

كفاءة أسواق رأس المال من منظور الاقتصاد الإسلامي

سوق دبي المالي أمودجا

اشرف دوابة³

جامعة إسطنبول صباح الدين زعيم، تركيا

معلومات عن البحث

تاريخ المقال

استلام: 13 مايو 2024

قبول: 29 يوليو 2024

نوع المقال

ورقة أبحاث

تصنيف JEL

الكلمات المفتاحية

أسواق رأس المال

الكفاءة

الكفاءة الاقتصادية

الشفافية

الإفصاح

سوق دبي المالي

الملخص

سوق رأس المال هو الأساس الرئيسي للنمو الاقتصادي، ويولن تعميم هذا السوق، لا يمكن لأي اقتصاد تحقيق نتائج ملموسة. لتحقيق هدف تخصيص المورد بشكل فعال، يجب أن يتمتع سوق رأس المال بخصائص الكفاءة الاقتصادية. وبما أن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة للجهات العامة والخاصة، فإن القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة التي تعكس قيمته الحقيقية، الأمر الذي يتطلب أن يتمتع السوق بعدة خصائص وهي الدقة والسرية. الوصول إلى المعلومات والكفاءة التشغيلية وكفاءة التسعير والسيولة والعدالة والأمن...

وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث للتعرف على كفاءة سوق رأس المال من حيث مفهومها وصيغها ومتطلباتها، وقد اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، وتوصل إلى أن متطلبات كفاءة سوق رأس المال تتفق مع متطلبات الاقتصاد الإسلامي الذي جعل من الشفافية والإفصاح أساس تحقيق السعر العادل، في السوق، ومن ثم قدرته على تحقيقها، كما توصل البحث من خلال تحليل الكفاءة لسوق دبي المالي الموافق مع الشريعة الإسلامية إلى أن هذه الكفاءة عند المستوى الضعيف، وهو ما يعكس أن السوق ما زال يعمل في بيئة تفتقد إلى ضوابط الاقتصاد الإسلامي ومتطلبات السلامة الشرعية لا سيما في ظل وجود أدوات ومنتجات به لا تتفق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وتوفر متطلبات الشفافية والإفصاح من دقة وسرعة وصول المعلومات، وما يرتبط بذلك من كفاءة التشغيل والتسعير، والسيولة، وتحقيق العدالة والأمان للمتعاملين.

<https://doi.org.tr/10.54863/jief.1483103>

³المؤلف المرسل: مساعد. بروفيسور جامعة اسطنبول صباح الدين زعيم

ashraf.dawaba@izu.edu.tr; 0000-0003-2122-6618;

لاستشهاد بهذا المقال: كفاءة أسواق رأس المال من منظور الاقتصاد الإسلامي: سوق دبي المالي أمودجا. Devabe, E. (2024).

Journal of Islamic Economics and Finance 2024 (2), 445-479, <https://doi.org.tr/10.54863/jief.1483103>

CAPITAL MARKET EFFICIENCY FROM THE PERSPECTIVE OF ISLAMIC ECONOMICS: THE DUBAI FINANCIAL MARKET AS A MODELEşref DEVABE^a*Istanbul Sabahattin Zaim University, Türkiye***ARTICLE INFO****Article history:**

Received: May 13, 2024

Accepted: July 29, 2024

Article Type:

Research Article

JEL Classification:**Keywords:**

Capital Markets

Efficiency

Economic Efficiency

Transparency

Disclosure

Dubai Financial Market

ABSTRACT

Capital markets represent a main base for economic growth, and no economy can achieve tangible and effective results without the popularity of this market. In order for the capital market to achieve its goal of efficient allocation of available resources, it must be characterized by economic efficiency, in which the share price in the market reflects all information available to the public and private, and thus the market value of the stock is a fair value that reflects its true value. This requires that the market have several characteristics, namely accuracy and speed of access to information, operating efficiency, pricing efficiency, liquidity, fairness, and security.

In this context, this research comes to identify the efficiency of the capital market in terms of its concept, formulas, and requirements. The research relied on the descriptive and analytical approach, and concluded that the requirements for the efficiency of the capital market are consistent with the requirements of the Islamic economy, which made transparency and disclosure the basis for achieving a fair price. The market, and then its ability to achieve it. The research also concluded, through an analysis of the efficiency of the Dubai Financial Market that is compatible with Islamic Sharia, that this efficiency is at a weak level, which reflects that the market is still operating in an environment that lacks Islamic economic controls and Sharia safety requirements, in particular in light of the presence of tools and products that do not comply with the principles and provisions of Islamic Sharia, and the lack of transparency and disclosure requirements in terms of accuracy and speed of access to information, and the associated efficiency of operation and pricing, liquidity, and achieving justice and safety for dealers.

<https://doi.org/tr/10.54863/jief.1483103>

^a **Corresponding Author:** Assoc. Prof., İstanbul Sabahattin Zaim University, ashraf.dawaba@izu.edu.tr, 0000-0003-2122-6618.

To cite this article: Devabe, E. (2024). Capital Market Efficiency From The Perspective of Islamic Economics: The Dubai Financial Market as a Model. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 10(2), 445-479, <https://doi.org/tr/10.54863/jief.1483103>.

مقدمة:

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه ومن والاه.. وبعد:

تعتبر الأسواق المالية عنصراً أساسياً في تعزيز النمو الاقتصادي، إذ لا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج فعالة بدون ازدهار هذه الأسواق، فهي تقوم بدور مهم في إدارة السيولة، وتسهيل تداول الأوراق المالية التي تعكس الأصول، وتُعد أحد الوسائل الفعالة التي يتم من خلالها تحويل المدخرات إلى استثمارات بما يساهم في تلبية احتياجات كل من الممولين والمتمولين على السواء. ويعتمد نجاح هذه العمليات على كفاءة هذه الوظيفة وملاءمة الأوراق المالية لاحتياجات السوق، فضلاً عن توفر المعلومات بشكل شفاف ومفصّل عنه. وكلما كانت حركة الموارد المالية نحو الاستخدامات المختلفة مدروسة بناءً على الأرباح وتوقعاتها، زادت فرص تحقيق تخصيص مناسب وفعال للموارد المتاحة.

مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في مدى توافق متطلبات الكفاءة الاقتصادية مع متطلبات الاقتصاد الإسلامي في أسواق رأس المال، وخاصة سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية، والذي يعد السوق الإسلامي الوحيد في منطقة الشرق الأوسط. يتناول البحث تأثير الكفاءة الاقتصادية على مدى توافق السوق مع الشريعة، بالنظر إلى وجود ثلاثة مستويات من الكفاءة (ضعيفة، متوسطة، قوية) في السوق.

فروض البحث:

استناداً إلى مشكلة البحث، يهدف هذا البحث إلى تهادف إلى تقييم صحة الفرضيتين التاليتين:
الفرض الأول: يمكن لأسواق رأس المال أن تتسم بالكفاءة الاقتصادية في ظل الالتزام بالاقتصاد الإسلامي.
الفرض الثاني: سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية لا يتبع نظرية السبر العشوائي وهو سوق يتسم بالصيغة القوية للكفاءة.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

- 1- التعرف على مفهوم ومتطلبات الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال.
- 2- التعرف على الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال.
- 3- التعرف على متطلبات كفاءة سوق رأس المال، ومنظور الاقتصاد الإسلامي لها، ومن ثم قدرته على تحقيقها.
- 4- اختبار الصيغة القوية لكفاءة سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية.

أهمية البحث:

تبدو أهمية البحث في الوقوف على الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال ومتطلباتها، والكشف عن المعاملات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال بما يحول دون كفاءتها، فضلاً عن الكشف عن قدرة الاقتصاد الإسلامي على تحقيق الكفاءة في هذه السوق، وكذلك الوقوف على مدى الكفاءة

الاقتصادية لسوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية.
الدراسات السابقة:

إستناداً إلى ما توفر للباحث من أبحاث سابقة تتعلق بالموضوع محل الدراسة، تبين وجود مجموعة من الدراسات التي يمكن تلخيصها كما يلي:

1- دراسة / صالح لاف، ميرفان سلجوك:

في دراسة لصالح لاف، وميرفان سلجوك بعنوان: " Testing the Weak-Form Market Efficiency for the Islamic Market Indices: Evidence from Fourier Wavelet ADF Unit Root Test"، منشورة باللغة الإنجليزية بمجلة أبحاث السياسات الاقتصادية المجلد: 9، العدد: 2، 2022م، جامعة إسطنبول، هدفت الدراسة إلى دراسة كفاءة السوق الضعيفة في أسواق الأوراق المالية الإسلامية. ولهذا الغرض، استخدمت بيانات 13 مؤشرًا في Dow Jones و S&P بين عامي 2011 و 2021، باستخدام اختبار جذر وحدة Fourier Wavelet (ADF) (FWADF).

وقد مكن هذا الاختبار من النظر في الفواصل الهيكلية ذات العدد والوقت والشكل غير المعروفين. والدراسات التي فحصت فرضية كفاءة السوق للمؤشرات الإسلامية لم تأخذ بعين الاعتبار التغييرات السلسلة ومعلومات التردد في اختبارات جذر الوحدة القائمة على الموجات. لذلك من الممكن أن تكون المعلومات الخاصة بالمؤشرات غير كاملة. بالاعتماد على اختبار FWADF، واستخدمت الدراسة جميع المعلومات حول بيانات مؤشرات سوق الأسهم في التحليل. وأظهرت النتائج أن ستة مؤشرات إسلامية من مؤشرات الدراسة غير مستقرة عند المستوى (I_0) ، لكن سبعة مؤشرات مستقرة عند المستوى (I_0) . وهو ما يعني أن جميع مؤشرات الأسواق الناشئة التي تم تحليلها تتمتع بكفاءة السوق، لكن مؤشرات الدول المتقدمة لا تتمتع بذلك. ووفرت النتائج مزيداً من الفهم للمستثمرين والمحللين الماليين مما يمكنهم من تقييم قراراتهم بكفاءة في إنشاء المحافظ الاستثمارية.

2- بن فريحة حسام:

في دراسة لبن فريحة حسام، بعنوان: "دور كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ومدى تكاملها مع الأسواق التقليدية ودورها في اتخاذ قرار الاستثمار، دراسة حالة ماليزيا" منشورة بالمجلة الدولية للأداء الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بو قرة بومرداس، م (4)، 2021م، سعت هذه الدراسة إلى استكشاف الفرص الاستثمارية المتاحة في بورصة ماليزيا، وذلك من خلال تقييم كفاءة كل من سوق المال الإسلامي والسوق التقليدي عند شكل مستوى الكفاءة الضعيف. كما تناولت الدراسة تحليل درجة التكامل بين السوقين خلال الفترة الممتدة من عام 2017 إلى عام 2018م.

وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات التي تم تحليلها تُظهر كفاءة عند شكل المستوى الضعيف، مما يشير إلى عدم إمكانية تحقيق المستثمرين أرباحًا استثنائية بناءً على البيانات التاريخية. كما أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات المدروسة تتمتع بدرجة من التكامل على المدى القصير فقط، مما يُبرز وجود فرص للتنويع الاستثماري على المدى الطويل.

3- دراسة بسبع عبد القادر، تشيكو عبد القادر:

في دراسة لبسبع عبد القادر، تشيكو عبد القادر بعنوان: "اختبار المستوى الضعيف من الكفاءة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية دراسة حالة الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2018م"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ٣، م (22) ع (2) السنة 2019م، هدفت هذه الدراسة إلى توفير أدلة تجريبية توضح ما إذا كانت أسواق الأوراق المالية التي تعمل وفق قواعد الشريعة الإسلامية تحقق مستوى الكفاءة الضعيفة. وقد تم ذلك من خلال اختبار فرضية تفيد بأن عوائد مؤشرات تلك الأسواق تسير وفق نمط عشوائي، وبالتالي تؤكد على كفاءتها.

فقد تم إجراء هذه الدراسة بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية المختلفة لتحليل مستوى الكفاءة الضعيف، وشملت هذه الاختبارات، اختبار جذر الوحدة المحدد لدرجة استقراره السلسلة محل الدراسة، اختبار التكرارات، اختبار الارتباط الذاتي، واختبار نسبة التباين. وأظهرت النتائج لهذه الاختبارات رفض فرضية العدم التي تشير إلى أن مؤشرات أسواق الأوراق المالية التي تعمل وفق منهجية إسلامية لا تتبع السير العشوائي، وبالتالي لا تُعتبر أسواقًا كفؤة.

3- دراسة الجوزي جميلة، العمري صفية:

في دراسة للجوزي جميلة، العمري صفية، بعنوان: "اختبار فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف، دراسة حالة الجزائر، المغرب تونس"، منشورة بمجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا بالجزائر، م (12)، ع(23)، ٢٠١٧م، هدفت هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي عند شكل الكفاءة الضعيف، من خلال تحليل مؤشرات الأداء لتلك الأسواق واختبار مدى توافقها مع فرضية السير العشوائي. كما تضمنت الدراسة تتبع تقلبات حركة المؤشرات خلال الفترة الممتدة من 2008/1/1م حتى 2018/12/31، وأظهرت نتائج الدراسة أن مؤشر كل من بورصة الدار البيضاء بالملكة المغربية وبورصة تونس يتبعان نمط السير العشوائي، مما يشير إلى تحقيق هذه البورصات مستوى منخفض من الكفاءة. وفي المقابل، تبين أن بورصة الجزائر لا تستوفي فرضية الكفاءة، حيث تتسم حركة أسعار أسهمها بالاستقرار والثبات، مع ضعف استجابتها للمعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق. وأوصت هذه الدراسة بضرورة تعزيز متطلبات الكفاءة بما يتماشى مع درجة التطور ومستوى الأداء المطلوب لأسواق الأوراق المالية بالمغرب العربي المشمولة بالدراسة.

ويتميز هذا البحث عن الدراسات السابقة من حيث إنه يتناول متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال من منظور الاقتصاد الإسلامي بصورة تميزها عن الأسواق التقليدية، كما أنه يتناول كفاءة سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية باعتباره السوق الإسلامي الوحيد في منطقة الشرق الأوسط في وقتنا الحالي، ولم يصل الباحث لدراسة تناولت هذا الموضوع من قبل، فضلاً عن أن البحث في دراسته لكفاءة سوق دبي المالي يعتمد على عدة اختبارات منها: اختبار ديكي فولر المعدل (ADF)، واختبار فيليب بيرون (P.P)، واختبار KPSS، للتأكد ما إذا كان سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية يتسم بالصيغة القوية للكفاءة.

منهج البحث:

ولاختبار فرضيات البحث وتحقيق أهدافه، يعتبر المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الكمي هما الأنسب لطبيعة موضوع البحث وأهدافه. وقد تم اختيار سوق دبي المالي كدراسة حالة نظراً لأنه يعد من الأسواق الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في المنطقة العربي. واعتمد البحث على أسلوب البحث الميداني المكتبي والكمي من خلال التوصيف الإحصائي لسلسلة المؤشر محل الدراسة بالاعتماد على مقاييس النزعة المركزي لتوصيف السلسلة الزمنية محل الدراسة، وتطبيق اختبارات جذر الوحدة على السلسلة الزمنية المتحصل عليها من السوق محل الدراسة، والتي من خلالها يتم تحديد درجة استقرار السلسلة الزمنية محل الدراسة لاختبار كفاءة لسوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية، ومن الاختبارات التي سيتم تطبيقها في هذا البحث اختبار ديكي فولر المعدل (ADF)، واختبار فيليب بيرون (P.P)، واختبار (KPSS).

خطة البحث:

يتكون البحث من مقدمة وستة مباحث، يتبعها خاتمة: يتناول المبحث الأول: التعريف بكفاءة سوق رأس المال، ويتناول المبحث الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال، بينما المبحث الثالث يستعرض: متطلبات كفاءة سوق رأس المال، ويتناول المبحث الرابع: الأساليب غير الأخلاقية في سوق رأس المال، ويتناول المبحث الخامس، المنظر الاقتصادي الإسلامي للكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال، ويتناول المبحث السادس: كفاءة سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية، وينتهي البحث بالخاتمة التي تتضمن أبرز نتائج البحث وأهم التوصيات المستخلصة.

1 - التعريف بكفاءة سوق رأس المال:

1-1 مفهوم كفاءة السوق:

وفقاً لمفهوم الكفاءة، فإن القيمة السوقية للسهم تمثل قيمته العادلة التي تعكس بدقة قيمته الحقيقية، وبالتالي توفر عائداً كافياً يمكن أن يعوّض المستثمر عن المخاطر المرتبطة باستثماره في السهم. وفي هذه الحالة، يعكس سعر السهم جميع المعلومات المتوفرة عن الشركة المصدرة، سواء كانت تلك المعلومات تتعلق بالبيانات المالية، أو ما يتم نشره عبر وسائل الإعلام، أو السجل التاريخي لسعر السهم، أو تقارير تأثير الوضع الاقتصادي العام على أداء الشركة، أو غيرها والتي لها تأثير

على القيمة السوقية للسهم. ويطلق على هذه النوعية من الكفاءة: الكفاءة الكاملة للسوق. وفي هذا السياق، من المتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق بسرعة لأي معلومات جديدة تصل إلى المتعاملين، والتي من شأنها التأثير على تقييمهم للشركة المصدرة للسهم. ونظرًا لأن المعلومات تصل إلى السوق بشكل غير متوقع وفي أوقات متفاوتة، فمن المحتمل أن تكون حركة سعر السهم عشوائية، حيث يرتفع السعر بشكل مفاجئ عندما تصل أنباء إيجابية، بينما ينخفض في حال وصول أنباء سلبية.

وفي ظل التنافس الشديد المتوقع بين المتعاملين في السوق للحصول على هذه المعلومات، لن يكون لأي منهم ميزة في الحصول على هذه المعلومات أو تحليلها قبل الآخرين. وبالتالي، لن تتاح لأي طرف فرصة لتحقيق أرباح استثنائية على حساب الآخرين في السوق.

٢-١ الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق:

تتطلب الكفاءة الكاملة للسوق، أربعة شروط رئيسية:

الأول: توافر معلومات لحظية وبدون تكاليف عن السوق، وبناءً على ذلك، تتشابه توقعات جميع المستثمرين نظرًا لتوافر نفس المعلومات عن كل سهم.

الثاني: عدم وجود أي قيود على التعامل في السوق يعني عدم وجود تكاليف معاملات أو ضرائب أو أي رسوم إضافية، بالإضافة إلى غياب القيود التي قد تعيق بيع وشراء كميات من الأسهم مهما كان حجمها صغيرًا. كما أنه لا توجد أي قيود تشريعية أو تنظيمية تحول دون حرية الدخول والخروج من السوق في أي وقت، مما يتيح للمتعاملين التحرك بحرية تامة واتخاذ القرارات الاستثمارية دون تدخلات أو عوائق من أي نوع.

الثالث: وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق يعني أن تصرفات أي فرد منهم لن يكون لها تأثير كبير أو ملموس على أسعار الأسهم بشكل عام، حيث تتوزع القوة التأثيرية على العديد من الأطراف. وبالتالي، يصعب على أي مستثمر بمفرده التأثير على حركة السوق أو تغيير الأسعار بشكل ملحوظ، مما يعزز من استقرار السوق وكفاءته.

الرابع: اتسام المستثمرين بالرشد، بمعنى آخر أنهم يسعون إلى تعظيم (تكثير أو زيادة) المنفعة من الموارد المتاحة.

وتعد هذه الشروط غير واقعية باستثناء الشرط الأخير، الذي قد يحظى بقبول واسع من غالبية المستثمرين. ومع ذلك، لا ينفي ذلك وجود بعض المستثمرين الذين لا يسعون إلى تعظيم المنفعة أو الذين لديهم أهداف استثمارية مختلفة.

أما عدم واقعية الشروط الثلاثة الأولى، فهو واضح في الشرط الأول من كون تكلفة المعلومات لا تتفك عن الأسواق، كما أن المعلومات قد تعرف طريقها للسبق لإدارة الشركة أو المقربين منهم. وعدم الواقعية في الشرط الثاني واضح بسبب وجود تكاليف ضرائب ومعاملات وقيود لإبرام الصفقات ونحوها في الأسواق. أما عدم الواقعية في الشرط الثالث واضح لكون المعاملات في الأسواق مركزة وليست مشتتة (موزعة)، حيث إن غالبية المعاملات في الأسواق تقودها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، ولا تنتشت (تتوزع) على عدد كبير من المستثمرين. لذا يمكن التأكيد على استحالة تحقيق الكفاءة الكاملة في الأسواق، لاستحالة تحقيق الكمال باستيفاء الشروط الثلاث الأولى، ويبقى الشرط الأخير بسعي المستثمر لتعظيم المنفعة، وهو في ذلك يكون

في سياق مع الآخرين للوصول للمعلومات التي تساعده في تحقيق هذا الهدف، واستخدام العائد والمخاطر في المفاضلة في اختيار الأوراق المالية، وهو ما يعني الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية. (دوابة، ٢٠٢١م، ٢٦٥ - ٢٦٦).

