

الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي لغرداية



"الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل"

(غرداية، الجمهورية الجزائرية، 23-24 فيفري 2011)

مداخلة بعنوان:

سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية و التقليدية

- دراسة قياسية و مقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997 - 2010 -

The behavior of return of shares and the risk in the Islamic and traditional capital markets

- Econometric and comparative study between Malaysia and Tal Aviv stock exchanges during the period 2007/2010 -

من إعداد :

علي بن الضب*

أستاذ مساعد بالمركز الجامعي لعين تموشنت

ف. بن ناصر**

أستاذة مساعدة بجامعة فرحات عباس بسطيف

* Mr. Ali BENDOUB, Institute of Economic Sciences and Business & Management Sciences, University Center of AinTemouchent, 46000, Algeria Tel: 213 666 127 480

email: alibendoob@gmail.com

**M^{elle}. F. BENNACEUR, Institute of Economic Sciences and Management Sciences, University of FarhetAbbesseSetif, 19000, Algeria Tel/Fax: /

email: fatma03.2007@yahoo.fr

1. مقدمة

لقتنا الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء في السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً نظراً للدور الهام الذي تؤديه في النشاط الاقتصادي، فأصبحت جل الموارد المالية في الاقتصاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الموجه الرئيس للموارد و تخصيصها، مما يطرح عدة إشكاليات حول كفاءة هذه الأسواق في تخصيصها للموارد والتأكد من أنشطتها لتتزم بالمعايير والضوابط الشرعية، فإن لم تكن كذلك فإنها قد تتحول إلى مجال للكسب الحرام ومركز لتدمير الثروة. ففي ظل الاهتمام بالصناعة المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية يبقى التساؤل مطروحاً في ظل العولمة المالية عن العلاقة بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛ وهو ما حاولت أن تناقشه هذه الدراسة.

يهدف البحث إلى الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى اختلاف سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية، وإلى أي مدى توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومردودياتها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد هناك أثر للرافعة المالية في مردوديات الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد اختلاف في درجة التأثير؟

لتحقيق هذا الهدف قام الباحثان بدراسة حالة البورصة المالية المزينة بالحدود "سوق رأس المال الإسلامي" كأحد البورصات العالمية التي طبقت أحكام الشريعة الإسلامية على معاملاتها و بورصة تل أبيب باعتبارها سوقاً مالياً تقليدياً، وحاوّل الباحثان إجراء المقارنة لسلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية، و إلى اختبار مدى وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم والمردوديات في السوقين، وكذا اختبار أثر الرفع المالي بهما.

تم تقسيم هذه الدراسة إلى خمسة محاور رئيسية هي:

1. مقدمة

II. الأسواق المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية و العدالة الاجتماعية؛

III. سلوك المردودية على الأسهم و المخاطرة و سبل قياسهما؛

IV. سلوك المردودية على الأسهم و المخاطرة في بورصتي ماليزيا و تل أبيب -دراسة مقارنة-

V. الاستنتاجات و التوصيات

1- إشكالية الدراسة: نحاول في هذا البحث الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للدراسة:

- ما مدى اختلاف سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية؟

تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية خمس إشكاليات فرعية وهي:

1. ما مدى اختلاف الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم و عوائدها في كل من الأسواق المالية

الإسلامية و التقليدية؟

2. هل للمعلومات التاريخية و الحالية أثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، و هل يوجد هناك اختلاف في درجة التأثير؟
3. هل توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم و عوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؟
4. هل يوجد هناك أثر للرافعة المالية في عوائد الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية و التقليدية، وهل يوجد اختلاف في درجة التأثير؟

2- فرضيات الدراسة:

تم وضع خمس فرضيات للإجابة على إشكالية الدراسة هي:

1. يوجد اختلاف في الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم و عوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية و التقليدية؛
2. تحظى المعلومات التاريخية و الحالية بأثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية مع وجود اختلاف في درجة التأثير؛
3. توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم و عوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛
4. لا يوجد هناك أثر للرافعة المالية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية وعكس ذلك في الأسواق المالية التقليدية؛

3- أهمية الدراسة:

يتميز موضوع المردودية والمخاطرة في الأسواق المالية لاسيما الإسلامية منها بأهمية بالغة يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- يعالج موضوع الدراسة أحد أهم مؤشرات الاستثمار في الأوراق المالية (المردودية، المخاطرة)؛
- يهتم بالأسواق المالية الإسلامية ومالها من دور في التنمية الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية؛
- يمس موضوع الدراسة بالعملة المالية و مالها من انعكاسات على اقتصاديات الدول الناشئة؛
- تطبق الدراسة أحد الاختبارات القياسية؛
- يدرس التجربة الماليزية و التي تمثل أحد التجارب الرائدة في مجال الصناعة المالية الإسلامية.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- تشخيص سلوك المردودية على الأسهم و المخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية؛
- اختبار وجود اختلاف بين سلوك المردودية و المخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية؛
- دراسة ارتباط و تكامل الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛

- تطبيق بعض الاختبارات القاسية الحديثة؛
- إبراز مخاطر التمويل بالاستدانة و الآثار السلبية لمعدل الفائدة؛

5- حدود الدراسة:

تمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة ما بين 1997/07/07 و 2010/12/10 لأسعار الأسهم الأسبوعية المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق (TA100, KLSI)، أما الحدود المكانية فتتمثل في قسمين الأول يخص في ماليزيا باعتبارها سوق مالي إسلامي، أما القسم الثاني يخص سوق تل أبيب لأوراق المالية بدولة فلسطين المحتلة باعتبارها سوقا ماليا تقليديا.

6- منهجية الدراسة:

لقد اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي في دراسة سلوك المروددية والمخاطرة في الأسواق المالية؛ تتمثل المرودديات في الفرق بين اللوغاريتم النيبيري لقيمة المؤشر العام للسوق كنسبة مئوية (سعر إقفال) خلال الفترة 1997/07/07 و 2010/12/10 (أزيد من 695 مشاهدة أسبوعية)، فبعد جمع بيانات الدراسة من المواقع الإلكترونية للبورصات المدروسة، وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع تمت معالجة هذه البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews، واختبار الدلالة الإحصائية اعتمدنا على التوزيع الطبيعي وتوزيع كاي تربيع، حيث حسبت المرودديات كما يلي:

$$R_t = \ln\left(\frac{I_t}{I_{t-1}}\right) * 100$$

حيث:

Rt : المروددية في الأسبوع t؛

Ln : اللوغاريتم النيبيري ذو الأساس 2.71...؛

It: قيمة المؤشر في الأسبوع t.

اختبار ARCH : يكون الاختبار تبعا للخطوات التالية:

بعد تقدير النموذج ARCH يتم حساب قيمة مضاعف لاغرانج LMCAL بالعلاقة التالية:

$$LM_{cat} = N * R^2 \dots\dots\dots (3)$$

حيث:

N: عدد المشاهدات؛

R2 : معامل تحديد نموذج ARCH عند درجة التأخير P التي يتم تحديدها حسب إحصائية AKAIKE.

تتبع إحصائية مضاعف لاغرانج توزيع كاي تربيع بدرجة حرية P؛ فإذا كانت المحسوبة أكبر من الجدولة دليل على رفض فرضية العدم و من ثمة نقول أن التباين غير متجانس عبر الزمن، و العكس صحيح.

في حالة قبول فرضية العدم هناك دليل على تجانس و ثبات التباين، أما في حالة قبول الفرضية البديلة فإن التباين غير متجانس عبر الزمن، و من ثمة تتطلب عملية النمذجة استخدام نماذج GARCH.

نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس المعممة وغير المتناظرة EGARCH

قدّم هذا النموذج من قبل Nelson 1991 حيث توصل الباحث إلى أن دالة التباين الشرطي غير خطية بل هي دالة أسية (Exponential) على عكس ما يرى Bollerslev في نموذج GARCH حيث يكتب نموذج التباين الشرطي غير المتجانس الأسّي (أو غير المتناظر) كما يلي:

$$\log(h_t) = \omega + \beta_j \sum_{j=1}^p \log(h_{t-j}) + \alpha_k \sum_{k=1}^q \frac{|R_{t-k}|}{\sigma_{t-i}} + \gamma_k \sum_{k=1}^q \frac{R_{t-k}}{\sigma_{t-i}} \dots \dots \dots (07)$$

يقيس المعامل γ_k أثر الرفاعة المالية في حالة وجوده سالب و ذو دلالة إحصائية، و في حالة عكس ذلك نقول إنه لا يوجد أثر للرفاعة المالية.

II. الأسواق المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية و العدالة الاجتماعية؛

1- الأسواق المالية الإسلامية

1-1 ماهية السوق المالية الإسلامية:

السوق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر، ويمكن تعريفه بأنها المكان الذي يلتقي فيه المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معيّنة وطرق متنوّعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة، بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض من خلالها، و شروط التخلي عنه وما إذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منهاⁱ، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتهاⁱⁱ، وتتمثل مقومات السوق المالي الإسلامي فيما يلي:

1-1-1 المنتجات (الأوراق المالية) الممكن تداولها في هذه السوق:

أ- الأسهم: وهي عبارة عنصكوكمتساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية وتمثل حقوق المساهمين في الشركة كالتالي أسهمو أفر أسماها، وتخول لهبصفتها هذا ممارسة حقوقه في الشركةⁱⁱⁱ ويمكن تصنيف أنواع الأسهم التي يمكن تداولها في الأسواق المالية الإسلامية كالتالي:

1-1-1-1 منحى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

1. الأسهم العينية: هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، ويعبر الفقهاء عن الاشتراك بالحصة العينية بالاشتراك بالعروض، بجواز الاشتراك بالحصة العينية ما دامت هناك إمكانية معاينتها وتقويمها تقويمًا صحيحًا بالنقد، وذلك نظراً لوجود معايير دقيقة للتقويم وظهور دور النقود كوسيلة للتبادل ومقياس للقيمة^{iv}.

2. أسهم نقدية: وهيا التي كتبتبها المساهمو يدفع قيمتها نقداً، وهذا النوع من الأسهم جائز، باتفاق

الفقهاء، حيث أجمعوا على^v جواز المشاركة بالأثمان المطلقة.

2-1 منحى حقوق المنوحة لصاحبها:

1. أسهم عادية : وهى التي تتساوى في قيمتها وتعطى المساهمين حقوقاً متساوية، ويعطى

صاحبها قدر من الأرباح يتفق مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كذلك يتحمل الخسارة بقدر أسهمه، والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز بغير خلاف.

أ-3 من حيث طريقة التداول والشكل القانوني:

1. أسهم اسمية : وهى الأسهم التي تتحمل اسم المساهم، ويسجل عليها اسم حاملها، وتثبت ملكيته

لها، وتداولها بطريق التسجيل، وهذا النوع من الأسهم يجوز شرعاً إصدارها والتداول بها، إذ الأصل أن تملكه حصصاً في الشركة تعطى لها الحق في حمل الصكوك^{vi} المثبتة لحصتها باسمه .

2. أسهم لأمر : وهى الأسهم التي يكتب عليها عبارة لأمر وتداولها بطريق التظهير دون

الرجوع إلى الشركة فيصبح الثاني هو مالك السهم الجديد، والأولى تخلياً عنه وهذا النوع من الأسهم جائزة شرعاً، لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى منازعة أو ضرر.^{vii}

أ-4 من حيث الاستهلاك كواستراد القيمة:

1. أسهم أسامال : وهى الأسهم التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها مادامت الشركة

قائمة، ولا تعود للمساهم إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا النوع من الأسهم جائزة شرعاً وهو الأصل القاعد في الشركات.

2. أسهم التمتع: هي الأسهم التي استهلك قيمتها وذلك بأن ترد قيمتها الاسمية لمالكها أثناء حياة الشركة، دون

انتظار حتى موعد حل الشركة وتصفيها، ويجوز في الأسهم التمتع أن يعطى المساهم قيمتها بأقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له حق في موجودات الشركة وفير أسماؤها لا احتياطي، فيحق له حينئذ أن يأخذ جزءاً من أرباح الشركة

ولو كان أقل من أرباح المساهم الذي ينلمياً أخذوا قيمة أسهمهم من الشركة.^{viii}

أ-5 من حيث القيمة: قد يحمل السهم أكثر من قيمة، وهذه القيم هي:

1. القيمة الاسمية : وهى القيمة التي تبين في السهم، أي القيمة التي تدون في الصك الذي يعطى

لمالك السهم والتدفع من المساهم امتلاك السهم، والحكم الشرعي لهذا القيمة جائزة شرعاً،

لأن الأصل أن يكون الصك التمثيل لقيمة الشركة يكفياً أسامال المطالب بالبلغ الذي يتم دفعه من قبل المساهم.

2. قيمة الإصدار :

وهى القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس وعند زيادة رأس المال المضافاً إليها مصاريفه وعلاوة الإصدار، والحكم الشرعي لهذا القيمة هي

لجواز، إذ لا يوجد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من منصرفات إلى قيمة السهم.

3. القيمة الحقيقية : وهو النصيب الذي يستحقها السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم

ديونها، وإعطاء القيمة الحقيقية أمر يقرها الفقهاء لإسلامي، وحسبما تحققها الشركة من أرباحها وحسب ما تؤثر في القيمة الحقيقية للسهم.

4. القيمة السوقية : وهى القيمة السهم في السوق المالى بحسب العرض والطلب المضاربات

والظروف والسياسية والاقتصادية، واعتبار هذا القيمة وتداولها لأسهم على ضوءها أمر لا

يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث يجوز عرض أسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية وحسب سعر السوق.

أ-6 منحيثالتصويت: في هذا النوع يوجد نوع واحد فقط جاز شرعا وهي الأسهم المصوتة التيجمعبعينحقوالمالكية،وحقالإدارةوالتصويت والانتخاب.

أ-7 منحيثالمنحأوعدمه وتنقسم إلى:

1. أسهم غير مجانية: وهي أسهم يقوم مالكيها بدفع قيمتها، وبالتالي فلا غبار عليها شرعا.

2. أسهممنح(مجانية): وهياأسهمالتيمنحهاالشركةللمساهمينمجاناًفيحالةزيادةرأسمال

الشركةفيحالاترحيلجزءمنالأرباحالمحتجزة،أو الاحتياطيليرأسالمالالأصلي،ويتمتوزيعهابصورةتناسبمع مقدار الأسهم، وهذا لنوعمنالأسهمجائزشرعاًمادامالمنح يتمالتناسبمع مقدار الأسهم، إذهذاالمالحقالمساهمين،فلهماالحقفيالحصولعليهابأي طريقمشروع.

ب- سندالتقارضةأو صكو كالمضاربة: وعرفتأبها" وثائقمحددةالقيمةتصدر بأسماءمالكيهامقابلالأموالالتيقدموهاالصاحب

المشروعبعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح، ويحصلمالكوهاعلىنسبة محددةمنأرباحالمشروع،ولانتجهدالاسندتأيفوائد،وتكفلالحكومةتسديدقيمةالسندات الإسميةالواجباستهلاكهابالكاملفيالمواعيدالمقررة،وتصبحالمبالغالمدفوعلهذاالسبب قروضمنوحدللمشروعومندونفائدةمستحقةالوفاءفورالإطفاءالكاملللسندات."

