

تحليل دور سعر الفائدة في تخصيص الموارد المالية

في السوق المالي

خالد عمر حسن رحومه

مدرس مساعد بقسم الاقتصاد

كلية تجارة - جامعة دمنهور

تحليل دور سعر الفائدة في تخصيص الموارد المالية في السوق المالي¹

خالد عمر حسن رحومه

مدرس مساعد بقسم الاقتصاد

كلية تجارة - جامعة دمنهور

الملخص

تأخذ أغلب النظم المصرفية علي عاتقها عبء تخصيص الموارد المالية بالشكل الأمثل الذي يحقق أهداف السياسة المالية والنقدية، وتستند النظم المصرفية علي آلية سعر الفائدة في تخصيص الموارد المالية. وتعتمد تلك الآلية لسعر الفائدة علي نظريات تستند علي فروض قد لا تنطبق في الواقع بالشكل الذي يجعل قدرة هذه النظريات صحيحة علي تحديد سعر الفائدة في الممارسة الواقعية، فضلاً عن رجوع التغيرات والتقلبات في سعر الفائدة في أغلب الحالات لأدوات السياسة النقدية التي تحدث من جانب السلطات النقدية للتأثير علي سعر الفائدة كونه هدف وسيط بغرض التأثير علي متغيرات أخرى نهائية. بالإضافة لما سبق تتطلب فرضية كفاءة الأسواق سيادة التوقعات الرشيدة للمتعاملين والتي تقوم علي توافر المعلومات الكاملة والتنافسية وهي فروض قد لا تنطبق في الواقع المعاصر، وهو ما يجعل البعض يعزي الإضطرابات الحادثة في الأسواق المالية لفرضية كفاءة الأسواق. أما عن آلية الإقراض في ظل نظام الفائدة فيلاحظ أنها تغفل الربحية المتوقعة وتكثرث بالضمانات المقدمة بالدرجة الأولى، فالضمان والإسترداد أهم كثيراً من ربحية الأموال المقترضة. ومن ثم تجتمع العوامل السابقة وتتفاعل معا بشكل يجعل آلية تخصيص الموارد في ظل نظام الفائدة تبتعد عن الوضع الأمثل. مما يتطلب البحث عن آلية جديدة تعمل علي الوصول إلي التخصيص الأمثل للموارد المالية.

¹ هذا البحث جزء من الفصل الثاني في رسالة غير منشورة مقدمة من الطالب: خالد عمر حسن رحومه، المدرس المساعد بقسم الاقتصاد بكلية التجارة - جامعة دمنهور لنيل درجة دكتور الفلسفة في الاقتصاد بعنوان "النظم المصرفية القائمة علي المشاركة وأثارها علي تخصيص الموارد (مع الإشارة للبلدان الاسلامية)"، تحت إشراف:

- الأستاذ الدكتور/ عبد الرحمن يسري أحمد . أستاذ الاقتصاد والاقتصاد الإسلامي . كلية التجارة - جامعة الإسكندرية
- الأستاذ الدكتور/ محمدي فوزي أبو السعود. أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد وعميد كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية سابقاً - جامعة الإسكندرية

يرتبط مفهوم كفاءة تخصيص الموارد التمويلية في الفكر الاقتصادي بمفهوم الأمثلية (أمثلية باريتو)¹، ويعتمد تحقيق التخصيص الكفء للموارد على تحقق الهياكل التنافسية للأسواق، ولكن لا يمكن الاستناد للهياكل التنافسية للأسواق بمفردها لضمان تحقق الكفاءة بدون معايير قيمية مسبقة يمكن الحكم في ضوئها، بالإضافة إلي أن الموارد لا يتم تخصيصها بمعرفة الأسواق بمفردها ولكن من خلال المؤسسات والقوى الفاعلة بالأسواق التي تعمل من خلالها، وكذلك تصرفات المتعاملين وهيكل ومحتويات السوق بكل ما يشمله من أطراف.²

ولدراسة مدى تأثير نظام الفائدة على تخصيص الموارد التمويلية، يجب مراعاة تعدد وجهات النظر حول دور نظام الفائدة في تخصيص الموارد التمويلية، فمثلا يرى البعض أن الفائدة تعمل على تحقيق الاستخدام الأمثل لموارد ومدخرات المجتمع، وتحليل ذلك من وجهة نظر المدافعين عن نظام الفائدة أن المشروعات الاستثمارية المقترحة التي تريد الاعتماد في تمويلها على القروض من المصارف لن تقدم علي الاقتراض من المصارف ما لم تكن تتوقع ربحا يغطي القرائن علي الأقل، ويعبارة أخرى، فإن سعر الفائدة عامل يهيئ الفرصة للمشروعات الجيدة، وينحى جانباً المشروعات قليلة العائد، لأن الأخيرة سيعدل عنها أصحابها عندما يأخذون في الحسبان نصيب الفوائد الواجب عليهم خصمها من عوائد مشروعاتهم المتوقعة، مما يجعل المجتمع في النهاية يستفيد بالمشروعات التي تستثمر إمكاناته أفضل استثمار، لتعود عليه بأفضل المكاسب.³ وبلا شك أن الواقع مخالف لما سبق بشكل كبير لأنه في ظل نظام الفائدة يتحقق تخصيص الموارد المالية وفقاً لمعيار القدرة علي السداد في المقام الأول بغض النظر عن الربحية المتوقعة.

ويلاحظ أن تأثير نظام الفائدة علي تخصيص الموارد يأتي من خلال العديد من العوامل المباشرة وغير المباشرة التي تتفاعل معاً بشكل يجعل أطراف المداينات الربوية يسعون تجاه تحقيق المنافع في الأجل القصير. وهو ما يجعل البعض يحمل النظام القائم على الفائدة مسؤولية سوء تخصيص الأموال القابلة للإقراض، وإثارة الأزمات المالية، والمبالغة في الدورة التجارية

¹ والتي تهدف إلى الوصول إلى الوضع الأمثل من خلال دالة أهداف لها قيود تتم امتثلها أي وصولها لأفضل وضع. وينبغي ان يكون هناك أكثر من حل متاح بحيث يتوافق مع قيود هذه الدالة.

²Samuels, Warren, J., "Markets and Their Social Construction", Social Research: An International Quarterly, Volume 71, Number 2 / Summer 2004, pp. 357 – 370. Published Online: 12 September 2005.

³ مخلوف في عيد السلام، "اهمالا لتقديرات الموجهة لسعر الفائدة كسعر استثماري في النظام الاقتصادي المعاصر"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي والنمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، من 18 إلى 20 ديسمبر 2011، الدوحة، قطر، ص 10.

وسوء توزيع الموارد بين الأجيال وكذلك الأعباء الضريبية والمضاربة المهددة للاستقرار بالإضافة للأثار التضخمية وغيرها من الآثار السلبية الناجمة من وجود الفائدة.¹

وعند التساؤل عن مدى صحة النظريات التي تدافع عن سعر الفائدة ودوره الإيجابي في توجيه الموارد نحو أفضل المشاريع الأكثر إنتاجية أو الأعلى ربحية، وأنه ينحى جانباً المشروعات قليلة العائد؟ يلاحظ أن الإجابة تعتمد علي الإجابة عن سؤالين آخرين ألا وهما؛ أولاً إلي أي درجة يعكس سعر الفائدة التكلفة الحقيقية لرأس المال في المجتمع؟ وثانياً إلي أي مدى يتم توزيع الموارد المالية المتاحة في سوق المال؟ هل علي أساس المقارنات التي يعقدها المستثمر بين معدل ربحيتهم المتوقعة (أو الكفاءة الحدية للاستثمار) وسعر الفائدة، أو علي أساس تقديرات المقرضين (المصارف وغيرها) لإمكانيات المقترضين علي سداد ديونهم ودفع الفوائد المستحقة عليهم، أم علي أسس أخرى. فإذا كان سعر الفائدة يعكس التكلفة الحقيقية لرأس المال بدقة وإذا كانت المؤسسات المالية (وعلي رأسها المصارف) تعمل علي تفضيل تخصيص الأموال للمشروعات الأكثر إنتاجية فإن تخصيص الموارد في المجتمع سيتم علي نحو كفاء ويشكل أمثلاً وفقاً للنظرية الاقتصادية.