وفي إطار الكفاءة الاقتصادية، من المتوقع أن يستغرق بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى يظهر تأثيرها على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة زمنية معينة، على الأقل. ومع ذلك، وبسبب تكاليف المعاملات والضرائب والرسوم الأخرى المرتبطة بالاستثمار، فإن الفارق بين القيمتين لن يكون كبيراً بما يكفي لتمكين المستثمر من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية. كما أن هذه التكاليف يمكن أن تحد من قدرة المستثمرين على الاستفادة من التحركات السريعة في السوق، مما يجعل من الصعب تحقيق مكاسب كبيرة على المدى الطويل. (French, 1989, P.207).

٢- صيغ كفاءة سوق رأس المال:

تتنوع صيغ كفاءة سوق رأس المال، وتتمثل في: فرض الصيغة الضعيفة، وفرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية (هندي، ١٩٩٩م، ب، ص ص ٤٠٣-٤٠٤).

٢-١ فرض الصيغة الضعيفة:

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق رأس المال بأن المعلومات المتاحة عن أسعار الأسهم في السوق، هي المعلومات التاريخية عن التغيرات على سعر السهم وحجم تعاملاته في الماضي، ومن ثم فإن السعر الجاري للسهم يعكس بالفعل تلك المعلومات.

هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيف من خلال نظرية الحركة العشوائية *Random Walk Theory* للأسعار. حيث تكون التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة تماماً عن بعضها البعض، دون وجود أي ترابط أو علاقة واضحة بينها، وهو ما يُعرف بالحركة العشوائية للأسعار في الأسواق المالية. (French, 1989, P.209)

2-2 فرض الصيغة متوسطة القوة:

يفترض فرض الصيغة المتوسطة القوة لكفاءة سوق رأس المال أن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات التاريخية في أسعار الأسهم وحجم التداولات، بل تشمل أيضاً كافة المعلومات المتاحة للمستثمرين أو التوقعات المتعلقة بتلك المعلومات. وبالتالي، فإن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، مثل ما يُنشر حول الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية للدولة، أو الظروف المرتبطة بالصناعة، أو الشركة. يشمل ذلك التقارير والتحليلات المالية المتاحة للمتعاملين في السوق.

وبناءً على ذلك، بما أن أسعار الأسهم تعكس هذه المعلومات، فإن أي مستثمر يعتمد في تقييمه للسهم على التحليل الأساسي لهذه المعلومات لن يتمكن من تحقيق أرباح استثنائية تفوق أرباح الآخرين في السوق.

2-3 فرض الصيغة القوية:

يقضي فرض الصيغة القوية لكفاءة سوق رأس المال بأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، بمعنى آخر أنها تعكس المعلومات المنشورة والمتاحة للمتعاملين. إضافة إلى المعلومات التي قد تتوفر لفئة معينة كإدارة المنشأة وكبار العاملين فيها، أو المعلومات التي يتوصل إليها المحللون الأساسيون بأدواتهم التحليلية.

باختصار هي تعكس المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية، ومن ثم فإن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته،

ويستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، حتى لو كان المستثمر رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم نفسه، أو استعان المستثمر بكبار مستشاري الاستثمار. (دوابة، ٢٠٢١م، ص ص ٢٦٧ - ٢٦٨).

٣- متطلبات الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال:

وفقاً لمفهوم الكفاءة الاقتصادية فإنه يوجد فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأوراق لتلك المعلومات، وحتى تتحقق هذه الكفاءة سوق رأس المال، وبالتالي تحقيق الهدف المنشود والتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة بما يتضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي ينبغي أن يتوافر فيه عدة سمات تتمثل في دقة المعلومات وسرعة وصولها، وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، والسيولة (Reilly, 1985, PP. 62-63) والعدالة (Bernstein, 1987, P.65)، والأمان.

٣-١ دقة وسرعة وصول المعلومات:

يوفر السوق الكفاء للمستثمرين معلومات دقيقة وموثوقة بشأن كافة الصفقات التي تُجرى داخله، وذلك في الوقت المناسب من حيث حجم الصفقات وأسعارها، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالظروف الحالية التي تعكس مستوى الطلب والعرض على الأوراق المالية. وهذا يسهم في تخصيص الموارد المالية المتاحة بكفاءة، حيث يتم توجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة العالية والقطاعات الاقتصادية التي تتمتع بمزايا نسبية، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

٣-٢ كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل Operational Efficiency الكفاءة الداخلية Internal Efficiency، تعني قدرة السوق على تحقيق توازن فعال بين جانبي العرض والطلب، دون أن يتحمل المستثمرون تكاليف سمسة مرتفعة، أو يُتاح للتجار وصناع السوق الفرصة لتحقيق أرباح غير مبررة أو مبالغ فيها.

ولضمان أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الموجودة، يجب أن تكون تكاليف المعاملات التي يتحملها المستثمرون لإنجاز الصفقة في أدنى مستوياتها. فذلك يشجع المستثمرين على البحث عن المعلومات الجديدة وتحليلها، بغض النظر عن مدى تأثير تلك المعلومات على سعر بيع الورقة المالية. وبالتأكيد، إذا كانت تكلفة هذه المعاملات مرتفعة، قد يكون العائد ضعيفاً وغير كافٍ لتغطية هذه التكاليف. (هندي، ١٩٩٩م، أ، ص ٥٠٢).

٣-٣ كفاءة التسعير:

تُعرف كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، وتعتبر مرتبطة بشكل كبير بكفاءة التشغيل. وتشير كفاءة التسعير إلى سرعة وصول المعلومات الجديدة للمستثمرين في فترات زمنية قصيرة بدون زمني كبير، مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة. وعلاوة على ذلك، تصل هذه المعلومات إلى المستثمرين مع عدم تكبدهم لتكاليف باهظة. وهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات؛ وبالتالي فإن الجميع لديهم نفس الإمكانية لتحقيق الأرباح، ولكن يصعب على أي فرد تحقيق أرباح استثنائية على حساب الآخرين.

وهذا لا يشير إلى استحالة جني أرباح غير عادية في السوق، رغم أن هذا الأمر قد يكون معقداً. فقد يواجه المستثمر الذي يفتقر إلى الخبرة خسائر كبيرة نتيجة عدم تحليله للمعلومات المتوفرة قبل اتخاذ قرار الاستثمار، وهذا الخطأ يعود لسلكه الشخصي وليس لعيوب أو خلل في كفاءة السوق. ومن جهة أخرى، يمكن لبعض الأفراد القليلين الحصول على معلومات مسبقة بطرق خاصة مما يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية بسبب ذلك. (دوابة، ٢٠٢١م، ص ص ٢٧٠ - ٢٧١).

٣-٤ السيولة:

تشير السيولة (Liquidity) في الأسواق المالية إلى قدرة المشتري أو البائع على تنفيذ صفقة شراء أو بيع لأصل مالي بسرعة وبسعر قريب من آخر سعر تم به التداول على ذلك الأصل، مع افتراض عدم ظهور معلومات جديدة تؤثر على السوق. وتعكس السيولة مستوى سهولة التداول، إلى جانب تحقيق استقرار السوق (Orderly Market)، حيث يُشترط أن تكون الأسعار مستقرة وغير معرضة لتقلبات حادة.

وسيولة الورقة المالية لها تأثير على القيمة السوقية لها، ومن ثم سهولة تسويقها، وتوجد ثلاث سمات للسيولة: العمق، والاتساع، وسرعة الاستجابة.

يشير عمق السوق (Market Depth) إلى قدرة السوق على استيعاب التقلبات السعرية ضمن نطاق محدود، نتيجة لتوافر أوامر تداول مستمرة تسهم في استعادة التوازن السوقي بسرعة عند حدوث أي اختلال. وعلى النقيض، يتميز السوق غير العميق، أو ما يُعرف بالسوق الضحل (Shallow Market)، بضعف هذه القدرة، مما يجعله أكثر عرضة للتقلبات الحادة. (هندي،

١٩٩٩م، ب، ص ٤٠٦). ويشير اتساع السوق إلى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء، مما يعزز قدرة السوق على تصحيح أي اختلال في الأسعار بسرعة وكفاءة. وبذلك يمكن التمييز بين السوق العميق والسوق الواسع من خلال طبيعة أوامر التداول. ففي السوق العميق، تكون أوامر البيع والشراء مستمرة ومتوفرة عند مستويات أسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي. أما في السوق الواسع، فإن الأوامر لا تكون فقط مستمرة، بل تتميز أيضاً بحجمها الكبير. (French, 1989, P.8).

وتشير سرعة استجابة السوق (Resiliency) إلى قدرة السوق على معالجة أي اختلال محتمل في العرض والطلب على الورقة المالية بسرعة، مع حدوث تغييرات طفيفة فقط في الأسعار لتحقيق التوازن. (Bernstein, 1987, P.55)، وهو ما يؤدي إلى التقليل من الخسائر الرأسالية التي قد يتكبدها حامل الورقة المالية، ويحد من تردده في بيعها. كما يقلص احتمالية شرائها بسعر أدنى من قبل المشتريين المحتملين في المستقبل. (دوابه، ٢٠٢١م، ص ٢٧٢).

٣-٥ العدالة:

وتشير عدالة السوق (Fair Market) إلى توفير السوق فرصاً متساوية لجميع المستثمرين، سواء من حيث الوصول إلى المعلومات أو من حيث توقيت إتاحتها. في هذا السياق، تلتزم إدارة البورصة بضمان وصول المعلومات المتاحة بسرعة إلى جميع المتعاملين، مع توفير فرص متساوية لكل من يرغب في التداول على ورقة مالية معينة. ويتم ذلك من خلال تطبيق سياسة الحدود السعرية للحد من التقلبات الحادة في الأسعار.