ت- صكو كالأجارة:

وهي تطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتملك لجهة ما، ويتم تداول هذهالصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الشائعالذي يمثله الصك في العين المؤجرة. وميزة هذه الصكوك أنها تغلُّ لحاملها مردودية ثابتة هي نصيبه في أقساط الإجارة، وبالتالي ففيها غناء عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود مردودية ثابتة ومحددة مقدماً.

ث- صكو كالمشاركة: (سواء كانت ثابتة أو متناقصة) وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثله حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة لمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافياصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع^{ix} ومن الجدير بالذكر أنه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار وهكذا يتضح أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدة فضلاً على أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

1-1-2 الضوابط الشرعية للأوراق المالية

حتى يمكن التعامل الورقة المالية الإسلامية يجب أن تتوفر فيها مجموعة شروط هي:^x

✓ الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا حتى تصبح الورقة المالية المصدرة إسلامية في مجال التطبيق ومن أجل تفادي الحرج الواقع في بعض الأوراق المالية المصدرة مع أنها إسلامية؛

- ✓ أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات تعمل وفق الشريعة الإسلامية، شركات تتعامل بنظام الفائدة في أنشطتها؛
- ✓ استثمار الموارد التمويلية للأوراق المالية في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي فلا يصح استثمار الموارد المعبأة عن طريق الأوراق المالية الإسلامية في مشروعات لدى دول أجنبية غير إسلامية بحجة أن الاستثمار أكثر أماناً وربحية لأنها تعني التبعية وهي لا تقل جرماً عن الربا.
- ✓ ضمان الإصدارات (التغطية) وهو مرتبط بتعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقي من الطرح العام كما تم تجويز حصول الملتزم على مقابل لما يؤديه من أعمال غير التغطية مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم .
- يتحدد سعر الورقة المالية في سوق رأس المال تبعاً للمردودية المحققة أو المتوقعة ودرجة المخاطرة والفترة المتبقية على استحقاق رصيد الورقة، وستختلف المردودية المحققة والمتوقعة من تلك الأوراق: فقد يتراوح المعدل بين المردودية الثابتة خلال المدى القصير أو المتوسط كنتيجة لطبيعة الأصل المستثمر فيه، وبين المردودية المرتفعة المرتبطة بالمخاطر العالية مثل صكوك تمويل التنقيب، أو البحوث والتطوير.

1-1-3 المتعاملين: في البداية فإن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعاً، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة والشركات تكون المحافظ وشركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوداً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية ولكن يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين^{xi}.

1-1-4 مبادئ عمل الأسواق المالية الإسلامية: لقيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها:^{xii}

- ✓ المنافسة الحرة والعادلة؛
- ✓ تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب؛
- ✓ توافر معلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة؛
- ✓ عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال؛
- ✓ العمل قدر المستطاع على تجنب "الوساطة" في المعاملات إلا إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق؛
- ✓ عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترحيح من حيث الوقت والمكان ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.

يلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة ففي السوق الاقتصادية الإسلامية تترك الحرية لقوى السوق كي تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا ظهرت في السوق تأثيرات

احتكارية يَحتَمَل أن تُؤدِي إلى تشويه آليّة التحدِيد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق.

3-2 عواملا استقرار السوق المالية الإسلامية:

أثبتت الدراسات الاقتصادية أنهما المسببات لتقلبو عدم استقرار الأسواق المالية هي المضاربات (المراهنة المالية) في تلك الأسواق وتقلبات أسعار الفائدة، إن تطبيق الضوابط الشرعية على المعاملات في السوق المالية والالتزام بالقرارات وسعر الفائدة سوف يؤدي إلى استقرار هذه الأسواق وإلى أن تقوم هذه الأسواق بوظائفها الاقتصادية بدرجات عالية من الكفاءة. من أبرز صور الانحرافات والممارسات غير الأخلاقية والمؤدية إلى عدم استقرار الأسواق المالية ما يلي:

3-2-1 البيع الصوري أو المظهري:

يقصد به خلق تعامل نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، والهدف من هذا البيع هو إيهام المتعاملين أنّ تغيرات سعرية حدثت للورقة المالية المعنية، وأنّ تعاملًا نشطًا يجري عليها، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعًا من الخداع والاحتيال لغرض تحقيق الربح.

3-2-2 اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية:

تتم هذه الاتفاقيات بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، ويتم ذلك من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة منشأة معينة، أو من خلال قيام السماسرة باستغلال ثقة عملائهم والإيعاز لهم بالتخلص من ورقة مالية معينة^{xiii}.

في ظل هذا المناخ الذي يتسم بزيادة العرض نتيجة اندفاع مالكي هذه الأوراق للتخلص منها بأدنى خسارة ممكنة، تتجه القيمة السوقية للسهم نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن لها، وحينئذ يسعى المتآمرون لشرائها، ثم يبدووا بعد ذلك في نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداء المنشأة مصدرّة هذه الأوراق، كما يسعى السماسرة إلى إقناع عملائهم بشراء تلك الأوراق فيزداد الطلب وتبدأ القيمة السوقية للورقة في الارتفاع، فيسارع هؤلاء المتآمرون بإبرام صفقات صورية عليها حتى يسود الاعتقاد بأنّ هناك تعاملًا نشطًا على تلك الأوراق، ممّا يؤدي إلى المزيد من التحسن في قيمتها السوقية، وعندئذ يقومون ببيعها محققين بذلك أرباحًا طائلة.

3-2-3 الاحتكار: يقصد بالاحتكار في الأسواق المالية، قيام شخص ما بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة

مالية معينة وحبسها، وذلك لغرض التحكم في السوق، حيث يقوم ببيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، أو لإنفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرّة للأوراق المالية، وقد يحدث الاحتكار من شخص بمفرده أو بالتعاون مع أشخاص آخرين^{xiv}.

3-3 كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي

3-3-1 مفهوم الكفاءة والرشادة في الإسلام:

تعني الرشادة في الإسلام الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، ويعني التزام أطراف المبادلة (المعاملة) مقرض ومقترض ووسيط بأحكام الشريعة الإسلامية، أما الكفاءة في الإسلام فنعني بها ضمان توافر المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية أي ضمان توافر المناخ لتطبيق شرط الالتزام الإسلامي، إضافة إلى تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة وهو الشرط الذي يتجاهل تحقيقه الأسواق المالية بمفهومها التقليدي.^{xv}

3-3-2 كفاءة الأسواق المالية التقليدية: يفرق المليون بين ثلاثة أنواع من الكفاءة يجب أن تتوفر في السوق المالي وهي الكفاءة التوزيعية، الكفاءة التشغيلية والكفاءة المعلوماتية، ويصبح السوق محقق للكفاءة التامة إذا حققت الأنواع الثلاثة من الكفاءة معاً، وعندما يتحقق النوع الثالث من الكفاءة أي عندما يعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المناسبة بما يقال أن فرض السوق قد تحقق، واستعرض (Fama (1970 ثلاثة أشكال من المعلومات التي تستند عليها التوقعات وهي:

- ✓ حالة المعلومات الضعيفة: في هذه الحالة فإن سعر الورقة يعكس كافة المعلومات المتضمنة لأسعار الورقة في الماضي ولا تقدم المعلومات عن أسعار الورقة في الماضي أية معلومات عن سعر الورقة في المستقبل، ومن ثم لا تفيد المستثمر في تحقيق عوائد إضافية من خلال استخدام قاعدة التعامل الفنية؛
- ✓ حالة المعلومات النصف قوية: وتتم إذا عكس سعر الورقة المالية آنيا وبصورة كاملة المعلومات المتاحة للعامة على الأوراق المالية، ويعني توافر هذا الشرط أن وجود أي معلومات جديدة متاحة للعامة سوف تنعكس وبسرعة على سعر الورقة المالية؛
- ✓ حالة المعلومات القوية: يعني أن سعر الورقة المالية يعكس بصفة آنية وكاملة كل المعلومات المعروفة عن أسواق الأوراق المالية متضمنة المعلومات الخاصة الداخلية المتاحة ويعني توافر هذا الشكل من الكفاءة أن السوق المالي يستجيب بسرعة كبيرة للمعلومات الداخلية المتاحة.

