



هيئة السوق المالية  
Capital Market Authority



## أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

2017

### إعداد:

- دنسييم الرحاحلة ، قسم المالية ، كلية الاقتصاد والادارة ، جامعة الملك عبدالعزيز
- د. عشاق بهاتي ، كلية الاقتصاد والادارة ، جامعة الملك عبدالعزيز

\*"هذا المستند وما يحتويه من معلومات ووجهات نظر يعبر عن وجهة نظر معده ولا يعبر عن وجهة نظر هيئة السوق المالية ، لذا تخلي الهيئة مسئوليتها عن ما ورد فيه من معلومات و بيانات ، ولا يمكن تحميل الهيئة أو منسوبيها المسؤولية عن أية خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذا المستند ، مع الأخذ بالاعتبار أن المعلومات والبيانات ووجهات النظر قابلة للتغيير دون إشعار مسبق".

## أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

### ملخص تنفيذي

#### الهدف من الدراسة

تتناول هذه الدراسة أداء صناديق الاستثمار في الأسهم في المملكة العربية السعودية، ومقارنة هذا الأداء بالمؤشرات الاسترشادية الخاصة. والهدف هو تقديم تحليل مفصل لأداء صناديق الاستثمار السعودية في الأسهم. والسؤال الأساسي الذي تطرحه هذه الدراسة هو: هل يتفوق أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية على أداء السوق السعودية؟

#### عينة الدراسة

تتألف بيانات صناديق الاستثمار في الأسهم المستخدمة في هذه الدراسة من صافي قيمة الأصول الشهرية (واختصاراً: NAV) للوحدة وبعض المعلومات الكمية والنوعية عن كل صندوق استثماري. واتساقاً مع المتبع في أدبيات هذا المجال، فإنه لم يتم تضمين أي صناديق استثمار في هذه الدراسة إلا تلك الصناديق التي تفي بالمعايير التالية:

الصناديق الاستثمارية المفتوحة والتي تتبع سياسة إدارة نشطة وتستثمر في الأسهم المحلية داخل المملكة العربية السعودية. ولم يتم في عينة الدراسة هذه تضمين أي صناديق استثمار مستسخة، أو صناديق متخصصة في قطاع معين، أو صناديق طرح أسهم أولية للاكتتاب العام. وأخيراً، تطلب الأمر أن يكون لكافة صناديق الاستثمار المشموله بيانات عن العوائد عن فترة متصلة لا تقل عن 36 شهراً من ابريل 2007 إلى أكتوبر 2016. واستوفى عدد 39 صندوق استثمار كافة المعايير من اصل 169 صندوق، مع ما مجموعه 4,321 ملاحظة شهرية.

واستناداً إلى العينة النهائية، شملت الدراسة 39 صندوق استثمار محلي، من بينها 25 صندوق متوافق مع الشريعة الإسلامية، و 14 صندوق غير متوافق مع الشريعة الإسلامية أو صناديق تقليدية.

ولكي نرصد أداء صناديق الاستثمار المحلية عبر مستويات مختلفة من مخاطر تذبذب السوق، قمنا بتقسيم الفترة الأساسية إلى ثلاث فترات فرعية نموذجية استناداً إلى تعريفنا للفواصل الهيكلية (الفواصل الهيكلية

هي التغير الهيكلي في السلاسل الزمنية) (زيفوت وأندرو، 2002) في تقلب المؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول (TASI). وكانت هذه الفترات كالأتي: (1) فترة عالية التذبذب من ابريل 2007 إلى مايو 2009؛ و(2) فترة منخفضة التذبذب من يونيو 2009 إلى يونيو 2014؛ و(3) فترة متوسطة التذبذب من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016.

## مقاييس الأداء

استخدمنا مقاييس متعددة للأداء لتقييم أداء صناديق الاستثمار، وهي: مقاييس أداء العائد الاستثماري المعدل للمخاطر (نسبة شارب) وهي معادلة اخترعها ويليام شارب لقياس العائد الاستثماري المعدل حسب المخاطر، وتستخدم لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية ومعرفة إن كان الربح ناتجا عن قرارات استثمارية جيدة أو نتيجة تحمل مخاطر استثمارية عالية؛ ومؤشر "جاك ترينور"؛ ومؤشر "موديجلياني" لقياس العائد الاستثماري المعدل حسب المخاطر، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، ونموذج العوامل الأربعة لـ "كارهارت"<sup>1</sup>.

