر أو يكون العقد آجلاً في كل منها. ويختلف الحكم الشرعي حسب اختلاف هذه الحالات على الوجه التالي:

(أ) أن يكون الثمن مؤجلاً مع تسلم المشتري للسهم فهذا جائز لقوله تعالى:

﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنُكُمْ بِدِينٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ﴾ سورة البقرة، آية ٢٨٢ .

(ب) أن يكون الثمن حاضراً يأخذه البائع، والمثمن (السهم) مؤجلاً فلا يتسلمه المشتري إلا بتاريخ مؤجل. وهذا جائز في الأصل لكن هذا التصرف عديم الفائدة بالنسبة للبائع حيث إن الربح من السهم يكون للمشتري، وإن كان في يد البائع، وذلك لأن الغنم بالغرم.

(ج) أن يكون كل من الثمن والمثمن (السهم) مؤجلين. فهذا العقد غير جائز لأنه ليس منه منفعة لأحد الطرفين، لأن الأصل في الأموال الاحترام فلا تضاع، ولأنه عقد ينطوي على الغرر بلا فائدة^(١١)

(١١) وضح هذه الأحكام فضيلة الشيخ محمد بن صالح بن عثيمين في مقابلة سجلت في يوم الأربعاء ١٤١١/٨/٦ هـ. وحيث أشار فضيلته إلى أن منع أسواق المستقبل مرتبط بالفائدة من هذه الأسواق، وأنه لا جدوى من أسواق المستقبل، فإن الأمر يحتاج إلى مزيد من الدراسة الاقتصادية لدور أسواق المستقبل.

ولكن هذا التأسيس الشرعي، على الأقل في المرحلة الحالية من دراسة الاقتصاد الإسلامي، للأسس الرئيسة لهيكل السوق المالية، والذي حدّ من دور أسواق المستقبل وبالتالي حجم المضاربة، لا يتضمن عدم الحاجة إلى وضع القواعد التي تصحح من دور السوق المالية في الاقتصاد، وتقلل من دور الكثير من العوامل الأخرى التي تبرز دوراً مهماً للمضاربة المالية في الأسواق الحاضرة.

وتنقسم هذه القواعد إلى ضوابط داخلية، تملئها الشريعة الإسلامية على الأفراد وتلزمهم على أن تتضمنها معاملاتهم، وألا تتعدى حدودها. ويزداد الالتزام بهذه الضوابط تلقائياً مع زيادة الإيمان. ويمنع الالتزام بهذه الضوابط من وجود المضاربة المالية أو اتجاه السوق إليها. ولكن نقص الإيمان ونقص الالتزام يجعل من الضروري وجود ضوابط حكومية خارجية مساعدة تكمل من دور الضوابط الداخلية في أبعاد السوق المالية عن المضاربة. ويمكن أن تصنف هذه الضوابط الداخلية والخارجية حسب المعايير التالية:

أولاً: هناك مجموعة من القواعد والأنظمة التي تنظم سلوك الفرد المسلم في بيع وشراء الأسهم. وبالتالي تقلل من احتمال اتجاه السوق إلى المضاربة.

ثانياً: أن المضاربة على الأسهم قد تؤدي إلى المقامرة. وإذا ثبت ذلك فإن الأفراد إما أن يلتزموا ذاتياً في الامتناع عن المضاربة المالية، أو يضاف إلى قواعد السوق ما يجعل معظم أو كل التداول لا يتم لغرض المضاربة.

ثالثاً: إن المضاربة المالية تقيد بمؤسسات أو نظم حكومية، وذلك إذا تبين أن المضاربة المالية لا تؤدي إلى المقامرة، أو تبين عدم التزام الناس بالقواعد في، أولاً وثانياً، للحد من المضاربة المالية. وبالتالي فإن القواعد هنا تكون للمصلحة العامة.

وفي إطار هذه المعايير تقترح الدراسة الحالية مجموعة من الضوابط التي تزيد من كفاءة واستقرار السوق المالية الإسلامية. وتنقسم هذه الضوابط إلى قواعد مانعة للمخالفات الشرعية في السوق المالية، وقواعد تضيف بعض السمات الجديدة إلى هيكل السوق المالية:

أولاً: حيث إن الشريعة الإسلامية تحرم الربا فإن السوق المالية الإسلامية لا تشمل السندات التي تعطي فائدة ثابتة، كما أنه لا يمكن تمويل جزء من قيمة شراء الأسهم بقروض ربوية، فيؤدي ذلك إلى انخفاض الحجم الكلي للتداول في الأوراق المالية من ناحية وإلى انخفاض حجم القوة الشرائية المتاحة لتمويل شراء الأوراق المالية من ناحية أخرى. ويرتب على ذلك انخفاض ميل السوق الإسلامية للمضاربة.

ثانياً: في الوقت الذي يلعب فيه الاحتكار للمعلومات دوراً رئيساً في تخفيض كفاءة السوق المالية الغربية عن طريق زيادة احتمال تحقيق أرباح المضاربة لبعض الفئات، وبالتالي زيادة ميل السوق المالية إلى المضاربة، فإن الشريعة الإسلامية لا تسمح بالمعاملات والتصرفات الاحتكارية بين الأفراد والمجموعات. ويدل على منع الشريعة الإسلامية للاحتكار الحديث التالي:

عن معمر بن عبد الله رضي الله عنه عن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: «لا يحتكر إلا خاطيء»
رواه مسلم [٢٠؛ ص ١٦٦ و ٢١؛ ص ص ١٤٤ - ١٤٦].

ثالثاً: هناك كثير من المعلومات الخاطئة والإشاعات، التي تشترك مع غيرها من المعلومات الحقيقية، في التأثير على أسعار الأسهم مما يؤدي إلى تذبذب مستمر، وكبير أحياناً، في هذه الأسعار حول قيمتها الحقيقية. وحيث تتضمن القواعد الإسلامية للآداب العامة تحريم الكذب والغش والحث على تحري الصدق فإنه يتوقع انخفاض حجم المعلومات الكاذبة والخاطئة والمضللة في إطار اقتصادي إسلامي، وبالتالي تقل دوافع المضاربة وتكون أسعار الأسهم أكثر استقراراً.

عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم مر على صبرة من طعام فأدخل يده فيها فنالت أصابعه بللاً فقال: «ما هذا يا صاحب الطعام؟» قال: أصابته السهء يا رسول الله، قال: «أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس؟ من غش فليس مني» رواه مسلم [٢٠؛ حديث رقم ٨٣٦ و ٢١؛ ص ص ١٥٣ - ١٥٧].

