

المالية السلوكية في المنظور الإسلامي

تاريخ الإرسال:
5 June 2022

تاريخ القبول:
25 November 2022

حليمة بوكروشة
سعيد بوهراوة

المستخلص

تهدف هذه الورقة إلى بحث المالية السلوكية وموقعها في منظومة المالية الإسلامية، وجدوى أعمال قيم التمويل الإسلامي وضوابطه للتنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية الإسلامية، وإمكانية الموازنة بين مقاربتى كفاءة السوق والسلوكية. وتنطلق من مدى مصداقية المقاربة الوضعية القائمة على فرضية كفاءة السوق المالية في تحديد العوامل المؤثرة في حركة أسعار الأسهم والأوراق المالية، لا سيما بعد الأزمات المالية الحادة التي مست سوق الأوراق المالية؛ إذ لم تصدق توقعات المقاربة الوضعية التي ترى بأن السوق المالي يتسم بالعقلانية ويستطيع تصحيح أي انحرافات للقيمة السوقية عن القيمة العادلة. والورقة تعتمد منهج الاستقراء الناقص في رصد أهم الآراء المؤسسة لمقاربة نظرية كفاءة السوق المالية والنظرية السلوكية، والمنهج التحليلي النقدي للمقاربتين، والمنهج المقارن لمقابلة مقاربة المالية الإسلامية في بحث حركة الأسهم بالنظرية التقليدية والمالية السلوكية. وخلصت الورقة إلى نتائج أهمها أن مقاربة كفاءة السوق والمالية السلوكية لا تتعارضان في عمومهما والمنظور الإسلامي للمالية الإسلامية، وأن الموازنة بين المقاربة العقلانية القائمة على كفاءة السوق والمالية السلوكية هي أفضل مقاربة لخدمة حركة سعر الأوراق المالية الإسلامية، وهي مما تخدمه بعض الأدلة الشرعية، بينما تبقى هذه الموازنة معاني مجردة ما لم ينضبط السوق بالضوابط الشرعية.

INCEIF UNIVERSITY
ISRA RESEARCH MANAGEMENT CENTRE

مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية.
المجلد (13) العدد (2)
ديسمبر 2022
ص 30-3

كلمات مفتاحية: المالية السلوكية، فرضية كفاءة السوق، المالية الإسلامية، سوق الأوراق المالية الإسلامي، الموازنة، التكامل.

نُشر في مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، من قبل مركز إدارة البحوث للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (إسرا)، جامعة إنسيف (INCEIF). تم نشر هذا المقال بموجب ترخيص Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) ويُسمح لأي شخص بإعادة إنتاج وتوزيع وترجمة وإنشاء أعمال مشتقة من المقال (لأغراض تجارية وغير تجارية على حد سواء)، مع مراعاة الإحالة الكاملة إلى المنشور الأصلي والمؤلفين. يمكن الاطلاع على الشروط الكاملة لهذا الترخيص من خلال <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

eISSN:
2948-3549

DOI:
doi.org/10.55188/ijifarabic.
v13i2.332

Received
5 June 2022

Accepted
25 November 2022

Behavioural Finance: An Islamic Perspective

Halima Boukerroucha
Ahmed Ibrahim Kuliyah of Laws, IIUM Malaysia

Said Bouheraoua
ISRA Research Management Centre, INCEIF University Malaysia

Abstract

This paper discusses the issue of behavioural finance (BF) and its place in the Islamic financial system as well as the feasibility of applying the Islamic finance fundamentals to forecast the movement of Islamic securities prices. It also explores the possibility of harmonisation between the approaches of market efficiency and behavioural finance. The paper starts with questions about the credibility of the efficient market hypothesis (EMH) in determining the factors affecting the movement of prices in the securities market, especially after the severe financial crises that hit the financial market. The expectations of the positivist approach, which believes that the financial market is characterized by rationality and can correct any deviations of the market value from the fair value, were not borne out. The paper adopts the inductive approach, highlighting the most important views related to BF and EMH and their fundamentals, and also employs an analytical critical approach in analysing the two approaches. Furthermore, it adopts a comparative approach to collate the Islamic financial approach in studying the movement of stocks with the EMH and BF approaches. The paper concludes with a number of findings. The most important of these is that the approaches of market efficiency and behavioural finance do not, in general, contravene the principles of Islamic finance. Moreover, harmonisation between behavioural finance and the rational approach based on market efficiency is one of the best approaches to predict the movement of the prices of Islamic securities and is in line with the fundamentals of Islamic finance. However, that harmonisation will remain an abstraction unless the market is regulated by Shari'ah principles and legal rules.

Key words: Behavioural finance, efficient market hypothesis, Islamic finance, Islamic capital market, harmonisation, integration.

INCEIF
UNIVERSITY

ISRA
RESEARCH
MANAGEMENT
CENTRE

**ISRA International Arabic
Journal of Islamic Finance
(IJIF-Arabic)**
Vol. 13 • No. 2 • 2022
pp. 3-30

eISSN:
2948-3549

DOI:
doi.org/10.55188/ijifarabic.v13i2.332

© Published in ISRA International Journal of Islamic Finance by ISRA Research Management Centre, INCEIF University. This article is published under the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0) licence. Anyone may reproduce, distribute, translate and create derivative works of this article (for both commercial and non-commercial purposes), subject to full attribution to the original publication and authors. The full terms of this licence may be seen at <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>

مقدمة

لقد شهد الاقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية وإلى وقتنا الحاضر تطورات كبيرة مست جميع جوانب الحياة، وهذا بسبب الثورة الصناعية الهائلة التي مست قطاعات واسعة، وتطلبت تمويلات ضخمة لا تقدر عليها إلا الحكومات والمؤسسات المالية الضخمة. وشهد في المقابل حركة علمية دؤوبة مست جوانب كثيرة؛ فقد ازدهر علم الاقتصاد، وشهد تفرعات كثيرة، كما نحى إلى التكامل مع أنواع من العلوم لحاجة الصناعات إليها، كان أبرزها التكامل بين علم الاقتصاد وعلم الرياضيات والإحصاء؛ فنشأ فرع سمي بالاقتصاد الرياضي (Mathematical Economics) المعني بتطبيق النظريات الرياضية على الاقتصاد، والاقتصاد القياسي (Econometrics) المعني باستخدام الطرق الرياضية والإحصائية في وصف النظم الاقتصادية وتحليل البيانات الاقتصادية؛ بهدف إعطاء محتوى رقمي للنظريات الاقتصادية للتأكد من صحة تلك النظريات. كما تكامل علم الاقتصاد مع علم الاجتماع وتأسس علم الاجتماع الاقتصادي الذي يدرس الأوضاع الاجتماعية والتركيبية السكانية والعادات والتقاليد والمستوى الثقافي، وعلم النفس الاقتصادي الذي يدرس السلوك الاقتصادي للمستهلكين والمستثمرين، وأذواقهم والعوامل النفسية والعاطفية المؤثرة في اختياراتهم المتعلقة بالاستثمار. وبالنسبة للجانب المالي، فإن أبرز ما أفرزته المالية تفرعها إلى فروع كثيرة منها الصيرفة، والتأمين، وسوق النقد، وسوق الأوراق المالية وغيرها من الفروع. وقد كان للأوراق المالية وسوقها نصيب الأسد من هذه الفروع بسبب حجم الإصدارات ونسبة التداول، وذلك بسبب الطفرة التي شهدتها التمويلات لا سيما تلك المتعلقة بالمشاريع الاقتصادية السيادية الضخمة، وهو ما تطلب تأطيرا نظريا لهذه الأسواق من حيث بحث فعاليتها، والعوامل المؤثرة على حركة أسعار الأوراق المالية الممثلة لها. وقد سادت في البداية المقاربة الوضعية لبحث عوامل حركة الأسعار في السوق المالية، والتي تقوم على فرضية كفاءة السوق، وترى أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفاء تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتعلقة بالسوق؛ ومن ثم فهي محصلة آراء جميع المستثمرين. وعليه ترى الفرضية أن أسعار الأسهم دائما عادلة، ومن ثم فإنه من المستحيل التغلب على السوق بشكل مستمر غير عشوائي.

غير أنه وعلى إثر التقلبات التي شهدتها السوق المالية العالمية لا سيما تلك التي أصابت السوق الآسيوية سنة 1997م، والأزمة المالية العالمية سنة 2007م، و2008م، عاودت في الظهور مقارنة تشكك في المقاربة الوضعية، وهذه المقاربة هي المالية السلوكية التي ترى أن قرارات المستثمرين ستختلف حتى ولو اتفق التأثير المادي؛ إذا وضعت في سياق مختلف لتأثير العوامل النفسية والعاطفية في لحظة اتخاذ القرار، وهو ما يعني نقدا لفرضية كفاءة السوق. وعليه فإن هذه الورقة ستبحث هاتين المقاربتين من خلال عرض مفهومهما وأهم مسوغاتهما والانتقادات التي وجهت إليهما، يعقبها بحث مدى اعتبار المنظومة الإسلامية لهاتين المقاربتين أو إحداهما.