## النتائج التجريبية

تبين الدراسة أن أداء صناديق الاستثمار في الأسهم في المملكة العربية السعودية يتفوق إلى حد كبير على المؤشر الاسترشادي الذي وضع لقياس هذا الأداء benchmark؛ أي المؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول (TASI)، خلال فترة العينة الكاملة وخلال الفترة المنخفضة التذبذب. غير أنه ليس هناك من دليل يثبت أن أداء صناديق الاستثمار المحلية يفوق المؤشر الاسترشادي خلال الفترة العالية التذبذب أو الفترة المتوسطة التذبذب.

وتناولت الدراسة أيضا دراسة أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وغير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قياسا إلى المعايير والمؤشرات الموضوعية لقياس هذا الأداء، وتمخضت النتائج التالية:

- يبدو أن أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يتفوق على المؤشر الاسترشادي المؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول (TASI)، طوال فترة العينة والفترة المنخفضة التذبذب.

<sup>1</sup> نموذج العوامل الأربعة لـ "كارهارت" هو تمديد لنموذج العوامل الأربعة لـ "فاما" و"فرينش" عبر تضمين عامل زخم السعر (عامل قوة ارتفاع السعر أو انخفاضه).

- لم يأت أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مختلفا عن أداء مؤشر السوق الاسترشادي (مؤشر ستاندرز آند بول المحلي السعودي المتوافق مع الشريعة الإسلامية) S&P Saudi Arabia Domestic Shariah index وذلك لان معامل "جينسين" للأداء لهذه الصناديق لم يظهر أي قيمة ذات أهمية لفترة العينة برمتها أو لأي فترة فرعية من فترات تقلب السوق.

### المكتتبين في الصناديق ومؤشر "ألفا"

انخفض إجمالي عدد المكتتبين على أسهم صناديق الاستثمار السعودية بمعدل 6.6% سنويا خلال الفترة من 2009 إلى 2015. و نفترض أن احد أسباب هذا الانخفاض في أعداد المكتتبين قد يكون نتيجة لأداء هذه الصناديق وما إذا كانت تتفوق على مؤشراتها الاسترشادية . ولكي نتحقق من صحة هذه الفرضية، درسنا كيف تغيرت أعداد المشتركين بمرور الوقت، وخاصة في الحالات ذات معامل الفا العالي او المنخفض في صناديق الاستثمار التقليدية والمتوافقه مع الشريعة الإسلامية.

ووجدنا، فيما يتعلق بصناديق الاستثمار غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أن عدد المكتتبين، خلال فترة الدراسة، قد انخفض فيما يتعلق بالصناديق التي حققت أعلى مستويات تقديرية في معامل ألفا وكذلك تلك التي حققت اقل المستويات . ولكن الانخفاض كان أكثر وضوحا في الصناديق ذات معامل ألفا المنخفض.

ووجدنا، فيما يتعلق بصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أن عدد المكتتبين قد انخفض لكلا النوعين من الصناديق، سواء تلك التي حققت معامل ألفا مرتفع او منخفض . غير أن الانخفاض كان أكثر وضوحا في الصناديق التي حققت معامل الفا منخفض.

### توصيات متعلقة بالسياسات

بناء على نتائج الدراسة تم تقديم التوصيات التالية إنشاء قاعدة بيانات شاملة عن مجال صناديق الاستثمار السعودية، وتشجيع الجهات المستقلة على تقديم تقارير للعملاء عن هذا المجال، وقياس مستوى رضا العميل فيما يتعلق بالمكتتبين في صناديق الأسهم، وتعزيز التعاون بين صناعة صناديق الاستثمار وبين المجال الأكاديمي، وصياغة إستراتيجية مشتركة بين هيئة السوق المالية وصناعه صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية.