وفي سياق الإجابة على تلك التساؤلات السابقة، يجب التعرف علي تكلفة رأس المال، ومن ثم يمكن الربط بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال ومعرفة ما اذا كان سعر الفائدة الحقيقي يعكس بالفعل تكلفة رأس المال في المجتمع وبناء عليه يساهم في تخصيص الأمثل للموارد التمويلية أم لا. كما يستدعي التعرف علي دور نظام الفائدة بشكل دقيق في تخصيص الموارد التمويلية في المجتمع التعرض لدور لأسواق المالية حيث يظهر فيها الجانب التطبيقي لهذا النظام بشكل من التفصيل، حيث يلاحظ أن الأسواق المالية تلعب دوراً بالغ الأهمية في كل من الدول النامية والمتقدمة علحد سواء فيما يخص توزيع الموارد التمويلية، نظراً لما توفره من إمكانية تعبئة المدخرات وت جذب الاستثمارات، إضافة إلى دورها الفعال في تمويل خطط التنمية الاقتصادية. كما تلعب الأسواق المالية أيضاً عدة أدوار في توزيع الموارد المالية علي القطاعات المكونة للإقتصاد، حيث يفترض أنها توفر الإحتياجات التمويلية للشركات بأقل تكلفة وأقل درجة من المخاطره، كما أنها تقوم بتوزيع الموارد المالية على القطاعات الإنتاجية وفقاً لإستهداف تحقيق التخصيص الأمثل للموارد.

¹بول ميترز وجون بريسللي، التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق، ترجمة: رفيع يونس المصري، الطبعة الأولى 1424هـ - 2004م، ص 138

وبناءً على ما تقدم يتناول هذا البحث النقاط التالية:

أولاً: مديا لإرتباط بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال

ثانياً: معايير كفاءة سوق الأموال والعوامل المؤثرة فيها

ثالثاً: فرضية التوقعات الرشيدة وعلاقتها بكفاءة الأسواق

رابعاً: دور سعر الفائدة في التأثير على آليات عمل السوق المالي:

خامساً: نتائج وخلصه البحث

أولاً: مدى الارتباط بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال

عند الحديث عن الدور الفعلي لسعر الفائدة في تعبئة وإستخدام رؤوس الأموال، يستوجب الأمر دراسة مدى الارتباط بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال وأثر ذلك علي تخصيص الموارد التمويلية. ولدراسة مدى الارتباط بين سعر الفائدة وتكلفة رأس المال يتطلب الأمر تعريف تكلفة رأس المال وأنواعها، ثم إيضاح الدور الذي يلعبه سعر الفائدة في تخصيص الموارد المالية.

تتعلق تكلفة رأس المال بتكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض أو التمويل الذاتي أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح لتستخدمها في تمويل استثماراتها.¹ وتختلف تكلفة رأس المال باختلاف نوعه تبعاً لمصدره داخلياً أو خارجياً قصيراً أم طويل الأجل، وتكلفة رأس المال تعادل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملاً مجزياً. بمعنى أنه ذلك المعدل الذي يساوي على الأقل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة من استثمار شبيه في مؤسسة أخرى، أي أن تكلفة رأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة لإستخدام الأموال.²

ونظراً لعدم وجود قواعد وإعتبارات ثابتة ومحددة متفق عليها من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال³ فإن جميع المداخل المختصة بدراسة تكلفة الأموال⁴ تعتمد علي التنبؤ في تقدير

¹ وترجع أهمية احتساب تكلفة رأس المال في تحديد الجدوى الاقتصادية للمشروعات، ففي معيار صافي القيمة الحالية يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل الخصم الذي يحول القيمة الحالية لصافي العوائد المستقبلية المتوقعة يساوي تكلفة المشروع أما في معيار معدل العائد الداخلي فيتم إستخدام تكلفة رأس المال كحد أدنى مطلوب للعائد على الإستثمار وفي كلا المعيارين فمن مصلحة الشركة أن تكون تكلفة رأس المال منخفضة لان ذلك يتيح لها عدد أكبر من فرص الإستثمار المرعبة ويجعلها تنمو بمعدلات أسرع.

² Ian Giddy, Available as spreadsheet WACC_tutorial.xls on www.giddy.org, Acknowledgement: Adapted from <http://www.expectationsinvesting.com/spreadsheets/WACC.xls>

³ لقد اختلفت الآراء حول تحديد مفهوم تكلفة التمويل رغم إعطائها الأهمية الإستثنائية عند اتخاذهم القرارات الإستثمارية، والتي تعتبر فريدة من نوعها غالباً.

أ- فمن وجهة النظر الاقتصادية: إستخدم الاقتصاديون تكلفة التمويل في نظرياتهم الإقتصادية كمعصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الإقتصادية، وقد تمثلت هذه التكلفة من وجهة نظرهم في شكل العائد على الأموال المستخدمة.

ب- أما من وجهة النظر المحاسبية: استمر المحاسبون لفترة طويلة في تأكيد رأيهم بأنه لا يجري سدادها للغير، فمن وجهة نظرهم أن الأموال المقترضة فقط هي النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة تكلفة، ثم اتجهت نظرتهم إلى الإهتمام بتكلفة التمويل.

ج- من وجهة النظر المالية: أي في مجال الإدارة المالية فقد نظر إلى تكلفة التمويل على أنها مجرد زاوية لاتخاذ القرارات الإستثمارية والتمويلية، وفي تركيب هيكل التمويل ونوع التشكول المركب في ذلك التركيب.

و عليه يمكن القول أن تكلفة التمويل هي الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات للإستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأهمهم الشركة دون تغيير، أنظر :

سمير محمد عبد المزين، *إقتصائيات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي*، مكتبة الإشعاع، مصر، ١٩٩٧، ص: ١٦٦.

⁴ يمكن تقسيم تكلفة رأس المال إلى نوعين حسب طريقة تمويل الإستثمار، كما يلي:

١. **التكلفة في حالة التمويل ئذاتي:** وفي هذه الحالة فإن تكلفة هذا التمويل تكون هي تكلفة الفرصة البديلة المقصود بها (العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم استثمار الأموال في مجالات أخرى كإسراء الأسهم والسندات أو إيداعها في المصرف). فإذا كان العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار رأس المال في مجال ما أكبر من العائد الذي يمكن الحصول عليه في المجالات الأخرى فإن الإستثمار يكون مجدداً، والعكس صحيح. ويعد سعر الفائدة تكلفة فرصة بديلة لإستثمار رأس المال في مجال ما بدلاً من وضعه في المصرف، فكما ارتفع سعر الفائدة أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال الذاتي. لذا يعكس سعر الفائدة تكلفة رأس المال في تلك الحالة.

٢. **التكلفة في حالة التمويل من خلال الاقتراض من المصرف:** وبالطبع فإن تكلفة الاقتراض من المصرف هي سعر الفائدة، وعلى هذا الأساس فإن ارتفاع سعر الفائدة يقلل الاقتراض من المصارف وانخفاض سعر الفائدة يزيد الاقتراض من المصارف، لذلك فإن انخفاض أسعار الفائدة يشجع المستثمرين على تمويل استثماراتهم عن طريق الاقتراض من المصارف وهذا يؤدي إلى زيادة حجم الإستثمار.

تلك التكلفة، لأن تكلفة الأموال (رصيد رأس المال) تعتمد على قوي الطلب والعرض على الأموال، وبالتالي فإن إحتساب تلك التكلفة يعتمد على التغيير في محدودات كل من الطلب والعرض على الأموال وكذلك تفاعلها معاً.^١

وترتبط تكلفة رأس المال إرتباط وثيق بسعر الفائدة، وحيث تعتبر أسعار الفائدة بمثابة هدف وسيط يربط بين أدوات السياسة النقدية وأهدافها ومنها هدف النمو، فإن السياسة النقدية التقليدية التي تعمل مثلاً على ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية في ظل ثبات معدل التضخم النقدي ستؤدي في النهاية إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال. وبلا شك أن مثل هذا الأمر سيكون له انعكاسات على الطلب على القروض وعرضها.^٢

زيادة تكلفة استخدام رأس المال ستؤثر سلباً على حجم ومستوى الاستثمار الخاص في الدول النامية وذلك بصفة خاصة.^٣ وترجع أهمية العلاقة العكسية بين مستويات أسعار الفائدة، وقرارات الاستثمار الخاص في الدول النامية بسبب اعتماد تمويل الاستثمارات في تلك الدول على الاقتراض من خارج المؤسسة بشكل أساسي، على عكس الدول المتقدمة التي يتوقف فيها تمويل الاستثمار بدرجة أكبر على التمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة من جانب وعلى التمويل من خلال بيع حقوق الملكية (الأسهم من جانب آخر)، أي أن هناك علاقة إرتباط قوية للاستثمار بأسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة وبحجم الائتمان المتاح له.^٤

ومن المعروف أن السوق المالية الأولية تلعب دور الوسيط في نقل الأموال من أصحاب الفوائض الي أصحاب العجز من شركات ومنشآت أعمال والتي تبحث عن تمويل لإستثماراتها، ومن ثم يتم نقل الشركة التي يتم تمويلها الى السوق الثانوية حيث يعمل الأخير على توفير مرونة عالية "سيولة" للمستثمرين من أجل بيع وتسييل جزء أو كل من إستثماراتهم عند الرغبة في ذلك.