إشكالية البحث: حاول بعض الباحثين إجراء دراسات تطبيقية للمالية السلوكية في تطبيقات المالية الإسلامية؛ لفحص مدى تأثير الجوانب النفسية والأخلاقية العقلية في سلوك المستثمر في التمويل الإسلامي، وقد اعتمد كثير منهم مقاربة التمويل السلوكي التقليدي المعتمد على الأنماط والتفضيلات السلوكية المحددة مع تعديل بعض المتغيرات المرتبطة بالمبادئ الشرعية؛ غير أن بحثها دون الاستناد إلى التأسيس الكلي والإطار النظري لها في المنظور الإسلامي قد لا يأتي بالنتيجة المرجوة؛ وعليه فإن الإشكالية الرئيسة لهذا البحث هي مدى توفر الشريعة الإسلامية على إطار ناظم للمالية السلوكية، لا سيما فرضية كفاءة السوق، ومدى استيعاب الدراسات الميدانية للمبادئ المؤسسة للنظريتين.

أسئلة البحث:

1. ما مفهوم المالية السلوكية؟ وما العناصر الرئيسة المؤسسة لها؟
2. ما المقصود بفرضية كفاءة السوق؟ وما أهم النظريات المؤسسة لها في المنظور التقليدي؟
3. ما المبادئ الكلية والقواعد الشرعية المؤسسة للمالية السلوكية؟
4. ما مدى إمكانية قياس هذه القواعد الكلية المؤسسة للمالية السلوكية لا سيما فرضية كفاءة السوق؟

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

1. بيان مفهوم المالية السلوكية، وفحص العناصر الرئيسة المؤسسة لها.
2. التعريف بفرضية كفاءة السوق، وبيان أهم النظريات المؤسسة لها في المنظور التقليدي.

3. استقرار المبادئ الكلية والقواعد الشرعية المؤسسة للمالية السلوكية وفرضية كفاءة السوق .
4. التأصيل الشرعي للقواعد الكلية المؤسسة للمالية السلوكية وفرضية كفاءة السوق .

فرضيات البحث : يفترض هذا البحث ما يأتي :

1. فرضية كفاءة السوق لها مسوغها في التطبيق الوضعي ، ولها كذلك ما يؤسس لها في القواعد الكلية، النصوص الشرعية .
2. فرضية كفاءة السوق تمثل الأصل في سوق إسلامي ملتزم بالقيم الاقتصادية والقواعد الشرعية والنظامية .
3. النصوص الشرعية والقواعد الكلية تؤسس للمالية السلوكية في الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية .
4. المالية السلوكية تمثل العنصر المحوري لاتخاذ قرار صائب للاستثمار في سوق الأوراق المالية في ظل ضعف الالتزام بالقواعد الشرعية واللوائح النظامية .

الدراسات السابقة : لقد تم بحث المالية السلوكية في إطارها العام في منظورها التقليدي في بحوث ونظريات كثيرة، وقد غلب عليها التأسيس النظري لهذه النظرية مقابل الدراسات الكثيرة الداعمة لفرضية كفاءة السوق سواء من حيث التسويغ التفصيلي أو من حيث الدراسات الميدانية المؤيدة لهذه الفرضية .

أما في إطار سوق الأوراق المالية الإسلامية، فالدراسات فيه محدودة؛ تناول بعضها الجانب النظري، وتناول بعضها الآخر بعض التطبيقات المبينة لتأثير الجوانب القيمية في قرارات الاستثمار .

من كتابات المتقدمين المؤكدة على اعتبار الجوانب النظرية المتعلقة بالأبعاد العقديّة القيمية كتب المقاصد وأهمها كتابات الغزالي والشاطبي ومن المعاصرين محمد الطاهر بن عاشور . فقد تناولت هذه الكتب مقاصد الشرع ومقاصد المكلفين من العقد، وبينت أهمية اعتبار مقصود العقد ومقتضاه في اعتبار الأعمال وصحتها الشرعي، وفي الدخول في المعاملة وفي قبول أسعار السلع والخدمات؛ فهذه الكتب تمثل في نظر بعض ذوي الاختصاص في المالية السلوكية الإسلامية التأسيس الشرعي للمالية السلوكية وتأثيرها على القرارات الاستثمارية .

أما الدراسات المعاصرة التي تناولت الجوانب النظرية للمالية السلوكية، فهي قليلة لجدة هذه النظرية، ومن الدراسات التي انتقدت فرضية كفاءة السوق في ظل غياب القيم الاقتصادية، بحث سيف الدين إبراهيم تاج الدين: "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، حيث أكد فيه أن السهم المالي يختلف عن سائر السلع العينية في أن تداوله أكثر عرضة للغرر والجهالة الممنوعين شرعاً، منتقداً دعوى كفاءة الأسواق المالية الرأسمالية ومعاييرها، ويستنتج أن الكفاءة لا تتحقق في السوق المالية بترك عملياتها حرة دون انضباط، ويشترط دعم السوق بالضوابط الشرعية للتداول، ويقترح بعض الصيغ التنظيمية لتحقيقها.⁽¹⁾

ومن بين الدراسات التي تناولت المالية السلوكية في الإطار الإسلامي دراسة علي ذاني وقاسم (2014)⁽²⁾، وهي دراسة تناولت فحص تأثير الجوانب النفسية والتأثير الاجتماعي والسيطرة السلوكية المحسوسة على نية المستثمرين للاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية الماليزية باستخدام نمذجة المعادلات الهيكلية (SEM) أداة تحليل. وقد خلصت نتائج دراستهما إلى أن الجوانب النفسية والسيطرة السلوكية المحسوسة لهما تأثير كبير وإيجابي على نية المستثمر للاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية.

وفي دراسة لآدم وشوقي (2014) لموضوع الاستثمار المسؤول اجتماعياً في ماليزيا⁽³⁾ تم استخدام نمذجة المعادلة الهيكلية (SEM) لفحص دور الجوانب النفسية، والمعايير الذاتية، والسيطرة السلوكية المحسوسة والمعايير الأخلاقية على نية المستثمرين للاستثمار في استثمارات مسؤولة اجتماعياً (SRI) في ماليزيا. ووجدوا أن الجوانب النفسية والمعايير الذاتية والمعايير الأخلاقية كانت مرتبطة بشكل إيجابي بنية الاستثمار في صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول (SRI). للعرض نفسه، ولكن في دراسة قطرية واحدة، قام كانيبا وابن ربيان (2014)⁽⁴⁾ بالتحقيق في تأثير المعتقدات الدينية على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية باستخدام

(1) سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"

<https://elibrary.medi.u.edu.my/books/MAL07110.pdf>

(2) Ali, S., Zani, R.M. and Kasim, K. (2014) Factors Influencing Investors' Behavior in Islamic Unit: An Application of Theory of Planned Behavior. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 10(2), 183-201.

(3) Adam, A.A. and Shauki, E.R. (2014) Socially responsible investment in Malaysia: behavioral framework in evaluating investors' decision-making process. *Journal of Cleaner Production*, 1(17), 3-45.

(4) Canepa, A. and Ibnrubbian, A. (2014) Does faith move stock markets? Evidence from Saudi Arabia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*,

التحليل الوصفي والتحليل العشوائي للعينة. وقد أشارت النتائج التي توصلنا إليها أن العقيدة الدينية تؤثر على سلوك المستثمرين تجاه محفظتهم الاستثمارية المختارة؛ لذلك استنتجنا أن التمويل التقليدي ليس جيداً في شرح اتجاهات أسعار الأسهم، وأن الدراسات التطبيقية تظهر أن نظريات المالية السلوكية أكثر فائدة لفهم تقلبات الأسهم في سوق المملكة العربية السعودية. وفي سياق منتجات التمويل العقاري الإسلامي، بحث أمين وعبد الرحمن وعبد الرزاق (2013)⁽¹⁾ أثر المعيار الذاتي والميزة النسبية والبساطة والتوافق والتحكم السلوكي الملحوظ على التمويل الإسلامي للعقار في مدينة كوتا كينابالو، شرق ماليزيا باستخدام نظرية متكاملة: TPB (نظرية السلوك المخطط) و IDT (نظرية انتشار الابتكارات) و PLS أداة للتحليل لفحص العلاقات المفترضة بين التركيبات المختلفة. وقد استخدموا نهجاً تكاملياً ووجدوا أنه صالح في حالة التمويل العقاري الإسلامي في ماليزيا؛ ومع ذلك، فإن نتائجهم لا تدعم تأثير التوافق على الموقف تجاه التمويل العقاري الإسلامي، كما أفادوا أن هذا الموقف لا يحكم العلاقة بين التوافق والتمويل العقاري الإسلامي في حالة ماليزيا.