## قائمة المحتويات

2	ملخص تنفيذي
8	1. مقدمة
13	2. استعراض الأدبيات
16	3. المنهجية
16	1.3 طريقة العائد غير المعدل للمخاطر
16	2.3 طريقة العائد المعدل للمخاطر
18	3.3 نموذج العامل الوحيد - تحليل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM
20	4.3 التحليل المتعدد العوامل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وبناء المحافظ الاستثمارية رباعية العوامل
24	4. الوضع الراهن لصناعة صناديق الاستثمار بالملكة العربية السعودية
29	5. البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار بالملكة العربية السعودية
32	6. النتائج التجريبية والمناقشة
32	1.6 نتائج أداء العائد غير المعدل في للمخاطر ومقاييس المخاطر
44	2.6 النتائج التجريبية للعامل الواحد CAPM
47	3.6 النتائج التجريبية للنموذج المكون من أربعة عوامل
55	4.6 المساهمون وصندوق ألفا
60	7. الاستنتاجات والتوصيات المتعلقة بالسياسات
60	1.7 الاستنتاجات
63	2.7 التوصيات المتعلقة بالسياسات
65	المراجع

## قائمة الجداول

33	الجدول 1: عدد صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية المدارة من قبل كل مدير
	الجدول 2: متوسط العائد الاستثماري الشهري على كافة صناديق الاستثمار في الأسهم - للصناديق المحلية والمؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول
34	الجدول رقم 3: متوسط العائد الاستثماري الشهري على صناديق الاستثمار في الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - للصناديق المحلية والمؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول
37	

- جدول رقم 4: متوسط العائد الاستثماري الشهري على صناديق الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - للصناديق المحلية ومؤشر ستاندرز آند بول المحلي السعودي المتوافق مع الشريعة الإسلامية . . . . . 38
- الجدول 5: العائد السنوي على كافة الصناديق، وصناديق الاستثمار في الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية . . . . . 41
- الجدول 6: مقاييس أداء العائد المعدل للمخاطر . . . . . 42
- الجدول 7: الانحدار الخطي أحادي العامل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية . . . . . 45
- الجدول 8: نموذج العوامل الأربعة المتساوية الترجيح . . . . . 47
- الجدول 9 نتائج تحميلات صناديق الاستثمار المحلية على نموذج العوامل الأربعة . . . . . 51

## قائمة الأشكال

- الشكل رقم (1): أصول صناديق الاستثمار في بلدان مجلس التعاون الخليجي . . . . . 9
- الشكل رقم (2): أصول صناديق الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي (بالنسبة المئوية) . . . . . 9
- شكل 3: الانكشاف للمخاطر المرتبطة بعائدات الصندوق . . . . . 24
- شكل 4: هيكل صناديق الاستثمار حسب نوع الاستثمار . . . . . 25
- شكل 5: العدد الكلي للمكتتبين: الاتجاهات التاريخية . . . . . 26
- شكل 6: النمو في سوق صناديق الاستثمار في الوحدات وعدد المكتتبين . . . . . Error! Bookmark not defined.
- الشكل 7: النمو في الأسهم السعودية: صناديق الاستثمار المحلية. . . . . 30
- الشكل 8: اختبار التغير الهيكلي لـ "زيفوت وأندروز" (2006) . . . . . 36
- الشكل: 9 العائد والتذبذب في المؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول (TASI). . . . . 36
- الشكل 10: النمو في صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وسوق الصناديق الاستثمارية وعدد المكتتبين . . . . . 55
- شكل 11: الصناديق غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأعلى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر . . . . . 56
- شكل 12: الصناديق غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأدنى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر . . . . . 56
- شكل 13: الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأعلى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر . . . . . 57
- شكل 14: الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأدنى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر. . . . . 58

# الجزء الأول

## 1. مقدمة

النمو السريع في مجال صناديق الاستثمار حول العالم وأهميته في النمو الاقتصادي للبلدان هو ما جعل من دراسة أداء هذه الصناديق أمراً هاماً. إذ نمت أصول صناديق الاستثمار المدارة (Asset Under Management) بمتوسط معدل نمو مركب (CAGR) قدره 5.8% على مستوى العالم على مدى الفترة من 2010 إلى 2015، وقادت صناديق الاستثمار في الأسهم وكذلك الصناديق المختلطة/ المتوازنة معظم هذه الزيادة في النمو. وفي العام 2015، ازدادت أصول صناديق الاستثمار العالمية زيادة طفيفة بنسبة 0.5% بما قيمته 32.2 تريليون دولار (إيرنيست ويونج، 2015).

