

أثر المضاربات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية
من منظور إسلامي
" مع الإشارة إلى حالة سوق الأسهم السعودي "

دكتور/ محمد عبيد آدن
الأستاذ المساعد بقسم العلوم المالية والإدارية بكلية المجتمع
جامعة أم القرى

1. مقدمة:

تحتل السوق المالية مكانة مهمة في جميع الاقتصاديات سواء المتقدمة منها والنامية لما تمثل من أداة فعالة للتمويل من خلال تجميع وتعبئة المدخرات المالية، والقيام بدور الوسيط بين الأفراد والمصارف والمؤسسات الادخارية المختلفة وبين المشروعات التي بحاجة إلى تمويل في استثماراتها المختلفة التي تقوم بدورها بتوجيه تلك المدخرات في إقامة المشروعات المختلفة وإنتاج العديد من السلع والخدمات مما يترتب منه زيادة الناتج القومي وتشغيل الأيدي العاملة.

1-1 مشكلة البحث

تقوم سوق الأوراق المالية في جميع الاقتصاديات بوظائف بارزة ومهمة من أبرزها الوظيفة التمويلية من خلال تجميع وتعبئة المدخرات، وكذلك الوظيفة الاقتصادية من خلال توجيه تلك المدخرات في إقامة المشاريع الاقتصادية والتي تقوم بدورها بإنتاج وتقديم السلع والخدمات مما يترتب منه آثار اقتصادية إيجابية في شتى المجالات الاقتصادية على مستوى البلد، ولكي تقوم سوق رأس المال بهذا الدور لا بد أن تتمتع بالكفاءة حتى تؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات؛ من خلال توفير المعلومات الصحيحة مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال لأفضل الاستخدامات من حيث التكلفة والعائد، ومع ما تعانيه الأسواق الأوراق المالية في البلدان العربية من الاختلال الهيكلي وضعف الأداء فتتعرض هذه الأسواق موجة من المضاربات المالية والتي ساهمت بشكل كبير إلى إيجاد سوق غير متوازنة وغير عادلة لأسعار الأوراق المالية والتي أدت إلى مزيد من الضعف ومزيد من المخاطر المالية؛ مما جعلها أسواقا لا تتمتع بالكفاءة المالية؛ ولا تؤدي وظائفها الاقتصادية على الوجه المطلوب. ويعد هذا البحث محاولة مهمة في المساهمة في تقديم مقترحات لتخفيف الآثار السلبية للمضاربة المالية على كفاءة الأسواق المالية وفق معايير الشريعة الإسلامية.

2-1 هدف البحث

يهدف البحث للتعرف على دور المضاربات المالية على أداء وكفاءة أسواق رأس المال من خلال:

1- دراسة مستويات كفاءة الأسواق المالية

- 2- توضيح ماهية المضاربة والفرق بينها وبين الاستثمار من خلال الرؤية الاقتصادية والحكم الشرعي لها
- 3- دراسة الآثار التدميرية للمضاربات المالية لأسواق رأس المال وكيف تحولت هذه الأسواق من أسواق لتبادل الأدوات المالية التي تمثل موجودات حقيقية إلى أسواق للرهان والقمار نتيجة لتك المضاربات الوهمية.
- 4- عرض بعض الحالات التطبيقية "حالة سوق الأسهم" وتوضيح أثر المضاربات المالية في التهام مدخرات صغار المستثمرين في أزمة 2006.

3-1 منهجية البحث

سيتم تطبيق المنهج الوصفي التحليلي في البحث من خلال جمع ما يتعلق بموضوع البحث والربط فيما بينها، و من خلال دراسة المراجع و الأبحاث الخاصة بموضوع المضاربة المالية في السوق المالية للتعرف على أثرها السلبي في كفاءة السوق المالية.

4-1 فروض البحث

- 1- يفترض البحث بصحة الفرضية التي تؤكد أن المضاربات المالية سبب رئيس في عدم قيام سوق الأوراق المالية بالوظائف والمهام التي تأسس لأجلها.
- 2- يفترض البحث أن المضاربات المالية لها أثر مباشر في انعدام كفاءة السوق المالية.

2- أهمية السوق المالية

تعد سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتؤدي دورا حيويا في الحياة الاقتصادية؛ وذلك لما تقوم من دور فعال في تسهيل عقد صفقات كبيرة وتسييل رؤوس الأموال بشكل مستمر وسريع، كما تؤدي دورا مهما في توفير مدخرات المجتمع في المشروعات الإنتاجية والاستثمارية، بالإضافة إلى تنشيط كافة القطاعات الاقتصادية مما ينعكس أثره على معدل النمو الاقتصادي في البلد، كما أن السوق المالية تعد المرآة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في مواسم الرواج والكساد.

السوق المالية هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب استثمار الفوائض المالية، وبين وحدات العجز التي هي بحاجة إلى تمويل لفرص الاستثمار.

1-2 الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

وفي يلي نعرض بشكل موجز الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

1- تعبئة المدخرات وتوظيفها في المشروعات

تتميز سوق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات وتجميعها عن المنشآت الادخارية الأخرى، فالمصارف تشترط حداً أدنى للوديعة، وكذلك مدة معينة لا يجوز لصاحب الوديعة السحب منها خلال تلك المدة، بخلاف السوق الأوراق المالية فلا تشترط حداً أو مبلغاً معيناً للمشاركة في شراء الأوراق المالية سواء عند الاكتتاب أو التداول، كما يتمكن حامل الورقة المالية ببيعها وتحويلها إلى أموال سائلة في أي وقت يشاء، وبهذا فإن سوق الأوراق المالية هو الوعاء الوحيد الذي يجمع بين ميزتي الربحية والسيولة واللذان تكون العلاقة بينهما عكسية؛ فالمستثمر في العادة يفضل جانب السيولة فيضحي جانب الربح، أو يختار جانب الحصول على الأرباح ويضحي بميزة السيولة وأن يكون ماله تحت تصرفه، ولكن عندما يساهم المدخر في شراء الأسهم فيتمكن من الحصول على الأرباح من خلال توزيع أرباح شركة المساهمة، كما يتمكن من بيعها والحصول على الأرباح الرأسمالية أو يتعرض للخسارة حسب العرض والطلب⁽¹⁾.

ومن هنا نجد أن سوق الأوراق المالية تحقق مصالح ومنافع للمدخرين من خلال استخدام مدخراتهم في الاستثمار الأمثل، كما يحق مصالح أصحاب المشروعات من خلال الحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم، وهذه المشاريع بدورها تؤدي إلى إنتاج المزيد من السلع والخدمات ورفع معدلات النمو والوصول إلى الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية.

2- التخصيص الأمثل في توجيه للموارد

تقوم سوق الأوراق المالية بإصدار تقارير مالية بشكل دوري عن أنشطة والمراكز المالية للشركات المدرجة في السوق أنشطتها مما يتيح للمستثمرين

(1) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، ص 51.

فرصة على أو ضاع تلك الشركات، وهذا مما يؤدي إلى تخصيص الموارد بشكل صحيح، وتحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى مجالات الأكثر ربحية (1).

3- إيجاد سوق مستمرة

توفر السوق الأوراق المالية سوقا مستمرة ومفتوحة وحررة، مما يمكن جهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية حسب إرادتهم والأسعار السائدة، وهذه الحقيقة تزيد من قابلية الأوراق المالية للتسويق مما يؤدي بدوره إلى زيادة درجة سيولتها، ومن ثم يكمن للمتعاملين تسهيل أصولهم أو أي جزء منها في أي وقت وبكل سرعة وسهولة، وهذا بلا شك يشجع على دخول السوق وعدم التردد في شراء الأوراق المالية، وبهذا فإن السوق المالية توفر للمستثمرين ميزة السيولة بالإضافة إلى ميزة الاستثمار، فبدلا من أن تقبع مدخراتهم في المصارف التجارية دون أن تحقق أي أرباح فإمكانهم أن يحتفظوا بها على شكل أسهم وبالتالي يبيعوها في الوقت الذي يكونوا بحاجة إلى سيولة (2).

4- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات

تعتبر السوق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أسهمها المالية في البورصة المالية وذلك من خلال التقارير المالية التي تنشر بشكل دوري عن الأوضاع والمراكز المالية لتلك الشركات المدرجة في السوق المالية مما يسهم في زيادة وعي المستثمرين وتعريفهم بواقع تلك الشركات، وبناء على هذا التقويم يتجه المستثمرون بمدخراتهم نحو المشروعات التي يرون انها تحقق أهدافهم، وفي المقابل يقل الإقبال على أسهم الشركات التي يضعف أدائها، وهذا يؤدي في المحصلة النهائية إلى تقويم أداء السوق المالية من خلال تشجيع وتحفيز الشركات الناجحة، مما يجعل رسالة إلى الشركات التي يكون أدائها ضعيف تقوم بمراجعة وأوضاعها الداخلية (3).

(1) ينظر: منير هندي، الأوراق وأسواق رأس المال، ص 667.

(2) ينظر: سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، ص 33

(3) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية، ص 52.

5- إعطاء مؤشر يومي للوضع الاقتصادي

تعطي السوق المالية المعلومات اللازمة حول الأنشطة الاقتصادية؛ حيث يتم فيها تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وتوفير المعلومات عن الأسهم المطروحة وتوثيق البيانات ونشرها من قبل إدارة السوق كما يتم فيها عرض جميع التذبذبات في النشاط الاقتصادي بشكل عام الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار مما يعكس حقيقة الوضع الاقتصادي في الدورات الاقتصادية من الراج والكساد والانكماش مما يساعد في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، وكذلك ترشيد قرارات الهيئات والجهات الرقابية والتنظيمية بالسوق المالية⁽¹⁾.

2-2 العوامل الضرورية لأشرف وتطوير أسواق الأوراق المالية

لقد أولت معظم البلدان اهتماما بالغا بتطوير أسواقها المالية نظرا للقناعة المتزايدة بالدور الذي تقوم هذه الأسواق في تمويل التنمية الاقتصادية؛ حيث أن الأسواق المالية تعد أهم القنوات في تعبئة المدخرات لتمويل القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية مما يقلل الحاجة إلى الاقتراض الخارجي.

وانطلاقا من هذا حظت الأسواق المالية بعناية كبيرة سواء فيما يتعلق بالتأسيس أو التطوير وضع الأنظمة الإشرافية والمحاسبية التي تختلف تبعا لخصائص البيئة الاقتصادية في كل بلد.