ومما سبق يتضح أن سعر الفائدة يعكس تكلفة رأس المال سواء كان رأس المال المستخدم هو تمويل ذاتي أو اقتراض من المصرف ومن الصعب حصر تكاليف الاستثمار ومعاملاتها وبالتالي تحسب تكاليف الاستثمار على أساس سعر الفائدة على الاقتراض، حيث توجد علاقة طردية قوية بينهما. لذا كلما زاد سعر الفائدة أدى ذلك إلى زيادة تكاليف الاستثمار نتيجة زيادة تكلفة رأس المال، مما سيؤثر على الفرص الاستثمارية بالمسئد خاصة في المشروعات الصغيرة التي لا تحتمل التكاليف المرتفعة رغم انها قد تكون أكثر أهمية من المشروعات الكبيرة خاصة في الدول النامية. وسيتم توضيح ذلك لاحقاً.

^١مصطفى البيك، لطفية فرجاني، "تكلفة وتركييب رأس المال"، جامعة حلب، كلية الاقتصاد قسم المحاسبة، ٢٠٠٨

^٢تقرير المجلس الوطني والاجتماعي حول نظرية عن السياسة النقدية في الجزائر، الدورة العامة السادسة والعشرون، جويلية ٢٠٠٥، ص ١٦.

^٣المتملة هنا في زيادة سعر الفائدة.

^٤منصوري الزين، آليات تشجيع وترقية الإستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة التعليم العالي و البحث العلمي، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ٢٠٠٦

ومن المفترض أن يلعب سعر الفائدة في الأسواق المالية، نفس الدور الذي تلعبه الأسعار في أسواق السلع والخدمات، فالفائدة المرتفعة تحد من عمليات الإقتراض وتشجع علي الإدخار والعكس صحيح. وهو ما يجعل قرارات المدخرون والمقترضون فيما يخص إدخارهم وإستثمارهم تعتمد علي المعلومات المتاحة عن الأسعار في الأسواق المالية حيث ترسل هذه الأسعار إشارات غاية في الأهمية إلي متخذي القرارات، فمثلاً توقع عائد حتي موعد الإستحقاق لسندات طويلة الأجل يستلزم معلومات عن معدل الفائدة المتوقع علي السندات قصيرة الأجل.

ثانياً: معايير كفاءة سوق الأموال والعوامل المؤثرة فيها

يرتبط التخصيص الأمثل للموارد المالية والمدخرات الخاصة بأفراد المجتمع بمدى تحقيق كفاءة الأسواق المالية التي تتداول فيها الأدوات المالية بأنواعها المختلفة. ولقد أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافاً كبيراً بين المهتمين بالأسواق المالية، حيث تعتمد علي عدة عوامل، ومن أهمها ما يلي:^٢

١. كبر حجم المتعاملين بالسوق: حيث تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر^٣ أو إستقراره النسبي وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من المتعاملين (البائعين والمشتريين) المستعدين دائماً لتداول الورقة المالية بأسعار تزيد وتقل عن السعر الحالي للورقة المالية في السوق. ويترتب علي ذلك تحقق السوق الشاملة وهي السوق التي ينتج عن تفاعل العرض والطلب فيها حجم كبير للتداول، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق صغير وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.
٢. حيوية السوق: عند إختلال التوازن في السوق يتغير السعر لإستعادة التوازن، وعندما تتوالي الأوامر علي السوق نتيجة أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل علي حيوية السوق وقدرتها علي الإستجابة السريعة لإختلالات التوازن، وفي الأسواق التي تتمتع بالحيوية المرتفعة يكون الفرق بين كل من ثمن العرض والطلب صغير جداً بحيث يمكن إتمام أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبير، مما يؤدي الي زيادة كفاءة السوق.

^١ Steven Russell, *Understanding the Term Structure of Interest Rates: The Expectations Theory*, 1992.

^٢ محمد أيمن عزت. تطوير أسواق الرأس مال في سورية، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال - ٢٠٠٢، ص ٦-٧.

^٣ وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، وتعتبر إستمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، حيث ترتبط السيولة طردياً بكفاءة سوق الأوراق المالية.

٣. توافر المعلومات الكاملة لدي كافة أطراف السوق: يعتبر توافر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في نفس الوقت بسرعة وبتكلفة منخفضة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية، وهذا يعني أن أي تغيير في المعلومات الخاصة بالعرض والطلب سيؤدي إلى تغيير مقابل في أسعار الأوراق المالية، وتسمي هذه الخاصية بكفاءة التسعير (Price Efficiency) أو بالكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير - وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. ويرتبط هذا العنصر بالإفصاح المالي^١ للمؤسسات العاملة ودرجة الشفافية. فرغم أن قرارات الاستثمار والتمويل تعكس توقعات المستثمرين بالأداء المستقبلي للمنشأة إلا أن هذه التوقعات تبنى في الغالب على تقييم الأداء السابق الذي يبني علي المعلومات الحالية.^٢

٤. إنخفاض تكاليف التداول: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة متدنية، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون منخفضة وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بكفاءة التشغيل (Operational Efficiency)^٣ أو الكفاءة الداخلية والتي تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمرة ودون أن يتاح للتجار فرصة لتحقيق هامش ربح كبير فيه. ويعمل حجم المؤسسات المالية القائمة، علي تخفيض تكاليف التداول بما يساهم في إتساع السوق.

وبالإضافة لما تقدم تساهم اللوائح التنظيمية والقوانين لأعمال المؤسسات المالية سواء من المصرف المركزي أو من إدارة السوق في زيادة درجة التنافسية بما يعمل علي إنتقال المعلومات بمرونة عالية لكل أطراف السوق. كما تعمل سياسات تسويق هذه المنتجات علي إتساع نطاق التداول وتعبئة المدخرات.

وتري بعض الآراء انه في ظل الإفتراضات السابقة خاصة المتعلقة بتوافر المعلومات عن المستقبل ومع إفتراض دافع تعظيم المنفعة الشخصية، يتحقق رشد التوقعات، وبالتالي ستعمل

^١ الإفصاح يعني: إظهار كافة المعلومات التي تؤثر في موقف متخذ القرار بلغة مفهومة للقارئ دون أي لبس أو تضليل بحيث يضمن تحقيق الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المختصة بالرقابة علي ميزانيات الشركات العاملة في السوق، والتدخل لإزالة النش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.

^٢ Irwin, Financial Accounting Standard Board, *Statement of Financial Accounting Concepts*, No.1 " Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises ", 1990.

^٣ لاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير علي كفاءة التشغيل.

الأسواق المالية علي تخصيص الموارد المالية بكفاءة بين المتعاملين¹ بحيث تحقق الأنشطة أعلى عوائد ممكنة ويزدهر النشاط الاقتصادي وتكون أي صدمات مؤقتة ويتم تصحيحها تلقائياً بفعل توافر كافة المعلومات لدي أطراف السوق ويطلق علي تلك الصدمات "الضجيج الأبيض".White noise².