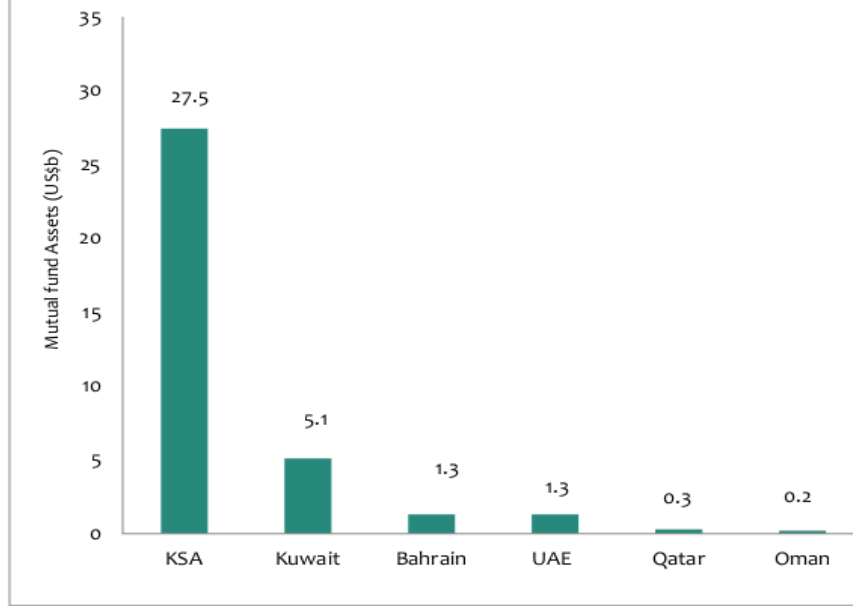
وعموماً، توزع صناديق الاستثمار الأموال على سندات، وأسهم عادية قصيرة أو طويلة الأجل، وما يرتبط بذلك من أدوات نقدية من متوسطة إلى عالية العائد، وتخضع كلها لمخاطر محتملة. ويمكن استثمار صناديق الاستثمار أيضاً في سبل تستند إلى أسس أخلاقية. ففي نهاية العام 2015، على سبيل المثال، تم استثمار 8.72 تريليون دولار أو أكثر من ذلك في صناديق من هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية. وتقوم هذه الصناديق بتجميع أموال من المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار فيما يعتبرونه مشاريع تجارية أخلاقية، بما في ذلك صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وباختصار، والصندوق الاستثماري هو وعاء مصمم للاستثمار على نحو أكثر فعالية وكفاءة مما لو قام المستثمر الفرد بهذا الاستثمار بمفرده في فئات أصول متنوعة وأوراق مالية متنوعة في فئة الأصول الواحدة.

وفي منطقة العالم العربي، كانت المملكة العربية السعودية أول سوق للاستثمار في مجال الصناديق الاستثمارية. إذ بدأت في إنشاء الصندوق الاستثماري التابع للبنك الأهلي التجاري (الأهلي)، والذي يعرف أيضاً بـ "صندوق الأهلي الاستثماري الدولارى المفتوح قصير الأجل" "Al Ahli Short open-ended" Term Dollar Fund، والذي أُطلق في ديسمبر 1979. ومنذ ذلك الوقت، استمرت البنوك السعودية وغيرها من المؤسسات المالية في إصدار وهيكله أنواع مختلفة من صناديق الاستثمار في المملكة. ومنذ منتصف العام 2015، كانت صناديق الاستثمار لمجلس التعاون الخليجي تمثل ما يقرب من 35.65 مليار دولار من الأصول المحفوظة لديها، فيما كانت المملكة العربية السعودية تمثل 77% من إجمالي قيمة الأصول، أي 27.45 مليار دولار في قيم الأصول (الشكل رقم 1) (إيرنيست ويونج، 2015). غير أن صناديق الاستثمار لم تمثل في

<sup>2</sup> <http://www.ussif.org/sribasics>



العام 2015 سوى 4.25% من إجمالي الناتج المحلي في المملكة العربية السعودية، البالغ 646 مليار دولار (الشكل رقم 2).