إن نجاح تطوير الأسواق المالية يتوقف على توفير العوامل التالية⁽²⁾:

1- الإطار الاقتصادي الكلي: السوق المالية جزء من الاقتصاد الكلي، وبالتالي فإنها تتأثر سلبا وإيجابا في الحالة والوضع الاقتصادي لبلد الذي ينتمي إليه من حيث قوة الاقتصاد والتراكم الرأسمالي، والسياسة الاقتصادية بشقيها المالي والنقدي وما ينبع منها من الحرية الاقتصادية والمنافسة مما ينعكس على الوضع الاقتصادي بشكل عام والسوق المالية بشكل أخص حيث تعد سوق الأوراق المالية النبض الحقيقي للاقتصاد البلد لإعطائها مؤشرا يوميا للوضع الاقتصادي، ومن هذا المنطلق نجد أن

(1) ينظر: سمير رضوان، ص 34.

(2) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية، ص 53.

تأثير الأزمات المالية العالمية كانت تتباين حدها على الاقتصاديات المحلية مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية.

2- **الإطار القانوني:** إن المناخ القانوني الذي يعمل في إطاره النظام المالي؛ من شأنه أن ينعكس إيجابيا على تعزيز الثقة لهذه الأسواق، وتحقيق مستويات رفيعة من الشفافية من خلال وجود نظام قانوني فعال ومرن للرقابة الدائمة والمستمرة.

3- **الإطار الإشرافي:** السبب الرئيس من انهيار الأسواق المالية يعود بسبب الالتفاف على الأنظمة الرقابية التي وضعت أصلا لحماية تلك الأسواق من المغامرة والتهور والمضاربات المالية، فتطبيق الضوابط والمعايير من شأنه أن يساهم في استقرار السوق المالية ومن ثم دعم ثقة المستثمرين وحمايتهم من التقلبات والمخاطر المالية وتشجيع المناخ الاستثماري في السوق المالية.

3- ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

عرف السوق الكفاء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية فيه تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل".

وتكمن أهمية كفاءة السوق من أنها تؤدي إلى التوازن في أسعار الأدوات والاستثمارات المالية، حيث يتم تسعير الاستثمارات على ضوء المعلومات المتاحة، كما تساعد في ظهور وتطور وتنمية مصادر المعلومات البديلة وإعطاء المستثمر الفرصة في اختيار ما يناسبه منها وذلك مقارنة التكلفة بالعائد إضافة إلى تجميع المصادر المناسبة من الاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككلي.

ويكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، حيث أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي لتأثيرها على تكلفة مصادر الأموال للشركات، لأن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسخ المجال للبعض بالقيام في استغلال معلومات معنية لتحقيق عائد غير عادي وغير عادل، ومن جهة أخرى يترتب من السوق غير الكفاء تكاليف عالية في

توظيف المدخرات في الاستثمارات المختلفة بسبب العمولات وكثرة الوسطاء بين البائع والمشتري (1).

3-1 ضوابط ومعايير الكفاءة المالية

هناك ثلاثة معايير لقياس الكفاءة المالية يمكن إيجازها على النحو التالي:

1- الكفاءة التبادلية

الكفاءة التبادلية تتعلق بتكاليف وعمولات الوسطاء والسماصرة، وتكون العلاقة بين الكفاءة وبين هذه التكاليف علاقة عكسية فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق، والعكس صحيح.

2- الكفاءة التشغيلية

يقصد بالكفاءة التشغيلية الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، والعلاقة بينهما أيضا عكسية حيث تنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترفع بانخفاض الفرق بينهما.

3- الكفاءة الهيكلية

الكفاءة الهيكلية تعنى عدد المشاركين أو المتعاملين في السوق المالية، فإذا كان عددهم كبير بحيث يصعب التأثير على أسعار الأوراق المالية كان ذلك دليلا على تفاعل قوى العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة وتتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء، وبالتالي تزيد فيه الكفاءة الهيكلية للسوق المالية، وتتفاوت درجة الكفاءة الهيكلية على مستويات مختلفة يتم تناولها في العنوان التالي.

3-2 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

يصعب تحديد كفاءة الأسواق المالية ما إذا كانت تتمتع بالكفاءة أو بعدمها نظرا لتعدد حدوثها للتعقيدات التي تحيط بهذه الأسواق، وفي مقابل ذلك قام الباحثون والكتاب بإعطاء المؤشرات بوصف مستويات الكفاءة في الأسواق المالية، ويمكن تلخيص تلك المستويات على النحو التالي (2):

(1) ينظر: درويد كامل، الأسواق المالية والنقدية، ص 69.

(2) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، ص 84.

1- المستوى الضعيف للكفاءة

تتحدد المعلومات على أساس السلاسل الزمنية للأسعار الأوراق المالية وكمياتها في الفترات الماضية بحيث تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية كافة المعلومات التاريخية عن تلك الأوراق في الفترات الماضية، وهذه المعلومات بطبيعتها متاحة للجميع ويمكن الحصول عليها بكل سهولة ويسر؛ مما يصعب على أي مستثمر أن يحقق على أرباح غير عادية أو يتفوق على السوق، بل يكمن القول أن النسبة الكبيرة من المستثمرين وخاصة صغار المستثمرين تكبد على خسائر لاعتمادهم على القرارات العشوائية التي تنطلق من فلسفة الموت مع الجماعة رحمة.

2- المستوى المتوسط للكفاءة

وفي هذا المستوى يتحدد بالإضافة على المعلومات التاريخية عن أسعار الأوراق المالية وكمياتها المتداولة في الماضي يعتمد كذلك على المعلومات الحالية والتقارير المالية المنشورة عن المراكز المالية من الشركات المصدرة للأسهم والأوراق المالية، وانعكاس ما تتضمنه تلك التقارير المالية من أرقام محاسبية ونسب مالية ومختلف المعلومات والبيانات التي تؤثر على القطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها تلك الشركات.

3- المستوى القوي للكفاءة

يعتبر هذا المستوى هو الأشمل والأعلى في درجات كفاءة السوق، وتتحدد أسعار الأوراق المالية في هذا المستوى وفقا للمعلومات التاريخية والحالية؛ العامة والخاصة، المنشورة وغير المنشورة. وهذا المستوى القوي للكفاءة المالية يصعب تحقيقه في سوق الأوراق المالية نظرا لعدم توفر تلك المعلومات للسواد الأعظم من المستثمرين، وغالبا ما تكون تلك المعلومات محتكرة لفئة قليلة من المحتكرين والسماسرة الذين يحركون المؤشر العام لأسعار الأوراق المالية يمنا ويسرة ويحصلون على أرباح كبيرة على حساب صغار لمستثمرين الذين هم في الغالب الضحية للإشاعات والمعلومات الخاطئة التي ينشرها كبار السماسرة لتوجيه السوق نحو الوجهة التي يرغبونها.

3-3 من أبرز الخصائص التنظيمية والإدارية التي يجب توفرها في السوق المالية للوصول لمستويات مرضية في الكفاءة المالية فيما يلي⁽¹⁾:

- 1- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء وكلاء يقومون بعمليات التداول
- 2- وجود لجنة إدارية إشرافية تقوم بوضع أنظمة السوق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب على عمليات التداول عن كثب.
- 3- وجود شروط لأدراج شركات المساهمة في السوق الثانوية، ومن الضروري أن توازم هذه الشروط على الظروف الاقتصادية والسياسات المالية والنقدية للدولة.
- 4- وجود قائمة يومية للتداول تتضمن جميع طلبات البيع والشراء وأسعار العرض والطلب لجميع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية
- 5- وجود طريقة ذات فعالية للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر البيع والشراء وإتمامها على وجه السرعة.
- 6- أن تكون معدلات العمولة التي يتقاضاها السماسرة والوسطاء منخفضة؛ حتى يشجع ملاك الأوراق المالية في عمليات البيع والشراء الحقيقيين.
- 7- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها وتقليل الوسطاء الوهميين بين البائع والمشتري
- 4- الضوابط الشرعية للتمويل الإسلامي ودورها في تحجيم المضاربات المالية

1-4 النهي عن عقود القمار والغرر

الغرر في اللغة له عدة معانٍ، منها: "الخطر"⁽²⁾. وقد قيل: (أصل الغرر: النقصان، من قول العرب: غارت الناقة؛ إذا نقص لبنها)⁽³⁾، وقد قيل: (بيع الغرر المنهي عنه ما كان له ظاهر يغرُّ المشتري وباطن مجهول، يقال: إياك

(1) ينظر: يوسف مسعداوي، كفاءة أسواق المال العربية، دراسة تحليلية لتجربة كلا من بورصة الجزائر والسعودية، ص12

(2) ينظر: لسان العرب، جمال الدين، محمد بن مكرم ابن منظور المصري، دار صادر، بيروت، المجلد الخامس، مادة غرر، ص 13-14.

(3) ينظر معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، د. نزيه حماد، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ط3، 1995، ص259.

وبيع الغرر، وهو: أن يكون على غير عهدة ولا ثقة، قال الأزهرى: ويدخل في بيع الغرر البيوع المجهولة التي يحيط بكنهها المتبايعان حتى تكون معلومة⁽¹⁾. أما الغرر في الاصطلاح الفقهي: فهو ما كان مستور العاقبة⁽²⁾، وعقد الغرر: ما خفيت عاقبته أو تردد بين الحصول والفوات، وعند التدقيق في تعريفات الفقهاء للغرر، نجد أنهم وإن تفاوتوا في تحديد مفهوم الغرر، إلا أنهم اتفقوا على أنه ما لا يضمن أو ما كان مستور العاقبة، وقد عرفه ابن القيم بأنه (تردد بين الوجود والعدم)؛ أو هو ما لا يقدر على تسليمه سواء أكان موجوداً أم لا، كبيع البعير الشارد⁽³⁾.

2-4 الحكم الشرعي في الغرر

لقد ورد النهي عن بيع الغرر في كثير من المواضع⁽⁷⁾، إلا أنه يمكن أن يؤخذ حكم الغرر من عدة أدلة من كتاب الله وسنة نبيه صلى الله عليه وسلم، فمن الكتاب الكريم قول الله تعالى: {يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا} [النساء: 29]، وغير ذلك من الأدلة التي تفيد النهي عن أكل أموال الناس بغير حق ظلماً وعدواناً، ومعنى الآية "عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ" أي عن رضئ إلا أنها جاءت من المفاعلة، والتجارة تكون بين اثنين، ومعنى ذلك لا تكونوا من ذوي الطمع الذين يأكلون مال الناس بغير مقابل لها من عين أو منفعة ولكن كلوها بالتجارة التي قوام الحل فيها التراضي⁽⁴⁾، ووجه الاستدلال من الآية: أن الغرر أدى إلى عدم رضا أحد المتعاقدين بما يترتب عليه من آثار جزئياً أو كلياً، فكان المال الذي أخذه الطرف الأول أكلاً بالباطل لانقضاء الرضا ومن ثم حصول النزاع.