٣-٦ الأمان:

يشير مفهوم الأمان في الأسواق المالية إلى وجود آليات فعّالة للحماية من المخاطر المرتبطة بالعلاقات بين الأطراف المتعاملة، بما في ذلك مخاطر الغش، والتدليس، والاحتكار، والمضاربة المفرطة، والربا، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين في هذه الأسواق. (دوابه، ٢٠٢١م، ص ٢٧٣)

٤- الممارسات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال:

الممارسات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال تساهم في تقويض سمة الأمان، مما يعوق الوصول إلى السعر العادل وبحول دون تحقيق الكفاءة المرجوة لهذه الأسواق. وتشمل هذه الممارسات غير الأخلاقية، على سبيل المثال لا الحصر، الغش، التدليس، الاحتكار، المضاربة المفرطة، والتلاعب بالسوق لتحقيق مكاسب غير مشروعة.

٤-١ البيع الصوري أو المظهري (الشكلي) Wash Sale:

ويعني خلق تعامل شكلي بصورة نشطة على سهم معين وفي الحقيقة لا يوجد تعامل فعلي يذكر عليه (دوابه، ٢٠٢١م، ص ٢٧٣)، كما يحدث من تعامل على سهم ما من خلال بيع مؤسسة أو شخص هذه الأسهم لأخرين اتفاقاً، ثم يتم إعادة بيع نفس الأسهم من قبل الذي اشتراها صورياً إلى ذات الشخص أو المؤسسة الذي باعها له أولاً، كما قد تقوم شركة ما ببيع جزء من أسهمها وإعادة شرائه بغرض تحسين أسعار تداولها بصورة لا تعكس القيمة الحقيقية للسهم.

والهدف من هذا إيهام المتعاملين أنه توجد حركة سعرية وتعامل نشط لسهم ما، ومن ثم تحقيق أرباح بصورة غير سوية، حيث يعتبر بعض المستثمرين تزايد التعامل على تلك الأسهم مؤشراً على تحسن ظروف الشركة المصدرة لها، مما يشجعهم على شرائها، وهو ما يؤدي إلى المزيد من ارتفاع قيمتها السوقية، فيقوم المتعامل المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع لتحقيق أرباحاً من وراء ذلك، وهذا يدخل في باب الخداع والاحتيال.

4-2 اتفاقيات التلاعب في الأسعار:

وفيهما يقوم شخصان أو أكثر بالاتفاق بينهم على إجراء تعديلات مصطنعة في أسعار الأوراق المالية بهدف تحقيق أرباح غير مشروعة. (دوابه، ٢٠٢١م، ص ٢٧٤)، ويتم ذلك من خلال ترويج إشاعات سيئة عن منشأة ما، فيتخلص المستثمرون من أسهمها بأدنى خسارة، وحينما تصل قيمتها السوقية إلى حدها الأدنى، يتجه هؤلاء المتآمرون إلى شرائها، ثم يعكسون الأمر من خلال ترويج إشاعات حسنة عن المنشأة، وحينما ترتفع قيمتها السوقية إلى حدها الأعلى نتيجة للطلب المتزايد على أسهمها يتجهون إلى بيعها محققين ربحاً شراً وبيعاً على حساب المتعاملين حسني النية.

ويدخل البيع الصوري واتفاقيات التلاعب تحت ما يعرف ببيع النجش المحظور شرعاً. ويحدث هذا النجش عندما يتفق البائع مع شخص يزايد على السلعة دون أن ينوي شرائها، بهدف دفع الآخرين لشراء السلعة بسعر أعلى. (الشوكاني، بدون، ص ١٦٦).

والبيع الصوري واتفاقيات التلاعب تقوم على الاحتيال والتغريب بالمستثمرين، والتدليس عليهم وغشهم، وأكل أموالهم بالباطل، من خلال القيام بحركة مصطنعة وغير حقيقية في الطلب والعرض على الأوراق المالية، والتأثير بصورة غير سوية على الظواهر النفسية للمتعاملين الذين تحركهم غريزة الخوف والربح لا مقتضى العقل. والإسلام يرفض هذا الخداع الباطل، فقال تعالى: { لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ } (النساء: ٢٩)، وعن ابن عمر -رضي الله عنهما- قال: "نهى النبي -صلى الله عليه وسلم- عن النجش" (صحيح البخاري، ٧٥٣/٢). وقال ابن أبي أوفى: "الناجش أكل ربا خائن وهو خداع باطل لا يحل قال النبي -صلى الله عليه وسلم-: "الخدعة في النار ومن عمل عملاً ليس عليه أمرنا فهو رد" (صحيح البخاري، ٧٥٣/٢)، وعن عبد الله بن

عمر -رضى الله عنهما- أن رجلاً ذكر للنبي -صلى الله عليه وسلم-: " أنه يُخدع في البيوع، فقال: "إذا بايعت فقل لا خِلافة" (صحيح البخاري، ٦/٢٤٤٥)، وعن أبي هريرة -رضى الله عنه- أن رسول الله -صلى الله عليه وسلم-قال: "من غشنا فليس منا" (صحيح مسلم، ٦٩/١).

3-4 الاحتكار:

يظهر الاحتكار في أسواق الأوراق المالية من خلال ممارسات الإحراج، حيث يقوم المضاربون بتجميع وحبس الأوراق المالية من نفس النوع في يد واحدة، مما يمنحهم القدرة على التحكم في السوق. وبذلك، يستغلون حاجة المتعاملين بفرض أسعار محددة عليهم، أو يهيمنون على عملية اتخاذ القرارات من قبل المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، مما يؤثر سلباً على تنافسية السوق.

وإن عمليات التحكم في أسعار الأوراق المالية التي يتم ابتكارها من قبل المتأمرين لا تقتصر على نمط معين، إذ يشهد هذا المجال تطوراً مستمراً من حيث التجديد والابتكار. فقد أصبح هدف السيطرة على الشركات أمراً في غاية السهولة، خاصة في الولايات المتحدة، حيث يتم الاستحواذ على الشركات وتبديلها بسرعة وبأعداد غير مسبوقة نتيجة لتدخلات هؤلاء المتأمرين. (مجلة البورصات العربية، ١٩٨٥م، ص ٣٤-٣٥).

ونظراً لأن الأسعار التي يفرضها المحتكرون تمثل أسعاراً غير عادلة، وتفتقر إلى تأثير قوى العرض والطلب الطبيعية، مما يؤدي إلى الإضرار بكفاءة السوق وحقوق المتعاملين فيه، فقد حظر الإسلام ممارسات الاحتكار واعتبرها جريمة خطيرة تستوجب الطرد من رحمة الله وعقوبات شديدة؛ فعن ابن عمر -رضي الله عنهما- قال: قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم-: "الجالب مرزوق والمحتكر ملعون" (سنن ابن ماجه، ٢/٧٢٨)، وعن أبي هريرة -رضي الله عنه- قال: قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم-: "من احتكر حكرة، يريد أن يغلي بها على المسلمين، فهو خاطئ" (مسند أحمد، ١٤/٢٦٥)، وعن معقل بن يسار قال: قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم-: "من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليهم كان حقاً على الله أن يعقده بعظم من النار يوم القيامة" (مسند أحمد، ٣٣/٤٢٦).

4-4 المقامرة:

يكشف فرنسيس مورلاييه وجوزيف لوليز (١٩٨٣م، ص ٢٣٧-٢٣٨) في كتابهما صناعة الجوع (خرافة الندرة) عن مدى العبث بثروات الأمم في سوق الأوراق المالية حيث جاء فيه: يتم التعامل في السوق من خلال عدد محدود من المتعاملين الذين لا يهتمون عادة بالاستثمار طويل الأجل، بل تقتصر مهمتهم على المقامرة. يركز هؤلاء المتعاملون على الأسواق سريعة التقلب والتغيير، حيث تتيح لهم القدرة على اللعب بطريقة استراتيجية تحقيق الأرباح سواء في حالة ارتفاع الأسعار أو انخفاضها. ونتيجة لذلك، يصبح الاستقرار غائباً عن السوق.

إن النشاط الأساسي في سوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين المؤثر على ارتفاع أو انخفاض الأسعار، من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية تضر بالسوق. يشمل ذلك سلوكيات ضارة تهدف إلى تحقيق أرباح من خلال فروق الأسعار، مثل ترويج الإشاعات الكاذبة، وممارسات الإحراج، والبيع والشراء الصوري، واستخدام المشتقات المالية. وتؤدي المقامرات الرامية إلى تحقيق الأرباح إلى الانحراف عن التصرفات العادية والعقلانية، وتنتج نحو ما يمكن وصفه بالهوس أو انعدام العقلانية، أو الفقاع التي تنذر بالانفجار. وفي مراحلها المتقدمة، تفقد المقامرة ارتباطها بالقيم الحقيقية وتتحول إلى مغريات. مع تزايد أعداد الأفراد الذين يسعون وراء الثراء السريع دون أساس منطقي، تتصاعد حمى المقامرة لتبدأ في أكل نفسها. وعندما يبدأ غالبية المتعاملين في اللحاق بالهوس، تكون المغامرة قد اقتربت بالفعل من مرحلتها الأخيرة، مما يزيد من التوقعات بحدوث انهيار قريب. (Batra, 1987, PP.136-137).

وقد حرم الإسلام المقامرة وجعلها من حائل ومكايد الشيطان، وقد حذر المؤمنين منها، ونهاهم عنها فقال تعالى: { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رَجْسٌ مِنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ } (المائدة: ٩٠-٩١).

فالشيطان يسعى سعياً حثيثاً إلى تحقيق العداوة والبغضاء بين الناس، من خلال حائله التي لا تنتهي، ومنها المقامرة، وإذا كان الخمر يغييب العقل، فإن المقامرة تغيبه أيضاً، حيث يتحرك المقامر بالهوس وغريزة تحقيق الأرباح الفعاعية بعيداً عن العقلانية.

"إن الخمر تنسي، والميسر يلهي، وغيوبة الميسر لا تقل عن غيبوبة الخمر عند المقامرين، وعالم المقامر كعالم السكر، لا يتعدى الموائد والأقداح والقداح" (قطب، ١٩٨٦م، ج٢، ص٩٧٦)، وقد روى أبو هريرة -رضي الله عنه- عن رسول الله -صلى الله عليه وسلم- أنه قال: "من قال لصاحبه تعال أقامرك فليتصدق" (صحيح البخاري، ٢٣٢١/٥).