الشكل رقم (1): أصول صناديق الاستثمار في بلدان مجلس التعاون الخليجي

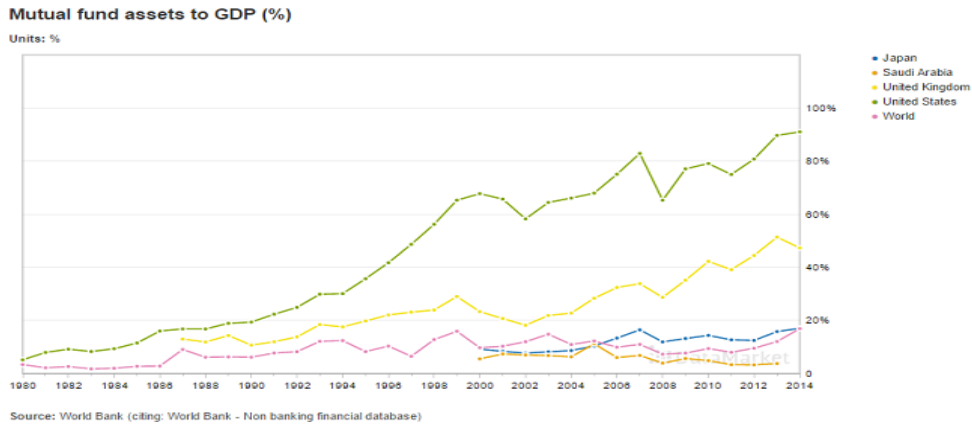


Figure 2: Mutual fund assets to GDP (%)

الشكل رقم (2): أصول صناديق الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي (بالنسبة المئوية)

وتبين الأدبيات الحالية أن الممارسين والأفراد الذين يعملون في مجال صناديق الاستثمار في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA) وبخاصة في المملكة العربية السعودية يفتقرون إلى الخبرة في مجال التخطيط المالي، وبخاصة فيما يتعلق بصناديق الاستثمار والابتكار والهيكله والتقييم. بمعنى أنهم يتناولون الإستراتيجية الاستثمارية على نحو مُجتزأ ، متجاهلين في ذلك المدخل المنهجي ، وكذلك القطاعات الرئيسية التي تلعب أدوارا تفاعلية وتحفيزية في تنوع مجال صناديق الاستثمار .

ويضاف إلى ذلك أن استحداث مجموعة من صناديق الاستثمار ، بما في ذلك الصناديق الأخلاقية، والصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وصناديق الاستثمارات العقارية (REITS)، وصناديق الاستثمارات العقارية الإسلامية، وصناديق الصناديق (وهي إستراتيجية لامتلاك محفظة من صناديق استثمارية أخرى بدلا من الاستثمار مباشرة في أسهم أو سندات أو أوراق مالية)، يعني أن البحث في أداء صناديق الاستثمار في أسواق ناشئة مثل المملكة العربية السعودية من المحتمل أن يكون ذو قيمة كبيرة لدى واضعي السياسات والمستثمرين من حيث فهم هذا السوق واتخاذ القرارات المناسبة .

والهدف الرئيسي من الدراسة الحالية هو دراسة صناديق الاستثمار في الأسهم في السوق السعودية ومن ثم تقديم تصور شامل لأدائها بالمقارنة مع مؤشرات الاسترشادية . وتستند الدراسة إلى بيانات متعلقة بالعوائد الشهرية لصناديق الاستثمار السعودية كما هي محصلة من هيئة السوق المالية السعودية (CMA) ومصادر متنوعة أخرى للفترة من ابريل 2007 إلى أكتوبر 2016.

وقد ركزت الدراسات السابقة التي تناولت أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية على مقارنة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بصناديق الاستثمار التقليدية بدلا من التركيز على تقديم تقييم لصورة أوسع نطاقا لهذا المجال. ويضاف إلى ذلك أن هذه الدراسات لم تكن متسقة مع الأدبيات السابقة لأنها لم تتبع معظم معايير الفرز screening criteria لصناديق الاستثمار لتصفية عيناتها من صناديق الاستثمار التي تضيف أخطاء منهجية على تحليلاتها. ولهاذ السبب، لا تمكن تلك الدراسات من الخلوص باستنتاجات عامة فيما يتعلق بأداء سوق صناديق الاستثمار السعودية.