3-3-3 الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي:

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق مالية منضبطة اقتصادياً واجتماعياً. وإذا أردنا توضيح ذلك على نوعي الكفاءة فأننا سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتماداً على مبادئه الرئيسة في التعاملات، وبمكناً نجمل القول في ذلك كما يلي^{xvi}:

- ✓ **على مستوى الكفاءة الخارجية:** نجد ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظاماالمشتریات النقدية، كما أن إشهار المعلومات، والإفصاح المالي عن الشركاتالمساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بينقوى العرض والطلب - كما سنلاحظ في الكفاءة الداخلية- يعمل على الاقتراب أوالحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

- ✓ **على مستوى الكفاءة الداخلية:** من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك نهى عن الاحتكار وحذر منه، وكلا المبدئيينيتيح التفاعل المباشر بين قوى

العرض والطلب في السوق السلع العينية الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق. ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقدار من الغرور والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم اتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي، مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجاناً أو بأسعار رمزية.

ومما سبق يمكننا القول بأن كفاءة الأسواق المالية التقليدية كفاءة منقوصة فهي أدوات تركز على مفاهيم معينة تنفي معها فكرة تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة بل أن هناك تعارض بين تحقيق الكفاءة في تلك الأسواق وتحقيق العدالة، وثانياً تتيح لفئات من المتعاملين في الأسواق المالية التلاعب في أسعار الأوراق المالية، وتدفع البعض الآخر لإتخاذ قرارات مالية لا تناسبهم ولكن تصب في صالح الفئات المتلاعب، وثالثاً فإن التلاعب في تلك الأسواق قد لا يحقق العدالة في توفير المعلومات لأطراف التعامل.

وفي المقابل نجد بأن أهم الخصائص التي ينبغي أن تتصف بها الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية ما يلي:

- ✓ تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم؛
- ✓ استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لاتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع الاستثمارات ذات الأجل الطويل؛
- ✓ توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصر في المردودية النقدية المتوقع فقط، وإنما يتعداه إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.

III. سلوك المردودية ومخاطر الاستثمار في الأسهم و سبل قياسها

نقصد بمعدل المردودية (R) مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنييتين، أما معدل العائد فهو نسبة التوزيعات المدفوعة (D) إلى السعر (P). يتم حساب المردودية والعائد على النحو التالي:

1- معدل المردودية في الزمن المتقطع : في هذه الحالة الفرق بين الفترتين هو الواحد الصحيح (خطوة واحدة)، و نكتب:

$$R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} - 1 = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1 + \frac{D_{it}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots$$

2- معدل المردودية في الزمن المستمر : في هذه الحالة معدل نمو الثروة بين الفترتين مقسّم على عدة فترات جزئية و لتكن q ، ففي الحالة السابقة اعتبرنا أن $q=1$ على أساس أن المردودية تم حسابها مرة واحدة في نهاية الفترة و لتكن سنة، فما هو معدل المردودية الشهري، الأسبوعي، اليومي، الساعي...؟

$$\left[1 + \frac{R_{it}^q}{q} \right] = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \Leftrightarrow R_{it}^q = q \times \left(\sqrt[q]{\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}}} - 1 \right)$$

معدل المردودية السنوي أكبر من الشهري و هذا الأخير أكبر من الأسبوعي و هكذا كلما زادت الفترة الجزئية ارتفاعا كلما انخفض معدل المردودية لكن ما هي نهاية معدل المردودية لما يؤول عدد الفترات إلى مالا نهاية؟

$$\left[1 + \frac{R_{it}^q}{q}\right]^{q \times n} = \frac{P_{it-1+n} + \sum_{j=t}^{t-1+n} D_{ij}}{P_{it-1}} = \lim_{q \rightarrow \infty} \left[1 + \frac{R_{it}^q}{q}\right]^{q \times n} = e^{r \times n}$$

من المعادلة السابقة علاقة معدل المردودية في الزمن المستمر في نهاية السنة بدلالة معدل المردودية في الزمن المتقطع هي على النحو التالي:

$$e^{R_{it}^c} = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \Leftrightarrow R_{it}^c = \text{Log} \left(\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \right) = \text{Log} (1 + R_{it}^d)$$

أما علاقة معدل المردودية في الزمن المستمر بمعدل المردودية في الزمن المتقطع بصفة عامة هي على النحو التالي:

$$e^{R_{it}^{C \times n}} = (1 + R_{it}^d)^n$$

و منه نخلص أن معدل المردودية في الزمن المستمر يحسب بصفة عامة بالعلاقة التالية:

$$R_c = \text{Log} \left(\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

3- التوزيع الطبيعي لمعدلات المردودية::

تعتبر دالة التوزيع الطبيعي من بين أهم لدوال المعتمدة في النظرية المالية لدراسة توزيع و سلوك المردودية، تبعا لنظرية التزايد المتنتهية مجموعة متغيرات عشوائية مستقلة تتبع التوزيع الطبيعي لاسيما في حالة عدد المتغيرات مرتفع، التوزيع الطبيعي يعرف بالخصائص الإحصائية (المتوسط μ و الانحراف المعياري σ)، وتكتب دالة كثافته الاحتمالية على النحو التالي:

$$f(x) = \frac{1}{\sigma \sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2}} \text{ avec } -\infty \leq x \leq +\infty$$

أما دالة كثافة التوزيع الطبيعي المركز المختصر ذو المتوسط المعلوم و انحراف المعياري المساوي للواحد على النحو التالي:

$$f(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{x^2}{2}}$$

4- مخاطر الاستثمار في الأسهم و سبل قياسها

تعتبر الأسهم ذات المردودية أكبر مقارنة بالسندات لكن هذا الارتفاع في المردودية يصاحبه ارتفاع في درجة المخاطرة فما هي مخاطر الاستثمار في الأسهم و ما هي سبل قياسها؟
تعرف المخاطرة على أنها درجة التقلب في معدل المردودية و من ثمة تقاس بمقاييس التشتت و أهمها الانحراف المعياري الذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma(R^i) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i^i - \bar{R}^i)^2}$$

كما يمكن اللجوء لتقنية سبر الآراء لقياس الانحراف المعياري و يتم ذلك من خلال الحصول على توزيعات احتمالية حول توقعات تطور مؤشر ما أو تذبذباته، كما يمكن تقدير تشتت توقعات المحللين الماليين حول أرباح شركة مدرجة بالبورصة.

توجد تقنية أخرى كذلك يمكن بها قياس التذبذبات وذلك في حالة وجود مشتقات مالية متداولة بالبورصة، تكون هناك إمكانية لقياس التذبذبات، تسمى بطريقة التذبذبات الضمنية وتحسب انطلاقاً من نماذج تقييم الخيارات لاسيما نموذج Black-Scholes

تمثل المخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري بالمخاطر الكلية أو الإجمالية كونها تتضمن قسمين؛ الأول منها يمثل المخاطر النظامية أو العامة أو مخاطر السوق وهي مخاطر تتعرض لها جميع القطاعات أو الشركات، أما القسم الثاني فيضم المخاطر غير النظامية أو الخاصة وهي متعلقة بالشركة و نشاطها و خصائصها دون بقية الشركات الأخرى.