ثالثاً: فرضية التوقعات الرشيدة وعلاقتها بكفاءة الأسواق

هل تقود الإفتراضات السابقة الخاصة بالمعلومات الكاملة إلي تحقيق رشد التوقعات فعلاً؟ وهل تضمن التوقعات الرشيدة كفاءة الأسواق؟ وهل تؤدي كفاءة الأسواق لكفاءة تخصيص الموارد؟

للإجابة علي التساؤلات السابقة ينبغي التعرض لفرضية التوقعات الرشيدة بشئ من التفصيل أخذاً في الحسبان فرضية كفاءة الأسواق وأهم المعايير التي تحقق كفاءة الأسواق ثم إستعراض تأثير سعر الفائدة علي آلية تشغيل تلك الأسواق وأخيراً هل تنطبق تلك الفروض في الواقع العملي.

تري فرضية التوقعات الرشيدة في تحليل القيمة السوقية للأصل المالي، أن الأفراد تتوافر لديهم التوقعات الرشيدة ومن ثم فإنهم سيستخدمون كل المعلومات المتوفرة للتنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية، وفي تلك الحالة تتساوي القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتوقعة مع السعر السوقي للأصل المالي مما يؤدي إلى تساوي الأسعار المتوقعة للأصول المالية مع الأسعار الفعلية للأصول المالية في تاريخ معين، من خلال المعادلة التالية:

$$P_{t+1} - P_{t+1}^e = e_{t+1}$$

حيث P_{t+1} هو السعر الذي سيسود للأصل المالي في المستقبل و P_{t+1}^e هو السعر المتوقع أن يسود للأصل مالي مستقبلاً و e_{t+1} هو عامل عشوائي لا يمكن التنبؤ به بسبب الأخطاء. وفي ظل تحقق رشد التوقعات بخصوص المستقبل تتحقق فرضية أخرى تباعاً وهي

¹ لأن سعر الورقة المالية في السوق سيماري قيمتها الحقيقية.

1. ²Andrew W. Lo, *Efficient Market Hypothesis*, the New Palgrave: A Dictionary of Economics, New York: Palgrave MacMillan. Second Edition, 2007

فرضية كفاءة الأسواق Efficient Market Hypothesis¹ والتي تعتبر إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية منذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحالي.²

وتستند فرضية كفاءة السوق على الآتي:³

- استخدام المستثمرين لكافة المعلومات المتوفرة لديهم في تكوين توقعاتهم المستقبلية لمعدلات العائد على الأصول المالية.
- أن تكون تكاليف تنفيذ المعاملات منخفضة.

وفي ظل توافر الشرطين السابقين فإن السعر التوازني للأصل يعكس كافة المعلومات عن الأصل المالي، ويتغير ذلك السعر فقط حين يغير المستثمرين توقعاتهم عن المكاسب المستقبلية، وكلما كان السوق أكثر كفاءة فمن المتوقع أن:

- تكون العوائد مرتفعة

- تقل درجة المخاطرة

- ترتفع القيمة المستقبلية للأصول

وعندما يكون السوق غير كفاء فإنه يواجه العديد من المشاكل مثل:

- تقلبات زائدة في الأسعار لا تعكس القيم الحقيقية

- إهدار الموارد في البحث لتعويض المعلومات المفقودة.

ويقترض أن تضمن كفاءة الأسواق المالية تحريك المدخرات الخاصة وتوزيعها بين القطاعات الإستثمارية المختلفة التوزيع الأمثل، بما يعني تقليل فرص توجيه الإستثمارات تجاه مضاربات وتوقعات غير مستنده الي معلومات وبيانات صحيحة.

ويمكن تلخيص أهمية السوق المالي الكفاء في أن وجوده له عدة مؤشرات اقتصادية أهمها الاستمرارية النسبية للأسعار المعروفة للورقة المالية بما يؤدي إلي أن تصبح تلك الأسعار تمثل

¹نص فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis)، والتي طورها يوجين فاما، على أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفاء تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتعلقة بالسوق وبالتالي فهي محصلة آراء جميع المستثمرين. إذن تستنتج الفرضية أن أسعار الأسهم دائما عادلة وبالتالي من المستحيل التغلب على السوق بشكل مستمر غير عشوائي.

²The Journal of Finance, *investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis*, Volume 32, Issue3, June 1977, pages 663-682.

³Peter Birch Sørensen, Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*, 2nd edition, McGraw-Hill Higher Education, 2010.

قيمتها العادلة^١، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الإستثمار والتخصص الكفاء للموارد.

ومن ثم يتحقق السعر العادل والمقبول للبائع والمشتري دون ظلم أو تضليل^٢. كما يحقق السوق الكفاء الذي ينطوي علي تماثل المعلومات الاستجابة الفورية للمعلومات. وهو ما يؤدي لتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية بما يحقق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية^٣. ويتحقق ذلك في السوق الكفاء من خلال دورين أحدهما مباشر والأخر غير مباشر وهما :

- الدور المباشر: أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أوراق مالية خاصة بمنشأة ما، فهم يقومون بشراء عوائد مستقبلية. وبالتالي فإن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار مريحة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأوراق المالية وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.
- الدور غير المباشر: يعد اقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معتدل.

وبذلك يصبح التعامل في السوق ما يطلق عليه لعبة عادلة (Market Fair Game)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، بمعنى أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أي أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين.

وحين يتحدد سعر الورقة المالية بناءً على تلك المعلومات التي ترتبط بكفاءة التسعير وكفاءة التشغيل فإن السوق يتصف بالكفاءة التي تؤدي في النهاية لإنخفاض المخاطرة للحد الأدنى^٤،

^١ القيمة العادلة هي القيمة التي تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عند يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في الأصل المالي من مخاطر

^٢ محمود صالح، معارف في فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد ٧، لسنة ٢٠٠٩-٢٠١٠.

^٤ الإنعكاس الكامل يعني: إن المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة إلى المعلومات الجديدة ويقوموا بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعدى على أي طرف في السوق تحقيق عوائد غير عادية Abnormal Return تفوق التوقعات العادية للأسعار، وعليه يكون السعر المعان هو حصيلته تصرفات وسلوك المشاركين في السوق ويكون السعر هو دالة لحالة التوازن في السوق، كما لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة حول سعر الورقة.

ومن ثم تخصيص الموارد التمويلية في المشروعات المناسبة، والعكس صحيح.¹ وعليه تكون السوق كفاء اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين في المعلومات المتاحة والمنشورة.

وقبل دراسة مدى إنطباق التحليل السابق يمكننا الانتقال لتعريف القيمة السوقية للأصل المالي في السوق الكفاء على أنها قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في الأصل المالي من مخاطر، أي أن القيمة السوقية لأصل وقت شراؤه تساوي القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن إمتلاكه والمخصومة بمعدل عائد علي الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر.

وهناك طرق عديدة لحساب القيمة السوقية للأصل المالي ومنها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية² Capital Assets Pricing Model والمعروف اختصاراً بإسم CAPM والذي يعد مؤشراً مرجعياً لتقييم الاستثمارات الرأسمالية وعوائدها المتوقعة، بهدف توجيه الموارد التمويلية في الاستثمارات الأصح.³

ويتضح مما سبق أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للأصل سينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات بالزيادة أو النقصان حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للورقة المالية.⁴ كما أنه يمكن إرجاع جزء كبير من التقلبات في أسعار الأوراق

¹ Peter Birch Sørensen, Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles, 2nd edition, McGraw-Hill Higher Education, 2010.