وفي دراسة لأهمية التأثير الديني على سلوك المستثمرين في الأسهم؛ قام ببالكوفسكي، وإتيباري، وويزنيوسكي (2012)⁽²⁾ بدراسة عوائد الأسهم لـ 14 دولة ذات أغلبية مسلمة: البحرين، والأردن، وإندونيسيا، ومصر، والكويت، وماليزيا، والمغرب، وعمان، وباكستان، قطر، والسعودية، وتونس، وتركيا، والإمارات العربية المتحدة خلال الفترة 1989-2007، خلال شهر رمضان المبارك، باستخدام بيانات عائد الأسهم اليومية وعشر تقنيات اختبار مختلفة بما في ذلك OLS المجمعة وتقديرات اللوحة. وكانت خلاصة نتائجهم أن عوائد الأسهم خلال شهر رمضان أعلى بكثير وأقل تقلباً مقارنة بعائدات الأسهم في بقية العام. علاوة على ذلك، استنتجوا أن لرمضان أثر بشكل إيجابي على نفسية المستثمرين، وأسهم في تعزيز مشاعر التضامن والهوية الاجتماعية بين المسلمين في جميع أنحاء العالم مما أدى إلى معتقدات متفائلة تمتد إلى قرارات الاستثمار بسبب التغيرات في نفسية المستثمرين.

(1) Amin, AbdulRahman, A.-R., and Abdul-Razak, D. (2013) An integrative approach for understanding Islamic home financing adoption in Malaysia. *International Journal of Bank Marketing*, 31(7), 544-573.

(2) Białkowski, J.d., Etebari, A. and Wisniewski, T.P. (2012) Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan. *Journal of Banking & Finance*, 36, 835-845.

على الرغم من إقرار خبراء المالية الإسلامية أن المالية السلوكية مجال جديد نسبياً للدراسة نظراً لأن الصناعة نفسها – لا سيما سوق الأوراق المالية الإسلامية – صناعة جديدة؛ ومن ثم فإن البيانات والتطبيقات والأدوات الإحصائية المتقدمة في دراسات التمويل الإسلامي قد لا تفي بإجراء دراسات قابلة للمقارنة. غير أن خلاصتها أنها انطلقت في التأسيس لها في المنظور الإسلامي من مقارنة شرعية جزئية، ولم تؤسس لقواعدها المقاصدية والكلية، وهو ما ستضطلع به هذه الدراسة، وذلك من خلال بيان ما يمكن عده جوانب تأسيسية لهذه المالية.

منهجية البحث: البحث سيعتمد المنهج الاستقرائي وذلك بحصر أهم النظريات المؤسسة لفرضيات كفاءة السوق، وكذا أهم النصوص الشرعية والقواعد الكلية التي يمكن أن تؤسس لهذه الفرضيات في التصور الإسلامي. كما سيعتمد المنهج التحليلي النقدي وذلك بفحص هذه النظريات في المنظور التقليدي من خلال بيان مواطن قوتها وجوانب القصور فيها، وتحليل لأهم النصوص الشرعية والقواعد الكلية التي يمكن أن تؤسس لها في المنظور الإسلامي.

حدود البحث: البحث سيتناول المالية السلوكية في حدود بحث فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية، والتنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية. ومن جهة أخرى في إطار المالية الإسلامية وفحص القواعد الكلية والنصوص الشرعية التي يمكن أن تؤسس لها.

محاور البحث: يتكون البحث من مقدمة وخاتمة وثلاثة مباحث:

– مقدمة

– المبحث الأول: خلاصة مقارنة فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

– المبحث الثاني: خلاصة مقارنة المالية السلوكية

– المبحث الثالث: نظرية كفاءة السوق والمالية السلوكية في المنظور الإسلامي

– خاتمة.

المبحث الأول: خلاصة مقارنة فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

تنتمي فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis) ⁽¹⁾ إلى المقاربة الوضعية التقليدية. ويرجع الفضل في تطويرها إلى البحوث العلمية المكثفة التي تمت في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي والتي سعت لإعطاء الصبغة العلمية التجريدية لهذه النظرية، ويعد يوجين فاما (Eugene F. Fama) أبرز من أسهم في تطوير هذه النظرية من خلال أعماله التأسيسية، والتي تمثلت في رسالته للدكتوراه سنة 1965م حول نظرية السير العشوائي للأسعار ⁽²⁾ اعتمد فيها الجانب التجريبي الميداني في دعم هذه النظرية، وقد لقيت أعماله تناولا كبيرا. والنظرية ترى أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفاء تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتعلقة بالسوق؛ فهي محصلة آراء جميع المستثمرين. والنظرية ترى أن أسعار الأسهم دائما عادلة؛ ومن ثم فمن المستحيل التغلب على السوق بشكل مستمر غير عشوائي. ويتم في النظرية التفريق بين ثلاثة أنواع من هذه الفرضية بناء على تعريفها لمفهوم "جميع المعلومات المتوفرة". وهذه الأنواع هي:

النوع الضعيف: يتمثل الشكل الضعيف لكفاءة السوق في أن تحركات الأسعار السابقة ليست مفيدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية؛ إذا تم دمج جميع المعلومات المتاحة في الأسعار الحالية، فإن أي معلومات ذات صلة يمكن الحصول عليها من الأسعار السابقة يتم دمجها بالفعل في الأسعار الحالية؛ لذلك لا يمكن أن تكون التغيرات المستقبلية في الأسعار إلا نتيجة توفر معلومات جديدة. وبناءً على هذا الشكل من الفرضية لا ينبغي أن يُتوقع باستمرار أن تحقق استراتيجيات الاستثمار أو أي قواعد تستند إلى التحليل الفني مستخدمة في قرارات التداول أو الاستثمار عوائد أعلى من المعتاد في السوق.

النوع شبه القوي: يفترض هذا النوع أن الأسهم تتكيف بسرعة لاستيعاب المعلومات العامة الجديدة بحيث لا يمكن للمستثمر الاستفادة أكثر من السوق من خلال التداول بناء على تلك المعلومات الجديدة. هذا يعني أنه لن يكون التحليل الفني أو التحليل الأساسي استراتيجيات

(1) انظر تفاصيل النظرية في بحث Eugene F. Fama: Random Walks in Stock Market Prices

<http://e-m-h.org/Fama1965a.pdf>

<http://www.investopedia.com/articles/basics/04/022004.asp>

(2) المرجع نفسه

موثوقة لتحقيق عوائد عالية تفوق التوقعات، لأن أي معلومات يتم الحصول عليها من خلال التحليل الأساسي ستكون متاحة بالفعل ومن ثم يتم دمجها بالفعل في الأسعار الحالية. يستثنى من هذا فقط المعلومات الخاصة غير المتاحة للسوق بشكل عام، فهي ستكون مفيدة لاكتساب ميزة في التداول، و فقط لأولئك الذين يمتلكون المعلومات قبل بقية المستثمرين في السوق.

النوع القوي: يوضح النوع القوي لكفاءة السوق أن أسعار السوق تعكس جميع المعلومات العامة والخاصة على حد سواء، بناءً على الشكل الضعيف والشبه القوي وإدماجهما. وبالنظر إلى الافتراض بأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات (العامة وكذلك الخاصة)؛ فلن يتمكن أي مستثمر – بما في ذلك المطلعين من داخل الشركة – من تحقيق ربح أعلى من المستثمر المتوسط، حتى لو كان مطلعاً على معلومات داخلية جديدة⁽¹⁾.

وتعني فرضية كفاءة السوق بأن ثمة كفاءة كاملة على مستوى سوق الأوراق المالية وعلى مستوى كل ورقة مالية منفردة. وأساس كفاءة السوق هو سرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنشر معلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية في أسعار الورقة أو الأوراق المالية التي ترتبط بهذه المعلومة.

كما تعني أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق. وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للسعر وينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للسهم.⁽²⁾

(1) Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>

(2) انظر، محمد بن سلطان السهلي: التحليل المالي: نظرة محاسبية، ص 66.