IV. سلوك المدودية على الأسهم و المخاطرة في بورصتي ماليزيا و تل أبيب - دراسة تطبيقية-

1- سوق أسامالا لإسلاميفيماليزيا

1-1 نبذة تاريخية عن نشأة سوق أسامالا الماليزي: بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركة كاتالريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية وفي عام 1930م أسست كأول جمعية، جمعية سماسرة بورصة سنغافورة منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، إلا أن بداية نمو سوق أسامالا كانت في أواخر التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS" ومنذ ذلك الحين، أصبح القطاع العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد القومي، وتعتبر شركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولى شركات القطاع الخاص التي صدرت وأول سنداتها الخاصة في ماليزيا في عام 1980م.

1993

تطور سوق أسامالا في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام

مبتأسيه هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم Kuala Lumpur Stock Exchange KLSE "التأسيس في عام 1994م"، و سوق المشتقات، و سوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات التشرية من الأسهم "Call و جودة

"Warrants" وشهادات التشرية من الأسهم الجديدة "Warrants" ليصبح هذا السوق مقصدراً رئيساً لتمويل "Warrants"

وشهادات التشرية من الأسهم الجديدة المشروعات وعائدات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليها القطاع العام الخاص.

1-2 أدوات سوق أسامالا لإسلاميفيماليزيا: مكننتقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسة كما يلي:

أ- الملكية الإسلامية: تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع والشراء، وأما مؤشرات الشريعة فلا يعد من الأدوات المالية، بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. ويوجد نوعان هما:

* أعيدت تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعدها بتاريخ 20 أبريل/نيسان 2004م عرف باسم "البورصة الماليزية التي تتداول بها الأوراق المالية لاسيما وما يتعلق بها.

1999

17 أبريل/نيسان

"KLSI" تمتص المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ

ملتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب بالرغم من أن الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية.

✓ المؤشر الإسلامي الماليزي يرشد حسيناً محدوداً - داو جونز بدأ العمل به عام 1992 من قبل شركة رشيد حسيناً محدوداً ولكن نهط ح

في 10 مايو 1996 /مرسماً،

ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي يرشد حسيناً محدوداً - داو جونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات كالمدرج في بورصة ماليزيا في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

ب- الصكو كإسلامية : ويتم إصدار الصكو كإسلامية من

الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكو كإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي. وتصدر هذه الصكو كعلى أساس عقود شرعية وبضوابط تنظم إصدارها

، وإحدى خصائصها المردودية على أساس نسبة من الربح المحقق وليس على أساس الفائدة

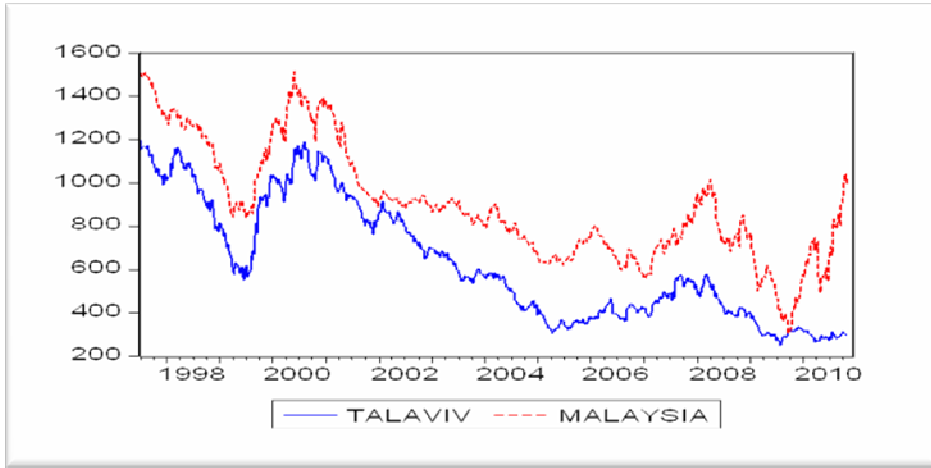
ج- خدمات الوساطة: إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لا سيما

الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والرقابة الشرعية أيضاً تعتبر، إحدى الخدمات

الجوهريّة المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

2- دراسة سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في بورصتي ماليزيا و تل أبيب

الشكل (01) تطور مؤشر أسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

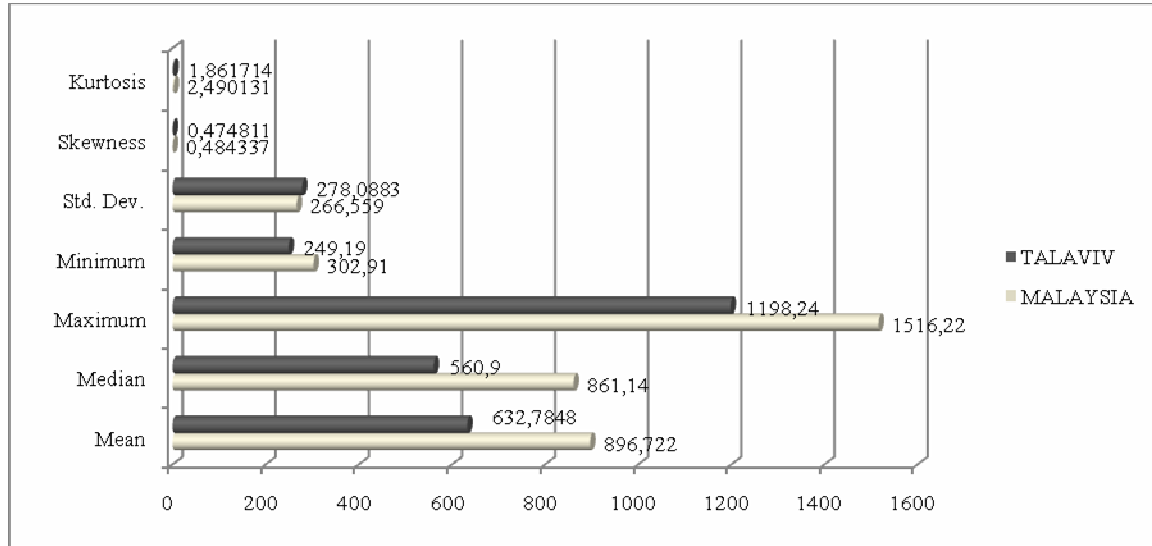
يبدو جلياً من الشكل تراجع المستوى العام للأسعار منذ سنة 2002 تقريباً بشكل مستمر إلى غاية

سنة 2007 حيث قفزت أسعار السهم إلى مستويات قياسية لتعود بعد ذلك إلى الخفض في سنة 2009

بسبب الأزمة المالية الراهنة.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن أثر الأزميتين المائيتين لسنتي 1998 و 2009 بارز على مستوى البورصتين، لكن تأثر بورصة تل أبيب بأزمة سنة 1998 كان أكبر مقارنة بالبورصة الماليزية، هذه الأخيرة بالرغم من تأثرها بدرجة كبيرة بالأزمة المالية الراهنة إلا أن ما يلاحظ هو عودة أسعار الأسهم و تعافي السوق المالي بسرعة كبيرة نوعا مقارنة ببورصة تل أبيب.