ونتناول في الدراسة الحالية هذه الفجوات البحثية ونقدم فحصا شاملا لأداء صناديق الاستثمار المتعلقة بالسوق باستخدام نماذج اقتصادية قياسية ملائمة. وتوفر نتائجنا صورة عامة جيدة عن مجال صناديق

الاستثمار في الأسهم السعودية مع نتائج لصانعي القرارات الاستثمارية ولواضعي السياسات وللقائمين على وضع التشريعات المنظمة للمجال أيضا.

وتوفر النتائج المعروضة في هذه الدراسة أساسا سليما لفهم أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، وهي بذلك تزود المستثمرين بما يلزم لتقييم أداء صناديق الاستثمار الحالية بالنسبة إلى غيرها من أنواع الصناديق في الأسواق المنافسة داخليا.

وقمنا بتقسيم المتبقي من أجزاء هذه الدراسة على النحو التالي: الجزء رقم (2)، ويقدم استعراض مختصر للأدبيات ذات الصلة. ويبين الجزء رقم (3) منهجية البحث. أما الجزء رقم (4) فيناقش الحالة الراهنة لمجال صناديق الاستثمار السعودية. ويقدم الجزء رقم (5) بيانات عن صناديق الاستثمار السعودية وبعض الإحصاءات الموجزة. ويقدم الجزء رقم (6) النتائج التجريبية. ويضم الجزء رقم (7) ملاحظات ختامية وتوصيات بشأن السياسات.

## الجزء الثاني

## 2. استعراض الأدبيات

نُشر العديد من الدراسات حول أداء صناديق الاستثمار في السنوات الأخيرة. و مقارنة أداء عوائد صناديق الاستثمار مقابل أي عوائد سوقية هي مسألة خلافية: إذ تبين بعض الدراسات أن صناديق الاستثمار تحقق عوائد سوقية أفضل من الصناديق الأخرى التي قيست عليها نموذجياً، بينما تبين دراسات أخرى أن صناديق الاستثمار تحقق عوائد سوقية أسوأ بدرجة كبيرة. وكمثال على ذلك، استخدم بابلوس وزملاؤه (2015)، وعبد السلام وزملاؤه (2014)، وماتالمشركين سيز وزملاؤه (2014) نموذج الحدود العشوائي على بيانات الولايات المتحدة واطهر انه ليس من السهل تحديد عوائد صناديق الاستثمار مقارنة بعوائد مؤشرات الاسترشادية فيما يتعلق بفترات زمنية مختلفة أو استراتيجيات الاستثمار أو تأثيرات الحجم أو النمو أو أثر قوة ارتفاع أسعار الأصول أو انخفاضها.

وفي دراسة لأداء صناديق الاستثمار الأوروبية، وجد فيدال جراتسيا (2013) وجود قيم سلبية لمعامل ألفا لألمانيا وإيطاليا وإسبانيا وفرنسا وهولندا والمملكة المتحدة. ومؤخراً، وسّع هانتر وزملاؤه (2014) من النماذج القياسية المتعددة العوامل لتقييم الأداء لصناديق الأسهم وصناديق الدخل الثابت الأمريكية حيث أضافوا إليها مؤشر استرشادي يسمى معيار النظرير النشط<sup>3</sup>. ولاحظوا أن إضافة معيار النظرير النشط يحسن إلى حد كبير من عملية انتقاء صناديق الاستثمار التي تتفوق على مؤشرات الاسترشادية. واستخدم أجنيسينس (2013)، ونامفار وفيليبس (2013)، وتشين وزملاؤه (2013) نموذج العوامل المتعددة مع تقدير ألفا لتقييم أداء صناديق الاستثمار وكذلك المحافظ الاستثمارية الاسترشادية المتنوعة.