أولاً: المرتكزات الأساسية لنظرية فرضية كفاءة السوق

ترتكز فرضية كفاءة السوق على المقاربة المعيارية التي تجيب عما ينبغي أن يكون وتحاول تكييف الواقع بما يتماشى وفرضياتها؛ الأمر الذي جعلها تضيف طابعاً تجريدياً وعلمياً محضاً على النظرية المالية. والنظرية قامت على فرضيات أساسية يمكن تلخيصها في الآتي:

- 1- يتمتع جميع المستثمرين بالعقلانية (Rationality)، وهذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم (Maximizing Profit)، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق.
- 2- يتصف السوق بتوفر المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع، وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار.
- 3- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء؛ فوحدها المعلومات تؤثر على الأسعار والأمر سيان بالنسبة لمستوى السيولة.
- 4- عقلانية المستثمرين؛ إذ في وسعهم تحديد القيمة الحقيقية لكل أصل والتي تتحدد بمجموع التدفقات المستقبلية المستحقة.
- 5- حتى إذا وجد في السوق بعض المستثمرين الذين تنقصهم العقلانية؛ فإن هذا لا ينتقص من كفاءة السوق لأن قراراتهم غير موزونة، وإنما هي عشوائية يمكن لآثارها أن يلغي بعضها بعضاً، من دون أن يكون لها أي وقع على الأسعار.
- 6- إذا كان هناك مستثمرون لا يتمتعون بالرشادة، فحتماً يتمتع بها آخرون ونقصد هنا "المحكمين" الذين تقود تصرفاتهم إلى إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين، ناهيك عن أن فئة المستثمرين غير العقلانيين محكومة بالزوال بفعل الخسائر التي تتكبدها باستمرار والتي تؤدي إلى التناقص التدريجي في ثرواتها وصولاً إلى اختفائها، فقوى السوق هي التي تعمل على إزالة وإقصاء هذه الفئة من المستثمرين.⁽¹⁾

(1) Ekanshi Gupta; Preetibedi; Poonamlakra, Efficient Market Hypothesis V/S Behavioural Finance
<http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>

ونظرية كفاءة السوق تقوم على مرتكزين رئيسين هما:

أ- العقلانية:

تظهر العقلانية على مستوى سوق المال في قدرة المستثمرين على بناء توقعات منطقية، وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة. والحديث عن التوقعات العقلانية للمستثمرين يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها. هذه الأخيرة تضم جملة من المعلومات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين: مجموعة المتغيرات الأساسية التي ترتبط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيعات الأرباح...)، ومجموعة المتغيرات الإضافية (sunspots) التي يحتمل أن تؤثر بشكل غير مباشر حين يأخذها الأفراد في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حين يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد بأن حدثاً ما، في العادة لا علاقة له بالسوق، سيؤثر على حركة الأسعار. والاستجابة الفورية للعقلانية للمعلومات تؤدي إلى تعديل أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً، وهي تعني ثلاثة أمور أساسية هي:

الأمر الأول: في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة. أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

الأمر الثاني: المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية.

الأمر الثالث: المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد، وقدراتهم على التحليل متقاربة؛ الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة. وهنا من الضروري التأكيد على أن المعلومات الخاصة Insider Information تأخذ إحدى الصورتين الآتيتين: الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين، أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين. أما فيما يتعلق بالعوائد غير العادية فهي تلك العوائد التي يحققها بعض على حساب بعض آخر؛ أي أن ما يحققه متعامل معين يكون على حساب

متعامل آخر وذلك بسبب المعلومات الخاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني⁽¹⁾.

ب- المراجعة

يتم استخدام نظرية المراجعة، المعروفة باسم Arbitrage Pricing Theory (APT)، لاستغلال الأصول التي تم تصنيفها بأسعار رخيصة عن طريق تتبع عدد من العوامل الاقتصادية الكلية، والنظرية تستخدم إطاراً لتحليل المخاطر والعائدات. والنظرية تطبق على نطاق واسع في عمليات إدارة الاستثمار اليوم.

وتشير عملية تحكيم السوق إلى شراء الورقة المالية نفسها وبيعها في وقت واحد في أسواق مختلفة للاستفادة من فرق السعر بين السوقين المنفصلين دون مخاطر تقلب الأسعار⁽²⁾. وتفترض نظرية تحكيم السوق أن الأصل الذي يتم تداوله في جميع أنحاء العالم يتم تسعيره بشكل مختلف في الأسواق المختلفة، وهذا يعني أن السهم نفسه قد تكون له قيمة سوقية في أوروبا تختلف عن قيمته في بورصة نيويورك (NYSE) مثلاً. هذا على الرغم من أنه من الناحية النظرية يفترض أن تكون أسعار الأصول الواحدة في كلتا البورصتين متساوية في جميع الأوقات، لكن فرص تحكيم السوق تنشأ عندما لا تكون كذلك. فإذا كان سهم شركة ABC مثلاً يتداول بسعر 5 دولارات للسهم في بورصة نيويورك (NYSE) وما يعادل 5.05 دولارات في بورصة لندن (LSE)، فسيقوم أحد المرححين بشراء السهم بسعر 5 دولارات في بورصة نيويورك وبيعه على LSE مقابل 5.05 دولارات والفارق 0.05 دولاراً للسهم الواحد⁽³⁾. ونظرية كفاء السوق ترى أن المراجعة قادرة على تصحيح الانحرافات الناتجة عن تصرفات الأفراد غير العقلانيين وإرجاع الأسعار إلى قيمها الحقيقية، بحيث مع مرور فترة وجيزة من التداول في حركة أسواق مالية حرة، تتساوى أسعار الأوراق المالية للأصول الواحدة.

(1) انظر: محمد بن سلطان السهلي: التحليل المالي: نظرة محاسبية، ص 67، Kadir Can Yalçın

Market Rationality :Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies p28

(2) <https://www.investopedia.com/terms/m/marketarbitrage.asp>

(3) المرجع نفسه.

ثانياً: تحديات فرضية كفاءة السوق

يمكن تلخيص التحديات التي تواجه كفاءة السوق EMH في الآتي :

- يصعب التصديق بأن كل المستثمرين عقلانيين، ذلك لأن المستثمرين في كثير من الأحيان يتفاعلون مع معلومات غير ذات صلة، ويتجرون بناء على الضوضاء بدلا من معلومات معتد بها، وبذلك يحيد المستثمرون عن العقلانية الاقتصادية بطريقة مستمرة ومنتظمة.
- المواقف تجاه المخاطر لا تعد مستوى الثروة النهائية التي سيتم تحصيلها، ولكن المكاسب والخسائر بالنسبة لفترة مرجعية.
- يحيد المستثمرون عن قاعدة "بايزي"⁽¹⁾ في تنبؤهم بأحداث غير مؤكدة؛ بحيث يستخدمون تاريخاً قصيراً للبيانات. مثال: المبالغة في ردة الفعل على الأسهم المتألقة، دوت كومز... تتضخم التحيزات السابقة من خلال حقيقة أن المستثمرين يتصرفون في كثير من الأحيان في السوق عن طريق المديرين المحترفين الذين تخضع قراراتهم لتحيزات مماثلة.
- يقدم تفويض المديرين المحترفين المزيد من التشوهات.
- سلوك تحكيم القطيع (يميل المديرون إلى تبني استراتيجيات المديرين الآخرين. مثال: windows-dressing تلبيس النوافذ) الذي يفترض أن إرجاع الأسعار إلى قيمها الأساسية محفوف بالمخاطر ومن ثم فهو محدود.
- لا يوجد أي تحوط غير محتمل للرأجحين دون أصول بديلة دقيقة.
- من أكبر الأدلة على عدم انضباط كفاءة السوق، تداول العملات المشفرة وأهمها البتكوين Bitcoin على الرغم من عدم ابتنائها على أصول حقيقية، وهو ما عبر عنه جون كينغين بقوله:

(1) نظرية بايزي ابتكار وزير وإحصائي القرن الثامن عشر توماس بايزي. والنظرية نموذج رياضي يعتمد على الإحصائيات والاحتمالات، وتهدف إلى حساب احتمال وجود سيناريو واحد على أساس علاقته بسيناريو آخر. والقاعدة غالبا ما تستخدم لحساب ما يسمى الاحتمال الخلفي، والاحتمال الخلفي هو الاحتمال المشروط لحدث غير مؤكد في المستقبل يستند إلى الأدلة ذات الصلة المتعلقة به تاريخيا. انظر:

Bluford H. Putnam, Practical experiences in financial markets using Bayesian forecasting systems,
http://www.math.uchicago.edu/~cfm/BP-papers/Lessons_from_Bayesian_Experiences.pdf
<https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/bayesian-methods-financial-modeling.asp>

"بموجب فرضية كفاءة الأسواق المالية، يفترض ألا تكون أي قيمة لعملة رقمية لا قيمة لها في ذاته" (1).

– مع قدرة محدودة على تحمل المخاطر، فإن قدرة المرشحين على إرجاع الأسعار إلى أصولها محدود. (2)

المبحث الثاني : خلاصة مقارنة المالية السلوكية (3)

تبحث المالية السلوكية في دور علم النفس والعوامل الاجتماعية الأخرى في عملية صنع القرار لدى المستثمرين في الأسواق المالية، والنظرية تبحث الترابط بين الدوافع السلوكية والأخلاقية والدينية في المجتمع ومسار النشاط الاقتصادي، وقرارات المستثمرين، وتنطلق من ملاحظة ما يحدث في سوق المال من اختلالات، ثم تحاول تفسيرها ونمذجتها، وهو ما يجعلها نظرية براغماتية، تنطلق من تفسير الواقع لبناء النظرية (نظرية تفسيرية) عكس نظرية الكفاءة التي تتصف بكونها نظرية معيارية تنطلق من البناء النظري وتحاول فرضه على الواقع.