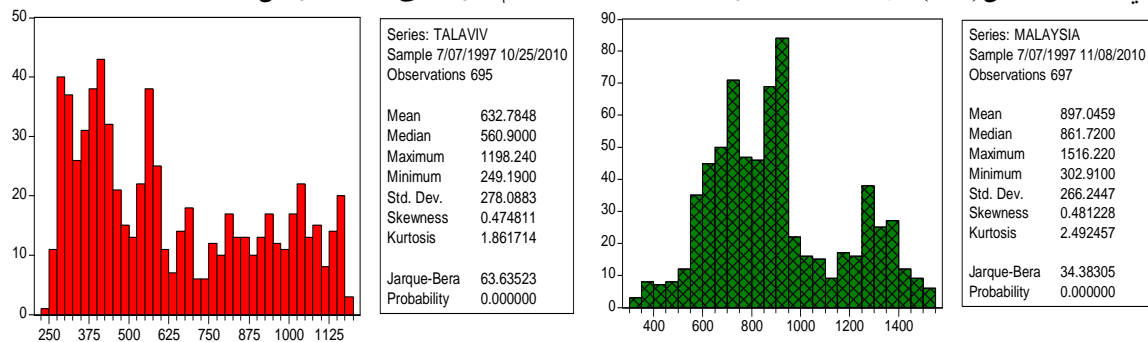
الشكل (02) الإحصائيات الوصفية لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

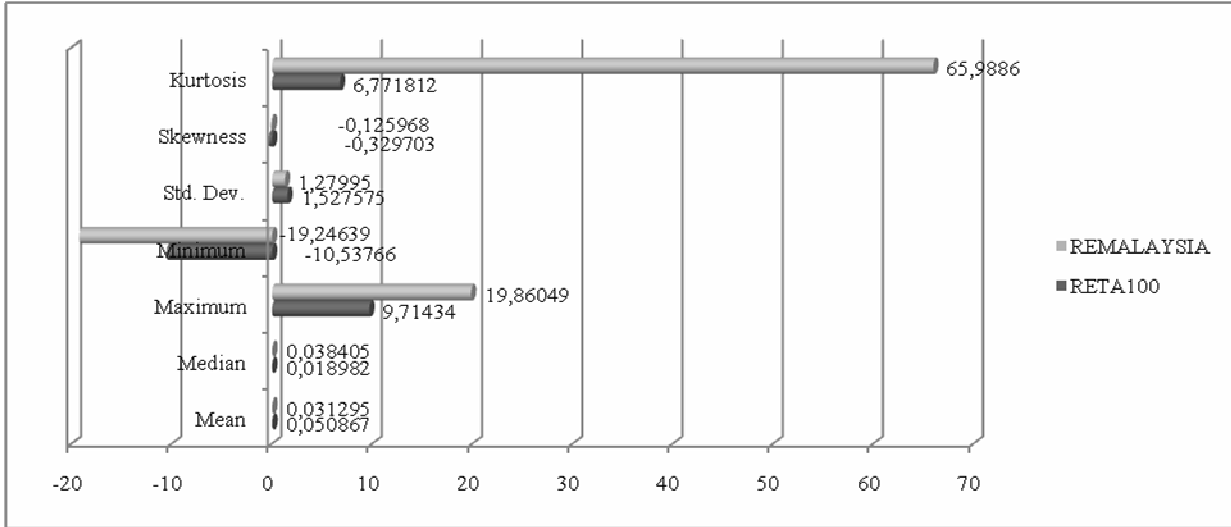
يبرز من الشكل أعلاه أن أسهم البورصة الماليزية تتميز بمخاطر أكبر مقارنة ببورصة تل أبيب، و ذلك استنادا إلى مؤشر تذبذب أسعار الأسهم المعبر عنه بالانحراف المعياري (Std. Dev) وكذلك مؤشر المدى؛ يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار الأسهم في البورصتين نحو اليمين و بقيم متقاربة؛ وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي. يتصف شكل التوزيع الإحصائي لأسعار الأسهم في البورصتين بأنه مدبب (Leptykurtic)، حيث لم يبلغ معامل التناول الثلاثة.

نستنتج مما سبق أن أسعار الأسهم في بورصتي ماليزيا و تل أبيب لا تتبع التوزيع الطبيعي، و هو ما تثبته كذلك إحصائية Jarque-Bera التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99% للبورصتين وهو ما يبرزه الشكل التالي: الشكل (03) الإحصائيات الوصفية لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الشكل (04) الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب.

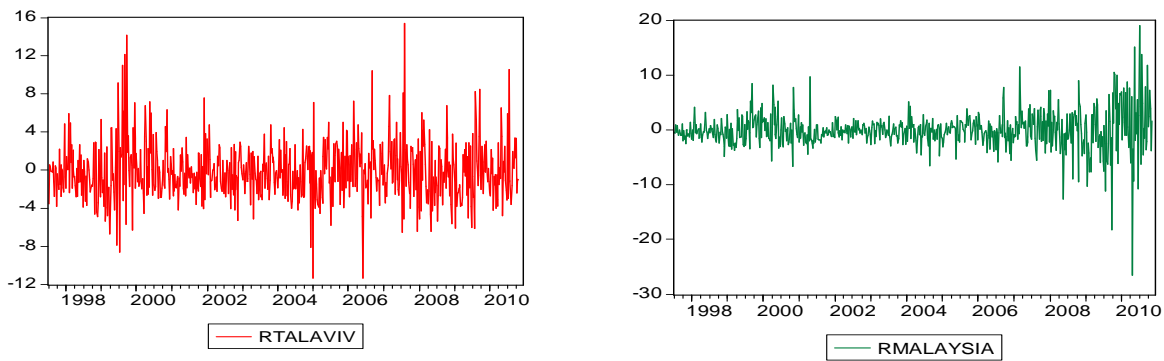


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

اقترب متوسط المردوديات الاسمية للأسهم في بورصتي ماليزيا و تل أبيب من الصفر، لكن هذه الأخيرة تميزت بعوائد اسمية أكبر (0.05%) مقارنة بنظيرتها الماليزية البالغ بها (0.03%)؛ إذا ما رجعنا إلى فرضيات كفاءة السوق المالي يفترض أن تكون المردوديات الاسمية ذات متوسط معدوم لاسيما في المدى الطويل، و بالتالي كلما اقتربت المردوديات الاسمية من الصفر دلت على ارتفاع كفاءة السوق؛ و منه نخلص أن البورصة الماليزية ذات كفاءة عالية مقارنة ببورصة تل أبيب حسب معيار متوسط المردوديات الاسمية دون المخاطرة.

تعتبر الأسهم في بورصة تل أبيب الأكثر مخاطرة مقارنة بالبورصة الماليزية التي تتميز بعوائد اسمية منخفضة وهذا موافق لنظرية المحفظة المالية حيث كل زيادة في المردودية يترتب عنها زيادة في المخاطرة.

الشكل (05) الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب.

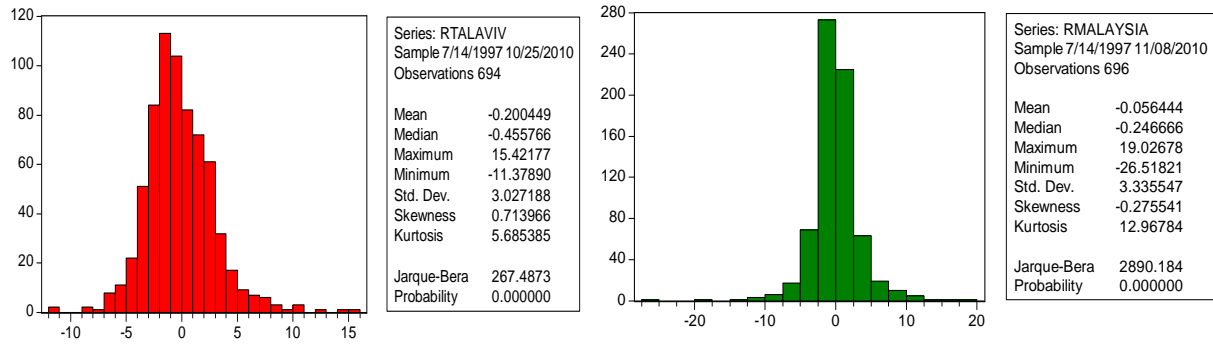


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

تعتبر البورصة الماليزية الأقل مخاطرة من بورصة تل أبيب؛ حيث يمكن تفسير ذلك بالمنهج اللاربوي الذي تعتمد ماليزيا و ما له من انعكاسات على الرفع المالي الذي يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الثابتة ومن ثمة ارتفاع درجة المخاطرة، لكن ما يلاحظ من الشكل أعلاه أن تأثير الأزمة المالية الراهنة كان أكثر انعكاسا من آثار الأزمة المالية لنهاية التسعينيات على البورصة الماليزية و هو عكس ذلك بالنسبة لبورصة تل أبيب.