وكمثال للقواعد الأخرى، يتناول القسم اللاحق من هذا البحث هذه القاعدة بالتركيز، وذلك في دراسة رياضية وهندسية مفصلة توضح دور الكذب والغش في التأثير على كفاءة واستقرار السوق المالية.

رابعاً: يتم تداول الأصول المالية داخل السوق المالية الغربية في إطار عقود تخالف أحياناً في بعض شروطها مبادئ فقه المعاملات. ويمكن تمثيل ذلك بعقد البيع القصير (short selling) والذي يتم فيه بيع المستثمر لما لا يملك.

عن حكيم بن حزام قال قلت يا رسول الله: يأتيني الرجل فيسألني البيع ليس عندي، أبيعه منه، ثم أبتاعه له من السوق. فقال «لا تبع ما ليس عندك» أخرجه أصحاب السنن وأخرجه الترمذي مختصراً [١٩؛ ص ص ١٠ - ١٨].

خامساً: يؤدي عدم تجنب الظواهر الأربع السابقة (الربا، الاحتكار، الإشاعات المضللة، عقد البيع القصير) إلى تدعيم اتجاه السوق نحو المضاربة المالية، والتي تعتمد فيها المبادلات على كثير من الجهالة والغرر، والتي قد تؤدي في النهاية إلى المقامرة.

وتشمل مجموعة القواعد والسمات، التي يجب أن نضيفها إلى هيكل السوق المالية القواعد الرئيسية التالية^(١٢):

١ - يتم تداول أسهم الشركات المالية والمؤسسات أو البنوك، والتي تكون معظم أصولها سائلة أو نقدية بناء على القاعدة التالية^(١٣)

(١) أن تساوي تماماً قيمة شراء السهم أو بيعه نصيب السهم من إجمالي (قيمة الخصوم - قيمة الديون).

(١٢) هذه قواعد شرعية تم توثيقها من المقابلة المسجلة المذكورة سابقاً مع فضيلة الشيخ العثيمين [٢١] أما القواعد اللاحقة فهي اختيارية يمكن جعلها ملزمة لغرض المصلحة العامة أو منع أسباب المقامرة.

(١٣) وتعود هذه القاعدة إلى ضرورة وجود شرطي التبادل والتقابض في الأجناس الربوية التي منها الأثمان، راجع في ذلك شرح فضيلة الشيخ محمد بن صالح العثيمين [٢١]، باب الربا.

(ب) أن يتم حال الاتفاق بين البائع والمشتري تسليم كامل قيمة الشراء (أو البيع) وتسلم صك السهم قبل التفرق من مجلس العقد.

٢ - يتم تداول أسهم الشركات التي تكون أكثر ممتلكاتها عقاراً بعد إشعار الشركاء باسم المشتري واسم البائع وكمية سعر التبادل، بحيث أن للشركاء الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم المعروضة للبيع، وذلك لثبوت حق الشفعة للشركاء في العقار. ويؤدي ذلك إلى تخفيض السرعة والمخاطرة في تداول أسهم الشركات العقارية مما يترتب عليه انخفاض أسعار أسهم هذه الشركات وانخفاض المضاربة المالية عليها.

عن جابر بن عبد الله رضي الله عنهما قال: قضى رسول الله صلى الله عليه وسلم «بالشفعة في كل ما لم يقسم فإذا وقعت الحدود وصرفت الطرق فلا شفعة» متفق عليه، واللفظ للبخاري [٢١؛ حديث ٩٢٢، ص ١٨٤].

وإذا انخفضت درجة استجابة المشاركين في السوق المالية للالتزام تلقائياً في تطبيق بعض أو كل هذه القواعد، أو لم تكن هذه القواعد مع غيرها كافية لمنع المضاربة المالية، ولم يثبت شرعاً أن المضاربة تؤدي إلى المقامرة أو فشل المشاركين في السوق المالية من الامتناع عن المقامرة، فإنه يمكن للحكومة عن طريق الهيئة المشرفة على السوق المالية، وضع قيود ونظم تزيد من كفاءة السوق المالية الإسلامية، وتحد من ظاهرة المضاربة المالية لهدف تحقيق المصلحة العامة، ويتبين مما يلي بعض مما يمكن استخدامه من قواعد ونظم خارجية تساعد في تعديل اتجاه السوق المالية:

١ - ألا يتم بيع السهم الذي تم شراؤه حتى يتم قيده في ذمة المشتري الأول في سجلات الشركة ويحصل على سند بذلك، أو يحصل على صك الأسهم التي اشتراها.

٢ - يعطى المستثمر فرصة واحدة للبيع أو الشراء من كل شركة خلال فترة الأعمال. وهذا يتضمن أن المستثمر لا يغير موقفه في سوق الأسهم إلا بعد مرور فترة أعمال (١٤ شهراً، ١٦ شهراً . .) فإذا اشترى أسهم شركة معينة فإنه لا يبيعه إلا بعد فترة الأعمال وإذا باع أسهم شركة أخرى فإنه لا يشتريها مرة أخرى إلا بعد فترة الأعمال. ويعود ذلك إلى

ضرورة ربط المستثمر بالأوضاع الاقتصادية وبربحية الشركة، وهذا لا يمكن أن يتبين إلا بعد مرور فترة أعمال واحدة على الأقل. وتنبتق هذه القاعدة من عامل سد الذريعة إلى المقامرة أو من مبدأ تحقيق المصلحة العامة بواسطة تقييد حجم المضاربة المالية.

٣ - منع ظهور تجار أو مؤسسات مالية متخصصة في المضاربة المالية على الأسهم، ومنع البنوك والمؤسسات والشركات المالية من تخصيص صناديق أسهم للعملاء بهدف المضاربة وأن يقتصر دور المتخصص أو البنوك والمؤسسات المالية على السمسة من عامل سد الذريعة إلى المقامرة أو من عامل المصلحة العامة.

٤ - زيادة تخفيض النسبة التي يمكن أن يمتلكها فرد أو مجموعة من الأفراد من ملكية أي شركة مساهمة، وزيادة دور نظام الرقابة الذي يتابع العلاقات التي يمكن أن توجد بين أي مجموعة من المساهمين، وتؤدي إلى تصرفات احتكارية تغير من أسعار أسهم الشركة بشكل لا يعكس واقعها.