وقد بدأت نظرية المالية السلوكية بداية خافتة في النصف الثاني من القرن العشرين؛ غير أنها بدأت تكسب اهتماما كبيرا في الثمانينيات، وتعظم ذلك بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2007-2008م. ومن أهم أسباب سطوع نجم المالية السلوكية:

- 1- استمرار ظهور التشوهات في أسواق المال، وصعوبة معالجتها داخل نموذج الكفاءة.
- 2- عجز النظريات التقليدية في مالية المؤسسة عن تقديم الحلول اللازمة والتطبيقية لأصحاب القرار. (4)

أولا: الفرضيات المؤسسة للمالية السلوكية

(1) John Quiggin, The Bitcoin Bubble and a Bad Hypothesis, <https://nationalinterest.org/commentary/the-bitcoin-bubble-bad-hypothesis-8353>

(2) انظر نقد النظرية في:

Burton G. Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, https://eml.berkeley.edu/~craine/EconH195/Fall_14/webpage/Malkiel_Efficient%20Mkts.pdf

(3) انظر تفاصيلها في:

Andrei Shleifer: Inefficient Market: an introduction to behavioral Finance

Burton G. Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, انظر: (4)

https://eml.berkeley.edu/~craine/EconH195/Fall_14/webpage/Malkiel_Efficient%20Mkts.pdf

<http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>

قامت المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين كانتا نتيجة متابعة علمية الأداء الفعلي لسوق المال هما:

أ- عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (Not-Fully Rational Investors)

ترى النظرية أن سلوك الأفراد الاستثماري يتأثر باعتقاداتهم وانفعالاتهم، وأن هناك تعايشا بين المستثمرين العقلانيين والمستثمرين الجاهلين أو "العامة" أو ما يطلق عليهم (Noise Traders) الذين يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية، سواء باستعمال إشارات خاطئة، أو باتباع استراتيجيات غير عقلانية على غرار أصحاب التحليل الفني أو متبعي الاتجاهات، وهؤلاء يقومون بالشراء أثناء الاتجاه الصعودي، ويبيعون حين يكون الاتجاه نازلا. هذا هو إذن جوهر نظرية المستثمرين غير العقلانيين (الجاهلين)، التي تهتم بالحالات التي تكون فيها السلوكات العشوائية وغير العقلانية متبوعة بعدد كبير من المستثمرين مما يجعل تأثيرها على الأسعار كبيرا.

وينتج عن التعايش بين هاتين الفئتين من المستثمرين توقعات غير متجانسة، وتكون عندها السلوكات غير العقلانية مرتبطة؛ إذ عوض أن يلغي بعضها بعضا تتراكم في الاتجاه نفسه بفعل التقليد والمحاكاة أو ما يعرف بسلوك القطيع مكونة بذلك اتجاهها سعريا. وهو ما قوى التوجه الذي يرى أن الدراسات النفسية والاجتماعية قد تشرح التغيرات في الأسواق المالية أكثر من نظريات الاقتصاد المتخصصة، فالمبالغة في التفاؤل أو التشاؤم مبني على جوانب نفسية في المستثمر وهي طبع بشري، لذا عند ارتفاع السوق تكون هناك مبالغة في الثقة بأن السوق ستستمر في الارتفاع، ويبدأ البحث عن الأخبار الإيجابية لتبرير هذا الارتفاع وتجاهل المؤشرات السلبية؛ حتى لو كانت واضحة، فيحدث الشراء الجماعي، وعند أوقات النزول يحدث العكس ويسيطر التشاؤم والتركيز على الأخبار السلبية فيحدث نتيجة لذلك البيع الجماعي. وهو ما يعني أن القرارات الاستثمارية في النهاية يتخذها بشر حتى ولو اعتمدوا على أفضل التقنيات الفنية والتحليلية.

وعليه ترى المالية السلوكية أن السوق هو المكان الأمثل للتفاعلات الاجتماعية، وهو ما تجاهلته النظرية التقليدية؛ فهي ليست مجرد أفراد منعزلين ومستقلين، وإنما مجتمع معقد من

العلاقات والتفاعلات يضطلع فيه الاتصال بين المستثمرين بدور هام، كما أن السلوكيات الفردية فيه تؤثر على بعضها، ناهيك عن أن تغير الأسعار لا يكون نتيجة لظهور معلومات جديدة فقط؛ بل قد يكون نتيجة إشاعات أو أقاويل.

والنظرية في نظر المؤسسين لها لا تلغي عقلانية السلوكيات الفردية، ولكنها ترى أن للتقليد المعلوماتي أثرا مزدوجا؛ يكون عقلانيا حين يكون وراءه عدد قليل من الأفراد (فمن العقلاني تقليد من يعرف أكثر) غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد (يصبح التقليد للمقلدين)⁽¹⁾.

ب- محدودية المراجعة⁽²⁾

وثاني الفرضيتين هي أن عملية المراجعة التي يفترض أنها الآلية التي يلجأ إليها المستثمرون العقلانيون لإعادة السعر إلى مستواه الحقيقي محدودة التأثير، كما أنها ليست خالية من المخاطر؛ فأسواق المال في الواقع ليست أسواقا مثالية بسبب وجود المستثمرين الجاهلين، مما يقتضي بالضرورة وجود المرجحين لأجل إلغاء أثر النوع الأول من المستثمرين والعودة بالسعر إلى قيمته الحقيقية، غير أن هذه العملية قد تكون محدودة الأثر بفعل الارتباط بين السلوكيات غير العقلانية للعامة (القطيع) التي تتفاقم، مما يضعف من قدرة المرجحين على إلغاء أثرها كما افترضت النظرية التقليدية، ويجعل التحكم بالسوق في يد الفئة العادية. كما أن عملية المراجعة في واقع الأمر قد تنطوي على عدة مخاطر نذكر منها:

- أن الشرط الأساسي للقيام بعملية المراجعة هو وجود البديل الأمثل للورقة المالية؛ غير أنه في الواقع وبالأخص عند وجود فقاعات سعرية، أين تكون غالبية الأوراق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، من المستحيل العثور على البديل الأمثل وعادة ما يطلق على هذا الخطر "الخطر الأساسي أو النظامي" كونه غير قابل للتنويع.

(1) المرجع نفسه، وانظر أيضا: <http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>

(2) Andrei Shleifer: The Limits of Arbitrage <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x/full>

Miguel Herschberg: Limits to Arbitrage: An introduction to Behavioral Finance and a Literature Review .
www.palermo.edu/economicas/PDF_2012/PBR7/PBR_01MiguelHerschberg.pdf

- أن الخطر الثاني ناجم عن الجهل بالموعد المحدد لانفجار الفقاعة السعرية؛ فإذا أدرك مثلاً مسير لصندوق استثماري في تاريخ معين وجود أوراق مالية مسعرة بأعلى من قيمتها الحقيقية؛ فالسلوك الأمثل الذي عليه أن يقوم به في هذه الحالة هو "البيع على المكشوف" أي أن يقوم ببيع أوراق لا يملكها بالسعر الحالي على أن يتم تسليمها في موعد لاحق (عادة بعد شهر)، فإذا لم تنفجر الفقاعة السعرية أي لم يحدث الانخفاض الذي يتوقعه خلال مدة العقد يمكنه أن يقوم بتمديده (لشهر آخر مثلاً) متحملاً بذلك خسارة إضافة إلى تكاليف القيام بالتمديد وتمثل هذه التكاليف مصدراً آخر للخطر.

المبحث الثالث: نظرية كفاءة السوق والمالية السلوكية في المنظور الإسلامي

لم يقف الباحثان على ورقة بحثية تؤسس لنظرية كفاءة السوق والمالية السلوكية من منظور إسلامي، أو تزعم أن النظريتين أو إحداهما تنسجم ومبادئ التمويل الإسلامي، أو لهما علاقة بالمالية الإسلامية في بعض جوانبها، ولعل السبب في هذا حداثة البحث في نظرية كفاءة السوق والمالية السلوكية، ومحدودية تناول الموضوع في العالم العربي. فأبرز ما قدم في هذا الجانب التأكيد على علاقة الجوانب الدينية والأخلاقية في قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية. وعليه، فإن ما سيقدمه الباحثان من بيان بعض ما يمكن أن يمثل أوجه التداخل بين المقاربة الوضعية والمقاربة السلوكية يمثل أفكاراً أولية تعرض للمناقشة والتباحث والتطوير.

أولاً: نظرية كفاءة السوق في المنظور الإسلامي

تعد المالية السلوكية مجالاً جديداً نسبياً للدراسة نظراً لأن الصناعة المالية نفسها لا سيما سوق الأوراق المالية الإسلامية جديدة؛ ومن ثم فإن البيانات والتطبيقات والأدوات الإحصائية المتقدمة في دراسات التمويل الإسلامي قد لا تكون كافية لإجراء دراسات قابلة للمقارنة، وربما أدى ذلك أيضاً إلى تقييد استخدام الأدوات الإحصائية المتقدمة في دراسات التمويل الإسلامي. إن نظرية كفاءة السوق لها ما يؤيدها في المنظور الإسلامي وهو ما سنبينه فيما يأتي.

أ- مبدأ التكريم الإلهي للإنسان

إن دعوة عقلانية المستثمرين وسعيهم لتعظيم منفعتهم تجد لها مستندا في نصوص القرآن الكريم، التي تتناول تكريم الله للإنسان بالعقل وإعلاء مكانته بمدحه وجعله الفيصل بين الإنسان والحيوانات الأخرى.