لا تتبع المردوديات الاسمية للأسهم في بورصتي ماليزيا و تل أبيب التوزيع الطبيعي؛ و هو ما تثبته إحصائية Jarque-Bera التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99% بالبورصتين؛ حيث التوى التوزيع الإحصائي نحو اليسار. كما تتميز المردوديات الاسمية ببورصتي ماليزيا و تل أبيب بتفرطح زائد عن الطبيعي حيث فاق معامل (Kurtosis) الثلاثة و هي خاصية تتصف بها جل عوائد السلاسل الزمنية المالية^{xvii}. و يمكن إبراز ذلك من الشكل التالي:

الشكل (06): الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

3- اختبار وجود أثر كل من المعلومات التاريخية والحالية والرفع المالي على عوائد الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب.

حسب مؤسس نظرية الكفاءة المعلوماتية فاما يفترض أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة التاريخية والحالية و المميزة، و لقياس ذلك عمليا يتطلب الأمر دراسة تذبذبات عوائد الأسهم التي نستعملها باختبار أثر

$$R_t = C + \varepsilon_t$$

ARCH لبواقي النموذج التالي:

حيث: C عدد حقيقي ثابت.

نتائج اختبار وجود أثر ARCH: نتائج الاختبار للبورصتين ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (01) نتائج اختبار أثر ARCH لعوائد الأسهم ببورصتي ماليزيا و تل أبيب.

بورصة تل أبيب

| ARCH Test: | | |
|---------------|----------------------|----------|
| F-statistic | 5.897525 Probability | 0.015416 |
| Obs*R-squared | 5.864542 Probability | 0.015449 |

بورصة ماليزيا

| ARCH Test: | | |
|---------------|----------------------|----------|
| F-statistic | 4.833348 Probability | 0.028244 |
| Obs*R-squared | 4.813723 Probability | 0.028234 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

نستنتج من الجدول أعلاه أنه يوجد أثر ARCH في بواقي النموذج ببورصتي ماليزيا و تل أبيب، مما يعني أن تباين بواقي النموذج غير متجانسة حيث يوجد مشكل (heteroskedasticity)؛ وذلك كون القيمة المحسوبة

لمضاعف لاغرانج أقل من القيمة الحرجة، وكذلك إحصائية فيشر تثبت ذلك. لتصحيح اختلال افتراض تجانس التباين ينبغي الاعتماد على نماذج GARCH كحل لهذا المشكل.

نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي: نتائج الاختبار للبورصتين ملخصة في الجدولين التاليين:

الجدول (02) نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي ببورصة ماليزيا و تل أبيب.

Dependent Variable: RMALAYSIA
Method: ML - ARCH (Marquardt)
Date: 12/13/10 Time: 08:10
Sample(adjusted): 7/14/1997 11/08/2010
Included observations: 696 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 19 iterations
Variance backcast: ON

| | Coefficient | Std. Error | z-Statistic | Prob. |
|--------------------|------------------|-----------------------|------------------|---------------|
| C | -0.234797 | 0.067445 | -3.481291 | 0.0005 |
| Variance Equation | | | | |
| C | -0.094143 | 0.017281 | -5.447851 | 0.0000 |
| RES/SQR[GARCH](1) | 0.138498 | 0.023280 | 5.949326 | 0.0000 |
| RES/SQR[GARCH](1) | -0.047747 | 0.015228 | -3.135495 | 0.0017 |
| EGARCH(1) | 0.998241 | 0.002517 | 396.5460 | 0.0000 |
| R-squared | -0.002863 | Meandependent var | | -0.056444 |
| Adjusted R-squared | -0.008668 | S.D. dependent var | | 3.335547 |
| S.E. of regression | 3.349973 | Akaike info criterion | | 4.681912 |
| Sumsquaredresid | 7754.620 | Schwarz criterion | | 4.714565 |
| Log likelihood | -1624.305 | Durbin-Watson stat | | 1.915553 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الجدول (03) نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي ببورصة تل أبيب.

Dependent Variable: RTALAVIV
Method: ML - ARCH (Marquardt)
Date: 12/13/10 Time: 07:50
Sample(adjusted): 7/14/1997 10/25/2010
Included observations: 694 after adjusting endpoints
Convergence achieved after 24 iterations
Variance backcast: ON

| | Coefficient | Std. Error | z-Statistic | Prob. |
|--------------------|------------------|-----------------------|------------------|---------------|
| C | -0.375227 | 0.099902 | -3.755960 | 0.0002 |
| Variance Equation | | | | |
| C | -0.099047 | 0.044215 | -2.240121 | 0.0251 |
| RES/SQR[GARCH](1) | 0.270482 | 0.038943 | 6.945528 | 0.0000 |
| RES/SQR[GARCH](1) | -0.083281 | 0.029539 | -2.819385 | 0.0048 |
| EGARCH(1) | 0.949536 | 0.020841 | 45.56077 | 0.0000 |
| R-squared | -0.003338 | Meandependent var | | -0.200449 |
| Adjusted R-squared | -0.009163 | S.D. dependent var | | 3.027188 |
| S.E. of regression | 3.041026 | Akaike info criterion | | 4.952541 |
| Sumsquaredresid | 6371.760 | Schwarz criterion | | 4.985268 |
| Log likelihood | -1713.532 | Durbin-Watson stat | | 2.095170 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يختبر نموذج EGARCH(1.1) وجود أثر الرافعة المالية (leverage effects) على تذبذبات المردوديات من خلال دراسة وجود معنوية إحصائية للجزء السالب من التباين (RES/SQR[GARCH](1)). يتضح من خلال الجدولين أن هناك أثر سلبي للرافعة المالية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99 في المائة ببورصتي ماليزيا و تل أبيب لكن درجة التأثير تختلف؛ حيث أثر الرفع المالي أكبر ببورصة تل أبيب (**-0.083281**) مقارنة بالأثر ببورصة ماليزيا (**-0.047747**)، والنتيجة منطقية بحكم اعتماد الشركات المدرجة ببورصة تل أبيب على الاستدانة في التمويل وما يترتب عنها من أثر للرفع المالي، مقابل اعتماد قليل من قبل الشركات المدرجة بالبورصة الماليزية على نظام الفائدة

في التمويل. كما أن المعلومات التاريخية ذات تأثير كبير في الأسواق التقليدية مقارنة بالأسواق المالية الإسلامية و هو عكس ذلك بالنسبة للمعلومات الحديثة.

4- اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم ومردودياتها بورصتي ماليزيا و تل أبيب.

نعني بالسببية بمفهوم غرانجر 1988 أن معرفة القيم التاريخية للمتغير المستقل سوف تحسن من التنبؤ بقيم المتغير التابع، و بالتالي فاختبارات السببية تختلف اختلافا جوهريا عن الارتباط و الانحدار من حيث الهدف أو المنهجية؛ فحسب هذه الأخيرة اختبارات السببية تتعلق بالسلاسل الزمنية.

الجدول (04) نتائج اختبار السببية بين أسعار الأسهم ومردودياتها بورصتي ماليزيا و تل أبيب.