وفي عدد قليل من الدراسات، حقق الباحثون في أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية. وكمثال على ذلك، استخدم كل من مرداد وحسن والحنوي (2010) عينة من صناديق الاستثمار في الأسهم من الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ومن الصناديق التقليدية والتي تخضع لإدارة مدير واحد فقط (وهو بنك إتش. إس. بي. سي.) لإثبات أن أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية جاء دون مستوى أداء صناديق الاستثمار التقليدية خلال الفترة من 2003 إلى 2010 إجمالاً، ولكن أدائها تفوق على أداء الصناديق التقليدية خلال فترة الأزمة الاقتصادية من سبتمبر 2008 إلى يناير 2010. غير أن دراسة مرداد وزملاؤه (2010) محدودة للغاية، لأن الباحثون لم يعتبروا سوى بمدير واحد رغم أن هناك مجموعة كبيرة من مديري

<sup>3</sup> يمثل معيار النظرير النشط استثمار متساو في كافة صناديق الاستثمار من نفس الفئة.

الصناديق الاستثمارية في السوق. ومؤخرا استخدم كل من مراد وحسن والخواجة (2016) عينة شاملة من 143 صندوق من صناديق الاستثمار في الأسهم في المملكة العربية السعودية (ما يقرب من 61% من كافة الصناديق المتاحة) خلال الفترة من 2004 إلى 2010 وأظهرت هذه الدراسة أن أداء صناديق الاستثمار المحلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والقائمة على مقياس العائد مقابل المخاطر قد تفوق على أداء الصناديق التقليدية المحلية ، وأظهرت أيضا أن أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية الدولية التوجه جاء دون مستوى أداء صناديق الاستثمار التقليدية الدولية. وباستخدام مدخل مماثل، قارن اشرف (2013) بين إستراتيجية التنبؤ بتحركات سعر السوق وبين القدرة على اختيار الأسهم لعدد 159 صندوق استثمار مدارة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال فترة الأزمة المالية العالمية (GFC) من 2007 إلى 2011. ووجد أن ثمة دليل على أن أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كان أفضل من أداء صناديق الاستثمار التقليدية خلال هذه الفترة.

ونتائج الدراسات المذكورة أعلاه هي نتائج غير قابلة للتعميم لأنها لا توفر صورة وافية عن أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية لعدة أسباب: طرأ على السوق حادثين سلبيين كبيرين خلال الفترة الأساسية: (1) انهيار سوق الأسهم السعودية في العام 2006 و (2) الأزمة المالية العالمية. حيث تميز سلوك سوق الأسهم خلال هذه الفترات بوجود مفارقات، ما أدى إلى استنتاجات سلبية زائدة بشأن أداء صناديق الاستثمار. أي أن صناديق الاستثمار ، وبعيدا عن أدائها الضعيف خلال فترات الأزمة، ربما أدت على وجه حسن فيما يتعلق بمؤشراتها الاسترشادية . وتناولت هذه الدراسة هذه الفجوات، وتعرض نظرة شاملة على أداء الصناديق بالنسبة لمؤشراتها الاسترشادية باستخدام بيانات تكرارية ونماذج رياضية مناسبة. وللنتائج المعروضة في هذه الدراسة مضامين ليست للمستثمرين فحسب بل وللجهات التنظيمية والتشريعية ولواضعي السياسات أيضا.

## الجزء الثالث

### 3. المنهجية

#### 1.3 طريقة العائد غير المعدل للمخاطر

مقاييس الأداء النموذجية غير المعدلة للمخاطر هي المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، كمقاييس للعائد والمخاطر على التوالي.

#### 2.3 طريقة العائد المعدل للمخاطر

استخدمنا نسبة شارب (SR)، ومؤشر ترينور (TR)، ومعيار موديليانى - موديليانى (م2) كمعايير نموذجية لقياس الأداء المعدل للمخاطر. ونقدم الاعتبارات المنطقية لاستخدام هذه المقاييس في الأقسام الفرعية التالية.

##### 1.2.3 نسبة شارب (SR)

نسبة شارب (SR) هي احد مقاييس الأداء النموذجية المستخدمة في بحوث صناديق الاستثمار، وتستخدم لقياس مخاطر وعائد المحافظ الاستثمارية. وقد استخدمت هذه النسبة في عدد من الدراسات لتقييم أداء الصناديق الفردية و/أو المحافظ الاستثمارية (أمين وكيت، 2003؛ بيرتن وبرائر، 2009). وتعتبر نسبة شارب، عند مقارنتها بغيرها من المقاييس المعدلة للمخاطر، مقياس أكثر دقة للعائد مقابل المخاطر وذلك نظرا لقدرتها على تمييز وجود العائد الخالي من المخاطر في محافظ الأصول الاستثمارية (المشتركينج وفوست، 2010).