4-5 الربا:

ويظهر تأثير سعر الفائدة أو الربا في سوق الأوراق المالية عندما يتم رفع سعر الفائدة بمعدل يفوق العائد على الأوراق المالية. وتتكون أدوات سوق الأوراق المالية من الأسهم والسندات، حيث يؤدي انخفاض قيمة السندات إلى ارتفاع سعر الفائدة، والعكس صحيح. وقد أشار كينز إلى أن هذه الظاهرة تعد من العوامل الرئيسية التي تحفز على اكتناز النقود بغرض المضاربة، أي المقامرة على السندات، مما يعكس تأثيرها الكبير على سلوك السوق. (Keynes, 1983, P.147).

كما أن قيام الدولة برفع سعر الفائدة يؤدي إلى تحويل الادخار من الاستثمار في الأسهم، الذي يمثل استثماراً حقيقياً في الشركات، إلى شراء السندات. وهذا التغيير يعكس تحفيزاً على تفضيل الأصول ذات العائد الثابت، مما يؤثر بشكل كبير على طبيعة تدفقات الأموال في الأسواق المالية وعلى استقرار السوق بشكل عام. كما يظهر الربا أيضاً من خلال الشراء بالهامش والتعامل بالمشتقات.

وقد حرم الإسلام الربا، وجعله كبيرة تستوجب حرب الله ورسوله، فقال تعالى: {يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ} (البقرة: ٢٧٨-٢٧٩).
وعن جابر - رضى الله عنه - قال: "لعن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - أكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه وقال هم سواء" (صحيح مسلم، ٥/٥٠).
"ولله الحكمة البالغة فلقد كانت للربا في الجاهلية مفسده وشروره، ولكن الجوانب الشائنة القبيحة من وجهه الكالج ما كانت كلها بادية في مجتمع الجاهلية كما بدت اليوم، وتكشفت في عالمنا الحاضر... والبشرية الضالة التي تأكل الربا وتوكله تنصب عليها البلايا الماحقة الساحقة من جراء هذا النظام الربوي في أخلاقها ودينها وصحتها واقتصادها، وتتلقى -حقاً- حرباً من الله تصب عليها النعمة والعذاب" (قطب، ١٩٨٦م، ج ١، ص ٣١٨).

5- المنظور الاقتصادي الإسلامي للكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال:

من خلال المنظور الاقتصادي الإسلامي للسمات الست للسوق الكفاء من دقة وسرعة وصول المعلومات، وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، والسيولة، والعدالة، والأمان وما تحققه من السعر العادل، والتخصيص الكفاء للمواد المالية، نجد أنها تتفق مع متطلبات الاقتصاد الإسلامي لسوق رأس المال.

فالاقتصاد الإسلامي يعزز دقة وسرعة وصول المعلومات عن كافة الصفقات في سوق رأس المال التي أبرمت من حيث الحجم والسعر في الوقت المناسب، ومستوى الطلب والعرض لكل منها. كما أنه يعزز أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة عنها، مع تيسير وصول المعلومات للمتعاملين دون تكبدهم في سبيلها تكاليف باهظة، فضلاً عن دعمه لسيولة الأوراق المالية واستقرار أسعارها بما يبسر تسويقها، وكذلك إتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في السوق للتعامل من حيث الوقت وإتاحة المعلومات، وحماية المتعاملين من مخاطر الغش والتدليس والاحتكار والمقامرة والربا وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية، وكل ذلك في نهاية المطاف يوفر الشفافية والإفصاح وبالتالي يحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال.

وقد أسس الاقتصاد الإسلامي لتلك السمات الخاصة بكفاءة سوق رأس المال بصورة جامعة مانعة، فقد أمرنا بالعدل {إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ} (النحل: 90)، وجعل الصدق والبيان أو بمعنى آخر الشفافية والإفصاح أساس تحقيق السعر العادل في عمليات البيع والشراء، ومن ثم تحقيق كفاءة السوق، وجعل من نتاج ذلك البركة في الدنيا والنجاة في الآخرة. وعلى عكسه حذر من الكذب والكتمان في عمليات البيع والشراء، وجعل عقوبة ذلك محق البركات، والبعث يوم القيامة في حظيرة الفجار.

فعن حكيم بن حزام -رضى الله عنه- أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال: "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما" (صحيح البخاري، ٧٤٣/٢)، وعن إسماعيل بن عبيد بن رفاعة، عن أبيه، عن جده أنه خرج مع النبي صلى الله عليه وسلم إلى المصلى، فرأى الناس يتبايعون، فقال: "يا معشر التجار"، فاستجابوا لرسول الله صلى الله عليه وسلم، ورفعوا أعناقهم وأبصارهم إليه، فقال: "إن التجار يبعثون يوم القيامة فجارا، إلا من اتقى الله، وبر، وصدق" (سنن الترمذي، ٥٠٧/٣).

وبذلك يكون السلوك الاقتصادي سلوك عقلاني ورشيد، في سوق كفاء عقلاني ورشيد تلوه المنافسة الشريفة، والشفافية والإفصاح للجميع، حيث إن حرية السوق محمية بالقيم الإيمانية التي تحقق العدل بين المتعاملين فيه.

6- كفاءة سوق دبي المالي:

6-1 نبذة عن سوق دبي:

تم تأسيس سوق دبي المالي في عام 2000 كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000. وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس عام 2000، ليشكل نقطة تحول هامة في القطاع المالي بالإمارة. وفي نهاية شهر ديسمبر من عام 2005، قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة، وذلك بهدف تعزيز الشفافية والمرونة في التعاملات المالية. وتم تنفيذ هذا التحول فعليًا بموجب القرار الوزاري رقم (62) لعام 2007 الصادر عن وزارة الاقتصاد. ومنذ ذلك الحين، أصبح السوق أول سوق مالي في منطقة الشرق الأوسط يتوافق بشكل مع مبادئ الشريعة الإسلامية في جميع معاملاته المالية.

وتم تصميم مجموعة من المؤشرات لسوق دبي المالي بهدف قياس أداء الشركات المدرجة في السوق، وذلك لتوفير معلومات دقيقة للمتعاملين حول الأداء العام للسوق. وتشمل هذه المؤشرات الشركات التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أبرزها المؤشر الإسلامي لسوق دبي المالي (DFMSI)، الذي يتيح للمستثمرين متابعة أداء الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية. ويهدف هذا النظام إلى تعزيز الشفافية والموثوقية في السوق المالي، بالإضافة إلى توفير أداة فعالة للمستثمرين الراغبين في الالتزام بالمبادئ الإسلامية في استثماراتهم.

ويعتبر سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية من أهم الأسواق في منطقة الشرق الأوسط باعتباره الملتقى بين الشرق والغرب، حيث يمثل هذا السوق وجهة عالمية للأفراد والشركات التي تسعى إلى تحقيق وثيرة سريعة لنمو ثروتهم وأعمالهم.

ومنذ تأسيس هذا السوق حتى التاريخ الحالي شهدا تطورا ملحوظا كما يلي:

- في عام 2010 تم تكامل العمليات مع ناسداك دبي، الأمر الذي عزز حيوية أسواق رأس المال في المنطقة وأتاح للمستثمرين خيارات أوسع ضمن فئات أصول متنوعة، بالإضافة إلى سهولة الوصول إلى الأوراق المالية المدرجة في سوق دبي وسوق أبوظبي عن طريق رقم مستثمر وأحد.

- في عام 2014 كان السبق لسوق دبي في المنطقة بتطوير أول منصة إلكترونية للاكتتاب، كحل ذكي للاشتراك في الاكتتابات العامة يرتبط مباشرة مع البنوك المتلقية لطلبات الاكتتاب، مما أتاح الإدراج في أسرع وقت ممكن بعد إنجاز الاكتتاب العام.
- في عام 2018 كان السبق لسوق دبي في إطلاق استراتيجية خاصة بالاستدامة، والتي تهدف إلى تحويل السوق إلى بورصة مستدامة رائدة في المنطقة بحلول عام 2025، من خلال ترسيخ قيمة مشتركة وطويلة الأجل لكافة المتعاملين في السوق.
- في عام 2019 أطلق السوق أول دليل للتقارير البيئية والاجتماعية والحوكمة.
- في عام 2022 نجح السوق في إدراج 5 اكتتابات عامة جديدة، وإطلاق مؤشر عام جديد، ورحب بمزيد من الاهتمام من قبل المستثمرين الدوليين. وتضمنت إنجازات السوق أيضاً تعزيز إمكانية الوصول وزيادة نشاط صناعة السوق وتنويع المنتجات، حيث أفضت جميعها إلى تحسن عمق واتساع السوق. (التقرير المتكامل لشركة سوق دبي، ص18-19)

تشير بيانات سوق دبي المالي عن العام 2023 إلى أن صافي الربح لشركة سوق دبي المالي بلغ 329.5 مليون درهم إماراتي، وبلغ عدد الشركات المحلية والدولية المدرجة 66 شركة، وبلغ إجمالي الأموال التي جمعتها الجهات المصدرة منذ تأسيس السوق 138 مليار درهم إماراتي، أما فيما يخص إجمالي القيمة السوقية للأوراق المدرجة فقد بلغت 688 مليار درهم إماراتي. وبلغ عدد المستثمرين في السوق أكثر من مليون مستثمر موزعين على أكثر من 200 جنسية، مما وفر السيولة ونشط من حركة التداول. (التقرير المتكامل لشركة سوق دبي، ص13، ص15، ص17)

ومع ذلك فإنه رغم ما يتسم به سوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية من الناحية الفنية، فإنه ما زال يتداول به منتجات وأدوات غير شرعية كالسندات والأسهم الممتازة والمشتقات المالية من عقود مستقبلية وخيارات، كما يتم التعامل فيه بالشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

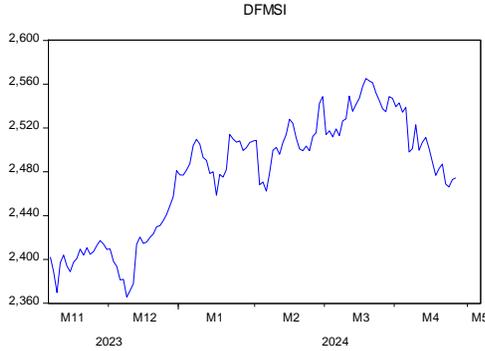
2-6 اختبار كفاءة سوق دبي المالي الإسلامي. (DFMSI).

تتبع متطلبات الكفاءة من دقة وسرعة وصول المعلومات، وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، والسيولة، والعدالة، والأمان على حركة أسعار المؤشرات، الأمر الذي يقود إلى معرفة كفاءة السوق من خلال هذه الأسعار التي يعكسها مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI)، حيث إنها في نهاية المطاف تعكس مدى الشفافية والافصاح في السوق ومن ثم مدي كفاءته.