(1) ينظر: لسان العرب، مادة غرر، ص14.

(2) ينظر: المبسوط، السرخسي، شمس الدين أبو بكر محمد بن أبي سهل، تحقيق: خليل محيي الدين الميس، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط1، 1421هـ - 2000م، ج13، ص125.

(3) ينظر: إعلام الموقعين عن رب العالمين، ابن القيم، محمد بن أبي بكر أيوب، تحقيق: طه عبدالرؤوف، دار الجيل، بيروت، 1973، ج2، ص7.

(4) انظر: الكشاف الاقتصادي لآيات القرآن الكريم، محيي الدين عطية، المعهد العالمي للفكر الإسلام، 1991م، ص158، 159.

ومن السنة ما جاء في الحديث عن سعيد بن المسيب: أن رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الغرر⁽¹⁾ وغيرها من الأحاديث والأدلة على منع الغرر.

وبناءً على ذلك؛ فإن الإسلام لا يأتي بما فيه ظلم أو تجاوز أو تعدٍ، أو ينهى عما فيه عدل بأي حال من الأحوال؛ قال الله تعالى: {وَمَا رَبُّكَ بِظَلَّامٍ لِلْعَبِيدِ} [فصلت: 46]. والإسلام عدلٌ كله؛ إذ لا فرق بين جزئيه وكتليه؛ فمدار الأحكام في الإسلام على العدل، قال الله تعالى: {إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ وَإِيتَاءِ ذِي الْقُرْبَى وَيَنْهَى عَنِ الْفَحْشَاءِ وَالْمُنْكَرِ وَالْبَغْيِ يَعِظُكُمْ لَعَلَّكُمْ تَذَكَّرُونَ} [النحل: 90].

ثالثاً: أما عن علة التحريم: ففي ما يفضي إليه من المخاصمة والمنازعة وانتفائه لمقصد العدل بين الناس؛ لما يؤديه من الظلم والعداوة والبغضاء، فهي مفضية للنزاع؛ لعدم حصول كل واحد من أطراف العقد على حقه المترتب له شرعاً كلياً أو جزئياً، وأيضاً لما يؤديه من أكل مال الناس بالباطل كما مر آنفاً، يقول الإمام ابن تيمية: "والغرر هو المجهول العاقبة، فإن بيعه من الميسر، وذلك أن العبد إذا أبق، والبعير إذا شرد، فإن صاحبه إذا باعه إنما يبيعه مخاطرةً فيشتريه المشتري بدون ثمنه بكثير، فإن حصل له، قال البائع: قمرتني وأخذت مالي بثمن قليل، وإن لم يحصل، قال المشتري: قمرتني وأخذت الثمن بلا عوض، فيفضي إلى مفسدة الميسر التي هي إيقاع العداوة والبغضاء، مع ما فيه من أكل المال بالباطل الذي هو نوع من الظلم"⁽²⁾.

ويمكن القول في خلاصة حكم الغرر ونتيجة لاستقراء النصوص الواردة التي تقتضي تحريم بيع الغرر وفساده وشمول التحريم والفساد لكل بيوع الغرر إلا أن الغرر اليسير وهو مما يتسامح الناس فيه ويغتنق عنه لا يدخل في الغرر المنهي عنه، وبناءً على هذا فإن ضوابط الغرر المؤثر يمكن إيجازها على النحو التالي⁽³⁾:

(1) انظر: الموطأ، ص578، الحديث رقم 78.

(2) انظر: الفتاوى الكبرى، ابن تيمية، دار الكتب العلمية، بيروت، المجلد الرابع، كتاب البيوع، ص16-17.

(3) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمؤسسات الإسلامية،

- 1- أن يكون الغرر في عقود المعاوضات المالية أو ما في معناها مثل البيع والإجارة والشركة؛ نظرا في أن العقود المالية تكون سببا للعداوة والبغضاء وأكل أموال الناس بالباطل، بخلاف عقود التبرعات فلا يؤثر فيها الغرر لأنها قائمة على المسامحة كالهبة والقرض الحسن.
 - 2- أن يكون الغرر كبيرا وفاحشا ويغلب على العقد ومن شأنه أن يؤدي إلى النزاع؛ مثل بيع التمر قبل بدو صلاحه، والإجارة إلى أجل مجهول، والسلم فيما لا يغلب وجوده عند حول أجله، وهذا الغرر يفسد العقد، وضابط ما يعد غررا كبيرا مرده إلى العرف، ويختلف باختلاف البيئات والعصور. أما الغرر اليسير وهو ما يتسامح الناس مثله مثل بيع الدار دون رؤية أساسها، والغرر اليسير يغتفر ولا يفسد العقد.
 - 3- أن يكون الغرر في المعقود عليه أصالة؛ كما في عقود القمار والميسر مما يفسد العقد مثل: بيع الثمر قبل بدو صلاحه دون بيع الشجر ودون شرط قطعه، أما إذا كان الغرر في التابع للمعقود عليه فلا يؤثر مثل بيع الشجر مع الثمر قبل بدو صلاحه، أو بيع اللبن في الضرع مع الشاة.
 - 4- أن تكون هناك حاجة إليه: أي أن يوجد حاجة معتبرة تدعوا إلى العقد المشتمل على غرر، والحاجة المعتبرة تكون عندما يصل المرء إلى حالة بحيث إذا لم يتعاقد في العقد الممنوع يكون في جهد ومشقة، وبشرط أن تكون جميع الطرق المشروعة الموصولة إلى الغرض مسدودة.
- وبناء على تلك الضوابط فإن مبادئ الشريعة الإسلامية تؤكد على أهمية العلم التام بحقيقة السلعة التي تشتري في مقدارها وأوصافها مع استخدام المعايير الدقيقة والمنضبطة بقدر الإمكان لتقدير الكم والكيف لتجنب مصادر الغرر والجهالة فنجد ذلك واضحا في النهي عن بيوع الغرر والملامسة والمنابذة والمحاولة ونحوها، ومن العلوم البديهي محاسبيا أن الأسهم هي عبارة عن موجودات مادية متعددة في شكل أصول مختلفة من النقود والسلع والمنافع بالإضافة إلى أرباح محتجزة أو حقوق وديون للغير، وهذا يجعل الخلفية المالية للسهم أمرا أكثر تعقيدا مقارنة مع السلع الاستثمارية الأخرى، وبالتالي يتطلب الموقف المزيد من التثبت والتحقيق من انتهاء الجهالة والغرر، إن الانضباط الشرعي لتداول الأسهم يتطلب استيفاء الشرطين التاليين، وذلك حسب ما يقترحه الدكتور سيف الدين لتخفيف الجهالة والغرر في تداول الأهم⁽¹⁾:

(1) سيف الدين تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد

- 1- توفر المعلومات الدقيقة عن المراكز المالية للشركات المصدرة للأسهم والمتغيرات المؤثرة أو المفسرة الأخرى وإتاحة اطلاعها للجمهور.
- 2- إمكانية استيعاب تلك المعلومات والتغيرات المتنوعة ومعالجتها لتقدير القيم التبادلية المنضبطة دون مبالغة وشكل عادل ومنصف لجميع الأطراف في جانبي العرض والطلب.

والجدير بالذكر أن المفهوم الإسلامي لكفاءة السوق المالية لا يتفق مع المفهوم الغربي الذي يعطي الأولوية الربحية العاجلة في استثمار الأموال، حيث لا يكون معيار الكفاءة الإسلامي في مجرد السرعة في تدفق المال السائل من المشاريع الأقل ربحية إلى تلك الأكثر ربحية، والواقع أن أكثر المشاريع ذات البعد الاجتماعي هي من الصنف الأول لأنها بطيئة العائد ومكلفة في المدى القريب، رغم قابليتها خلال المدى البعيد لتوليد تيارات متصلة من الدخل ومستمرة، ولهذا لا يكمن الدفاع من منطلق اجتماعي عن مفهوم الكفاءة الذي يعتمد على سرعة الاستجابة لمؤشرات الربحية العاجلة لأنه يؤدي إلى إضعاف الاستثمار الحقيقي في الأجل الطويل ويعري أصحاب الأموال بالأرباح العاجلة خلال المدى القريب، علما بأن الذين يجنون تلك الأرباح هم كبار المستثمرين المحترفين الذين يطلق عليهم في بعض الأسواق مصطلح "الهوامير"، أما صغار المستثمرين الذين يشكلون النسبة الكبيرة فتعرضون لخسائر جسيمة، ويكمن القول أن الأرباح السريعة التي تحصل عليها الفئة الأولى من كبار المضاربين المحترفين هو نفس ما يخسره صغار المستثمرين؛ حيث أن الأسواق المالية التي تسيطر عليها المضاربات الوهمية تكون بمثابة حلبة صراع بين طرفين يمثل الطرف الأول كبار المضاربين ويمثل الطرف صغار المستثمرين غير المحترفين وتنتهي هذه اللعبة بالصفريّة، حيث أن المبالغ التي يسكبها طرف هي نفس المبالغ التي يخسرها الطرف الآخر وبهذا لن يكون هناك أي قيمة مضافة لنتائج المحلي من جراء المضاربات الوهمية وإنما هي مجرد تحويلات مالية من طرف لآخر.

5- أثر المضاربة على كفاءة السوق المالية

مفهوم وحكم المضاربة المالية

1-5 تداول الأسهم

يعرف السهم بأنه: "صك يثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة، والحق في الحصول على متساوية وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل الحصص النقدية أو العينية التي يقدمها المساهمون إلى الشركة، وبالتالي يتجسد حق المساهم في تحقيق أرباح الشركة ونصيب من موجوداتها عند التصفية" (1).

وطالما أن المساهم يمتلك حصة شائعة من صافي أصول الشركة له الحق في بيع سهمه بموجب القيمة السوقية والتي تختلف حسب العرض والطلب والمركز المالي للشركة، حيث أن للمالك الحق في بيع ماله المفرد والمشاع حسب أسعار السوق (2).