فمن نصوص القرآن الكريم قول الله تعالى: ﴿وَلَقَدْ كَرَّمْنَا بَنِي آدَمَ وَحَمَلْنَاهُمْ فِي الْبَرِّ وَالْبَحْرِ وَرَزَقْنَاهُمْ مِنَ الطَّيِّبَاتِ وَفَضَّلْنَاهُمْ عَلَى كَثِيرٍ مِمَّنْ خَلَقْنَا تَفْضِيلًا﴾ [الإسراء: 70]، وقوله تعالى: ﴿إِنَّ فِي خَلْقِ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَاخْتِلَافِ اللَّيْلِ وَالنَّهَارِ وَالْفُلْكِ الَّتِي تَجْرِي فِي الْبَحْرِ بِمَا يَنْفَعُ النَّاسَ وَمَا أَنْزَلَ اللَّهُ مِنَ السَّمَاءِ مِنْ مَاءٍ فَأَحْيَا بِهِ الْأَرْضَ بَعْدَ مَوْتِهَا وَبَثَّ فِيهَا مِنْ كُلِّ دَابَّةٍ وَتَصْرِيفِ الرِّيَّاحِ وَالسَّحَابِ الْمُسَخَّرِ بَيْنَ السَّمَاءِ وَالْأَرْضِ لَآيَاتٍ لِقَوْمٍ يَعْقِلُونَ﴾ [البقرة: 164].

وقد مدح النبي صلى الله عليه وسلم بسداد عقله، ورجاحة رأيه، وجعل الفقهاء العقل مناط التكليف، ومحل إدراك الأشياء وفهمهما في العبادات والمعاملات وغيرها.

ب- سداد مبدأ تحكيم السوق

مما قد يخدم المقاربة الوضعية مبدأ جعل السوق حكما في تحديد السعر الأمثل للسلعة عندما يسير بطريقة منتظمة ومنضبطة، ومما يخدم هذا المبدأ حديث التسعير الذي يترك السوق والفاعلين فيه يسيرون أمورهم بحرية وسلاسة. ونص الحديث: عن أنس رضي الله عنه قال: "غَلَا السَّعْرُ عَلَى عَهْدِ رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ فَقَالُوا: يَا رَسُولَ اللَّهِ، سَعَّرَ لَنَا، فَقَالَ: إِنَّ اللَّهَ هُوَ الْمُسَعِّرُ الْقَابِضُ الْبَاسِطُ الرِّزَاقُ، وَإِنِّي لَأَرْجُو أَنْ أَلْقَى رَبِّي، وَلَيْسَ أَحَدٌ مِنْكُمْ يَطْلُبُنِي بِمَظْلَمَةٍ فِي دَمٍ وَلَا مَالٍ". (1)

وظاهر الحديث يؤسس لجعل السوق والمشاركين فيها أفضل حكم فيها، وفي تصحيح مسار أسعارها إذا تركت للحركة الطبيعية للسوق، وهو ما قد يعني أن السوق وبسبب سلوك أصحابها العقلاني كفيل بأن يصحح أسعار السلع تصحيحا تلقائيا، ويجعل حركة السوق وتدوير السلعة فيه ضامنا لاستقرار أسعار السلع.

ج- التأسيس الشرعي والتأطير القانوني

(1) الحديث أخرجه الترمذي من حديث أنس، انظر سنن الترمذي، كتاب البيوع حديث رقم ١٣١٤، بيروت دار الكتب العلمية.

يضاف ما ذكر أنه في ظل المبادئ الكلية التي وضعتها الشريعة لا سيما المزاوجة بين مبدأي العدل والفضل (الإحسان) اللذين ذكرهما الله في قوله: ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ وَالْإِحْسَانِ وَإِيتَاءِ ذِي الْقُرْبَى وَيَنْهَى عَنِ الْفَحْشَاءِ وَالْمُنْكَرِ وَالْبَغْيِ يَعِظُكُمْ لَعَلَّكُمْ تَذَكَّرُونَ﴾ [النحل: 90] واللذين بهما قوام الناس في معاملاتهم وصلاح دينهم ودنياهم. والعلماء نصوا على أن السعر المعتدل هو الذي لا يكون مرتفعاً فيضر المشتريين، ويجحف بهم، ولا يكون منخفضاً، فيضر البائعين، ويحرمهم من الربح المناسب¹، وأن الشريعة وإن لم تضع حداً أعلى للسعر، إلا أنها نهت عن إغلائه. ذلك أنه "يكره للرجل أن يحب غلو أسعار المسلمين، ويكره الرخص، ويُكره المال المكسوب من ذلك"² (ابن تيمية، 1997).

وإلى جانب التأسيس الكلي، نجد النصوص الشرعية الجزئية التي تحمي السوق من أي تشوه، وتضمن تحركه المتوازن الذي يضمن سلاسة سير أسعاره، ومن هذه النصوص أحاديث تحريم النجش⁽³⁾ وتلقي الركبان وبيع الحاضر لباد⁽⁴⁾ والربا، وغيرها من مفسدات السوق. فبهذا الضبط تستقيم الأسواق باستقامة أصحابها والمستثمرين فيها، فكل هذه المبادئ والنصوص تخدم بقوة نظرية كفاءة السوق ورشاد المستثمرين، لا سيما في ظل آخر التطورات القانونية والرقابية، وضوابط الحوكمة الشرعية، وهو ما يضيق الخناق على المتلاعبين الذين يريدون زعزعة كفاءة السوق المالي واستقراره، وسيره بطريقة سلسلة.

1 انظر، الباجي، سليمان بن خلف بن سعد. المنتقى شرح موطأ مالك". تحقيق محمد عبد القادر عطا. (ط1، بيروت: دار الكتب العلمية، 1999م، ج6، 348-352، وابن قدامة، موفق الدين عبد الله بن أحمد: المغني". تحقيق د. عبد المحسن التركي و د. عبد الفتاح الحلو. (ط2، القاهرة: هجر للطباعة، 1992م، ج6، ص311.

2 ابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحليم. "المستدرك على مجموع فتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية". "جمعه ورتبه محمد بن عبد الرحمن بن محمد ابن قاسم. (ط1، بدون معلومات عن دار النشر، 1997، ج4، ص10.

(3) النجشُ بفتح النون وسكون الجيم بعدها معجمة، وهو في اللغة تنفير الصيد واستثارته من مكانه ليصاد، يقال: نجشت الصيد أنجشته بالضم نجشاً. وفي الشرع الزيادة في ثمن السلعة ممن لا يريد شراءها ليقع غره فيها، سمي بذلك لأن الناجش يثير الرغبة في السلعة ويقع ذلك بمواطأة البائع فيشتركان في الإثم. وحديث النجش أخرجه البخاري ومسلم في صحيحهما؛ من طريق مالك، عن نافع، عن ابن عمر رضي الله عنهما، قال: "نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن النجش"، انظر، صحيح البخاري 417/3 برقم 2035، صحيح مسلم 1156/3 برقم 1516.

(4) حديث تلقي الركبان وبيع الحاضر لباد أخرجه البخاري من طريق أبي هريرة رضي الله عنه قال نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن التلقي وأن يبيع حاضر لباد، ج437/3، حديث رقم 2054.

أضف إلى ذلك تطور نظام الحوكمة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال تبني أفضل الممارسات، التي تقطع دابر كل محاولة غش وتلاعب في السوق المالية الإسلامية، وتقدم ضمانات كبيرة لإنجاح فرضية كفاءة السوق، وتجعله يصحح مساراته التسعيرية كلما حدث نوع اضطراب في هذه المسارات.

د- الدراسات الميدانية المعاصرة للمالية السلوكية

لقد حاول بعض الباحثين دراسة أثر اعتبار مقارنة كفاءة السوق المالية الإسلامية في أداء المؤسسات المالية الإسلامية، وقد أظهرت بعض هذه الدراسات نتائج تدعم نظرية كفاءة السوق المالية الإسلامية، وأن الأبعاد الدينية والقيمية لم يكن لها تأثير واضح في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وأن السوق الإسلامية في دول إسلامية كانت أضعف أداء من السوق التقليدية. من هذه الدراسات دراسة لسوهانا وآخرين، (2012) خلصت إلى أن الصناديق الاستثمارية للوحدة الإسلامية تحقق عوائد أقل من محفظة السوق التقليدية. وخلصت فكرية وآخرون (2007)، إلى أن الصناديق الاستثمارية للوحدة الإسلامية تفوقت فقط خلال فترة هبوط السوق، ولكنها كانت ضعيفة الأداء خلال فترة السوق الصاعدة. وخلص فاضل و م. إسحاق (2011) في دراستهما إلى أن المحفظة الإسلامية أكثر خطورة من المحفظة التقليدية.