٥ - وضع المزيد من القواعد والأسس، التي يمكن بواسطتها التأكد وبكل دقة من استمرار ظهور بيانات الميزانية وأرقامها، وواقعية وصحة هذه البيانات حتى يمكن ضمان وصول المعلومات الحقيقية إلى المشاركين في السوق المالية، ويقل بذلك تذبذب أسعار الأسهم.

وبعد دراسة مشكلات السوق المالية الغربية ووضع الضوابط النظرية العامة الإسلامية للسوق المالية، نريد أن نركز على وضع هيكل رياضي نتناول من خلاله دور بعض العوامل المؤدية للمضاربة المالية (الإشاعات المضللة والاحتكار). ويتم ذلك من خلال وضع تصور يتناول بالتحليل دور فئات المعلومات المختلفة في التأثير على اتجاه وحجم تذبذب الأسعار. وسوف نستخدم بالإضافة إلى ذلك الأشكال البيانية الهندسية التي توضح العلاقة بين حجم المعلومات غير الحقيقية والاحتكارية، وبين حجم التذبذب في الأسعار حول متجه الأسعار الممثل للقيمة الحقيقية.

الصياغة الرياضية للمشكلة

تتحدد الأسعار في سوق الأسهم بالطلب والعرض على أسهم شركة ما، وتتأثر هذه الأسعار بتدفق المعلومات الاقتصادية التي تصل إلى السوق. وهذا التدفق المستمر من المعلومات يشمل معلومات حقيقية ومعلومات غير حقيقية. هذه المعلومات تؤثر على توقعات المستثمرين عن معدل عائد السهم، والذي يؤثر على اتجاه تغيرات هذه الأسعار في السوق. وتتكون فئة المعلومات من معلومات عن الاقتصاد ككل (مثل النمو الاقتصادي، تغيرات في عرض النقود...)، ومعلومات عن المستثمرين أنفسهم، ومدى استجابتهم إلى هذه المعلومات الجديدة ومدى استعدادهم لتحمل المخاطرة، ومعلومات عن الجهاز السوقي الموجود (ما هي درجة احتكار المعلومات من بعض المستثمرين كالمختصين). ويهدف هذا البحث إلى محاولة وضع هيكل رياضي هندسي لمفاهيم سوق الأسهم في الإطار الإسلامي.

فإذا رمزنا بـ ϕ_t^1 ، ϕ_t^2 ، ϕ_t^3 لفئة المعلومات في اللحظة وفئة المعلومات الحقيقية، وفئة المعلومات غير الحقيقية، وفئة المعلومات الحقيقية المحتكرة من مجموعة من المستثمرين الموجودين في السوق على التوالي. فتكون العلاقات بين هذه الفئات كالآتي:

$$\phi_t = \phi_t^1 \cup \phi_t^2 \quad (3)$$

$$\phi_t^3 \subset \phi_t^1 \quad (4)$$

$$\phi_t^1 \cap \phi_t^2 = \emptyset \quad (5)$$

وحيث إن اتجاه الأسعار يعتمد على تدفق المعلومات، فكلما كان حجم المعلومات الحقيقية أكبر كان توقع أسعار الأسهم أقرب إلى القيمة الحقيقية للسهم. ويترتب على ذلك أن تصبح التغيرات في الأسعار صغيرة (less volatility)، والعكس صحيح، فكلما كان حجم فئة المعلومات غير الحقيقية أكبر كان توقع الأسعار أبعد عن القيمة الحقيقية للسهم. ويترتب على ذلك أن تكون التذبذبات في الأسعار كبيرة (more volatility). ويمكن صياغة ذلك رياضياً في العلاقات التالية:

$$\text{If } \phi_t^1 \subset \phi_t^{*1} \text{ then } E_t[r_{jt} | \phi_t^1] \leq E_t[r_{jt} | \phi_t^{*1}] \quad (6)$$

$$\text{If } \phi_t^2 \subset \phi_t^{*2} \text{ then } E_t[r_{jt} | \phi_t^2] \geq E_t[r_{jt} | \phi_t^{*2}] \quad (7)$$

حيث يمثل r_{jt} معدل العائد للسهم (j) المشتري في اللحظة (t) والمباع في اللحظة (t+1). وتدل العلاقات (6) و (7) السابقة أنه كلما كان حجم المعلومات الحقيقية التي تتدفق في السوق أكبر كان توقع معدل العائد أكبر بالنسبة للسهم (j) وكلما كان حجم المعلومات غير الحقيقية أكبر كان توقع معدل العائد أقل بالنسبة للسهم رقم (j). بمعنى آخر، كلما كان حجم المعلومات الحقيقية أكبر، كان توقع الأسعار في الفترة الزمنية المقبلة أقرب من القيمة الفعلية لذلك السهم، وبالتالي كان الخطأ والمخاطرة أقل. وبما أن الفئة ϕ_t^2 مكاملة للفئة ϕ_t^1 ، فإن هذا يؤدي إلى أنه كلما كبرت ϕ_t^2 كان الفرق بين السعر المتوقع والسعر الفعلي كبيراً، ويؤدي ذلك إلى زيادة تدبذبات الأسعار زيادة كبيرة (more volatility will be) وبالتالي زيادة عدم الاستقرار في السوق. فيكون من الواجب أن يدنى حجم معلومات الفئة ϕ_t^2 .

ومن المتوقع أن تكون فئة المعلومات غير الحقيقية في الإطار الإسلامي أقل من فئة المعلومات غير الحقيقية في إطار غير إسلامي. ويعود ذلك إلى أن هناك العديد من الضوابط الإسلامية التي أشرنا إليها في القسم السابق، والتي تحد من حجم هذه الفئة، وتجعل دورها أقل ما يمكن. وبالتالي يكون حجم المعلومات غير الصحيحة مرتبطاً عكسياً بمستوى الإيمان. ومن ثم يتحدد السعر المتوقع للسهم رقم (j) مثلاً بمكونين رئيسين، المكون المحدد بحجم المعلومات الحقيقية، والمكون المحدد بحجم المعلومات غير الحقيقية. بصفة عامة يتولد المكون الأول من تدفق المعلومات الحقيقية المتوقعة، مثل توقعات أداء الاقتصاد الكلي والنمو والتغيرات في عرض النقود وهكذا. أما المكون الرئيس الثاني فيعكس آثار المعلومات غير الحقيقية.