لا شك أن الأصل هو جواز بيع الأسهم والتداول بين المستثمرين، ولكن يجب أن يكون هذا التداول خاضعا وفق الضوابط الشرعية في شروط عقد البيع؛ فمن أبرز تلك الشروط العلم التام بحقيقة السلعة التي تشتري مقدارا أو وصفا مع استخدام المعايير الدقيقة والمنضبطة في تحديد السلعة في الكيف والكم تجنباً لعقود الغرر والجهالة، وكما معلوم فإن السهم عبارة عن خليط من السهم والخدمات والمنافع وأرباح محتجزة وديون وحقوق للغير مما يجعل الخلفية المالية للسهم أمرا أكثر تعقيدا بالمقارنة مع السلع الاستثمارية الأخرى مما يتطلب المزيد من التثبت والتحقق لانتفاء الجهالة والغرر للوصول للقيمة التبادلية الحقيقية للسهم.

ولا يمكن أن تتوفر هذان الشرطان في ظل الوضع الحالي لأسواق الأوراق المالية التي يطغى فيها المضاربة المالية التي تراهن على أسعار الأسهم فقط بدون إعطاء أي اعتبار يذكر في وضع المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأسهم، وبناء على هذا يتناول البحث مفهوم والحكم الشرعي المضاربة المالية.

2-5 مفهوم المضاربة

(1) ينظر: أبو زيد، الشركات التجارية في القانون المصري، ص 530.

(2) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، 102.

المضاربة في الأسواق المالية هي ترجمة للكلمة الإنجليزية (speculation) , وهي تعني: التنبؤ أو التخمين , وليست بمعنى المضاربة , ويفضل بعض الاقتصاديين استعمال كلمة المجازفة بدلاً من المضاربة في البورصة⁽¹⁾.

المضاربة في الأسواق المالية هي عمليات بيع وشراء لا بقصد منها تسلّم وتسليم السلعة , أو تسلّم السهم لمحتواه , ولا بقصد شراء السهم رغبةً في الاشتراك في موجودات الشركة للانتفاع بما يحصل عليه من توزيع الأرباح من أعمال الشركة ؛ بل يكون الهدف الحصول على فروق أسعار الورقة المالية في حالتي الارتفاع والهبوط⁽²⁾.

وعلى هذا الأساس السابق يعرف بعض الباحثين المضاربة المالية بأنها: "بيع أو شراء صوريين ؛ لا بغرض الاستثمار , ولكن لغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً , حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية , وبين القيمة الاسمية أو الدفترية من ناحية أخرى"⁽³⁾.

3-5 التكيف الشرعي للمضاربة المالية

يتفق معظم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بتحريم المضاربة المالية في الأسواق المالية للأسباب التالية⁽⁴⁾:

- 1- انها تعد من القعود الصورية؛ إذ الإدارة الحقيقية للعاقدين ليس الهدف منها انجاز عقد بيع حقيقي يترتب منه تمليك وتملك من خلال مبادلة عوض بعوض.
- 2- إن العبرة في العقود في المقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني، و ليس القصد من عقد المضاربة شراء الأسهم أو الأدوات المالية وإنما القصد هو التعاقد على المخاطرة الشديدة التي تعد ضرباً من القمار.

(1) ينظر: محمد عيد القرني، نحو سوق إسلامية من مجلة ودراسات اقتصادية إسلامية لعدد (1) (ص14).

(2) وبهذا المفهوم يكون هناك فرق واسع بين المضاربة في الأسواق المالية وبين المضاربة الشرعية التي هي شركة بين طرفين يقدم أحدهما الرأسمال والآخر يقدم عملاً ويكون الربح بينهما حسب الاتفاق.

(3) ينظر: أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي , ص- 484.

(4) ينظر: مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في أسواق الأوراق المالية، ج2، ص 672

3- ينطبق على المضاربة الجهالة والغرر المحرم حيث أنه عقد مالي والغرر كبير ومحل عقد لأن السهم ليس هو المقصود في المبادلة في المضاربة، وإنما الهدف هو الحصول على فروق الأسعار التي هي محل العقد.

4- المضاربة لها آثار تدميرية للفرد والمجتمع؛ حيث أن مدمن المضاربة لا يستطيع مقاومة الميل للمضاربة، وهي تؤدي مثل القمار إلى تدمير من يمارسها وتدمير علاقاته الشخصية والعائلية والاجتماعية.

5- وصف الاقتصاديون بأنه ليس هناك فرق بين المضاربة وبين القمار، وعلى هذا الأساس وصف كينز أسواق المضاربة بأنها عبارة عن صالة قمار تنتقل فيه الثروة من غير المحظوظ إلى المحظوظ، ومن الذي يتخذ قرارات بطيئة إلى من يتخذ قرارات سريعة.

الأسواق المالية تعاني بشكل عام باضطرابات وعدم الاستقرار؛ وذلك بسبب المضاربات المالية الوهمية التي لا تهدف إلى الاستثمار في الأسهم والحصول على قيمتها الحقيقية؛ وهذا مما أدى إلى تفرغ السوق من مضمونها الحقيقي وتعطيل وظائف السوق المالية مما انعكس سلباً على كفاءة السوق في سوق الأوراق المالية.

4-5 الفرق بين المضارب والمستثمر

كما سبق في التعريف السابق فإن المضارب هو من يشتري الورقة المالية لغرض التكبسب على التغيرات السريعة على قيمتها السوقية، أما المستثمر فهو من يشتري الورقة المالية من السوق الأولية أو من السوق الثانوية كمساهم في المدى البعيد في شركات المساهمة لغرض الحصول على الأرباح التي توزعها هذه الشركات بين فئته وأخرى.

ولتفريق بين المضارب والمستثمر نورد فيما يلي صفات كل من المضارب والمستثمر (1):

فالمضارب دائماً يراهن في سعر الورقة المالية في المدى القصير ويتصف بالصفات التالية:

1- أن يقوم بشراء أو بيع أصل مالي

(1) ينظر: عبدالرحيم الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل شرعي واقتصادي، ص 6.

- 2- أن يواجه عدم التأكد في السعر أو الربح المتوقع من بيع الورقة المالية
 3- أن يكون هدفه في الحصول على الأرباح الرأسمالية من زيادة قيمة الأصل وليس الانتفاع من الأصل.
 أما المستثمر فيتصف بعكس صفات المضارب ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

- 1- أن يكون هدفه من اقتناء الورقة المالية هو الحصول على الأرباح والزيادة الرأسمالية في قيمة السهم والتي تنتج عن نمو موجودات الشركة
 2- أن يقتني السهم فترة طويلة يتحقق فيها زيادة حقيقية للسهم؛ يكون سببها زيادة أرباح الشركة وارتفاع مكانتها في السوق المالية، ويقدر بعض خبراء الاستثمار هذه الفترة التي يمكن ان ترتفع القيمة الحقيقية للسهم بثلاث سنوات في المتوسط.
 3- أن يكون قرار المستثمر في شراء السهم مرتبطا بأداء الشركة من ارتفاع أرباح وإيراداتها.
 4- يكون شراء المستثمر للسهم نتيجة التحليل المالي الأصولي الذي يستند إلى التقارير المالية الواقعية من أداء الشركة في الفترات المختلفة، وهذا بخلاف المضارب الذي يشتري الورقة بناء على التحليل الفني الذي يعتمد على التكهنات والإشاعات التي قد يطلقها بعض التجار المنتفعين من تذبذبات أسعار الأوراق المالية.

وبناء على هذا فيكون المضارب من يشتري السهم لغرض التملك وإنما لهدف البيع والحصول على فروق الأرباح في فترة قصيرة لا يتحقق فيها نمو في أعمال الشركة وموجوداتها مما يبرر ارتفاع سعر السهم خلال هذه الفترة القصيرة، ولا يكون لهذا السعر علاقة بالمتغيرات التي تؤثر في عمليات الشركة، مما يجعل سلوك المضارب مراهنة على ارتفاع سعر السهم التي لا تركز إلى مبررات اقتصادية، ويكون عدم التأكد كبيرا والغرر فاحشا⁽¹⁾.

6- الآثار الاقتصادية للمضاربة على كفاءة السوق المالية

كما سبق توضيحه فإن الخبراء الاقتصاديون الغربيون يشترطون لكفاءة السوق المالية بتحقيق الكفاءة الخارجية والداخلية ويعنى النوع الأول: توفر المعلومات المالية والاقتصادية لكل المستثمرين الاحتماليين بالسرعة الكافية

(1) ينظر: المرجع السابق ص 6.

وبأقل تكلفة ممكنه، ونتيجة لهذه الفرضية فإن الغالبية العظمى من المضاربين في الأسواق المالية يقعون فريسة سهلة للإشاعات والإرهاصات غير المقومة حول تحركات أسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى؛ مما يعنى أن هناك سرعة في استيعاب كل المعلومات غثها وسمينها دون تمييز؛ وهذا ما يؤدي النمط العشوائي لتحركات أسعار الأسهم بشكل مستمر.

تعد نظرية تفاعل القيمة وسعر السوق للاقتصادي كوتنر (Cootner) من النظريات التي حاولت تقدم تفسيراً لنمط العشوائي لتقلبات أسعار الأسهم الذي يدور حول القيمة السوقية للأسهم وتوحده حواجز عاكسة من أعلى ومن أسفل؛ فيما يعرف في التحليل المالي بنقاط الدعم والمقاومة، وترد هذه النظرية تلك التقلبات في أسعار السوق إلى السلوك غير الرشيد للغالبية العظمى من المستثمرين المضاربين (1).

ومما يزيد الطينة بلة في استمرار التقلبات العشوائية لأسعار الأسهم دور سماسرة الأوراق المالية في رفع معدلات سرعة دوران تداول الأسهم من خلال إطلاق الشائعات وتغذية الأخبار غير المؤكدة وافتعال البيع والشراء مما يؤدي إلى تحويل ملكيات الأصول المالية من محافظ المستثمرين إلى ملكيات سماسرة البورصات المالية، وقد حاول القانون الأمريكي الحد من هذه الظاهرة العبيثة التي لها آثار سلبية في كفاءة الأسواق المالية ولكن يحول دون ذلك صعوبة التثبت من مصادرها في أغلب الأحيان.

أما الكفاءة الداخلية فتشير إلى انخفاض كلفة التداول والذي يعتمد إلى حد كبير على دور السماسرة والعمولة التي يتقاضونها مقابل الخدمات التي يقدمونها لعملائهم؛ وهؤلاء السماسرة هم يمتلكون أسرار ومعلومات السوق فيحركونها كيف ما أرادوا في رفع وخفض أسعار الأوراق المالية لغرض عمولاتهم والمكاسب التي يحصلوا عليها، وهذا هو الذي أدى إلى السوق الموازية في الثالث والرابع من أجل تقليل العمولات والتكاليف في سوق التداول المنظمة.