ثانيا: نظرية المالية السلوكية في المنظور الإسلامي

إن مما يمكن أن يخدم مقارنة المالية السلوكية في المنظور الإسلامي ما يأتي:

أ- النصوص القرآنية والواقع الإنساني

إن القرآن الكريم وعلى الرغم من إعلائه للعقل وبيان تكريمه للإنسان بالعقل الذي منحه إياه، بين أن واقع الأمم في أغلب الأحيان، وبسبب تمكن الانحراف والغوغائية والإمعية والتأثر بالسائد في واقع الحال، تجانب المعقول إلى التقليد الذي لا يستند في كثير من الأحيان إلى المعقول. وعليه جاءت النصوص القرآنية تبين صدود كثير من الناس عن اتباع مقتضى العقل بسبب طغيان الهوى والتقليد، ومن هذه النصوص قوله تعالى: ﴿... قُلِ الْحَمْدُ لِلَّهِ بَلْ أَكْثَرُهُمْ لَا يَعْقِلُونَ﴾ [العنكبوت: 63]، وقوله تعالى: ﴿وَإِنْ تَطِعْ أَكْثَرُ مَنْ فِي الْأَرْضِ يُضِلُّوكَ عَنْ سَبِيلِ اللَّهِ إِنْ يَتَّبِعُونَ إِلَّا الظَّنَّ وَإِنْ هُمْ إِلَّا يَخْرُصُونَ﴾ [الأنعام: 116]

فهذه الآيات تبين أنه وبالرغم من تكريم الله للإنسان بالعقل غير أن غالب بني البشر لا يتبعون سلطانه. ونظرية المالية السلوكية كما تنص عليها مفرداتها لا تلغي عقلانية السلوكيات الفردية، ولكنها ترى أن التقليد المعلوماتي يكون عقلانيا حين يؤيده عدد قليل من الأفراد، غير أنه يصبح غير عقلاني إذا تضخم هذا العدد من خلال السرعة وتضخم تناقله، وأحيانا تعمد تمريره لمصالح شخصية، وانتقاله من استثناء إلى أمر مستقر.

ب- ظاهرة التقليد المذهبي في المعاملات المالية

إن مما له علاقة بالواقع الإنساني الطاعني في كثير من مراحل، ظاهرة التقليد في اعتبار المعاملات المالية الإسلامية والدخول فيها، وهي ظاهرة تشبه ظاهرة القطيع الذي تكلمت عنه المالية السلوكية، ومؤدى ظاهرة التقليد عند العامة غياب العقلانية في تبني المواقف الفقهية المالية بناء على اعتبارات مرتبطة بالعواطف والاعتبارات الشخصية والمذهبية. وقد أدى هذا التقليد في حقبة زمنية معينة إلى غلق باب الاجتهاد والاعتماد على الموروثات المذهبية في التحليل والتحرير والتحول من معاملة إلى أخرى، وهو ما يعني أن واقع الأفراد وميولهم المذهبية قد تكون الفيصل في قرارات مالية محورية، وهذا ينسجم وما تناولته المالية السلوكية في موضوع الأوراق المالية.

ج- الدراسات الميدانية المعاصرة للمالية السلوكية

لقد حاول بعض الباحثين دراسة أثر اعتبار المقاربة السلوكية في أداء المؤسسات المالية الإسلامية؛ فأجروا دراسات حول أداء المؤسسات المالية الإسلامية بناء على مقارنة المالية السلوكية مقارنة بالمؤسسات المالية التقليدية. وقد أظهرت الدراسات نتائج متباينة أرجع بعضها التطور الإيجابي للمنتجات المالية الإسلامية إلى البعد الديني والجوانب الأخلاقية، ولكنها أقرت في مجملها بصعوبة بحث الأبعاد السلوكية الأخلاقية في ظل نظام تقليدي كلي يحكم المؤسسات الإسلامية والمؤسسات التقليدية، وفي ظل منهجيات وظروف دراسة مختلفة. فقد رأت نورما وم. شبري وسالينا وزارانا، وروزلين (2010) وفكريا، توفيق وشمشير (2007) أن الصناديق الاستثمارية للوحدة الإسلامية تتفوق على الصناديق التقليدية. وأجرى أشرف (2013) دراسة بمقارنة للصناديق الإسلامية الاستثمارية والصناديق التقليدية في المملكة العربية السعودية خلال الأزمة الاقتصادية العالمية، فوجد أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية تظهر أداء أفضل

مقارنة بالأموال التقليدية خلال فترة الأزمة الاقتصادية⁽¹⁾. في حين خلصت مازلينا ورزالي (2006) إلى نتيجة مخالفة وهي أن الصناديق الاستثمارية للوحدة الإسلامية لديها مخاطر أقل من الصناديق التقليدية⁽²⁾.

وبالنسبة للمصارف الإسلامية، فقد أجريت كذلك دراسات وأبحاث من بينها دراسة خان وحسن وشهيد (2007)⁽³⁾ حيث أجريت دراستهم على سلوك العملاء من المصارف الإسلامية في بنغلاديش، وكشفت أن المبادئ الدينية هي المعايير الرئيسة لاختيار المصارف الإسلامية. كما أجرت ربما (2013) دراسة في لبنان ووجدت أن الثقة والتوافق مع الشريعة في البنوك الإسلامية، ومعرفة العملاء بالتمويل الإسلامي، وتكاليف التمويل، وسهولة الوصول إلى البنوك الإسلامية ونوعية الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية هي العوامل الرئيسة في اختيار المصرف الإسلامي⁽⁴⁾.

ومما يخدم مقارنة المالية السلوكية في إطار المالية الإسلامية في تقديرنا أزمة الصكوك الإسلامية التي حدثت سنة 2008م، والأثر الإيجابي لصكوك إحسان التي أصدرتها خزانة الماليزية سنة 2015م. فقد أرجع كثير من الباحثين تراجع إصدار الصكوك بعد أزمة 2008، إلى موقف كثير من كبار علماء الشريعة من الصكوك المصدرة لا سيما فتوى تقي العثماني وغيره بأن ما يقرب من 80% من الصكوك المصدرة مخالفة للشريعة الإسلامية، مما أدى إلى وقوع أزمة في الصكوك، حيث انخفضت إصداراتها بسبب ضعف الرغم في الاكتتاب فيها من \$46,794 مليار سنة 2007م، إلى \$20,540 مليار سنة 2008م، و\$12,604 مليارات سنة 2009م، (سعيد وأشرف وجدي، 2010)، وهذا على الرغم من أن هذه الصكوك لم تشهد ما شهدته السندات الربوية من تعثر. وخلصوا من هذه الأزمة أن العقلانية وتعظيم المنفعة غير كافيتين لاتخاذ قرارات مالية،

(1) Syukriah Ali, Rosliza Md Zani, Kartini Kasim, Factors Influencing Investors' Behavior in Islamic Unit Trust: An Application of Theory of Planned Behavior

(2) المرجع نفسه

(3) Khan, M.S.N., Hassan, M, K, & Shahid, A. I. (2007). Banking behavior of Islamic Bank customers in Bangladesh. Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 3 Iss:2, pp.180-181.

(4) Syukriah Ali, Rosliza Md Zani, Kartini Kasim, Factors Influencing Investors' Behaviour in Islamic Unit Trust: An Application of Theory of Planned Behaviour

وأن الجانب الأخلاقي القيمي الديني له تأثيره القوي في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتمثلة في ضعف الإقبال على هذه الصكوك⁽¹⁾.

ومسألة أخرى وهي صكوك إحسان التي يشار إليها باسم "الاستثمار المسؤول والمستدام (socially responsible investments) (SRI)" على أنه نظام استثماري ينظر في معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات لتوليد عوائد مالية تنافسية طويلة الأجل وتأثير اجتماعي إيجابي⁽²⁾. فهذه الصكوك وعلى الرغم من التنصيص على التنازل عن بعض الأرباح إذا حققت حداً أدنى من الأهداف التعليمية المرجوة، غير أن الاكتتاب فيها كان عالياً، وهو ما يؤيد اعتبار الجانب الأخلاقي القيمي في عملية شراء الأوراق المالية؛ ومن ثم يؤيد مقارنة المالية السلوكية في التأثير على قرارات المستثمرين وحركة سوق الأوراق المالية الإسلامية⁽³⁾.

(1) انظر، بحث تقي عثمان، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي المنعقدة في وهران الجزائر سنة 2012م.

http://files.madarisweb.com/ktb/fiqh/sukook_taqi_usmani.pdf

(2) منتدى الاستثمار المستدام والمسؤول، 2016م، <https://www.ussif.org/sribasics>.

(3) Osman Sayid Hassan Musse, et all, Islamic and Conventional Behavioral Finance: A Critical Review of Literature, p244.