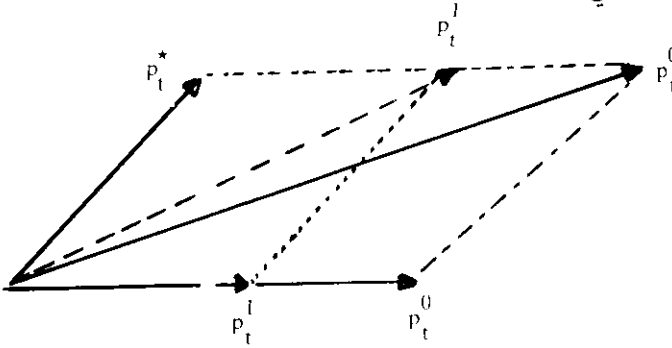
فإذا رمزنا بـ p_t^* ، \hat{p}_t و p_t إلى المتجه المحدد من طرف الفئة ϕ_t^1 ، ϕ_t^2 و ϕ_t على التوالي فيمكن كتابة العلاقة التالية^(١٤):

(١٤) العلاقة (8) تدل على أن المتجه p_t للمعلومات الكلية هو مجموع المتجهين p_t الذي يمثل المعلومات =

$$p_t = p_t^* + \hat{p}_t \quad (8)$$

عند أي لحظة زمنية t .

ومن المعادلة (8) نستطيع أن تستنتج أن المتجه \hat{p}_t المتولد من طرف ϕ_t^2 يحدد حجم الخطأ. وكلما كان \hat{p}_t أكبر كانت تذبذبات الأسعار كبيرة، ويمكن توضيح هذه الفكرة هندسياً على الوجه التالي:



شكل ١. العلاقة بين حجم المعلومات وطول المتجه.

حيث يمثل p_t^0 و \hat{p}_t^1 متوقع متجه الأسعار المحدد من طرف ϕ_t^{20} ومتوقع متجه الأسعار المحدد من طرف $\phi_t^{2,1}$ على التوالي، وحيث $\phi_t^{21} \subset \phi_t^{20}$.

ويبين الشكل البياني رقم (١) أنه كلما انخفض حجم المعلومات ϕ_t^2 من ϕ_t^{20} إلى

$\phi_t^{2,1}$ نقص طول المتجه \hat{p}_t^0 من \hat{p}_t^1 إلى \hat{p}_t^0 وبالتالي كلما دار المتجه p_t^0 من p_t^1 إلى p_t^1 مقترباً من المتجه المحدد من طرف المعلومات الحقيقية p_t^* .

دع

$$d_0 = \| p_t^* - p_t^0 \| \quad (9)$$

$$d_1 = \| p_t^* - p_t^1 \| \quad (10)$$

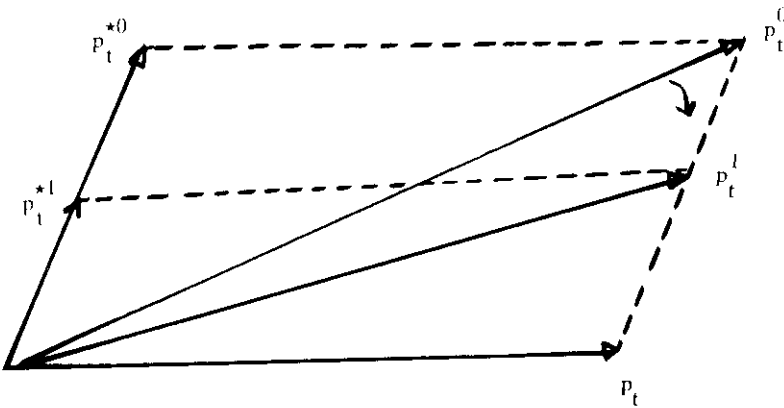
= غير الحقيقية والمتجه p_t^* الذي يمثل المعلومات الحقيقية والعلاقة بين المتجهين علاقة خطية، ولكن العلاقة بين طول متجه المعلومات الكلية وطولي المتجهين p_t^* ، p_t^1 للمعلومات غير الحقيقية والحقيقية هي علاقة غير خطية، كما هو معلوم.

تمثل المسافة ما بين المتجه p_t^* و p_t^0 و p_t^1 على التوالي . فنلاحظ أن d_1 أقل من d_0 . أي كلما كان حجم المعلومات غير الحقيقية أقل انخفضت المسافة d من d_0 إلى d_1 . ويمكن التعبير رياضياً على النحو التالي :

$$\phi_t^{21} \subset \phi_t^{20} \Leftrightarrow \|\hat{p}_t^1\| < \|\hat{p}_t^0\| \Leftrightarrow d_1 < d_0 \quad (11)$$

وهذا يدل على أنه كلما انخفض حجم المعلومات غير الحقيقية اقترب المتجه p_t من المتجه p_t^* ، أي نقصت تذبذبات الأسعار في السوق ، ومن ثم زاد الاستقرار السوقي .

ومن المعادلة رقم (4) تنقسم الفئة ϕ_t^1 إلى ϕ_t^3 والفئة المكملة $\bar{\phi}_t^3$ ، حيث تمثل ϕ_t^3 فئة المعلومات الحقيقية المشتركة من طرف مجموعة صغيرة من المستثمرين ، والتي تستعمل في المزيد من الدمج لهذه المجموعة . فتكون هذه المعلومات المشتركة غير متوافرة لجميع المستثمرين وبالتالي يكون توزيع الأرباح (الحسائ) غير عادل بين المستثمرين . علاوة على ذلك ، يكون المتجه p_t^* هو المتجه المتوقع من طرف مجموعة المستثمرين المحتكرين (أي الذين لديهم جميع المعلومات الحقيقية) وذلك إذا علمت فئة المعلومات الحقيقية ϕ_t^1 ، ويكون المتجه المتوقع من طرف غالبية المستثمرين أقل من المتجه p_t^* ، وذلك إذا علمت فئة المعلومات ϕ_t^3 . ويمكن توضيح ذلك هندسياً في الشكل رقم ٢ التالي :



شكل رقم ٢

دع p_t^{*0} و p_t^{*1} تمثل المتجه المتوقع من طرف مجموعة المستثمرين المحتكرين للمعلومات الحقيقية ϕ_t^3 ، والمتجه المتوقع من طرف المستثمرين الآخرين بمعلومية الفئة المكملة $\bar{\phi}_t^3$ هي فئة المعلومات المكملة للفئة ϕ_t^3 بالنسبة لفئة المعلومات الحقيقية (ϕ_t^1) . وبافتراض أن المعلومات غير الحقيقية مشتركة للجميع ، فيكون المتجه الناتج من p_t مع p_t^{*0} و \hat{p}_t مع p_t^{*1} هما p_t^0 و p_t^1 على التوالي ، كما هو موضح في الشكل البياني رقم ٢ . ونلاحظ أن المتجه الناتج لمجموعة المستثمرين المحتكرين لبعض المعلومات الحقيقية p_t^0 أقرب من p_t^{*0} ، عن المتجه p_t^1 الناتج من مجموعة المستثمرين الآخرين . وهذا لأن المسافة $\|p_t^0 - p_t^{*0}\|$ أقل من المسافة $\|p_t^1 - p_t^{*0}\|$ ، كما هو واضح من الشكل رقم ٢ .