ومما يساهم في اتساع الفجوة بين القيمة السوقية وبين القيمة العادلة في السوق المالية أن الفئات المنضوية تحت هذا السوق من المضاربين والسماسرة لا يهتمهم سوى الاستثمار المالي أو المضاربي ولا علاقة لهم بالاستثمار الحقيقي؛ حيث أن اهتمامهم منصب على الحصول بالأرباح

(1) ينظر: سيف الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، ص 69.

الرأسمالية التي هي عبارة عن الفروق السعرية بين البيع وسعر الشراء، وهذه الحركة المضاربية تتم يعيدا عن أسهم شركات المساهمة وعن أوضاعها ومراكزها المالية لانعدام العلاقة وضعف الانتماء بين المضاربين وبين تلك الشركات، وبدلا من الاعتماد على التحليل الحقيقي (التحليل الأساسي *Fundamental analysis*) الذي ينطلق على تحليل المراكز المالية الحقيقية لشركات المساهمة يعتمد السماسرة والمضاربون على التحليل الفني (*analysis Technical*) الذي ينطلق من دراسة تاريخ السهم والاتجاه الماضي للسعر وكميات التداول بالإضافة إلى دراسة سيكولوجية المتعاملين في مراقبة تقلبات أسعار البورصة المالية

6-1 أضرار المضاربة على الكفاءة المالية

يتم تأسيس سوق الأوراق المالية علي مرحلتين ؛ مرحلة السوق الأولية والتي يتم من خلالها إصدار الأسهم وبيعها للمستثمرين عند تأسيس شركات المساهمة، وهذه المرحلة تعتبر مهمة إذ بدونها لا يمكن تأسيس السوق الثانوية التي هي بورصة الأوراق المالية، وغالبا ما تقوم السوق بدور كبير في تعبئة المدخرات وتجميعها وتوجيهها نحو المجالات الإنتاجية في القطاعات الاقتصادية المتنوعة مما يساهم في تشغيل الموارد الاقتصادية والبشرية ويؤدي إلى تقديم مزيد من السلع والخدمات، ولكن تحصل الإشكالية الكبيرة في المرحلة الثانية من سوق الأوراق المالية في السوق الثانوية لانحرافها من الهدف الذي أنشأ لأجله؛ فالهدف من إنشاء السوق الثانوية هو مساعدة السوق الأولية والقيام بدور مهم بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في السوق الثانوية تعد مرشدا لهذه الوحدات عند تسعير الأوراق الجديدة في السوق الأولية، كما أن وجود سوق ثانوية نشطة يشجع الأفراد على شراء الأوراق المالية الجديدة من السوق الأولية؛ وذلك حتى يتمكن حاملي هذه الأوراق بيعها مرة أخرى عند الحاجة إلى السيولة، ويتضح من هذا علاقة السوق الأولية بالسوق الثانوية، فلولا السوق الثانوية لما وجد السوق الأولية والعكس صحيح لأن المستثمرون لا يقبلون على شراء الأدوات المالية من الأسهم وغيرها من الأوراق المالية من السوق الأولية ومن السوق الثانوية ما لم يكن هناك سوق يمكن اللجوء إليه لتسييل هذه المالية عند الضرورة أو الحاجة إليها⁽¹⁾.

(1) ينظر: خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص44.

ومما يؤسف منه أن سوق الأوراق المالية وخاصة الثانوية منها انحرفت كثيرا عن هذا الهدف الذي أنشأ لأجله بسبب المضاربات المالية؛ حيث أن النسبة الكبيرة منهم لا يشترون الأدوات المالية لأجل الاستثمار والحصول على توزيعات الأرباح من شركات المساهمة في مدى الطويل بل حتى في المدى القصير، كما لا يتحرون عن الوضع أو المركز المالي لشركات الأسهم المصدرة لتلك الأسهم وإنما يبنون قراراتهم في بيع وشراء الورقة المالية بناء على المعلومات السابقة لأسعار تلك الأوراق وعلى الإشاعات التي يكون مصدرها من الوسطاء والسماسرة الذي يستهدفون من تلك الإشاعات رفع بعض الأسهم وخفض بعض الآخر ليقعوا المضاربين غير المحترفين في الفخ؛ حيث أن ما أن سيربح هؤلاء السماسرة هو ما يخسره صغار المستثمرين غير المحترفين، وهذا مما يؤدي إلى انفصام العلاقة بين القيمة السوقية للأوراق المالية وبين قيمتها الحقيقية، وبقدر البعد بين هذين القيمتين تبتعد السوق المالية عن الكفاءة مما ينعكس سلبا على أداء هذه السوق وعلى الاقتصاد بشكل عام.

وفيما يلي نورد بعض أضرار المضاربة المالية على كفاءة السوق المالية: (الساعاتي ص 28)

- 1- يترتب من التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم في السوق المالية الناتجة عن المضاربات غير المبررة اقتصاديا يترتب منه تقلبات كبيرة في الحاجة إلى السيولة مما يؤدي إلى الاختلال بين عرض النقود والطلب عليها مما يستوجب تدخل السلطات النقدية لحماية السوق المالية من الانهيار.
- 2- ينتج من تقلبات أسعار الأسهم الناتجة عن المضاربات سوء توزيع الموارد المالية حيث تنتقل من صغار المستثمرين إلى كبار المضاربين المحترفين مما يؤدي إلى خروج صغار المضاربين من السوق و ينعكس سلبا في كفاءة السوق المالية
- 3- إن عدم الاستقرار في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى عدم استقرار المؤسسات المالية التي تتعامل في هذا السوق بشكل مباشر أو غير مباشر بسبب الارتباط الوثيق بين هذه المؤسسات وبين السوق المالية.
- 4- التخبط العشوائي لسلوك أسعار الأسهم والذي ينتج من مضاربات محمومة من قبل المضاربين الصغار الذين ليس لديهم الخبرة والمعلومات الكافية بجانب سلوك غير أخلاقي من قبل سماسرة السوق؛ هذا كله يؤدي إلى

تداول سريع مصطنع للأسهم وارتفاع في الأسعار مما يترتب منه تضليل حملة الأسهم الذين لا يتمكنون التمييز بين الارتفاع الناتج عن نمو أصول الشركة والارتفاع الناتج عن المضاربات الوهمية عن سعر الأسهم.

2-6 صور المضاربة وآثارها السلبية على كفاءة سوق الأوراق المالية

1- البيع على المكشوف (البيع القصير)

يعرف البيع على المكشوف بأنه: "بيع أوراق مالية لا يملكها عند إتمام عملية البيع ومن ثم يتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مالية مقترضة من وكيله"⁽¹⁾، كما عرف بأنها: "عمليات بيع أوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد الصفقة"⁽²⁾، ويتم تسليم الأوراق المالية عندما يحين موعد التسليم باقتراضها من السماسرة والوسطاء، ولهذا فإن أحد الباحثين أطلق عليها "عمليات بيع الممتلكات المستعارة"⁽³⁾.

والأصل في بورصات الأوراق المالية أن تشتري الورقة أولاً ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة إلى أن ترفع قيمتها السوقية فيما بعد ويحقق الأرباح من جراء ذلك، غير أن هناك نمطا آخر من المعاملات يقوم بها المضاربون، وفيه تباع الورقة أولاً، ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وكما يظهر فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة⁽⁴⁾.

فإذا تحققت توقعات هذا المستثمر وانخفضت أسعار أوراق الشركات باع أسهمها في المكشوف فيشتري ويكون قد كسب الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وفي المقابل إذا لم تنخفض أسعار هذه الأسهم فسوف يخسر بمقدار الارتفاع.

الحكم الشرعي لعمليات البيع على المكشوف

من الجلي أن هذا البيع بالشكل السابق محرم شرعا لأمرين:

(1) انظر: مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ص 743.

(2) أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 432.

(3) نفس المرجع السابق، ص 432.

(4) منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 119.

الأول: أنه متضمن على قرض بفائدة لأن السمسار أو غيره يقرض البائع تلك الأسهم، ويستحق التوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة فيما استحققت تلك التوزيعات قبل سداد قيمة القرض.

الثاني: أن السمسار المقرض يشترط على البائع الاحتفاظ بقيمة الأسهم المبيعة للانتفاع بها واستثمارها حتى سداد القرض، وصورة ذلك أقرضني أقرضك، فالسمسار أو غيره من المقرضين يقرض البائع هذه الأسهم على أن يسلفه البائع قيمتها، وهذا محرم شرعا⁽¹⁾.

وبناء على هذا فإن البيع على المكشوف يعتبر من البيوع الباتة في سوق الأوراق المالية والتي لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا تمليك الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ولا يكون الهدف من هذا البيع الحصول على السلعة أو على الثمن وإنما لقبض فروق الأسعار، وهذا العقد غير جائز عند الفقهاء المعاصرين لأنه يشتمل على بيع الإنسان ما ليس عنده، ويمارس هو المضارب الذي يكون هدفه كسب فروق الأسعار فقط.

يعد البيع على المكشوف الذي بموجبه يقوم المضارب: من ابرز صور المضاربة التي تبعد عن كفاءة السوق المالية، حيث يؤدي إلى سرعة دوران الأسهم وتنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وذلك أن النظام النقدي المعاصر الذي يسيطر عليه الرأس المال الغربي جعل من العسير جدا الفصل بين الاستثمار بالمعنى الإنتاجي الحقيقي والاستثمار بالمعنى المال.

2- المشتقات المالية (derivatives)

تجدر الإشارة أن تطور الأسواق المالية وتطور أدواتها المالية يؤدي بشكل ديناميكي بابتعادها عن واقع السوق الحقيقي، وهذا يظهر بشكل جلي من خلال إلقاء نظرة سريعة في نشأة وتطور الأسواق المالية؛ حيث بدأت أول ما بدأت هذه الأسواق بأسواق السلع، ثم بأسواق الأوراق المالية التي تم إنشائها لخدمة سوق السلع المتمثل في شركات المساهمة لسهولة الدخول والخروج لعضوية هذه الشركات وتوفير التمويل لتلك الشركات التي تدير دفعة الاقتصاد الوطني، وكذلك توفير السيولة للمستثمرين الذين يرغبون بيع حصتهم من تلك الشركات، ولكن السوق المالية انحرفت من هذا الدور التمويلي والاستثماري

(1) يوسف الشبلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، 300/2.

بسبب المضاربات التي لا يهمننا وضع المالي لشركات الأسهم وإنما همها الوحيد من عمليات البيع قبض فروق الأسعار والحصول على الأرباح الرأسمالية في المدى القصير، والمضاربات المالية في الأوراق المالية في الأسواق الحاضرة كانت الانحراف الأول الذي كان له أثار سلبية في كفاءة هذه الأسواق.