² Available at :

<http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-valuation/capital-asset-pricing-model-capm-1125>

³ يمكن عرض ذلك النموذج بشكل مختصر من خلال معادلة احتساب العائد التالية: $R = R^f + B_i (R_m - R^f)$ حيث أن: R هو معدل العائد المطلوب، R^f معدل العائد الخالي من المخاطرة متمثلاً في عائد الأوراق المالية الحكومية، B_i المخاطرة النظامية للورقة ويتم تقديره من خلال بيانات السوق وهو يمثل درجة حساسية عائد سهم معين لتغير عائد السوق، R_m معدل العائد لمحفظة السوق المالية (عائد مؤشر السوق).⁴

وعلى خلفية هذه الصيغة فإن العائد المطلوب هو دالة خطية للعائد الخالي من المخاطر: $B_i (R_m - R^f)$ الذي يمثل تعويضاً للمخاطر، وتعرف هذه الدالة الخطية بـ خط سوق الأوراق المالية Security Market Line، ويقارن إليه بـ (SML)، وطبقاً لمفهوم (SML) ونموذج (CAPM) فإن العائد الإضافي الذي يحصل عليه المستثمر من الأصول ذات المخاطرة يكون مساوياً لسعر المخاطرة.

available at: <http://www.financeformulas.net/Capital-Asset-Pricing-Model.html>

⁴ والاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل الأسعار صعوداً أو هبوطاً تحدث وفقاً لثلاثة أنماط للكفاءة، حيث أن كفاءة السوق وفقاً لأدبيات الاستثمار والأسواق المالية تنقسم إلى ثلاث أشكال بناءً على طبيعة المعلومات وشموليتها:

- الكفاءة الضعيفة للسوق المالي: الأسواق المالية التي تكون فعالة عند هذا المستوى من الكفاءة هي تلك الأسواق التي تعكس أسعار أسهمها المعلومات التاريخية فقط والمتضمنة الأسعار وأحجام التداول فقط.
- الكفاءة شبه القوية للسوق المالي: إذا كانت الأسعار تعكس المعلومات التاريخية مضافاً لها المعلومات المتاحة للجمهور والتوقعات المبنية على تلك المعلومات، كالتقارير على الأحداث العالمية والتقارير الاقتصادية للبلد، والمعلومات المنشورة عن الشركات المدرجة والصناعات التي تعمل فيها تلك الشركات.
- الكفاءة القوية للسوق المالي: حيث تعكس فيها الأسعار كل المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم بسرعة سواء كانت تلك المعلومات تتضمن " المتاحة للجمهور والتاريخية بل والتي يحتفظ بها الأشخاص المطلعون داخل الشركات المدرجة".⁴

Available at:

<http://www.icn.com/ar/studies/2012/05/17/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A-/index.html>

وتحتل الكفاءة الضعيفة للسوق المالي يتبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وجمهور المتعاملين في السوق، ويشهد الخلل حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي والقوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل

المالية للتقلبات التي تحدث في سعر الفائدة والتي بدورها ترتبط بالسياسات النقدية والمالية. وهو ما يجعل فرضية السوق الكفاء فرضية نسبية وليست مطلقة.

رابعاً: دور سعر الفائدة في التأثير علي آليات عمل السوق المالي:

الآن يأتي التساؤل عن دور سعر الفائدة في التأثير علي آليات عمل السوق المالي، ويلاحظ أن تغيرات سعر الفائدة التي تستخدمها السلطة النقدية كهدف وسيط لتحقيق أهداف نهائية² تلعب دوراً هاماً في تحريك الموارد المالية في السوق المالي، إلا أنه وفي أحيان كثيرة أخرى قد تكون التغيرات في سعر الفائدة راجعة لعوامل السوق المالي.

ويري البعض أن سعر الفائدة يعتبر من أهم عوامل "عدم الاستقرار" في أسواق المال، فالتقلبات في سعر الفائدة تؤثر مباشرة علي الأسواق المالية، وهو ما ينعكس أثره في شكل تقلبات حادة وغير محسوبة في النشاط الاقتصادي الحقيقي نتيجة تغير غير مبرر في أسعار الأوراق المالية المتداولة. حيث يعتبر ارتفاع أسعار الفائدة مانعا كبيرا للاستثمار في الأوراق المالية، وانخفاضها يشجع على الاقتراض لأغراض الاستهلاك، وهو ما يؤدي إلي سوء استخدام رأس المال، وإلى هبوط مستمر في معدلات التكوين الرأسمالي.

وبالنسبة لحملة الأسهم يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى ميل معدلات النمو الاقتصادي نحو التراجع، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض وهو ما يؤدي إلى انخفاض مستويات الطلب الكلي، وعندما ينخفض مستوى الطلب الكلي، ومن ثم معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، تنخفض أرباح الشركات، وهو ما يدفع الشركات إلى توزيع أرباح أقل أو ربما تحقيق خسائر، وهو ما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية.

ومن ناحية أخرى، فإن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل الودائع المصرفية بديلاً أكثر جاذبية عن الاستثمار في الأسهم وتحمل قدر أكبر من المخاطرة، فيقل الطلب على الأسهم في بورصة الأوراق المالية، بسبب التحول للودائع المصرفية وهو ما يساهم في إنخفاض أسعار الأسهم مجدداً.

منها. ويتبين من ذلك أن سعر الأصل المالي سيكون انعكاساً للمجموع الثلاثة من المعلومات وهي (معلومات الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية)، وعليه فإذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية. أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة.

¹ Peter Birch Sørensen, Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*, 2nd edition, McGraw-Hill Higher Education, 2010.

² في بعض الأوقات يؤدي التضخم إلى فقدان أسعار الفائدة الحقيقية أهميتها كهدف وسيط وكمؤشر للاقتصاد.

أما بالنسبة لحاملوا السندات، فعندما يتم إصدار السندات بسعر فائدة معين، فإن هذا السعر غالباً ما يكون ثابت خاصة بالنسبة للسندات قصيرة ومتوسطة الأجل. وعندما يرتفع سعر الفائدة، فإن السندات المصدرة قبل ارتفاع سعر الفائدة تصبح أقل جاذبية للمستثمرين فتتخفض أسعارها. بسبب قيام أصحاب السندات القديمة ببيع سنداتهم لشراء السندات الجديدة، أو تفضيل إيداع مدخراتهم في المصارف على أساس سعر الفائدة الجديد. ويترتب على ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعلى ذلك فإن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السندات. ومن ناحية أخرى فإن ارتفاع سعر الفائدة على السندات يجعل شراء السندات الجديدة أكثر جاذبية من شراء الأسهم، وقد يدفع حفلة محافظ الأسهم إلى التخلص من الأسهم لشراء السندات الجديدة.

ويلا شك تساهم كل تلك العوامل مجتمعة في إحداث تشوهات سعرية في السوق المالي قد تؤدي لإبتعاد تخصيص الموارد المالية عن التخصيص الأمثل وفقاً لربحية الشركات والمؤسسات التي تم تمويلها. ويعتبر دور سعر الفائدة ضعيفاً في إطار السياسة النقدية في إصلاح التشوهات في كفاءة تخصيص الأموال في السوق المالي بل أنه قد يساهم فيها في بعض الحالات، وكذلك أثبتت العديد من الدراسات عدم فاعلية التحكم في سعر الفائدة الأسمي من جانب المصرف المركزي في اوقات التضخم.¹ بغرض تحقيق الأهداف المرجوة.

والأن قد يثور تساؤل هام هل من الممكن في ظل آلية سعر الفائدة أن يحقق السوق المالي الكفاءة في تخصيص الأموال المتاحة؟ أم أن لسعر الفائدة دوراً في إحداث تشوهات في تخصيص الموارد؟

في ظل الفروض الخاصة بالتوقعات الرشيدة وكفاءة الأسواق من المفترض أن يوجه سوق الأوراق المالية الموارد التمويلية للإستثمار في أكثر الأوراق المالية نجاحاً، وحيث أن نجاح تلك الأوراق هو مؤشر للكفاءة الاقتصادية للمشروعات التي أصدرتها كما سبق القول، فإن سوق الأوراق المالية يوجه الموارد التمويلية إلى أكثر المشروعات كفاءة ونجاحاً من منظور الكفاءة الاقتصادية. ومن ثم فإنأي شركة ترغب في الحصول على التمويل من سوق الأوراق المالية، عليها أن تحقق حداً أدنى من الكفاءة في الإنتاج والتسويق والتوزيع من منظور الكفاءة الاقتصادية، لكي يمكنها أن تصدر الأوراق المالية الخاصة بها بنجاح.