يرتبط حجم المعلومات غير الحقيقية المحتكرة بمستوى الإيمان في البيئة الإسلامية . وبالتالي يصبح تغير حجم فئة المعلومات ϕ_t^3 مرتبباً بتغير مستوى الإيمان بشكل عكسي . أي أنه كلما زاد مستوى الإيمان عند المستثمرين قل احتكار المعلومات ، وبالتالي قل حجم الفئة واقترب المتجه p_t^1 من p_t^0 في الشكل رقم ٢ . دع v_t^3 يمثل حجم معلومات الفئة ϕ_t^3 . فإن v_t^3 دالة في الإيمان (I) أي :

$$v_t^3 = v_t^3(I) \quad (12)$$

كما أن العلاقة بين حجم المعلومات الاحتكارية والإيمان علاقة عكسية :

$$\frac{dv_t^3}{dI} < 0$$

كلما زاد الإيمان قلت المعلومات المحتكرة ، وبالتالي اقترب المتجه p_t^{*1} من p_t^{*0} ونتيجة لهذا اقترب المتجه p_t^1 من p_t^0 .

وبعد استعراض الصياغة الهندسية والرياضية العامة لدور تأثير المعلومات على متجه أسعار الأسهم ، سيتم في القسم الثاني بناء نموذج مبسط يستعمل في تحليل بعض العمليات المضاربة المالية ، التي تعتمد على المعلومات الكاذبة كإحدى الحالات التي تمثل الانحراف عن الالتزام بالمبادئ الشرعية الإسلامية للسوق المالية ، كما سيتم من خلال هذه الحالة دراسة لتأثير هذه التغيرات على عدالة توزيع الدخل والرفاهية الاجتماعية .

حالة خاصة

يتناول هذا المبحث تحليل المضاربة المالية في الأسواق المالية الغربية وآثارها السلبية على توزيع الدخل والثروة، وكيف يتم معالجة ذلك في الإطار الإسلامي^(١٥).

ولتبسيط التحليل نفترض:

- ١ - اقتصاداً مكوناً من شخصين رقم 1 ورقم 2 ومن شركتين A و B تنتج كل منهما السلعة x و y على التوالي.
 - ٢ - الشخصين رقم 1 و 2 يستثمر كل منهما أمواله في أسهم كل من الشركتين A و B.
 - ٣ - يقتصر التداول في سوق الأسهم على أسهم هاتين الشركتين فقط.
 - ٤ - العائد المتوقع لكل من أسهم الشركة A و B هو π_A و π_B والتباين (المخاطرة) لكل منهما هو σ_A^2 و σ_B^2 على التوالي.
 - ٥ - الإنتاج ثابت خلال الفترة الزمنية للتحليل في كل من الشركتين.
- دع الرموز التالية تمثل:

$\pi_A =$	العائد المتوقع من أسهم الشركة A
$\pi_B =$	العائد المتوقع من أسهم الشركة B
$\sigma_A^2 =$	تباين العائد من أسهم الشركة A
$\sigma_B^2 =$	تباين العائد من أسهم الشركة B
$\sigma_{AB} =$	التباين بين أسهم الشركتين A ، B
$f_A =$	الحصة المئوية المخصصة للأصل رقم A من المحفظة المالية
$f_B =$	الحصة المئوية المخصصة للأصل رقم B من المحفظة المالية
$\pi_p =$	العائد العام المتوقع للمحفظة المالية
$\sigma_p^2 =$	التباين للعائد المتوقع من المحفظة المالية

(١٥) في هذه الحالة الخاصة سنستعين بالنماذج البسيطة الموجودة في كتب التمويل للاستعانة بها في تحليلنا لمعالجة هذه المشكلة.

ومن الافتراضات السابقة وباستخدام الرموز أعلاه يجب أن تتحقق العلاقات الممثلة في المعادلات التالية :

$$\pi_p = f_A \pi_A + f_B \pi_B \quad (13)$$

$$\sigma_p^2 = f_A^2 \sigma_A^2 + f_B^2 \sigma_B^2 + 2f_A f_B \sigma_{AB} \quad (14)$$

$$f_A + f_B = 1 \quad (15)$$

ومن المعادلتين رقم (13) ورقم (15) نحصل على مايلي :

$$\pi_p = f_A \pi_A + (1 - f_A) \pi_B$$

$$f_A = \frac{\pi_p - \pi_B}{\pi_A - \pi_B} \quad (16)$$

$$f_B = \frac{\pi_p - \pi_A}{\pi_B - \pi_A} \quad (17)$$

وبتعويض المعادلتين رقم (16) ورقم (17) بالمعادلة رقم (14) نحصل على :

$$\sigma_p^2 = \left(\frac{\pi_p - \pi_B}{\pi_A - \pi_B} \right)^2 \sigma_A^2 + \left(\frac{\pi_p - \pi_A}{\pi_B - \pi_A} \right)^2 \sigma_B^2 - 2 \frac{(\pi_p - \pi_B)(\pi_p - \pi_A)}{(\pi_A - \pi_B)^2} \sigma_{AB} \quad (18)$$

وباستخدام تحليل بسيط للمعادلة رقم (18) نتوصل إلى :

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{(\pi_A - \pi_B)^2} \left\{ (\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \sigma_{AB}) \pi_p^2 - 2 \{ \pi_B \sigma_A^2 + \pi_A \sigma_B^2 - (\pi_A + \pi_B) \sigma_{AB} \} \pi_p + \pi_B^2 \sigma_A^2 + \pi_A^2 \sigma_B^2 - 2 \pi_A \pi_B \sigma_{AB} \right\} \quad (19)$$