ولكن الانحراف لم يتوقف عند هذا الحد؛ حيث انتقلت المضاربات المالية من الأسواق المالية الحاضرة إلى المراهنة في أسواق المشتقات المالية التي تمارس في الأسواق الآجلة والمستقبلية والتي تعرف بأنها " اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشراء على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لا حق"، أو " عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك التزاما بأن يبيع أو يشتري أصلا بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذه فترة سريانه"⁽¹⁾.

المشتقات تكون في البيوع المستقبلية أو الآجلة وهي تلك التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، ويكون الغرض الأساسي من هذه العقود المستقبلية الحصول على ربح يأخذه المضارب يتمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقد به العملية وبين السعر في يوم التصفية⁽²⁾.

المشتقات عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية ومن أشهر صورها المستقبليات (futures) والاختيارات (options) والمبادلات (swaps) من الناحية النظرية، ويتم تبادل المخاطر بحيث تنقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على احتمالها. يعتبر المشتقات في الوقت نفسه من أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية، حيث تتفق معظم المتخصصين من الاقتصاديين والماليين والقانونيين أن المشتقات بطبيعتها مبادلة صفرية، حيث ما يربحه أحد الطرفين ما يخسره الطرف الآخر، ولهذا السبب فإن المشتقات لا تعد مبادلة حقيقية لأنها لا يراد بها نقل ملكية الأصل محل الاشتقاق، بل يقتصر الأمر في الأغلب الأعم على تسويقية فروقات الأسعار عند نهاية العقد، ومصداقا لهذا الكلام فإن 99% من العقود في سوق المستقبليات يتم تسويتها قبل حلول الأجل، وعلى

(1) انظر: نفس المرجع السابق، ص

(2) سمير رضوان، سوق الأوراق المالية، ص428.

هذا تعرف هيئة الخدمات المالية في بريطانيا المشتقات بأنها " عقود على الفروقات (contracts for differences).⁽¹⁾

ومن الأهمية بمكان بهذا الصدد التنبيه في الفرق بين البيوع الآجلة المستخدمة في المشتغلين في أعمال البورصات وأسواق الأوراق المالية والبيع الآجل المستخدم في الأوساط الفقيهة، إذ بينهما بون شاسع، ففي البيع الأول يتأجل الثمن والمثمن ولا يترتب عليه تسليم ولا تسلم، كما لا يترتب عليه كذلك تمليك حقيقي ولا تملك، بينما في البيع إلى أجل يكون التأجيل على الثمن دون المثمن⁽²⁾.

ويعتبر المشتقات المالية من أبرز الأدوات المالية التي أضرت بالأسواق المالية العالمية وساهمت بشكل كبير في إضعاف كفاءتها المالية التي يستخدم في إدارة المخاطر، حيث أن المشتقات ساهمت بشكل كبير في تحويل السوق المالية من سوق استثمارية تقوم بدور الوساطة المالية من خلال الأدوات المالية التقليدية – الأسهم والسندات- إلى سوق تعتمد على القمار والمراهنة فبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأدوات المالية التقليدية.

يستخدم المشتقات في إدارة المخاطر ويعرض تقليل مخاطر الاستثمار، ولكن في الغالب تؤدي إلى زيارة المخاطر – صحيح قد يترتب من خلالها جنى بعض الأرباح لبعض الأفراد ولفترات محدودة – وعلى مستوى السوق المالية الكلية فإن آثارها مدمرة، ويؤكد على ذلك الدور الذي لعبته المشتقات في انهيار الأسواق المالية في أمريكا بشكل خاص وفي الأسواق المالية العالمية بشكل عام؛ حيث تشير النتائج التي توصل لها المنظمون ومحللو وول ستريت والأكاديميون والذين قضوا آلاف الساعات بغرض الكشف عن دور المشتقات في انهيار السوق المالية في عامي 1987، 1989م، وكانت تلك الدراسات التي توصلوا لها تؤكد على أن المشتقات متمثلة في أسواق العقود المستقبلية والاختيارات قد لعبت دوراً مدمراً في إحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق

(1) سامي السويلم، التحوط، ص 30

(2) المرجع السابق، ص 427.

المالية العالمية في 19 أكتوبر والذي كان أشد سوءاً من أحداث الانهيار الذي اجتاحت هذه الأسواق في عام 1929م⁽¹⁾.

يري بعض الاقتصاديين أن المشتقات المالية أدوات فعالة لتبادل المخاطر بصورة كفؤة من ثم تسهم في رفع الإنتاجية وتعزيز مستوى الرفاه الاقتصادي، ويتبنى هذا الموقف الذين يؤمنون بكفاءة السوق المالية؛ حيث أن يتراضى عليه الأطراف الاقتصادية يتحقق عليه مصلحة السوق الكمية.

وفي مقابل ذلك يقف عدد من أبرز الاقتصاديين موقف الناقد المشكك من آثار المجازفات في الأداء الاقتصادي، ومن أوائل هؤلاء كينز الذي ينتقد بشدة دور المجازفين في أسواق رأس المال ويقول: "قد لا يكون للمجازفين ضرر إذا كانوا مجرد فقاعة على تيار النشاط الاقتصادي، لكن الوضع يختلف إذا كان إذا أصبح النشاط الاقتصادي هو نفسه مجرد فقاعة على دوامة المجازفات المالية، وذلك عندما يصبح بناء رأس المال في البلاد نتيجة جانبية لعمل الكازينو، فإن المهمة حربية بالإخفاق"⁽²⁾.

ومن بين هؤلاء ينتقدون المشتقات بشدة الاقتصادي الشهير "بيتر داکر Peter drucker" الذي يؤكد: "أن أهم الأدوات التي قدمها الفكر المالي الحديث خلال السنوات الثلاثين الماضية كانت في الغالب المشتقات المالية التي زعموا أنها علمية، ولكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في لاس فيجاس ومونت كارلو"⁽³⁾.

وعلى نفس المنوال في نقد الآثار التدميرية للمشتقات المالية وبعد سبعين سنة من كينز يؤكد موريس آليه الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد بأن المشتقات أشبه ما تكون بكازينوهات قمار ضخمة"⁽⁴⁾.

التكليف الشرعي للمشتقات المالية

المشتقات المالية المتعامل بها اليوم في الأسواق المالية تنطوي على جل المخالفات الشرعية في المعاملات المالية من ربا البيوع إلى ربا الدين إلى بيع غير المملوك أو المقبوض لصاحبة إلى بيع ما ليس بمال أصلاً، إلى بيع المحرم، إلى بيع الغرر، وانتهاءً بالقمار، بالتالي تكون المشتقات قد جمعت

(1) انظر: سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ص

(2) انظر: سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ص38.

(3) انظر: سمير رضوان، المشتقات المالية

(4) انظر: سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ص38.

أمهات البيوع المحرمة والعقود المنهي عنها، وعليه فإنها محرمة بالأدلة الشرعية المحرمة بالعقود المنهي عنها⁽¹⁾.

وقد صدر قرار في المجمع الفقهي الدولي في دورته بتحريم أدوات التحوط التي يقوم أغلبها على الربا والمعاوضة على الالتزام. والتي من أبرزها المشتقات (DERIVATIVES) والتي تشمل على: المستقبلات (Futures) والاختيارات (Options)، وعمليات المبادلة المؤقتة (Swaps)⁽²⁾.

7- أثر المضاربة في كفاءة سوق الأسهم السعودي

يرجع تأسيس السوق المالية السعودية في بداية عقد الثمانينات عندما صدر الأمر الملكي (1993) بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للأشراف على سوق الأسهم⁽³⁾.

وفي عام 1990م تم تطبيق أول نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة، المعروف بـ ESIS، وفي أكتوبر من عام 2001م تم إطلاق نظام تداول الذي أحدث نقلة نوعية وذلك بإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة لنظام التداول.

وفي عام 2003 صدر "نظام السوق المالية"⁽⁴⁾ بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي يهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالسعودية على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية. وقد وقر النظام لأول مرة مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق توضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من

(1) انظر: عبدالعظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة ملك عبدالعزيز، مجلد 27، عدد 3، 1435، ص 25.

(2) انظر: قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 224/ (8/23) بشأن التحوط بالمعاملات المالية، الدورة الثالثة والعشرين المنعقدة بالمدينة المنورة بتاريخ 19-23 صفر 1440هـ.

ياسين عبدالرحمن الجفري، الاستثمار بالأسهم في السعودية، دار المنهاج، جده، (3) 1417هـ، ص 13.

(موقع هيئة سوق المال السعودية، تداول) (www.tadawul.com47)

خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات تتمثل فيما يلي:

- 1) هيئة السوق المالية.
- 2) السوق المالية (سوق الأوراق المالية).
- 3) مركز إيداع الأوراق المالية.
- 4) لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- 5) لجنة الاستئناف.

1-7 تطور حجم وأداء سوق الأسهم السعودي

حجم وأداء السوق المالية في السعودية كان ضعيفا في الفترة التي سبقت تأسيس هيئة السوق المالية؛ حيث أنها كانت في هذه المرحلة كانت ملحقة في السوق النقدية وبإشراف من مؤسسة النقد العربي السعودي (البنك المركزي)، وكان عدد المتعاملين في التداولات اليومية في سوق الأسهم السعودي لا يتجاوز في هذه المرحلة من 50 ألف متعامل.

ولكن بعد أن استقل سوق الأسهم من السوق النقدية نما نموا كبيرا وصعد بشكل صاروخي، فقد قفز عدد المتعاملين من 50 ألفا في عام 2001 إلى أكثر من ثلاثة ملايين في عام 2005م⁽¹⁾.