وقد تضاربت الآراء حول تحقق كفاءة الأسواق المالية نظرياً وواقعياً، فنظرياً يري التحليل النيوكلاسيكي أنه في المدى القصير قد تحدث تقلبات غير رشيدة بالأسواق ولكن في المدى

¹Michael Woodford, *Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy*, FRBNY Economic Policy Review / May 2002

الطويل فإن الأسواق تتمتع بالكفاءة اللازمة ولكن الأدلة التجريبية واقعيًا أثبتت أن سلوك المتعاملين في الأسواق المالية في الواقع العملي لا يتوافق مع فرضية كفاءة الأسواق.¹

وعلى نقيض التحليل الكلاسيكي يري كينز أن المستقبل غير مؤكد ومجهول وبالتالي فإن التحركات السعرية المرنة للأوراق المالية في الأسواق المحلية والدولية قادرة على تحديد اتجاه السوق.² ووفقاً للتحليل الكينزي فإن أسواق رأس المال لا يمكنها تحقيق الكفاءة المنشودة في النظرة الكلاسيكية نظراً لعدم إنطباق إفتراضات النظرية الكلاسيكية في عالم الواقع وهو ما يتطلب وجود دوراً للحكومة للحفاظ على إستقرار الأسواق المالية.³

وقد ذهب البعض الآخر إلى تحميل فرضية كفاءة الأسواق مسؤولية الأزمات المالية المتلاحقة بسبب ما يسمى فقاعات الأصول asset bubbles ومساهمتها في تضخم القيم السوقية للأوراق المالية بالإضافة لعدم قدرتها على التنبؤ بحدوث الأزمات. بالإضافة لما قد اتضح في العديد من الدراسات من وجود بعض المشروعات ذات الكفاءة والربحية العالية ولكنها لا تستوفي معايير وشروط التمويل وتداول أوراقها المالية.⁴

ويشير الواقع العملي لعدم إنطباق بعض أهم خصائص السوق الكفاء من الأساس، وذلك للآتي:⁵

١- هناك نقص في المعلومات المتوافرة عن الشركات التي تتداول أوراقها في السوق وكذلك نقص في المعلومات عن أدائها الاقتصادي ومؤشرات كفاءتها.

٢- هناك حجب متعمد للمعلومات وتعتمد اقتصار معرفة تلك المعلومات على فئة معينة لتحقيق مصالحهم الخاصة دون سواهم.

٣- الاختلاف في معدلات العائد النسبية على رأس المال الحقيقي قد لا يعكس بالضرورة في صورة اختلافات في درجات الكفاءة النسبية للشركات ولا في مؤشرات أدائها المتوافرة في سوق

¹By ROBERT J. SHILLER, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1981.

² Burton G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*.

³Paul Davidson, *Volatile Financial Markets and the Speculator*, Royal Economic Society Annual Conference, Warwick, England, April 1998.

⁴ Ray Ball, *The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?* University of Chicago, 16 Journal of Applied Corporate Finance • Volume 21 Number 4 A Morgan Stanley Publication • Fall 2009.

⁵ أحمد أبو الفتوح الناقة، تحليل مدى كفاءة السوق المالي في الدول النامية في القيام بوظيفته المالية، كلية الشريعة جامعة أم القرى، متاحة من خلال: <http://uqu.edu.sa/page/ar/121210>

الأوراق المالية، وفي تلك الحالة لن تعكس الأسعار النسبية للأوراق المتداولة المعلومات الحقيقية عن الأداء الاقتصادي للشركات.

٤- بيني المدخرين قراراتهم باستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بناء على اختلاف معدلات الأرباح النسبية للشركات ومن ثم سوف يوجهون مواردهم التمويلية إلى أكثر المشروعات ربحية وهي ليست بالضرورة أكثر المشروعات كفاءة.

٥- أن بعض المشروعات قد تحقق أرباحاً نتيجة تمتعها بمركز احتكاري رغم انخفاض كفاءتها الاقتصادية، وبالتالي سوف يوجه سوق الأوراق المالية إلى تلك الشركات حجماً كبيراً من الموارد المالية، بينما تحرم مشروعات أخرى رغم كفاءتها الاقتصادية.

٦- أن سوق الأوراق المالية يتميز بنوع من التحيز لصالح المشروعات الكبيرة وضد المشروعات الصغيرة.

٧- عدم قدرة السلطات المالية والاقتصادية على الرقابة والسيطرة على السوق، بل قد يحدث تواطؤ لكثير من المسؤولين في الدول النامية (وكذلك في الدول المتقدمة) ومشاركتهم للمضاربين في تجارة الأوراق المالية بأسماء وهمية.

ويتضح مما سبق أن العوامل التي أدت إلى عدم إنطباق السوق الكفاء متؤدي بلاشك إلى إنحراف السوق عن التخصيص الأمثل للموارد، بمعنى أن تجارة الأوراق المالية والمضاربة علي أسعارها السوقية تتم بطريقة غير اقتصادية وذلك بهدف جني مكاسب نقدية ولو علي حساب خسارة المستثمر المالي الصغير.

خامساً: خلاصة ونتائج البحث

أستعرض بالبحث نظام الفائدة وقدرته علي تخصيص الموارد في الأسواق المالية وذلك من خلال التعرض لمدي إرتباط سعر الفائدة بتكلفة الأموال ولوحظ في هذا الصدد أن سعر الفائدة يتحدد واقعياً نظراً لما تستهدفه السياسات النقدية والمالية والتي تعتمد سعر الفائدة كهدف وسيط لتحقيق أهداف أخرى كما ذكر سابقاً.

ويقوم سعر الفائدة كأداة لتخصيص الموارد الاقتصادية علي أساس عدة إفتراضات عن الرشد والتنافسية في الأسواق المالية وأن تكون معلومات المقرضين والمقترضين متماثلة وأن الأسواق المالية قادرة علي نقل الموارد المالية بالكفاءة التي تحقق أفضل تخصيص للموارد.

ولا شك أن تلك الافتراضات غير الواقعية التي تقوم عليها العديد من النظريات، وهو ما يترتب عليه فشل استخدام سعر الفائدة كأداة لتخصيص الموارد الاقتصادية علي أفضل نمط ممكن. حيث تتطلب كفاءة الأسواق المالية عدة معايير عن التنافسية وتوافر المعلومات والإفصاح وإستمرارية السعر وهي أمور قد لا تتحقق في الواقع العملي، فعلي الرغم من أن سعر الفائدة يلعب دوراً هاماً في تحريك الأسعار السائدة للأدوات المالية المختلفة. إلا أن الملاحظ بشأن الأسواق المالية في ظل نظام الفائدة أنها تعمل علي تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض لوحدات العجز وفقاً لما يحقق المصالح الخاصة لأطرافها علي المستوي الجزئي والتي في بعض الأحيان قد تتعارض مع تحقيق أهداف المجتمع علي المستوي الكلي. كما نجد أن آليات هذه الأسواق قد تحجب التمويل تماماً عن بعض مشروعات كفو ذات ربحية مرتفعة وقادرة علي توفير فرص عمل للعديد من العاطلين ولكنها لا تستوفي معايير وشروط التمويل.

ومجمل القول أنه في ظل آلية الإقراض والضمانات في نظام الفائدة وفي ظل عدم تحقق الكثير من فروض كفاءة الأسواق والتوقعات الرشيدة عجزت الأسواق المالية عن الإلتجاه بالتمويل نحو التخصيص الأمثل الذي يحقق أقصى العوائد الممكنة. وقد أتضح أن آلية سعر الفائدة قد عجزت عن تحقيق التخصيص الأمثل للموارد التمويلية لما يلي:

١. سعر الفائدة سواء كان مرتفعاً أو منخفضاً فإنه يضر بالنشاط الاقتصادي حيث لا يمكن تحقيق إتساق لرغبات المقرضين والمقترضين معاً، فإذا كان سعر الفائدة مرتفعاً فإنه يضرب أصحاب المشروعات ويعوق الإستثمار والتركيم الرأسمالي ومن ثم مستويات الإنتاجية وفرص العمل، وإذا كان منخفضاً فإنه يضر بالمدخرين ويساهم في تفاوت توزيع الدخول والثروات كما يشجع علي المزيد من الإقتراض من جانب القطاعين العام والخاص لمقابلة النفقات الاستهلاكية ومن ثم يؤدي لضغوط تضخمية وينشط الإستثمارات غير المنتجة وعمليات المضاربة، كما يساهم في زيادة استخدام التكنولوجي الكثيف لرأس المال علي حساب العمالة وهو ما يترتب عليه زيادة معدلات البطالة. والبحث عن سعر الفائدة الذي لا يكون مرتفع ولا منخفض أمر شبه مستحيل.^١

٢. يتحيز التمويل بالفائدة إلي التمويل قصير الأجل، وهذا يعني عدم حصول الإستثمار الحقيقي طويل الأجل علي فرص التمويل الملائمة. حيث يتجه أغلب التمويل بالفائدة للمشروعات ذات التدفقات النقدية الثابتة والمبكرة وهو ما يسهم في دعم دورة الإقراض المصرفي لأن التدفق النقدي في المنشآت والوصول إلى الائتمان يتغير طردياً مع نمو