1-2-6 التوصيف الإحصائي لسلسلة بيانات مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI).

تتكون سلسلة مؤشر (DFMSI) من 123 مشاهدة ليبيانات يومية خلال الفترة من 2023/11/7 م إلى 2024/5/6 م، تم الحصول عليها من سوق دبي المالي، بمتوسط قدره 2477.233 وقيمة وسيطة 2490.410، بانحراف معياري قدره 53.41، وبلغت أعلى قيمة في المؤشر 2565.200 وأدنى قيمة له 2365.630. وسبب انخفاض حجم العينة نظراً لعدم وجود بيانات متوفرة من قبل السوق محل الدراسة قبل تاريخ 2024/2/5 م، والشكل التالي يوضح تطور سلسلة المؤشر خلال الفترة محل الدراسة:

الشكل رقم (1)



المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

2-2-6 اختبار الاستقرار لسلسلة بيانات مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI).

ولاختبار كفاءة السوق تم إجراء اختبارات ديكي فولر المعدل (ADF)، واختبار فيليب بيرون (PP)، واختبار (KPSS) عند المستوى (I₀)، والفارق الأول (d₁) لسلسلة مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI) بالاعتماد على بيانات يومية متحصل عليها من سوق دبي المالي للفترة الممتدة من 2022/11/7 حتى 2024/5/6م، وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدول رقم (1) (2) (3) (4) في السياق القادم.

الجدول رقم (1): اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P)

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

الاختبارات	المتضمن في اختبار المعادلة	المستوى	قيمة (t) الإحصائية	القيمة الاحتمالية	فرضية الاختبار	القرار
اختبار ديكي فولر المعدل (ADF)	في حالة الثابت	عند المستوى (I ₀)	-1.656923	0.4505	وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة) H ₀ عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة): H ₁	قبول H ₀
	في حالة الثابت والاتجاه		-1.434577	0.8460		
	في حالة بدون ثابت ولا اتجاه		0.499934	0.8220		
اختبار فيليب بيرون (P.P)	في حالة الثابت	عند المستوى (I ₀)	-1.592866	0.4832	وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة) H ₀ : عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₁ :	قبول H ₀
	في حالة الثابت والاتجاه		-1.358238	0.8682		
	في حالة بدون ثابت ولا اتجاه		0.582873	0.8409		

الجدول رقم (2): اختبار (KPSS)

الاختبار	المتضمن في اختبار المعادلة	المستوى	LM-Stat	القيمة الحرجة	فرضية الاختبار	القرار
اختبار KPSS	في حالة الثابت	عند المستوى (I ₀)	1.021906	0.739000	عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₀ وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة) H ₁	قبول H ₁
				0.463000		
				0.347000		
اختبار KPSS	في حالة الثابت والاتجاه	عند المستوى (I ₀)	0.219929	0.216000	عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₀	قبول H ₁
				0.146000		

	H_1 : وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة)	10%	0.119000			
--	---------------------------------------	-----	----------	--	--	--

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

تشير النتائج في الجدول رقم (1) والجدول رقم (2) إلى عدم استقرار السلسلة للمؤشر (DFMSI) عند المستوى الصفري (I_0) للاختبارات الثلاثة اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P) واختبار (KPSS)، عند الحالات الثلاثة (الثابت، والثابت والاتجاه، وبدون ثابت واتجاه) لكلا الاختبارين ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P)، وعند حالتي (الثابت، والثابت والاتجاه) لاختبار (KPSS).

ففي اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) عند المستوى (I_0) قد بلغت قيمة (t) الإحصائية في حالة الثابت (-1.656923) وفي حالة الثابت والاتجاه (-1.434577)، وفي حالة بدون ثابت ولا اتجاه (0.499934)، وأن القيم الاحتمالية للحالات الثلاثة أكبر من 5%، وبذلك يقبل الفرض الصفري القائل بوجود جذر وحدة عند المستوى الصفري، ويرفض الفرض البديل القائل بعدم وجود جذر وحدة عند المستوى الصفري لسلسلة محل الدراسة.

أما في حالة اختبار فيليب بيرون (P.P) عند المستوى (I_0) قد بلغت قيمة (t) الإحصائية في حالة (الثابت، والاتجاه، وبدون ثابت واتجاه) (-1.592866، -1.358238، 0.582873) على التوالي، وتجاوزت القيمة الاحتمالية المقابلة للحالات الثلاثة (الثابت، والثابت والاتجاه، وبدون ثابت واتجاه) 5%، مما يعني قبول الفرض الصفري القائل بوجود جذر وحدة عند المستوى الصفري، ورفض الفرض البديل القائل بعدم وجود جذر وحدة عند المستوى الصفري لسلسلة محل الدراسة.

وهذا ما أكدته اختبار (KPSS)، حيث كانت قيمة (LM-Stat) في حالتي (القاطع، والقاطع والاتجاه) أكبر من القيم الحرجة عند (1%، 5%، 10%)، مما يعني رفض الفرض الصفري القائل باستقرار السلسلة عند المستوى الصفري، وقبول الفرض البديل القائل بعدم استقرار السلسلة عند المستوى الصفري لسلسلة محل الدراسة.

وتم إجراء نفس الاختبارات عند الفارق الأول (d_1) لنفس السلسلة، وتم الحصول على النتائج الموضحة في الجداول أدناه

رقم (3) و(4).

الجدول رقم (3): اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P)

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

الجدول رقم (4): اختبار (KPSS)

القرار	فرضية الاختبار	القيمة الحرجة		LM-Stat	المستوى	المتضمن في اختبار المعادلة	الاختبار
قبول H ₀	عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₀ H ₁ : وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة)	%1	0.739000	0.220748	عند الفارق 1 (1I)	في حالة الثابت	اختبار KPSS
		%5	0.463000				
		%10	0.347000				
قبول H ₀	عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₀ H ₁ : وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة)	%1	0.216000	0.093998	عند الفارق 1 (1I)	في حالة الثابت والاتجاه	اختبار KPSS
		%5	0.146000				
		%10	0.119000				

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

حيث أشارت النتائج الموضحة بالجدول رقم (3) إلى استقرار السلسلة عند الفارق الأول لكل من

القرار	فرضية الاختبار	القيمة الاحتمالية	قيمة (t) الإحصائية	المستوى	المتضمن في اختبار المعادلة	الاختبارات
قبول 1H	وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة) H ₀ : عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₁ :	0.0000	-11.22472	عند الفارق 1 (1I)	في حالة الثابت	اختبار ديكي فولر المعدل (ADF)
		0.0000	-11.31595		في حالة الثابت والاتجاه	
		0.0000	-11.23349		في حالة بدون ثابت ولا اتجاه	
قبول 1H	وجود جذر الوحدة. (غير مستقرة) H ₀ : عدم وجود جذر الوحدة. (مستقرة) H ₁ :	0.0000	-11.30392	عند الفارق 1 (1I)	في حالة الثابت	اختبار فيليب بيرون (P.P)
		0.0000	-11.70320		في حالة الثابت والاتجاه	
		0.0000	-11.29863		في حالة بدون ثابت ولا اتجاه	

اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P). ولمزيد من التفصيل فقد بلغت

قيمة (t) الإحصائية لاختبار ديكي فولر المعدل (ADF) عند حالة الثابت (-11.22472)، وعند حالة الثابت والاتجاه قد بلغت (-11.31595)، وفي حالة بدون ثابت واتجاه فقد بلغت (-11.23349)، وأن القيمة الاحتمالية لقيمة (t) الإحصائية قد بلغت (0.0000) في الحالات الثلاثة (القاطع، القاطع والاتجاه، بدون قاطع واتجاه)، وهذا يشير إلى رفض الفرض الصفري القائل بوجود جذر وحدة لكلا الاختبارين، وقبول الفرض البديل القائل بعدم وجود جذر وحدة في الحالات الثلاثة (الثابت، الاتجاه والثابت، بدون اتجاه وثابت)، مما يعني استقرار سلسلة بيانات مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI) عند الفارق الأول (I1).

أما فيما يتعلق بقيمة (t) الإحصائية لاختبار فيليب بيرون (P.P) في حالة الثابت قد بلغت (-11.30392) وعند حالة الثابت والاتجاه قد بلغت (-11.70320)، وفي حالة بدون ثابت واتجاه فقد بلغت (-11.29863)، وأن القيمة الاحتمالية لقيمة (t) الإحصائية لنفس الاختبار قد بلغت (0.0000) في الحالات الثلاثة (القاطع، القاطع والاتجاه، بدون قاطع واتجاه)، مما يعني رفض الفرض الصفري القائل بوجود جذر وحدة لكلا الاختبارين، وقبول الفرض البديل القائل بعدم وجود جذر وحدة في الحالات الثلاثة (الثابت، الاتجاه والثابت، بدون اتجاه وثابت)، مما يعني استقرار سلسلة بيانات مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFMSI) عند الفارق الأول، وهذه النتيجة تؤكد النتيجة المتحصل عليها من قبل اختبار ديكي فولر المعدل (ADF).

أما فيما يخص اختبار (KPSS)، فقد أشارت النتائج الموضحة بالجدول رقم (4) باستقرار السلسلة عند الفارق الأول في حالتها (الثابت والثابت والاتجاه)، حيث بلغت قيمة (LM-stat) في حالة الثابت (0.220748)، وهذه القيمة الأخيرة أصغر من القيم الحرجة البالغة (0.739000، 0.46300، 0.347000) عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%) على التوالي، وبذلك يرفض الفرض البديل القائل بعدم الاستقرار عند الفارق الأول، وقبول الفرض الصفري القائل باستقرارية السلسلة عند نفس الفارق في كلا الحالتين (الثابت والثابت والاتجاه)، وهذه النتيجة أيضاً متطابقة مع النتائج المتحصل عليها في الاختبارين السابقين اختبار ديكي فولر المعدل (ADF) واختبار فيليب بيرون (P.P).

وهذه النتائج تشير إلى أن السلسلة تتخبط بشكل عشوائي مما يقود إلى قبول نظرية الحركة العشوائية (Random Walk Theory) لكونها غير مستقرة عند المستوى (I0) ومستقرة عند الفارق الأول (I1)، مما يعني كفاءة سوق دبي الإسلامي عند المستوى الضعيف، وهو ما يعكس أن السوق ما زال يعمل في بيئة تفتقد إلى ضوابط الاقتصاد الإسلامي ومتطلبات السلامة الشرعية، لا سيما في ظل وجود أدوات ومنتجات به لا تتفق ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وعدم توافر متطلبات الشفافية والإفصاح من دقة وسرعة وصول المعلومات، وما يرتبط بذلك من كفاءة التشغيل والتسعير، والسيولة، وتحقيق العدالة والأمان للمتعاملين.