2-7 انهيار سوق الأسهم السعودي بسبب المضاربات المالية

بعد تأسيس سوق الأسهم بشكل فعلي من خلال تأسيس هيئة السوق المالية وإصدار نظام السوق المالية دخل السوق مرحلة جديدة من الانتعاش والنمو؛ سواء من حيث زيادة عدد شركات المساهمة المدرجة في السوق والتي من 70 شركة إلى 83 شركة في فترة وجيزة ومن حيث رؤوس الأموال ومن حيث عدد المتعاملين، فقد بلغ عدد المستثمرين في سوق الأسهم حتى نهاية عام 2002م نحو خمسين ألف مستثمر تقريبا يحتفظون بحسابات في النظام الآلي للتداول، إلا أن المرحلة الفاصلة في تحول السوق من سوق تقليدية محدودة من حيث عدد المتعاملين ومن حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة كانت في عام 2003 عند اكتتاب شركة الاتصالات السعودية والتي تعتبر نقطة تحول في

سهل كرم، طرح الشركات المملوكة للحكومة يسهم في تهدئة سوق الأسهم، "الاقتصادية (4) بتاريخ 1427/1/4

تاريخ السوق حيث اجتذب في عام واحد خمسة أضعاف العدد الذي اجتذبه السوق خلال العشر السنوات الماضية، فقد تم افتتاح محافظ وصناديق استثمارية للمكتبتين في أسهم الشركات الجديدة المدرجة في السوق والكثير من هؤلاء استهوتهم المضاربات الاستثمارية في السوق التي كانت تسجل قفزات كبيرة، وقد شجع هؤلاء المستثمرين في المضاربة برامج التمويل التي توسعت فيها بعض البنوك حيث يستطيع الموظف الحصول على قرض للاستثمار في الأسهم يسدده بالتقسيم من راتبه الشهري وإذا حالفه الحظ أو أصاب في تقديره فبإمكانه أن يسدد هذا القرض من الأرباح المحققة.

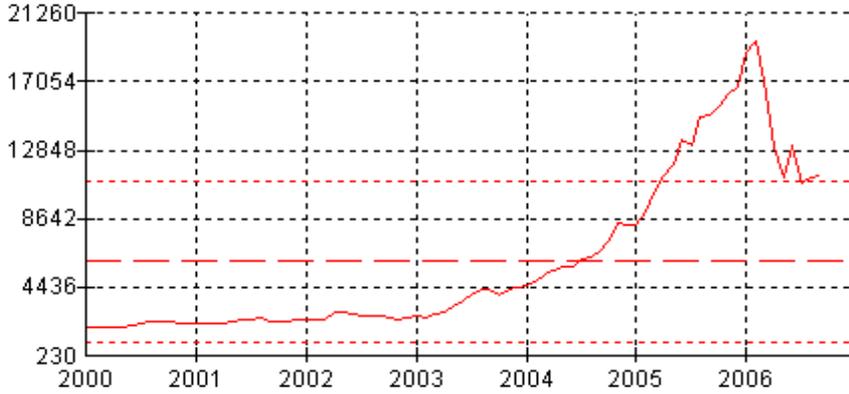
الاكتتابات الأولية لبعض الشركات الجديدة في سوق الأسهم السعودي

الشركة	قيمة الأسهم المطروحة للاكتتاب (بليون ريال)	عدد المشتركين	عدد مرات التغطية	سعر الاكتتاب	أداء السهم بعد شهر من إدراجه
الاتصالات السعودية	10,2	912,000	4	170	20%
الصحراء	0,3	523,000	125	50	255%
اتحاد الاتصالات	1,0	4,277,000	51	50	650%
التعاونية للتأمين	1,4	8,8,000	12	205	85%
بنك البلاد	1,5	8,700,000	5	50	1378%
سدافكو	0,5	1,040,000	6,5	260	127%
المراعي	2,3	1,700,345	4	512	68%
ينساب	2,0	8,900,000	2,9	50	لم يدرج
الدريس	0,2	1,295,000	11,3	185	لم يدرج

المصدر: مصدر بخيت للاستشارات المالية: WWW.BFASAUDI.COM كما

في 31 يناير 2006

هذه الشركات التي تم استحداثها في فترة انتعاش سوق الأسهم السعودي، وقد ترتب منها أن اكتظت السوق بعدد كبير من المضاربين الذين يتعاملون بشكل يومي، ويتزاحمون في صالات التداول في البنوك، وبالتأكيد فإن هؤلاء يشكلون قوة شرائية كبيرة، وفي المقابل ترتب منها تضخم أسعار الأسهم مما جعلها تبتعد عن السعر العادل؛ مما أدى إلى تراجع تلك الأسعار وانهيار السوق



المصدر: مركز بخيت للاستشارات المالية: WWW.BFASAUDI.COM

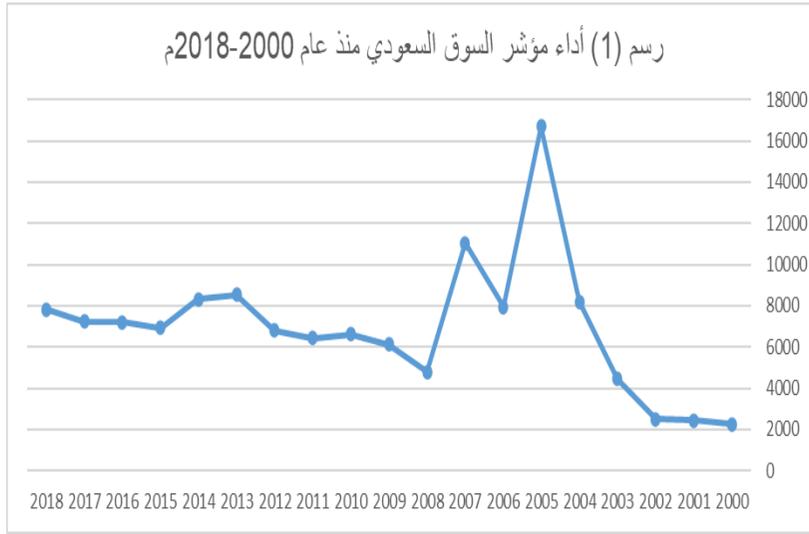
ويتضح من الرسم البياني السابق مدى تأثير هذه المضاربات على المؤشر العام للأسهم السعودية، حيث نلاحظ أن قيمة المؤشر تتراوح بين المئات وعشرات الآلاف فقد كانت قيمة هذا المؤشر في عام 2000م في حدود 1000 نقطة في حين تجاوز في بداية عام 2006 عن عشرين ألف نقطة، ثم فجأة وبدون مقدمات انخفض المؤشر ما يقارب إلى النصف في خلال أيام معدودة.

جدول (2)

أداء مؤشر السوق السعودي في الفترة 2000-2018

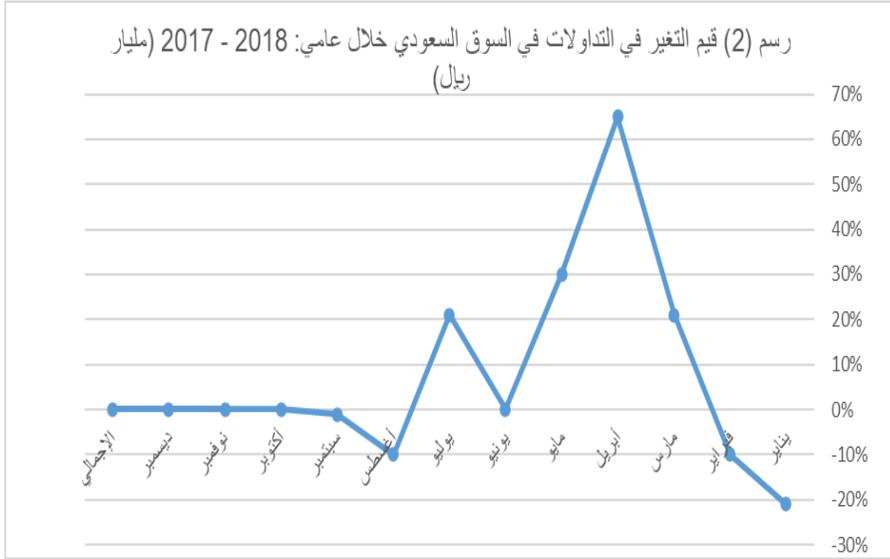
إغلاق العام	المؤشر العام (نقطة)	التغير (نقاط)	التغير (%)
2000	2258	229	11%
2001	2430	172	+ 8 %
2002	2518	88	+ 4 %
2003	4438	1920	76%
2004	8206	3768	85%
2005	16713	8507	104%
2006	7933	-8780	-53%
2007	11039	3106	39%
2008	4803	-6236	-56%
2009	6122	1319	27%
2010	6621	499	8%
2011	6418	-203	-3%
2012	6801	383	6%
2013	8536	1735	26%
2014	8333	-203	-2%
2015	6912	-1421	-17%
2016	7210	298	4%
2017	7226	16	0.20%
2018	7827	601	8%

المصدر: موقع <https://www.argaam.com>

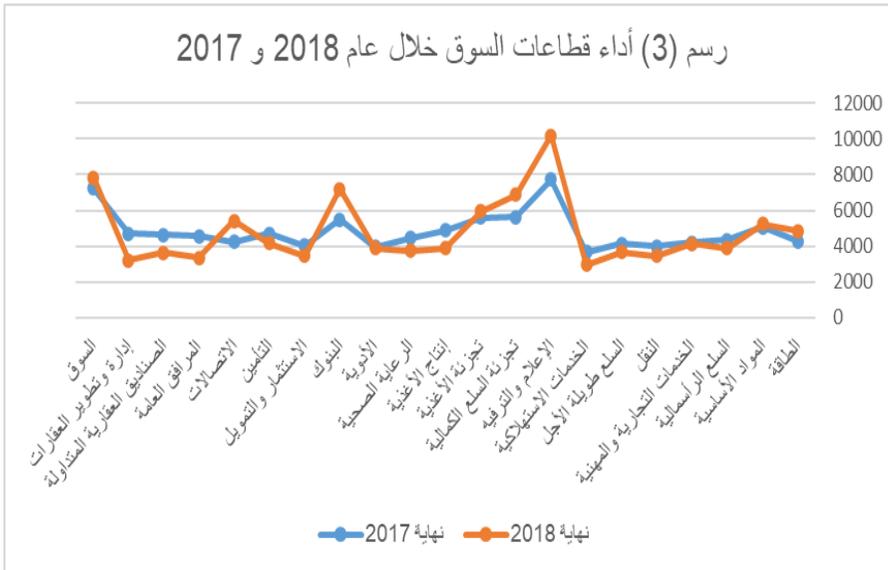


المصدر: مستخرج من الجدول رقم (2)

ويتضح من الرسم البياني الجدول (2) السابق مدى تأثير هذه المضاربات على المؤشر العام للأسهم السعودية، حيث نلاحظ أن قيمة المؤشر تتراوح بين المئات وعشرات الآلاف فقد كانت قيمة هذا المؤشر في عام 2000م في حدود 1000 نقطة في حين تجاوز في بداية عام 2006 عن عشرين ألف نقطة، ثم فجأة وبدون مقدمات انخفض المؤشر ما يقارب إلى النصف في خلال أيام معدودة.