دع

$$M = \frac{1}{(\pi_A - \pi_B)^2} (\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \sigma_{AB})$$

$$N = \frac{1}{(\pi_A - \pi_B)^2} [\pi_B \sigma_A^2 + \pi_A \sigma_B^2 - (\pi_A + \pi_B) \sigma_{AB}]$$

$$R = \frac{1}{(\pi_A - \pi_B)^2} [\pi_B^2 \sigma_A^2 + \pi_A^2 \sigma_B^2 - 2 \pi_A \pi_B \sigma_{AB}]$$

فإذا عوضنا هذه القيم في المعادلة (19) نحصل على المعادلة :

$$\sigma_p^2 = M \pi_p^2 + N \pi_p + R \quad (20)$$

وتمثل المعادلة (20) منحنى الكفاءة للاستثمار، والتي تأخذ شكل الجزء المكافئ. وبما أن قيمة σ_p^2 موجبة فيكون للجزء المكافئ نهاية صغيرة عند النقطة :

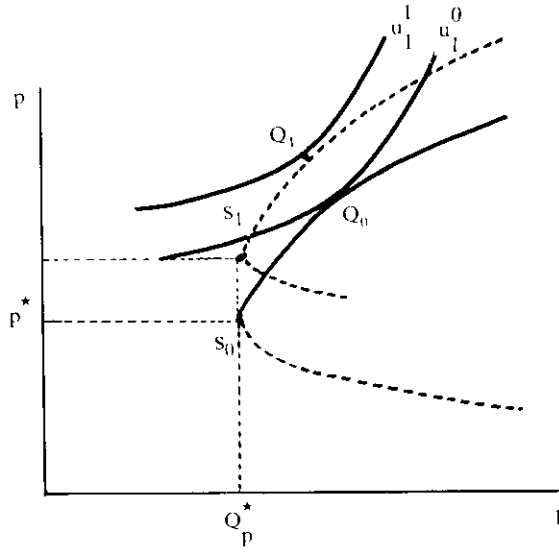
$$S_0 = \begin{cases} \pi_p^* = \frac{-N}{2M} \\ \sigma_p^{2*} = \frac{4MR - N^2}{4M} \end{cases} \quad (21)$$

$$(22)$$

فتكون النقطة $s_0 = (\pi_p^*, \sigma_p^{2*})$ الممثلة في الفراغ (π_p, σ_p^2) هي المحفظة المثلى (optimal portfolio) كما هي ممثلة في الشكل البياني رقم ٣ .

علاوة على ذلك نفترض ثبات الإنتاج خلال الفترة الزمنية للتحليل في كل من الشركتين. فإذا حاول المستثمر رقم 1 بث معلومات خاطئة تظهر تحسناً في أداء الشركة A مما يرفع من العائد المتوقع π_A وبالتالي سعر السهم في سوق الأسهم لتلك الشركة، فإن الشخص رقم 2 يقدم على شراء جزء من أسهم الشركة A بسعر أعلى من السعر الحالي الذي يعكس القيمة الحقيقية.

ولا بد بعد مرور فترة زمنية معينة أن يكتشف الشخص رقم 2 عدم صحة المعلومات التي بنى عليها قراره في شراء جزء من أسهم الشركة A من الشخص رقم 1 عند سعر أعلى.



شكل رقم ٣

ولكن الشخص رقم 1 يكون قد حقق فعلاً ربحاً موجباً ينعكس في زيادة نصيبه من الثروة الكلية الحقيقية، وبالتالي يكون الشخص رقم 2 قد باع بسعر أعلى واشترى بعد ذلك بسعر أقل، فيكون الشخص رقم 1 قد بث معلومات تؤدي إلى توقع ارتفاع π_A واستغل هذا الموقف وباع بسعر أعلى للشخص رقم 2. وهذا الارتفاع في توقع π_A والذي أدى إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركة A لفترة زمنية قصيرة قد استغل من طرف الشخص رقم 1 لينتقل إلى مستوى أعلى من المنفعة. كما يبينه التحليل الرياضي التالي:

إذا عوضنا قيم N و M في المعادلة رقم (21) نحصل على:

$$\pi_p^* = \frac{\pi_B \sigma_A^2 + \pi_A \sigma_B^2 - (\pi_A + \pi_B) \sigma_{AB}}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \sigma_{AB}} > 0 \quad (23)$$

فإن النقطة S_0 الممثلة بالمعادلات رقم (21) ورقم (22) تمثل المحفظة المثلى، والتي تتأثر بتغير في توقع العائد π_A و π_B . وبمفاضلة المعادلتين رقم (21) و (22) وباستخدام المعادلة رقم (23) نحصل على:

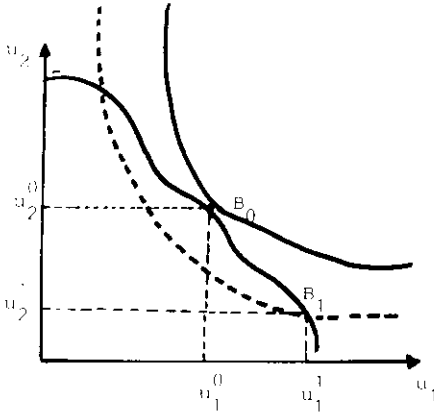
$$\frac{\partial}{\partial \pi_A} \left(-\frac{N}{2M} \right) = \frac{\sigma_B^2 - \sigma_{AB}}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2\sigma_{AB}} > 0 \quad (24)$$

$$\frac{\partial}{\partial \pi_A} \left(\frac{4MR - N^2}{4M} \right) = 0 \quad (25)$$

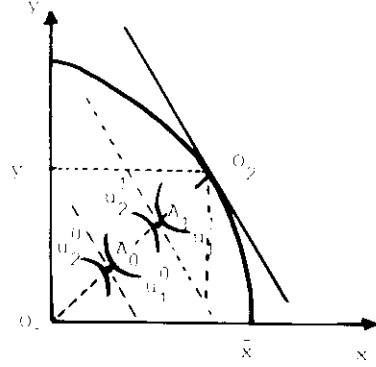
تدل المعادلة رقم (24) على أن تغير المحفظة المثلى بالنسبة للتغير في توقع العائد لأسهم الشركة A (π_A) يكون موجباً مع ثبات العوامل الأخرى عند مستوى المخاطرة σ_p^* الممثل بالمعادلة رقم (22). أما المعادلة رقم (25) فتدل على أن تغير σ_p^{*2} (المخاطرة) للمحفظة المثلى بالنسبة للتغير في توقع العائد لأسهم الشركة A (π_A) يكون مساوياً للصفر مع ثبات العائد العام المتوقع π_p عند المستوى π_p^* الممثل في المعادلة رقم (22) ومع ثبات العوامل الأخرى. بمعنى آخر تبين المعادلتين رقم (24) ورقم (25) انتقال النقطة S_{01} إلى النقطة S_1 أعلى كما هو في الشكل البياني رقم ٣. ولا يكون هناك أي انتقال للنقطة S_{01} التي تمثل أدنى مستوى في المخاطرة. وبالتالي ينتقل منحنى الكفاءة إلى أعلى. نتيجة لهذا الانتقال في منحنى الكفاءة يكون هناك انتقال في منحنى السواء إلى أعلى للمستثمر رقم 1 من u_1^0 إلى u_1^1 . فيغير المستثمر رقم 1 تفضيلاته من Q_0 إلى Q_1 التي تعطيه أعظم منفعة في ظل هذه الظروف.