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 01/07/11 Time: 19:13

Sample: 7/07/1997 12/06/2010

Lags: 2

| NullHypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---|-----|-------------|-------------|
| TALAVIV does not Granger Cause MALAYSIA | 693 | 15.8959 | 1.8E-07 |
| MALAYSIA does not Granger Cause TALAVIV | | 1.18718 | 0.30570 |
| RTALAVIV does not Granger Cause RMALAYSIA | 692 | 8.38774 | 0.00025 |
| RMALAYSIA does not Granger Cause RTALAVIV | | 0.75959 | 0.46825 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يبدو من الجدول (06) أن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في بورصة تل أبيب سوف لا تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في البورصة الماليزية في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن ليست هناك علاقة سببية بين أسعار الأسهم بورصة تل أبيب و في البورصة الماليزية، لكن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في البورصة الماليزية سوف تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة تل أبيب في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن هناك علاقة سببية بين أسعار الأسهم البورصة الماليزية و في بورصة تل أبيب.

كما يبرز الجدول أعلاه أن معرفة القيم التاريخية لمردوديات الأسهم في بورصة تل أبيب سوف لا تسمح بتحسين التنبؤ بمردوديات الأسهم في البورصة الماليزية في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن ليست هناك علاقة سببية بين مردوديات الأسهم بورصة تل أبيب و في البورصة الماليزية، لكن معرفة القيم التاريخية لمردوديات الأسهم في البورصة الماليزية سوف تسمح بتحسين التنبؤ بمردوديات الأسهم في بورصة تل أبيب في المستقبل، و من ثمة يمكن القول أن هناك علاقة سببية بين مردوديات الأسهم البورصة الماليزية و في بورصة تل أبيب.

V. الاستنتاجات و التوصيات

قارنت هذه الدراسة سلوك المردودية على الأسهم و المخاطرة ببورصتي ماليزيا و تل أبيب واختبرت فرضية تجانس التباين (heteroskedasticity)، و طبقت نموذج الانحدار الذاتي ذو التباين الشرطي غير المتجانس المعمم وغير المتناظر EGARCH(1.1) لاختبار أثر الرفع المالي، و ذلك بسلسلة الأسعار الأسبوعية للأسهم المدرجة المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق (TA100, KLSE) خلال الفترة 1997/07/07 و 2010/12/10 حيث خلصت الدراسة إلى ما يلي:

1. لا يوجد اختلاف كبير في الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم و مردوديات ها في كل من الأسواق المالية الإسلامية و التقليدية؛
 2. تحظى المعلومات التاريخية والحالية بأثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية مع وجود اختلاف في درجة التأثير؛
 3. توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم و مردوديات ها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية في اتجاه واحد فقط؛
 4. يوجد هناك أثر للرافعة المالية في مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية لكن بدرجة قليلة مقارنة بالأسواق المالية التقليدية؛
- بناءً على النتائج الواردة في الدراسة نوصي بما يلي:

1. إعادة إجراء نفس الدراسة على بعض الأسواق المالية الإسلامية الأخرى في باكستان ودي؛
2. اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم و مردوديتها في بورصة تل أبيب و في البورصات العربية؛
3. دراسة أثر التغيرات في معدلات يوريور على تذبذبات مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية.
4. إعادة صياغة نظرية للمحافظة في ظل عدم وجود معدل مردودية بدون مخاطرة؛
5. العمل على ترشيد المسيرين و المستثمرين في المنطقة العربية من خلال تزويدهم بنماذج قياسية و برامج مثبتة على الحاسوب تسمح بتقليل التكاليف و ترشيد القرارات لا سيما التمويلية منها، و محاولة بناء قواعد معطيات تساهم في توفير المعلومة المالية و تخفيض تكلفتها مما يحسن من كفاءة الأسواق المالية العربية.

المراجع:

- 1- بن بوزيان محمد، بن الضب علي(2010)، اختبار كفاءة بورصة الدار البيضاء على المستوى الضعيف في ظل الأزمة العالمية الراهنة، المؤتمر العلمي الدولي حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة العالمية الراهنة، جامعة بشار يومي 28-29 أبريل 2010، الجزائر.
- 2- درويش مروان جمعة(2009)، اختبار العلاقة بين العائد و المخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، المؤتمر العالمي السابع بجامعة الزرقاء الأهلية، 10-11 تشرين الثاني 2009.
- 3- زيطاري سامية (2004)، ديناميكية أسواق رأس المال في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004.
- 4- Engle Robert (2004), **Risk and Volatility: Econometric Models and Financial Practice**, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, VOL. 94 NO. 3, JUNE 2004.
- 5- Eugene F. Fama(1976), **Foundation of finance, Portfolio decision and securities prices**, INC.publishers, New York.
- 6- GiovanisEleftherios(2008), **Application of ARCH-GARCH models and feed-forward neural networks with Bayesian regularization in Capital Asset pricing Model**, the case of two stocks in Athens exchange stock market, Available on the site: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1325842
- 7- Khedhiri Sami and Muhammad Naeem(2008), **Empirical Analysis of the UAE Stock Market Volatility**, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008), PP249-260.
- 8- RhaimNajet and al(2007), **Estimation of capital asset pricing model at different time scales**, Application to French stock market, The international Journal of applied economics and finance, 1(2): 79-87, 2007.
- 9- Sharpe W.F. (1964), **Capital Asset Prices: A theory of market Equilibrium under condistion of risk**, the journal of finance, vol. 19, No.3(sep., 1964), 425-442.
- 10- Vernimmen P. (2005), **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 2005.

- ⁱ عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998، ص 34.
- ⁱⁱ أحمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدائها www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/135.doc
- ⁱⁱⁱ نيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية: النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق أسامال لإسلام في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال 2007م
- ^{iv} شعبان محمد إسلام البراري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 94-95
- ^v أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص 176-177
- ^{vi} مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز إشبيلى، الرياض، 2005، ص 117
- ^{vii} عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص 183.
- ^{viii} نيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 49.
- ^{ix} نيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 65-67.
- ^x عبد الرزاق خليل، عادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول بمعهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 23-24 فيفري، ص 6.
- ^{xi} هشام حنظل عبد الباقي، الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي، بحث مقدم المؤتمر الدولي الرابع بكلية العلوم الإدارية، ص 19.
- ^{xii} برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية، ص 74، الموقع الإلكتروني www.Khartoumstock.com
- ^{xiii} أشرف محمد دوابه، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، القاهرة، 2006، ص 139.
- ^{xiiii} حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص 64.
- ^{xv} هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 18.
- ^{xvi} عبد الله بن محمد الرزين، كفاية الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص 3.
- * أعدت تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعدها بتاريخ 20 أبريل/نيسان 2004م عرفتها باسم "البورصة الماليزية التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.
- ^{xvii} أشرف محمد دوابه، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، القاهرة، 2006، ص 139.
- ^{xviii} حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص 64.
- ^{xix} هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 18.
- ^{xx} عبد الله بن محمد الرزين، كفاية الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص 3.
- * أعدت تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعدها بتاريخ 20 أبريل/نيسان 2004م عرفتها باسم "البورصة الماليزية التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.
- ^{xxi} أشرف محمد دوابه، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، القاهرة، 2006، ص 139.
- ^{xxii} حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص 64.
- ^{xxiii} هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 18.
- ^{xxiv} عبد الله بن محمد الرزين، كفاية الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص 3.
- * أعدت تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعدها بتاريخ 20 أبريل/نيسان 2004م عرفتها باسم "البورصة الماليزية التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.
- ^{xxv} حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص 64.
- ^{xxvi} هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 18.