المصدر: مستخرج من موقع <https://www.argaam.com/>



المصدر: مستخرج من موقع <https://www.argaam.com/>

3-7 الالتفاف والتحايل على أنظمة السوق المالية

تقوم الهيئات التي تقوم بالأشراف على أسواق رأس المال بإصدار مجموعة من الأنظمة واللوائح لتنظيم السوق المالية وتطويرها ولتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية، وذلك لحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والتي تنطوي على الاحتيال والغش والتدليس والتلاعب من خلال حجب المعلومات الصحيحة، ونشر معلومات ونشر الإشاعات ومعلومات غير صحيحة عن السوق المالية وعن الأوضاع المالية لشركات المساهمة مما ينعكس سلباً على أسعار الأسهم. وفيما يلي نورد بعض الممارسات والسلوكيات الخاطئة للالتفاف على أنظمة سوق الأسهم السعودي حسب ما جاء في المادة التاسعة والأربعين من نظام السوق المالية السعودي⁽¹⁾:

1- التأثير في سعر الافتتاح

هذا التأثير من خلال إدخال المستثمر أوامر للشراء أو للبيع قبل افتتاح السوق المالية مع عدم وجود نية للتنفيذ، ثم بعد ذلك يقوم بإلغاء الأمر قبيل افتتاح السوق؛ وذلك بهدف التأثير في سعر الافتتاح بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا السلوك يهدف إلى رفع أو خفض أسعار الأسهم عند الافتتاح إلى مستوى سعري مصطنع مما يعكس إلى معلومات خاطئة عن أداء الأسهم، حيث أنه يدفع المستثمرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتيجة تلك الأوامر التي يكون منها تضليل قرارات المستثمرين، ومن ثم التأثير على كفاءة السوق المالية.

2- التأثير في سعر الإغلاق

وذلك من خلال قيام المستثمر بشراء أو بيع كمية من الأسهم في آخر خمس عشرة دقيقة من جلسة التداول من خلال إدخال أمر أوز أوامر شراء أو بيع بأسعار متزايدة أو متناقصة؛ وذلك بهدف التأثير في سعر السهم بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا مما يعكس معلومات خاطئة عن أداء الأسهم مما يدفع المستثمرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة.

(¹) انظر: قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 224 / (8/23) بشأن التحوط بالمعاملات المالية، الدورة الثالثة والعشرين المنعقدة بالمدينة المنورة بتاريخ 19-23 صفر 1440هـ.

3- رفع أسعار الأسهم ومن ثم القيام بالبيع

ومن الممارسات الخاطئة التي تهدف إلى الالتفاف على أنظمة السوق المالية ومن ثم التأثير على تأثير القيمة العادلة لأسعار الأسهم ما يقوم به بعض المستثمرين بإدخال أمر الشراء بأسعار متزايدة بهدف رفع القيمة السوقية إلى مستويات مصطنعة مما يوهم المستثمرين أن هناك طلبا متزايدا على تلك الأسهم؛ مما يقودهم إلى اتخاذ قرارات استثمارات خاطئة يستغل منها المضارب المتلاعب من خلال بيع أسهمه لكي يستفيد من ارتفاع تلك الأسهم بالشراء

4- خفض سعر السهم من ثم القيام بالشراء

وهناك حالة تكون عكس الحالة السابقة حيث يقوم المضاربون بخفض سعر السهم من ثم القيام بالبيع؛ من خلال إدخال أمر أو أوامر بيع بأسعار متناقصة بهدف خفض أسعار تلك الأسهم إلى مستوي سعري مصطنع مما يوهم المستثمرين أن هناك عرضا متزايدا على تلك الأسهم، وبالتالي يقودهم إلى اتخاذ قرارات خاطئة كالبيع بخسارة، ثم يقوم المضارب المتلاعب بالشراء للاستفادة من الانخفاض في أسعار تلك الأسهم.

5- نشر الإشاعات المضللة

يعتبر نشر الإشاعات المضللة من أبرز العوامل التي تؤثر سلبا على كفاءة السوق المالية، وذلك مثل أن يقوم شخص بشراء أسهم شركة معينة ثم يقوم بنشر خبر إيجابي كان يزعم بارتفاع كبير في أرباح الشركة أو دخول مستثمرين استراتيجيين في الشركة، أو أن الشركة تستحوذ على شركة أخرى، وذلك من خلال وسائل التواصل الاجتماعي، مما يؤدي إلى إعطاء انطباع كاذب ومضلل لدي المستثمرين بأن سعر السهم سيرتفع فيتخذون قرارات استثمارية خاطئة تساهم في رفع السهم، ومن ثم يقوم بالبيع ليجنى على الأرباح التي هي عبارة عما يخسره الآخرون.

الحكم الشرعي للتحايل على أنظمة السوق المالية

من حق ولي الأمر القيام بترتيب الأسواق المالية وإصدار لوائح تنظيمية لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ يراعي فيها تحقيق المصلحة العامة للمجتمع، ولتحقيق هذه المصلحة نجد أن المادة الخامسة في نظام السوق المالية السعودي ينص على أن الهيئة (هيئة السوق المالية) هي الجهة المسؤولة عن

إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات، ولتطبيق تلك القواعد ينص هذا النظام على ما يلي⁽¹⁾:

- 1- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
 - 2- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
 - 3- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
 - 4- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليم، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب.
 - 5- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
 - 6- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- وبناء على ذلك فإنه يجوز شرعا مخالفة هذه الأنظمة والتحايل عليها، ومن جهة أخرى فإن المقصود معبرة في الأوراق المالية أو خفضها للتكسب من ورائها، فإن هذا يعد عملا محرما، كما أن الأرباح المكتسب منها تعد مالا حراما.

(1) انظر: نظام السوق المالية السعودي، الفصل الثاني، المادة الخامسة، تم نشر هذا النظام بتاريخ 1424/7/1هـ في جريدة أم القرى الرسمية في السعودية، العدد: 3956.

الخاتمة

أولاً: النتائج :

- 1- تقوم أسواق الرأس المال دورا مهما في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال تجميع وتعبئة المدخرات لشركات المساهمة، ومن ثم توجيه تلك المدخرات في إقامة المشروعات المختلفة وتشغيل الأيدي العاملة.
- 2- انحرفت السوق الثانوية (البورصة المالية) عن الوظائف التي تأسست لأجلها من توفير السيولة للمستثمرين ولشركات المساهمة؛ وذلك بسبب المضاربين الذين استخدموا السوق المالية مجالا لتكسب السريع والحصول على فروق الأسعار.
- 3- المضاربات المالية تعتبر سبب رئيس في عدم تمتع سوق الأوراق المالية بالكفاءة المالية نظرا للممارسات الخاطئة والتي من أبرزها احتكار المعلومات من قبل المضاربين الكبار والسامسة، وكذلك من خلال نشر الأخبار الكاذبة عن أداء وأسهم شركات المساهمة.
- 4- بسبب المضاربات المالية الوهمية تتعرض الأسواق المالية بخسائر وأزمات مالية على المستوى المحلية والإقليمي والعالمي مما جعلها شبيهة بنوادي القمار والكاзиноهات.

ثانياً: التوصيات:

- 1- ينبغي للجهات المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تصدر أنظمة أكثر صرامة للحد من المضاربات الوهمية حتى تقوم هذه الأسواق بالوظائف التي أسس من أجلها.
- 2- حتى تقوم سوق الأوراق المالية بوظيفتها كما ينبغي، وللمحد من المضاربات الوهمية يجب تطبيق الأحكام الشرعية من منع الغرر والربا والغش والاحتيال وغيرها في معاملات الأسواق المالية.

قائمة المراجع:

- 1- خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة والنظم الوضعية، مكتبة الرشد، الرياض، 2006
- 2- منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- 3- طارق عبدالعال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
- 4- منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية
- 5- عبدالغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003م.
- 6- سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996
- 7- سمير رضوان، المشتقات المالية
- 8- درويد كامل، الأسواق المالية والنقدية
- 9- هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 10- لسان العرب، جمال الدين، محمد بن مكرم ابن منظور المصري، دار صادر، بيروت، المجلد الخامس
- 11- معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء، د. نزيه حماد، المعهد العالمي للفكر الإسلامي
- 12- المبسوط، السرخسي، شمس الدين أبو بكر محمد بن أبي سهل، تحقيق: خليل محيي الدين الميس، دار الفكر، بيروت، لبنان
- 13- : إعلام الموقعين عن رب العالمين، ابن القيم، محمد بن أبي بكر أيوب، تحقيق: طه عبدالرؤوف، الدار الجيل، بيروت
- 14- الموطأ،
- 15- الفتاوى الكبرى، ابن تيمية، دار الكتب العلمية، بيروت، المجلد الرابع، كتاب البيوع
- 16- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمؤسسات الإسلامية،

- 17- سيف الدين تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة ملك العزيز بجدة، مجلد 3، عدد 1، 1985
- 18- أبو زيد، الشركات التجارية في القانون المصري
- 19- : محمد عيد القرني، نحو سوق إسلامية من مجلة ودراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، العدد الأول.
- 20- : أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دله البركة،
- 21- مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في أسواق الأوراق المالية، دار كنوز أشبيليا، 2005.
- 22- عبدالرحيم الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة تحليل شرعي واقتصادي، مجلة جامعة ملك عبدالعزيز "الاقتصاد الإسلامي"، مجلد 20، العدد 1، السعودية، 2007.
- 23- محمد إبراهيم السحبياني، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، المجلة العلمية للبحوث والدارسات التجارية، مصر، 2008.
- 24- أحمد العازمي، المضاربة الوهمية في الأسواق المالية؛ أحكامها وأثارها، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، مصر، 2014م.
- 25- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة علمية دكتوراه في الاقتصاد، من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة منتوري، قسطينية، الجزائر، 2010م.
- 26- يوسف مسعدواي، كفاءة أسواق المال العربية، دراسة تحليلية لتجربة كلا من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، العراق، 2014.
- 27- يوسف الشبلي، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي
- 28- سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007.

- 29- عبدالعظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة ملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 27، عدد 3، جدة، 2014.
- 30- ياسين عبدالرحمن الجفري، الاستثمار بالأسهم في السعودية، دار المنهاج، جدة، 1417هـ.
- 31- قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 224/23/8 بشأن التحوط بالمعاملات المالية، الدورة الثالثة والعشرون بالمدنية المنورة، 19-23 صفر 1440هـ.
- 32- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، نشر هذا النظام بتاريخ 1424/7/1هـ في جريدة أم القرى الرسمية في السعودية، العدد: 3956.
- 33- موقع هيئة سوق المال السعودية، تداول (www.tadawul.com)
- 34- مركز بخت للاستشارات المالية: WWW.BFASAUDI.COM