ولكن ماذا وقع للمستثمر رقم 2 وللمجتمع ككل؟ هذا ما نحلله فيما يلي:
حيث إنه لا يوجد أي تغير حقيقي في الاقتصاد فلا بد أن يكون مكسب المستثمر الأول على حساب المستثمر الثاني، الذي بنى توقعاته على معلومات كاذبة. دعنا نحلل هذا مستعينين بصندوق أد جورث ودالة الرفاهية.

يكافي انتقال المستثمر رقم 1 انتقاله من النقطة Q_0 إلى Q_1 في الشكل رقم ٣ انتقاله من النقطة A_0 إلى A_1 في الشكل رقم ٤. فإذا افترضنا أن المستثمرين رقم 1 ورقم 2 كانا عند نقطة باريتو المثلى A_0 فيكون انتقال المستثمر رقم 1 من A_0 إلى A_1 قد سبب انخفاضا في مستوى المنفعة للمستثمر رقم 2، كما يوضحه الشكل البياني رقم ٤. أما بالنسبة للمجتمع والذي يتكون من المستثمر رقم 1 ورقم 2 فيبين الشكل رقم ٤ ب أن دالة الرفاهية



شكل ٤ ب



شكل ١٤

$w(u_1, u_2)$ قد انتقلت إلى أسفل من w_0 إلى w_1 وانتقلت كذلك النقطة B_0 إلى B_1 كما هو واضح في الشكل البياني رقم ٤ ب. هذا كان نتيجة لارتفاع u_1 من u_1^0 إلى u_1^1 وانخفاض u_2 من u_2^0 إلى u_2^1 . وهكذا فقد سببت هذه العملية غير المسموح بها في الشريعة الإسلامية انخفاضا ملموسا في دالة الرفاهية وإعادة توزيع الدخل بشكل غير عادل بين المستثمرين. ويتضمن ذلك عدم رضا بعض المستثمرين لأن أموالهم أكلت بواسطة غيرهم من المستثمرين الآخرين بالباطل.

والسؤال المطروح الآن هو كيف يكون تصرف المستثمر المسلم في سوق الأسهم؟
 يبحث ديننا الحنيف على التكافل الاجتماعي والترابط الأخوي المتين وعدم الضرر بالآخرين. فعن أنس عن النبي ﷺ أنه قال: «والذي نفسي بيده لا يؤمن عبد حتى يجب لجاره ما يجب لنفسه» [١٨؛ الحديث ١٤٨٦؛ ص ٢٩٩].
 وعن أبي صرمة رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ «من ضار مسلماً ضاره الله ومن شاق مسلماً شق الله عليه» [١٨؛ الحديث ١٥٢٦؛ ص ٣٠٥].
 وبالتالي لا يمكن أن يعظم المستثمر المسلم منفعته مستغلاً ضعف وجهل أخيه.
 فتأخذ مشكلة تعظيم المستثمر المسلم الصيغة الرياضية الآتية:

$$\max u_1 (\pi_p, \sigma_p, w) \quad (26)$$

في ظل :

$$\sigma_p^2 = M \pi_p^2 + N \pi_p + R \quad (27)$$

$$w(u_1, u_2) \geq w(u_1^0, u_2^0) \quad (28)$$

تبين المعادلات رقم (26) و (27) و (28) أنه لا يمكن لدالة الرفاهية أن تنتقل إلى مستوى أقل من المستوى السابق بسبب تعظيم منفعة مستثمر ما. فيجب أن تتم عمليات التبادل في سوق الأسهم في الإطار الإسلامي بحيث لا تؤدي إلى انخفاض في دالة الرفاهية الاجتماعية.

ويدل النظام المتكون من المعادلات (26) و (27) و (28) على أن المستثمر يعظم منفعته عند مستوى معين من المخاطرة. ويمكن أن يسعى المستثمر إلى تحقيق أكثر من هدف كتعظيم منفعته وتدنية المخاطرة في آن واحد، ويمكن علاج هذا الموضوع باستعمال برمجة متعددة الأهداف ويكون هذا كالتالي :

$$\max u(\pi_p, w, \sigma_p)$$

$$\min \sigma_p^2 = M \pi_p^2 + N \pi_p + R$$

s.t

$$W(u_1, u_2) \geq w(u_1^0, u_2^0)$$

الخلاصة والنتائج والتوصيات

يركز هذا البحث على دراسة تأثير وجود الضوابط غير الشرعية في السوق المالية الغربية، والتي تؤدي إلى ظهور المضاربة المالية. وقد تبنت هذه الدراسة - في معالجة مشكلة المضاربة المالية التي تواجهها الأسواق المالية الغربية - المنهج الذي يركز على استخدام الحوافز والضوابط الداخلية مع قدر محدود من الضوابط الخارجية، والتي تنبثق من التزام الأفراد بالمبادئ والمثل الإسلامية. فبدأت الدراسة، في القسم الثاني، باستعراض أهم نظريات

الأسواق المالية الغربية والمشكلات الرئيسية التي تواجهها. وفي القسم الثالث تم توضيح طبيعة مشكلة المضاربة المالية والآثار السلبية التي تكونها في السوق المالية الغربية وكيفية فشل نظرية الأسواق الكفاء في الدلالة عليها وعلاقتها بعدم الالتزام بالضوابط الشرعية. وقد تم في القسم الرابع وضع إطار رياضي وهندسي يركز على دراسة تأثير المخالفات الشرعية المرتبطة بأقسام المعلومات، وهي الاحتكار والمعلومات الكاذبة، على تكوين واستقرار الأسعار. وقد حللت هذه الدراسة، في قسمها الأخير دور المعلومات الكاذبة في تقليل استقرار الأسعار وسوء التوزيع للثروة وانخفاض الرفاهية الاجتماعية. ومن ثم اقترحت هذه الدراسة أن تتضمن الصيغة الرياضية لدالة منفعة المستثمر المسلم عامل الرفاهية بالإضافة إلى عاملي الربح المتوقع والمخاطرة. ويؤدي وجود عامل الرفاهية الاجتماعية كمتغير ضمني في دالة منفعة المستثمر المسلم إلى التزام المشاركين في السوق المالية تلقائياً بالضوابط الشرعية والمبادئ الإسلامية في المعاملات المالية دون الحاجة إلى كثير من القيود والتنظييات الخارجية والحكومية.