الخلاصة ونتائج البحث

في ختام هذا البحث يمكن تخلص أهم نتائجه في الآتي :

- إن مقارنة كفاءة السوق والمالية السلوكية لا تتعارضان في عمومهما مع أسس المالية الإسلامية.
- إن المبادئ الأساسية للمالية الإسلامية وإن أقرت بأهمية أعمال المقاربة العقلانية وتعميم المنفعة في تحديد حركة أسعار الأوراق المالية؛ غير أن الإسراف فيها باعتبارها الفيصل الوحيد في تحديد سعر الورقة المالية وفي حركته، وإبعاد القيم الاقتصادية الإسلامية غير سديد وعواقبه غير محمودة.
- إن الإنسان يتكون من عقل وقيم وأحاسيس وعواطف وانفعالات، والتجارب أثبتت اتخاذ قرارات استثمارية غير عقلانية، كما أثبتت أن العقلانية لم تستطع في أكثر من واقعة تصحيح مسار حركة الأوراق المالية من خلال تصحيح انحرافات القيمة السوقية عن القيمة العادلة، لا سيما عندما يرتبط الاستثمار في الأوراق المالية بقيم اقتصادية إسلامية مثلى.
- إن المالية السلوكية لا تلغي عقلانية المستثمر؛ وإنما ترى أن إهمال هذه العقلانية للعوامل النفسية للمستثمر لا يساعد في التعرف على حركة أسعار السوق المالية، ولا يسهم في تجنب الفقاعات المالية.
- أعمال مبدأ التقريب والمواءمة بين المقاربة العقلانية القائمة على كفاءة السوق والمالية السلوكية هي من جهة مؤيدة ببعض الأدلة الشرعية المؤسسة للمالية الإسلامية، وهي من جهة أخرى أفضل مقارنة فحص متوازنة لخدمة حركة سعر الأوراق المالية الإسلامية.
- إن هذه المواءمة تبقى معاني مجردة ما لم ينضبط السوق بالضوابط الشرعية؛ لأن تسلط المتلاعبين في سوق الأوراق المالية، لا تغني عنه نظرية كفاءة السوق، ولا النظرية السلوكية، لأن قواعد اللعبة حينها تكون غير متزنة ولا منضبطة.

المصادر والمراجع

- ابن تيمية، تقي الدين أحمد بن عبد الحلیم. "المستدرک علی مجموع فتاوی شیخ الإسلام ابن تيمية." جمعه ورتبه محمد بن عبد الرحمن بن محمد ابن قاسم. (ط1، بدون معلومات عن دار النشر، 1997، ج4، ص10.
 - ابن قدامة، موفق الدين عبد الله بن أحمد: المغني، تحقيق عبد المحسن التركي وعبد الفتاح الحلو. ط2، القاهرة: هجر للطباعة، 1992م.
 - الباجي، سليمان بن خلف بن سعد. المنتقى شرح موطأ مالك". تحقيق محمد عبد القادر عطا. ط1، بيروت: دار الكتب العلمية، 1999م.
 - البخاري، محمد بن إسماعيل: صحيح البخاري، (بيروت، دار الريان للتراث، د. ت).
 - تقي عثمانى، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي المنعقدة في وهران الجزائر سنة 2012م.
 - صفية صديقي. طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية. الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، 2012م.
 - محمد ابن مسلم القشيري، صحيح مسلم، (بيروت، دار إحياء التراث العربي، ط2010م).
 - محمد بن سلطان السهلي. التحليل المالي: نظرة محاسبية. (الرياض، الجمعية السعودية للمحاسبة، سنة 2007م).
 - محمد حسن هيتو: الوجيز في أصول الفقه. (بيروت، دار الكتاب العربي، 1981م).
- http://files.madarisweb.com/ktb/fiqh/sukook_taqi_usmani.pdf

-

- Al bāğy 'Slymān bn Kh̄laf bn s'd. Ālmntq šarḥ muwaṭa' māl̄k". taḥqyq mḥmd abd al qādr 'ṭā. ṭ1 byrūt: dār ālkutub āl'Imy 1999.
- Ibn tymiya taqy Āldyn Aḥmd ibn abd Alḥalym: ālmustdrk 'la mağmu' fatāwā šykḥ āl Islām ibn Tymya. ḡam' wa tartib Muhammad ibn abd al Rḥamān Ibn Muhammad ibn Qāsm. ṭ1 'bidun ma'luwmāt 'an dār ālnšr 1997.
- Ibn quḏāma muwafq āldyn 'abd Āllah ibn aḥmd: almuğny 'taḥqyq abd ālmuh̄sn alturky wa abd ālftāḥ ālḥulw. ṭ2, ālqāhira: hağr liltbā' 1992.

- Muḥammad Ḥasan Hītū. *Al-Wajīz fī Usūl al-Fiqh* (Beirut: Dār al-Kitāb al-‘Arabī, 1981).
- Muḥammad ibn Ismā‘īl al-Bukhārī, *Ṣaḥīḥ al-Bukhārī*, (Beirut: Dār al-Rayyān, n.d.).
- Muḥammad ibn Muslim al-Qushayrī, *Ṣaḥīḥ Muslim*, (Beirut: Dār Iḥyā’ al-Turāth al-‘Arabī, 2010).
- Muḥammad ibn Sulṭān al-Sahlī. *Al-Taḥlīl al-Mālī: Naẓrah Muḥāsabiyyah*. (Riyadh: Al-Jam‘iyyah al-Sa‘udiyyah al-Muḥāsabiyyah, 2007).
- Ṣafīyyah Ṣiddīqī. *Ṭuruq Taqyīm wa Taḥlīl al-Awrāq al-Mālīyyah fī Zill al-Naẓariyyah al-Sulūkiyyah*. (Al-Jazā’ir, Jāmi‘at Qāṣidī Mirbāḥ, 2012).
- Taqī Usmani, (2012), *Al-Ṣukūk wa Taṭbīqātuhā al-Mu‘āṣirah*, al-Dawrah al-Ishrīn li Majma‘ al-Fiqh al-Islāmī al-Mun‘aqidah fī Wahrān, al-Jazā’ir sanah 2012.
http://files.madarisweb.com/ktb/fiqh/sukuk_taqi_usmani.pdf
- Andrei Shleifer: Efficient Market: an introduction to behavioral Finance
- Andrei Shleifer: The Limits of Arbitrage <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x/full>
- Andrei Shleifer. 1997. Inefficient Market: an introduction to behavioral Finance. The Journal of Finance.
- Bluford H. Putnam, Practical experiences in financial markets using Bayesian forecasting systems,
http://www.math.uchicago.edu/~cfm/BP-papers/Lessons_from_Bayesian_Experiences.pdf
<https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/bayesian-methods-financial-modeling.asp>
- Burton G. Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, https://eml.berkeley.edu/~craine/EconH195/Fall_14/webpage/Malkiel_Efficient%20Mkts.pdf
- Ekanshi Gupta; Preetibedi; Poonamlakra, Efficient Market Hypothesis V/S Behavioural Finance, *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Volume 16, Issue 4. Ver. IV (Apr. 2014), PP 56-60, www.iosrjournals.org*
- Eugene F. Fama: Random Walks in Stock Market Prices <http://e-m-h.org/Fama1965a.pdf>
- Eugene F. Fama. 1965. Random Walks in Stock Market Prices. Financial Analysts Journal. September- October, pp 55-59.
http://www.palermo.edu/economicas/PDF_2012/PBR7/PBR_01MiguelHerschberg.pdf ،
- John Quiggin, The Bitcoin Bubble and a Bad Hypothesis, <https://nationalinterest.org/commentary/the-bitcoin-bubble-bad-hypothesis-8353>
- Kadir Can Yalçın, Market Rationality, (2010), Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies, European Journal of Economic and Political Studies, v,3,
- Kadir Can Yalçın. 2010. Market Rationality : Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalies European Journal of Economic and Political Studies, Vol 3, No. 2. Pp 23-38.

- Khan, M.S.N., Hassan, M,K, & Shahid, A. I. (2007). Banking behavior of Islamic Bank customers in Bangladesh. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 3 Iss:2, pp.159-194.
- Khan, M.S.N., Hassan, M,K., & Shahid, A. I. (2007). Banking behavior of Islamic Bank customers in Bangladesh. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 3 Iss:2, pp.159-94
- Miguel Herschberg: Limits to Arbitrage: An introduction to Behavioral Finance and a Literature Review, *Palermo Business Review*, No 7, pp7-21, 2012,
- Miguel Herschberg. 2012. Limits to Arbitrage: An introduction to Behavioral Finance and a Literature Review *Palermo Business Review*. No. 7, pp 7-21
- Osman Sayid Hassan Musse, et all, Islamic and Conventional Behavioral Finance: A Critical Review of Literature. *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 28 No. 2, pp: 237-251 (July 2015).
- Syukriah Ali, Rosliza Md Zani, Kartini Kasim, Factors Influencing Investors' Behavior in Islamic Unit Trust: An Application of Theory of Planned Behavior, *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 10 No. 2, pp,183-201, April - June 2014.Vol 52, Issue 1, pp 35-55.

المواقع الإلكترونية

- <http://www.investopedia.com>
- <https://www.ussif.org/sribasics>

عن المؤلفين

1. أستاذ مساعد، كلية أحمد إبراهيم للقانون، الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا .

bhalima@iiium.edu.my

2. أستاذ مشارك، إسرا، جامعة إنسيف، ماليزيا . bsaid-isra@inceif.org