خاتمة:

حاول هذا البحث التعرف على كفاءة سوق رأس المال من حيث مفهومها وصيغها ومتطلباتها،

ومدى قدرة الاقتصاد الإسلامي على تحقيق كفاءاتها، ومدى الكفاءة الاقتصادية لسوق دبي المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية. وقد خلص البحث إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

النتائج:

خلص البحث إلى مجموعة من النتائج من أهمها ما يلي:

- 1- من خلال مفهوم الكفاءة، تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية تمامًا. وهذه القيمة تُنتج عائداً كافياً يعوض المستثمر عن المخاطر المرتبطة باستثماره في ذلك السهم، مما يعكس توازناً بين العائد والمخاطرة في السوق.
- 2- من المستحيل تحقيق الكفاءة الكاملة في أسواق رأس المال نظراً لاستحالة الوصول إلى الكمال في الظروف السوقية والاقتصادية. وبالتالي، يتم الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، الذي يعكس واقعاً أكثر توافقاً مع القيود والتحديات التي تواجه الأسواق في الحياة العملية.
- 3- في إطار الكفاءة الاقتصادية، من المتوقع أن يستغرق الأمر بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى انعكاس تأثيرات تلك المعلومات على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة زمنية معينة. ومع ذلك، لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً بما يكفي لتمكين المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية، خاصة على المدى الطويل، نظراً لوجود آليات السوق التي تعمل على تصحيح هذا الفارق تدريجياً.
- 4- تتنوع صيغ كفاءة سوق رأس المال، وتتمثل في: فرض الصيغة الضعيفة، وفرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية.
- 5- ولكي يتحقق مفهوم الكفاءة الاقتصادية في سوق رأس المال ويُحقق الهدف المنشود المتمثل في تخصيص الموارد المالية المتاحة بشكل كفاء، بما يسهم في توجيه هذه الموارد نحو المجالات الأكثر ربحية وتعزيز النمو والازدهار الاقتصادي، يجب أن تتوافر عدة سمات أساسية. تشمل هذه السمات دقة وسرعة وصول المعلومات، وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، بالإضافة إلى السيولة، والعدالة، والأمان. تساهم هذه العوامل في ضمان فعالية السوق وتعزيز استقراره على المدى الطويل.
- 6- تؤدي الممارسات غير الأخلاقية في أسواق رأس المال إلى فقدان سمة الأمان، مما يعيق تحقيق السعر العادل وبالتالي الكفاءة المرجوة في السوق. تشمل هذه الممارسات غير الأخلاقية البيع الصوري أو الشكلي، واتفاقيات التلاعب في الأسعار، والاحتكار، والمقامرة، والربا، التي تضر بفعالية السوق وتحد من عدالته واستقراره.
- 7- من خلال المنظور الاقتصادي الإسلامي للسمات الست للسوق الكفاء من دقة وسرعة وصول المعلومات، وكفاءة التشغيل، وكفاءة التسعير، والسيولة، والعدالة، والأمان وما تحققه من التخصيص الكفاء للمواد المالية والسعر العادل، نجد أنها تتفق مع متطلبات الاقتصاد الإسلامي لسوق رأس المال.

8- أسس الاقتصاد الإسلامي لتلك السمات الخاصة بكفاءة سوق رأس المال بصورة جامعة مانعة، حيث جعل من الشفافية والإفصاح أساس تحقيق السعر العادل، ومن ثم تحقيق كفاءة السوق، وجعل من نتاج ذلك البركة في الدنيا والنجاة في الآخرة.

9- قبول نظرية الحركة العشوائية (Random Walk Theory)، والتي كشفت عن أن كفاءة سوق دبي الإسلامي عند المستوى الضعيف، وهو ما يعكس أن السوق ما زال يعمل في بيئة تفتقد إلى ضوابط الاقتصاد الإسلامي ومتطلبات السلامة الشرعية، لا سيما في ظل وجود أدوات ومنتجات به لا تتفق ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وعدم توافر متطلبات الشفافية والإفصاح ودقة وسرعة وصول المعلومات، وهو الأمر الذي له آثاره السلبية على كفاءة التشغيل والتسعير، والسيولة، وتحقيق العدالة والأمان للمتعاملين.

التوصيات:

بناءً على النتائج التي أسفر عنها هذا البحث، نوصي بما يلي:

- 1- أهمية استيفاء متطلبات كفاءة سوق رأس المال في الأسواق العربية والإسلامية.
- 2- تعزيز الانتقال بالأسواق لتكون أسواقاً إسلامية، باعتبار أن هذا هو الطريق لتحقيق كفاءتها واستقرارها وأداء وظائفها بصورة تحسن تخصيص الموارد.
- 3- الالتزام بضوابط الاقتصاد الإسلامي في الأسواق المالية الإسلامية، وتفعيل الرقابة المالية والشرعية لتحقيق السلامة الشرعية ومتطلبات الكفاءة.

المصادر والمراجع

القرآن الكريم

- ابن الحجاج، مسلم. (1334). صحيح مسلم. (تحقيق أحمد بن رفعت وآخرون). تركيا: دار الطباعة العامرة
- ابن حنبل، أحمد. (2001). مسند أحمد. (تحقيق شعيب الأرنؤوط وآخرون). بيروت: مؤسسة الرسالة.
- ابن عيسى، محمد. (1975). سنن الترمذي. (تحقيق أحمد محمد شاكر وآخرون). القاهرة: شركة مكتبة ومطبعة مصطفى البابي الحلبي.
- ابن ماجه، محمد. (بدون). سنن ابن ماجه. (تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي). القاهرة: دار إحياء الكتب العربية.
- البخاري، محمد بن إسماعيل. (1993). صحيح البخاري. (تحقيق د. مصطفى ديب البغا). دمشق: دار ابن كثير، دار اليمامة.
- الجوزي، جميلة والعمرى، صفية. (2017). اختبار فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف- دراسة حالة (الجزائر، المغرب، تونس). مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 12(23)، 125-158.
- حسام، بن فريحة. (2021). دور كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ومدى تكاملها مع الأسواق التقليدية في اتخاذ قرار الاستثمار، دراسة حالة ماليزيا، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، 4(2)، 268-284.
- دوابه، أشرف. (2021). الأسواق المالية الإسلامية. إسطنبول: دار المدرس.
- الشوكاني، محمد. (بدون). نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار من حديث سيد الأخيار. القاهرة: دار الحديث.
- بسبع، عبد القادر وتشيكو، عبد القادر. (2019). اختبار المستوى الضعيف من الكفاءة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية دراسة حالة الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2018م. مجلة معهد العلوم الاقتصادية، 22(2)، 123-146.
- قطب، سيد. (1986). في ظلال القرآن، (ط 12). القاهرة: دار الشروق.
- مجلة البورصات العربية، (1985). الاتحاد العربي للبورصات العربية، السنة (1) العدد (3)، سبتمبر.
- مورلايه، فرنسيس، ولوليز، جوزيف. (1983)، صناعة الجوع خرافة الندرة. ترجمة: أحمد حسان عبد الواحد. الكويت: كتاب عالم المعرفة. العدد (64). أبريل.
- هندي، منير. (1999). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف.
- هندي، منير. (1999). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
- موقع بوابة حكومة دولة الإمارات <https://u.ae/ar-ae/information-and-services/finance-and-investment/financial-markets>

موقع سوق دبي المالي

<https://www.dfm.ae/ar/the-exchange/market-information/indices/dfmsi>

موقع أرقام التقرير المتكامل لسوق دبي المال 2024

<https://argaamplus.s3.amazonaws.com/7509d060->

9fce-4fa9-9f2b-1771483bf7b1.pdf

Batra, R. (1987). *The Great Depression*. New York: Dell Publishing.

Bernstein, P. Liquidity. (1987). *Stock Markets, and Market Makers, Financial Management*. New York: Wiley publishing.

French, D. (1989). *Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management*. New York: OH: Merrily Pub.

Reilly, F. K. (1985). *Investment Analysis and Portfolio Management* (2nd ed.). New York: The Dryden Press.

Keynes, J.M. (1983). *The General Theory of Employment Interest and Money*. London: Macmillan.

Ülev, S., selçuk, M. (2022). Testing the weak-form market efficiency for the islamic market indices: evidence from fourier wavelet adf unit root test. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi - Journal of Economic Policy Researches*, 9(2), 315-329.

KAYNAKÇA

- al-Bukhārī, M.I.I. (1993). *Şahīḥ al-Bukhārī*. (D. Muşţafá Dīb al-Bughā, Ed.). Dimashq: Dār Ibn Kathīr, Dār al-Yamāmah.
- al-Jawzī, J., mry, Ş. (2017). ikhtibār farađīyat kafā'at Aswāq al-awrāq al-mālīyah al-Maghāribīyah 'inda al-mustawá alđ'yf-dirāsah ḥālat (al-Jazā'ir, al-Maghrib, Tūnis). *Majallat al-işlāḥāt al-iqtisādīyah wa-al-indimāj fī al-iqtisād al-'Ālamī*, 12(23), 158-125.
- al-Shawkānī, M. (bi-dūn). *Nayl al-awṭār sharḥ Muntaqá al-akhyār min Ḥadīth Sayyid al-akhyār*. al-Qāhirah: dārāllḥdyth.
- Bernstein, P. (1987). *Likidite, Hisse Senedi Piyasaları ve Piyasa Yapıcılar*. New York: Wiley Publishing.
- Batra, R. (1987). *Büyük Buhran*. New York: Dell Publishing.
- bi-Sab', 'A., Tishīkū, 'A. (2019). ikhtibār al-mustawá al-Đa'if min al-kafā'ah li-aswāq al-awrāq al-mālīyah al-Islāmīyah dirāsah ḥālat al-aswāq al-nāshi'ah khilāl al-fatrah 2010-2018m. *Majallat Ma'had al-'Ulūm al-iqtisādīyah*, 2 (22), 123-146.
- Dawābah, A. (2021). *al-aswāq al-mālīyah al-Islāmīyah*. İştānbül: Dār al-mudarris.
- French, D. (1989). *Güvenlik ve Portföy Analizi, Kavramlar ve Yönetim*. New York: OH: Merrily Pub.
- Ḥusām, I.F. (2021). Dawr kafā'at al-aswāq al-mālīyah al-Islāmīyah wa-madā tkāmlhā ma'a al-aswāq al-taqlīdīyah fī ittikhādh qarār al-istithmār, dirāsah ḥālat Mālīziyā. *al-Majallah al-Dawlīyah lil-adā' al-iqtisādī*, *Kullīyat al-'Ulūm al-iqtisādīyah wa-'ulūm al-tasyīr*, 4(2), 268-284.
- Hindī, M. (1999). *al-awrāq al-mālīyah wa-aswāq Ra's al-māl. al-İskandarīyah*: Munsha'at al-Ma'ārif.
- Hindī, M. (1999). *Asāsīyāt al-istithmār fī al-awrāq al-māl. al-İskandarīyah*: Munsha'at al-Ma'ārif.