^١ احسن محمد الزفاعي، يدان المعدل بالفائدة في الاقتصاد الإسلامي
ويور هاقيدار، الأزمة الاقتصادية، (الأسس النظرية وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية)، بحث مقدم لنموذج كلية العلوم الإدارية بالولايات المتحدة
جامعة الكويت "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ٢٠١٠، ص ٢

الناتج، وذلك علي الرغم من أن هذه المشروعات ليست هي بالضرورة المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الأعلى. ولهذا يمكن للتمويل بالقروض أن يسهم في التحيز للمشروعات ذات الأجل القصير وذلك عندما لا يتاح التمويل برأس المال. ومن ثم فإن التمويل في ظل نظام الفائدة يفتقر إلى الكفاءة الاقتصادية، لأنه لا ينطوي على آلية لإعادة توجيه الموارد المالية إلى حيث الاستخدامات الأكثر جدوى اقتصادياً واجتماعياً.^١

٣. إنخفاض درجة الرقابة اللاحقة في ظل التمويل بالدين، حيث تتعرض عقود الملكية لمخاطر ناجمة عن مشكلة الأصيل والوكيل التي تنشأ نتيجة فصل الملكية عن الإدارة وهو ما يتطلب الرقابة اللاحقة الشديدة، إلا أن عقود الدين لا تتطلب رقابة لاحقة بنفس الدرجة لأن رأس المال مضمون بغض النظر عن كيفية استخدام الأموال، والرقابة المشددة في عقود الملكية بهذا الشكل علي كيفية عمل المديرين وهو ما يضمن تحقيق التخصيص الأمثل لموارد المجتمع^٢ وذلك عكس عقود الدين.

٤. من الملاحظ أن نظام الفائدة يتيح لصالح المشروعات الكبيرة حيث ينساب التمويل باتجاه الوحدات المليئة بحجة جدارتها الائتمانية لأنها تستطيع أن تقدم الضمانات المالية الكافية حتى وإن قلت إنتاجيتها وانخفضت كفاءتها وتترك مشروعات أخرى قد تكون أكثر جدوى وأنسب لخطط التنمية بحجة ضعف ملاءتها المالية، أي العجز عن تقديم الضمانات، ومن ثم لن تحصل على التمويل المطلوب، ومن ثم ينحاز التمويل التقليدي لفئة على حساب أخرى وهو ما يجعل هذا التمويل يسيء تخصيص السبولة. فعند مقارنة المشروعات التي تحقق عوائد أعلى أو تلك التي تقدم ضمانات. أكثر نجد أن التمويل لا يقدم بالضرورة إلى المشروعات التي لها أعلى العوائد المتوقعة، ولكن إلى تلك التي لها أفضل ضمان ومن ثم فإن المنظمين ذوي المشروعات ذات المخاطر والعوائد العالية سيحرمون من التمويل بالشروط المقبولة، لصالح المنشآت الكبيرة والمنظمين من أصحاب الثروات الكبيرة. وعلى هذا فإن التمويل بالدين يميل إلى إحتكار السوق للمنتجين الحاليين ويحد من المنافسين الجدد. وهو ما يترتب عليه سوء تخصيص الموارد.

٥. عادة ما نجد أن المؤسسات الكبيرة تزداد كبرا وتوسعا في حجمها وفي حجم الأموال المتاحة لديها وذلك بغض النظر عن الكفاءة الاقتصادية لتلك المشروعات أو إنتاجيتها. أما المشروعات الصغيرة التي تقوم بأعداد دراسات جدوى دقيقة ويكون لديها أفكار جيدة

^١متاحة من خلال : <http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-02-39-44>

^٢أحمد ابو الفتوح الناقة، آثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية علي تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٩، ص٣٥.

^٣Muhammad Nejatullah Siddiqi, *Evolution of Islamic Banking and Insurance as Systems - Rooted in Ethics*, Takaful Forum, New York, April 26, 2000.

من شأنها الاسهام بشكل ايجابي في الناتج المحلي الاجمالي والتي هي بحاجة حقيقية للاقتراض سوف تحرم منه او ربما لا تحصل على الحجم المناسب من الاموال. وبذلك ففرصتها اقل في زيادة دخلها ونمو نشاطها وهذه الظاهرة تنتشر بشكل كبير في الدول النامية فعلي الرغم أن المشروعات الصغيرة توظف نسبة كبيرة من العمالة إلا أن نسبة مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي منخفضة بالنسبة للمشروعات الأكبر منها نسبياً لصعوبة الحصول علي التمويل اللازم، وتشير الاستطلاعات إلى أن أقل من ١٪ من الشركات الصغيرة في البلدان النامية أمكنها الحصول على الائتمان بأسعار المؤسسات المالية؛ وما تبقى فقد أعتد على القطاع غير الرسمي. وتضطر المنشآت الصغيرة إلى اللجوء لمصادر التمويل غير الرسمي والتي قد تكون تكاليفها باهظة في بعض الأحيان كما أثبتت بعض الدراسات.

٦. إن طبيعة النظام الاقتصادي القائم على الفائدة يميل إلى سوء تخصيص الموارد، وهذا ما يعترف به المتطرون لهذا النظام والسبب واضح في تركيز الوساطة المالية على الضمان والاسترداد، وعدم الاهتمام بالجدوى الاقتصادية للمشروع والاستخدام النهائي للتمويل، فالودائع تُجمع وتعبأ من قطاع عريض من المجتمع، في حين أن منفعتها تقتصر على الأغنياء فقط. لذا فإن نظام الفائدة ينتج عنه توزيع الموارد المالية المتاحة في سوق الماأ علي أساس قدرة المستثمرين علي دفع الفائدة، وهي لا تتناسب بالضرورة مع أسس المفاضلة بين إنتاجية أو معدلات ربحية المشروعات الاستثمارية، ولكن تعتمد في الأساس فقط على توافر الضمانات الكافية لمنح القروض بالفائدة^١ بغض النظر عن الانتاجية أو الربحية أو حتى مدى استفادة المجتمع من نشاط المشروع.

٧. من الناحية الاجتماعية يحرم نظام الفائدة المجتمع من مشروعات ضرورية، ويدعم ذلك أحدي الدراسات التي توصلت الى سوء تخصيص رأس المال بين قطاعات الاقتصاد وأنواع الاستثمارات بسبب سعر الفائدة، كما أن نظام الفائدة يؤدي إلى خلل في انسياب الأموال إذا كان سعر الفائدة أعلى من العائد المتوقع من استثمار المال، وهو ما يحجب التمويل عن المشروعات الضرورية من الناحية الاجتماعية والتي يقل عائدها المتوقع عن سعر الفائدة.^٢

^١ Abdel-rahmanyousriahmed, Prohibition of riba in islam: its economic rationale and implications, Alexandria, Egypt, 1999, p9-19.

^٢ وهي ترتبط في الغالب بحجم المشروع الكبير والسمة، مما يعد عائق وصعوبة في مواجهة دخول مشروعات جديدة إلى السوق حيث من الصعب عليها توفير رأس المال المبنى نتيجة ارتفاع تكلفة تمويلة وصعوبة توفير الضمانات الكافية للبنوك، فيؤدي ذلك إلى الاضرار بالوضع التنافسي في السوق ككل.
^٣ الآثار السلبية للنظام الربوي القائم على الفائدة، مرجع سابق