ومن الموضوعات البحثية التي لم يتسع المجال لمعالجتها في هذه الدراسة، والتي نأمل إنجازها في المستقبل - إن شاء الله - موضوع اشتقاق وتفسير الشروط الضرورية والشروط الكافية لمشكلة تعظيم دالة منفعة المستثمر المسلم في ظل القيود الإسلامية. ولعل مزيداً من الدراسات والأبحاث الاقتصادية الإسلامية في هذا المجال يمهد الطريق نحو بناء نموذج سوق مالية إسلامية بشكل مستقل عن السوق المالية الغربية، ومنبثق مباشرة من المبادئ والأسس الإسلامية.

المراجع

- [١] Metwally, M.M. "The Role of the Stock Exchange in an Islamic Economy." *Journal of Research in Islamic Economy*, 2, No. 1 (1984), 21-30.
- [٢] سيف الدين، إبراهيم تاج الدين «نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم». مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد ٣، العدد ١ (١٩٨٥)، ص ص ٥٧ - ٧٩.
- [٣] Chapra, M. Umer "Comments on the Role of the Stock Exchange in an Islamic Economy." *Journal of Research in Islamic Economy*, 2, No. 1, (1984), 75-81.
- [٤] Fischer, Jordan. *Security Analysis & Portfolio Management*. New Jersey, Englewood, Prentice-Hall Cliffs, 1979.

- [٥] Mandelbrot, Benoit. "Forecast of Future Prices, Unbiased markets, and Martingale Models." *Journal of Business*, 39, Special Supplement (January, 1966), 242-255.
- [٦] Samuelson, Paul A. "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly." *Industrial Management Review*, 6 (Spring, 1965), 41-49.
- [٧] Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Business*, 25, No. 2 (May 1970), 387-392.
- [٨] . "The Behaviour of Stock Market Prices." *Journal of Business*, 38 (1965), 34-105.
- [٩] Kendall, Maurice G. "The Analysis of Economic Time Series Part 1: Prices." *Journal of the Royal Statistical Society* 96 (1953), 11-25.
- [١٠] Fama, Eugene F.; Fisher, L.; Jensen, M. and Roll, R. "The Adjustment of Stock Prices to the New Information." *International Economic Review*, 10 (1964), pp. 2-21.
- [١١] Niedeshoffer, V. and Osborne, M.F.N. "Market Making and Reversal on the Stock Exchange." *Journal of the American Statistical Association*. 61 (1966). 897-916.
- [١٢] Jensen, Michael. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64." *Journal of Finance*, 23 (1968), 389-416.
- [١٣] Editor. "The Back of Wall Street's Bull Run." *The Economist* (16-22 Sept. 1989), 109.
- [١٤] Pennas, Karen and Farrell, Christopher. "Does the market Matter?." *International Business Week* (October 30, 1989).
- [١٥] Hicks, Sir John. "Limited Liability: The Pros. and Cons." In Tony Orhial (Ed.) *Limited Liability*. London and Camberra: Croon Holn, 1982.
- [١٦] الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الجزء الخامس (الجزء الشرعي: الأصول الشرعية والأعمال المصرفية في الإسلام)، الطبعة الأولى، قبرص: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ١٤٠٢هـ.
- [١٧] بيت التمويل الكويتي. الفتاوى الشرعية في المسائل الاقتصادية، الطبعة الأولى. الكويت: بيت التمويل الكويتي، ١٩٨١م.
- [١٨] سليمان، أحمد يوسف (إعداد). رأي التشريع الإسلامي في مسائل البورصة. ج م ع، القاهرة: جامعة القاهرة، ١٩٨١م.
- [١٩] دراوكة، ياسين أحمد إبراهيم. نظرية الغرر في الشريعة الإسلامية، دراسة مقارنة، الجزء الأول والثاني، الطبعة الأولى. الأردن: منشورات وزارة الأوقاف الأردنية، ١٩٧٤م.
- [٢٠] العسقلاني، الحافظ بن حجر. بلوغ المرام من أدلة الأحكام، تصحيح وتعليق: محمد حامد الفقي. بيروت: دار الكتب الثقافية، ١٤٠٩هـ.
- [٢١] ابن عثيمين، محمد بن صالح. شرح كتاب بلوغ المرام من أدلة الأحكام للحافظ بن حجر العسقلاني (مذكرات غير منشورة). المملكة العربية السعودية: عنيزة، ١٤١١هـ.

Towards an Islamic Financial Market: A Theoretical Financial Speculation

Bo Allam Ben Jelaly and Yousef A. Al-Zamil

*College of Economics and Administration, King Saud University,
Al-Qassim Branch, Oniza, Saudi Arabia*

(Received 7/3/1411 A.H.; Accepted for Publication 28/12/1411 A.H.)

Abstract. The study provides an analysis of the non-Islamic rules that lead to substantial role of speculation in the conventional stock market. On the contrary, within the framework of an Islamic System, the role of financial speculation is expected to be minimized. The study indicates that indigenous principles and self-determinants, rather than exogenous rules, yield an unparalleled financial system that grant little chance for financial speculation.

The study introduces, in the second section, the conventional financial capital market theories and show their main problems. In the third section, the problem of financial speculation in conventional financial market is emphasized and analyzed with respect to its negative implications, relation to efficient capital market theory, and Islamic shariah principles. In the fourth section, some particular violations of Islamic principles, such as the role of monopoly and false information on price stability, are investigated within the context of geometric and mathematical framework. These two violations of Islamic principles are shown in the last section, to lead to price instability, reduction in equity of distribution of wealth and therefore result in lower social welfare. The introduction of an Islamic financial system could prevent such problems without exogenous rules and lead to substantially more efficient and equitable financial market. The influence of Islamic values are presented as a welfare factor, in addition to expected profit and risk factors, in the preference function of muslim investor to represent voluntarily adherence to Islamic principles of financial market.