- Ibn al-Ḥajjāj, M. (1334). *Şahīḥ Muslim*. (Aḥmad ibn Rif‘at wa-ākharūn, Ed.). Turkiyā: Dār al-Ṭibā‘ah al-‘Āmirah.
- Ibn Ḥanbal, A. (2001). *Musnad Aḥmad*. (Shu‘ayb al-Arna’ūt wa-ākharūn, Ed.). Bayrūt: Mu’assasat al-Risālah.
- Ibn ‘Īsā, M. (1975). *Sunan al-Tirmidhī*. (Aḥmad Muḥammad Shākir wa-ākharūn, Ed.). al-Qāhirah: Sharikat Maktabat wa-Maṭba‘at Muşţafā al-Bābī al-Ḥalabī.
- Ibn Mājah, M. (bi-dūn). *Sunan Ibn Mājah*. (Muḥammad Fu‘ād ‘Abd al-Bāqī, Ed.). al-Qāhirah : Dār Iḥyā’ al-Kutub al-‘Arabīyah.
- Keynes, J.M. (1983). *İstihdam, Faiz ve Para Üzerine Genel Teori*. London: Macmillan.
- Majallat al-Bürşat al-‘Arabīyah, (1985). al-Ittiḥād al-‘Arabī llbwrşat al-‘Arabīyah, al-Sunnah (1) al-‘adad (3), Sibtambr.
- Mawqi‘ arqām al-taqrīr al-mutakāmil li-Sūq Dubayy al-māl.
- <https://argaamplus.s3.amazonaws.com/7509d060-9fce-4fa9-9f2b-1771483bf7b1.pdf>
- Mawqi‘ bawwābat Ḥukūmat Dawlat al-Imārāt.
- <https://www.ae/ar-ae/information-and-services/finance-and-investment/financial-markets>.
- Mawqi‘ Sūq Dubayy al-mālī.
- <https://www.dfm.ae/ar/the-exchange/market-information/indices/dfmsi>
- Mwrlāyyh, F., wlwlyz, J. (1983), *şinā‘at al-jū‘ Khurāfat al-nadrah*. (tarjamat Aḥmad Ḥassān ‘Abd al-Wāḥid). al-Kuwayt: Kitāb ‘Ālam al-Ma‘rifah. al-‘adad (64). Abrīl.
- Quṭb, S. (1986). *fī zilāl al-Qur‘ān, al-Qāhirah* (12.bs). al-Qāhirah: Dār al-Shurūq.
- Reilly, F. K. (1985). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi (2. Baskı). New York: The Dryden Press.

Ülev, S., selçuk, M. (2022). Testing the weak-form market efficiency for the islamic market indices: evidence from fourier wavelet adf unit root test. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi- Journal of Economic Policy Researches* 9(2), 315-329.

EXTENDED ABSTRACT

Capital markets represent a key foundation for economic growth, and no economy can achieve tangible and effective results without the prosperity of these markets. They play an important role in managing liquidity, facilitating the trading of securities that represent assets, and effectively channeling savings into investment avenues to meet the needs of both fund providers and users. The effectiveness of this function, along with the suitability of financial instruments for market needs, the availability of transparent and disclosed information, enables the efficient allocation of financial resources to various uses, especially when guided by profits and their forecasts, thus achieving the efficient allocation of available financial resources.

In order for the capital market to achieve its goal of the efficient allocation of available resources, it must be economically efficient. In this case, the stock price in the market should reflect all available public and private information, thus making the market value of the stock a fair value that represents its true value. This requires several characteristics to be present in the market, including the accuracy and speed of information flow, operational efficiency, pricing efficiency, liquidity, fairness, and security.

Given that financial markets tend to have a traditional character and some markets, windows, and Islamic transactions have not yet gained their place, especially in the absence of comprehensive applications of Islamic economics, and given the importance of capital market efficiency, as the price of a financial instrument in an efficient market reflects all available information about it and its market value represents its true value, thus preventing opportunities for extraordinary profits for market participants, the research problem lies in the extent to which the requirements of economic efficiency align with the requirements of Islamic economics for the capital market.

Based on the research problem, the study aims to explore the possibility of capital markets being economically efficient while adhering to Islamic economics, as well as whether the Sharia-compliant Dubai Financial Market exhibits strong economic efficiency. The research seeks to identify

the concepts and requirements of full and economic efficiency in capital markets, recognize the different forms of capital market efficiency, understand the requirements for capital market efficiency, and explore the Islamic economic perspective on these requirements and its ability to achieve them. Additionally, the study aims to assess the economic efficiency of the Sharia-compliant Dubai Financial Market.

According to the concept of efficiency, the market value of a stock should be a fair value that fully reflects its true value, which generates a sufficient return to compensate the investor for the risks associated with investing in that stock. In this case, the stock price reflects all available information about the issuing institution, whether it pertains to financial media, the historical record of the stock price, the effects of the general economic condition on the institution's performance, or other information that impacts the stock's market value. This type of efficiency is referred to as "complete market efficiency."

Under this assumption, stock prices in the market are expected to quickly respond to any new information that reaches the participants and may change their view of the issuing institution. Since information reaches the market at any time and independently of each other, stock price movements are expected to be random, rising with the arrival of positive news and falling with negative news. Due to the intense competition expected among market participants to obtain such information, none of them will be able to obtain or analyze the information ahead of others, and therefore, none will have the opportunity to achieve extraordinary profits at the expense of others.

Complete market efficiency requires four conditions: first, the availability of instant and cost-free information about the market, thus aligning the expectations of all investors due to the similarity of information available about each stock; second, the absence of restrictions on market transactions, meaning there are no transaction costs, taxes, or other restrictions preventing the buying and selling of any quantity of shares, regardless of its size, or legal restrictions on entering and exiting the market; third, the presence of a large number of investors in the market, meaning that no single investor's actions will significantly affect stock

prices; and fourth, investors must be rational, meaning they seek to maximize the utility of their available resources. These conditions are unrealistic except for the last one, which may be acceptable to the vast majority of investors.

Therefore, it can be confirmed that achieving complete efficiency in markets is impossible due to the difficulty of meeting the first three conditions. The last condition, however, remains as investors strive to maximize utility in competition with others to access information that helps them achieve this goal and use returns and risks in choosing securities. This implies a shift from the concept of complete market efficiency to the concept of economic efficiency.

Under economic efficiency, it is expected that some time will pass from when information reaches the market until its effect on stock prices becomes apparent. This means that the market value of a stock may be higher or lower than its true value for some time, but due to transaction costs, taxes, and other investment-related costs, the difference between the two values will not be large enough to allow investors to achieve extraordinary profits, especially in the long term.

Capital market efficiency takes various forms, including the weak form, the semi-strong form, and the strong form. In order for a capital market to achieve economic efficiency and thus meet its desired goal of efficiently allocating available financial resources to the most profitable sectors, which results in economic growth and prosperity, it must exhibit several features, including the accuracy and speed of information flow, operational efficiency, pricing efficiency, liquidity, fairness, and security. However, unethical practices in capital markets strip them of their security feature and prevent fair pricing, thus hindering efficiency. Such unethical practices include window dressing, price manipulation agreements, monopolies, gambling, and usury.

From the perspective of Islamic economics, the six characteristics of an efficient market—accuracy and speed of information flow, operational efficiency, pricing efficiency, liquidity, fairness, and security—align with the requirements of Islamic economics for the capital market. Islamic

economics has established these characteristics for capital market efficiency, based on transparency and disclosure as the foundation for achieving fair pricing and market efficiency, leading to blessings in this life and salvation in the afterlife. The research, through the analysis of the efficiency of the Sharia-compliant Dubai Financial Market, concludes that this efficiency is at a weak level, reflecting that the market is still operating in an environment lacking the regulatory requirements of Islamic economics and Sharia safety standards.

ARAŐTIRMACILARIN KATKI ORANI

Yazarın her birinin mevcut araŐtırmaya katkı oranı aŐađıda belirtildiđi gibidir:

Yazar'ın araŐtırmaya katkı oranı %100'dür.

ÇATIŐMA BEYANI

AraŐtırmada herhangi bir kiŐi ya da kurum ile finansal ya da kiŐisel yönden herhangi bir bađlantı bulunmamaktadır. AraŐtırmada çıkar çatıŐması bulunmamaktadır.

ARAŐTIRMANIN ETİK İZİNİ

Yapılan bu çalıŐmada "Yükseköđretim Kurumları Bilimsel AraŐtırma ve Yayın Etiđi Yönergesi" kapsamında uyulması gerektiđi belirtilen tüm kurallara uyulmuŐtur. Yönergenin ikinci bölümü olan "Bilimsel AraŐtırma ve Yayın Etiđine Aykırı Eylemler" baŐlıđı altında belirtilen eylemlerden hiçbirini gerçekteŐtirilmemiŐtir.

HAKEM DEđerLENDİRMEŐİ

DıŐ Bađımsız

نسبة المساهمة للباحثين

تم تحديد نسبة مساهمة كل كاتب في البحث الحالي كما يلي:

نسبة مساهمة الكاتب في البحث هي 100%.

بيان التصادم

لا يوجد أي ارتباط مالي أو شخصي مع أي فرد أو مؤسسة في البحث. لا يوجد تصادم مصالح في البحث.

التصريح الأخلاقي للبحث

تم الالتزام في هذا البحث بجميع القواعد المحددة في "دليل أخلاقيات البحث العلمي والنشر لمؤسسات التعليم العالي". تم الامتثال لجميع القواعد المذكورة في القسم الثاني من الدليل تحت عنوان "أفعال تتعارض مع أخلاقيات البحث العلمي والنشر".