٨. أثبتت بعض الدراسات أن قيام المشروع بالتمويل الذاتي لرأسماله والتخطيط الرشيد لاستثمار أرباحه المحتجزة يجعل للنظام المالي قوياً؛ بينما تهتم المشروعات التي تلجأ إلى التمويل بالاقتراض إلى تخطيط وجدولة الديون مما قد يعرض النظام لعدم الاستقرار.^١
٩. يرجع فشل سعر الفائدة في تخصيص الموارد إلي عدم إدراج وتوزيع عنصر الخطر عند اتخاذ قرارات الإستثمار بشكل مباشر، فألية إستخدام سعر الفائدة تعمل علي تحميل المدين بالمخاطر بشكل كامل، وهو ما يحد من قدرة المستثمر علي التوجه لمشروعات يزيد معدل عائدها بدرجة كبيرة لمجرد إرتباطها بمخاطر إضافية غير مخاطر التأخر عن السداد التي تقيده بشكل كامل في كل قراراته. ويترتب علي ذلك تخصيص المخاطر تخصيصاً ظالماً بين المقرض والمقرض، فليس هناك أي مشروع استثماري حقيقي، في ظل شروط تناقسية، يمكن أن نضمن له ربحاً إجمالياً، يغطي تلقائياً تكاليف الفائدة. فالفائدة تحمي المقرض من احتمال الخسارة الذي يمكن أن يواجهه المقرض. ومن ثم فإن نظام الفائدة يشجع علي السلوك السلبي لأصحاب رؤوس الأموال حيث يجنبهم تحمل أي قدر من المخاطرة ويلقي بمحمل عبء المخاطرة علي المدينين. وبالتالي فإن التعامل بالفائدة يؤدي بالعدم التكافؤ بين عناصر الإنتاج في تحمل مخاطر الإنتاج.
١٠. في ظل نظام الإقراض بالفائدة يمكن الحد من المخاطر الأخلاقية Moral Hazard من خلال الضمانات، ولكن أوضحت أحد الدراسات أن الضمانات قد تقلل المخاطر الأخلاقية فقط في ظل إنخفاض أسعار الفائدة ولكن في ظل إرتفاع أسعار الفائدة فإن الضمانات قد لا تحقق ذلك بالإضافة لإنخفاض الطلب علي الإئتمان.^٢
١١. إذا أعبرت الربحية الأعلى هي مؤشر للكفاءة فإن نظام الفائدة لا يميز بين المشروعات الأكثر ربحية وتلك الأقل ربحية فألية الإقراض في ظل نظام الفائدة تهتم فقط بتمويل المشروعات التي تحقق كفاءة حدية للإستثمار تغطي سعر الفائدة علي الأقل، ولكن لا تهتم بأي تلك المشروعات ستحقق أعلى كفاءة حدية ممكنة بل أنها قد تتحيز لمشروعات تحقق كفاءة حدية منخفضة إذا توافرت الضمانات الكافية لديها.^٣
١٢. أثبتت العديد من الدراسات أن الكفاءة الحدية للإستثمار ستكون مرتفعة في أوقات الرواج وتكون متدنية جدا في أوقات الركود والكساد، بينما أسعار الفائدة فلن تتغير

^١ سامر مطهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨، ص ٣٢.

^٢ بول ميلز وجون بريسلي، التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ٢٢.

^٣ Abdel-rahmanyousriahmed, Prohibition of riba in islam: its economic rationale and implications, Alexandria, Egypt 1999, p9-19.

^٤ Marta Serra-Garcia, Moral Hazard in Credit Markets: The Incentive Effect of Collateral, Tilburg University, October 30, 2010

^٥ Abdel-rahmanyousriahmed, op. cit, p9-19.

بنفس الطريقة ومن ثم فإن تخصيص الموارد وفقاً لآلية نظام الفائدة سيؤدي لتشوهات تحول دون تحقيق التخصيص الأمثل للموارد التمويلية.

وفي النهاية يرى الباحث أن نظام الفائدة لا يحقق الإتساق بين رغبات المقرضين والمقترضين، وفي توزيعه للدخل ينفاز لصالح الأغنياء والمشروعات الكبيرة وفي غير صالح الفقراء والمشروعات الصغيرة. ويتميز بإنخفاض الرقابة اللاحقة، ويهتم بالضمانات بغض النظر عن معايير الكفاءة ومشاركة عناصر الإنتاج في القيمة المضافة. بالإضافة لإرتفاع تكلفته وقضاءه علي عنصر الابتكار وميله للأجل القصير، ومن ثم يعجز نظام الفائدة عن تخصيص الموارد المالية في المجتمع بين استخداماتها الأكثر كفاءة كما يعجز أيضاً عن توفير التمويل للمشروعات الصغيرة مما يؤدي إلى فقدان مزايا تلك المشروعات في دعم التنمية الاقتصادية.

١. أحمد ابو الفتوح الناقا، أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية علي تشكيل الملامح الأساسية للهيكال المالي المعاصر، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٩م.
٢. بول ميلز وجون بريسلي، التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق، ترجمة: رفيق يونس المصري، الطبعة الأولى، ١٤٢٤هـ - ٢٠٠٤م.
٣. تقرير المجلس الوطني والاجتماعي حول نظرية عن السياسة النقدية في الجزائر، الدورة العامة السادسة والعشرون، جويلية، ٢٠٠٥م.
٤. حسن محمد الزفاجي، بدائ لمعدل الفائدة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في إدارة الأزمة الاقتصادية، (الأسس النظرية وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية)، بحث مقدم للمؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولية الرابع في جامعة الكويت "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ٢٠١٠م.
٥. حسين حسين شحاتة، الآثار السنية للنظام الربوي القائم على الفائدة، جامعة الأزهر، ٢٠٠٢م.
٦. سامر مطهر قنطقجي، ضوابط اقتصاد الإسلام في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨م.
٧. سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الإثعاع، مصر، ١٩٩٧م.
٨. محمد أيمن عزت تطوير أسواق الرأس مال في سورية، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، ٢٠٠٢م.
٩. محمود صالح، م"عارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد ٧، لسنة ٢٠٠٩ - ٢٠١٠م.
١٠. مخلوفي عبد السلام، أهمل انتقادات الموجهة لسعر الفائدة كعسائر استراتيجية في النظام الاقتصادي المعاصر، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي والنمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، من ١٨ إلى ٢٠ ديسمبر، الدوحة، قطر، ٢٠١١م.
١١. مصطفى البيك، لطفية فرجاني، "تكلفة وتركيب رأس المال"، جامعة حلب، كلية الاقتصاد قسم المحاسبة، ٢٠٠٨م.
١٢. منصور الزين، آليات تشجيع وترقية الإستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ٢٠٠٦م.

1. Abdel-rahmanyousriahmed, *Prohibition of riba in Islam: its economic rationale and implications*, Alexandria, Egypt, 1999.
2. Andrew W. Lo, *Efficient Market Hypothesis*, the New Palgrave: A Dictionary of Economics, New York: Palgrave MacMillan. Second Edition, 2007
3. Burton G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 1, Winter 2003.
4. By ROBERT J. SHILLER, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1981.
5. Irwin, *Financial Accounting Standard Board*, Statement of Financial Accounting Concepts No.1 "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises ", 1990.
6. Marta Serra-Garcia, *Moral Hazard in Credit Markets: The Incentive Effect of Collateral*, Tilburg University, October 30, 2010
7. Michael Woodford, *Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy*, FRBNY Economic Policy Review , May, 2002
8. Muhammad Nejatullah Siddiqi, *Evolution of Islamic Banking and Insurance as Systems - Rooted in Ethics*, Takaful Forum, New York, April 26, 2000.
9. Paul Davidson, *Volatile Financial Markets and the Speculator*, Royal Economic Society Annual Conference, Warwick\ England, April, 1998.
10. Peter Birch Sørensen, Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*, 2nd edition, McGraw-Hill Higher Education, 2010.
11. Ray Ball, *The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?*, University of Chicago, 16 Journal of Applied Corporate Finance . Volume 21 Number 4 A Morgan Stanley Publications. Fall 2009.
12. Samuels, Warren, j., *"Markets and Their Social Construction"*, Social Research: An International Quarterly, Volume 71, Number 2 , Summer 2004, pp. 357 – 370. Published Online: 12 September 2005.
13. Steven Russell, *Understanding the Term Structure of Interest Rates: The Expectations Theory*, 1992.
14. The Journal of Finance, *investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis*, Volume 32, Issue 3, June 1977, pages 663–682.

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM),available at :

<http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-valuation/capital-asset-pricing-model-capm-1125>

2. Risk and the Capital Asset Pricing Model Formula,available at:

<http://www.financeformulas.net/Capital-Asset-Pricing-Model.html>

٣. عبدالجبار السبهاني، آثار التمويل الربوي، متاحة من خلال :

<http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-02-39-44>

٤. السوق المالي المثالي، متاحة من خلال:

<http://www.icn.com/ar/studies/2012/05/17/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A-/index.html>

٥. أحمد أبو الفتوح الناقه، تحليل مدى كفاءة السوق المالي في الدول النامية في القيام

بوظيفته المانية، كلية الشريعة جامعة أم القرى، متاحة من خلال :

<http://uqu.edu.sa/page/ar/121210>