وعادةً ما تشير نسبة شارب إلى عائدات الأصول التي لا تحمل أي مخاطر، وهو ما ينطوي بدوره على انحرافا معياريا قيمته صفر. ويمكن للمستثمرين أو مديري الصناديق الاستثمارية اختيار هذا الأصل الخالي من المخاطر في محافظهم الاستثمارية في صورة كخيار مقابل المحافظ الاستثمارية التي تنطوي على مخاطر. ويمكن للمستثمرين أو مديري الصناديق الاستثمارية أيضا أن يختاروا بشكل غير مباشر مستوى الخطورة المطلقة (وفي هذا المستوى تُقاس المخاطر بالانحراف المعياري للمحافظ الاستثمارية التي تنطوي على مخاطر) أو العائد المتوقع.

وفي الدراسة التي بين أيدينا، اعتمدنا القيمة الفعلية للمتغير في نسبة شارب التي قدمها شارب (1966) من اجل دراسة معاوضة العائد بالمخاطر لمحفظه الصندوق. والنسبة هنا هي العائد المقابل لكل وحدة من وحدات قابلية التغير أو الانحراف المعياري. وعلى ذلك، كلما كانت النسبة اكبر، كان الأداء أفضل (شارب



1966). وتبين البيانات التاريخية الأداء الفعلي للمحفظة الاستثمارية للصندوق. ويشار إلى المعادلة بنسبة شارب للقيمة الفعلية للمتغير استنادا إلى البيانات التاريخية. وتُقدّر نسبة شارب معاوضة العائد بالمخاطر عن طريق قسمة متوسط فائض عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق على الفترة الأساسية مع الانحراف المعياري للعائد في نفس الفترة. وتُحسب نسبة شارب كما هو مبين في المعادلة رقم (1):

$$SR = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

حيث تمثل  $\bar{R}_p$  متوسط العائد على المحفظة الاستثمارية، وتمثل  $\bar{R}_f$  متوسط العائد بالنسبة للأصل الخالي من المخاطر، وتمثل  $\sigma_p$  الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية. ويُستخدم سعر الفائدة المعروف بين البنوك السعودية (SIBOR) لفترة ثلاثة اشهر كمعبر عن سعر الأصل الخالي من المخاطر (لمزيد من التفاصيل، انظر بودي وزملاؤه، 2011). ويقاس البسط  $(\bar{R}_p - \bar{R}_f)$ ، العائد بشكل متوسط فائض العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر، وهو ما يُقاس بالانحراف المعياري لـ  $\bar{R}_p$

### 2.2.3 مؤشر ترينور (TR)

بما انه ليس هناك من ضمانة تؤكد على أن الأداء في الماضي يشكل وسيلة التوقع المثلى للتوقع بالأداء في المستقبل مثل ما يمكن التنبؤ به من خلال معيار نسبة شارب، فان نسبة شارب وحدها ليست معيارا كافيا لقياس الأداء. وبالتالي، تستخدم نسبة شارب بالاقتران مع معايير قياس أخرى، مثل مؤشر ترينور (TR). حيث يوفر مؤشر ترينور فائض العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر استنادا إلى المخاطر المنتظمة (درجة حساسية المحفظة الاستثمارية) بدلا من المخاطر الكلية (الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية). وتمثل درجة حساسية المحفظة الاستثمارية المخاطر المنتظمة للمحفظة الاستثمارية مقابل معيار القياس المعني. ويمكن التعبير عن المعادلة كما هو مبين في المعادلة رقم 2 (بودي وزملاؤه، 2011):

$$TR = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p} \quad (2)$$

حيث تمثل TR مؤشر ترينور؛ وتمثل  $\bar{R}_P$  متوسط العائد على المحفظة الاستثمارية؛ وتمثل  $\bar{R}_f$  معدل العائد على أدوات الاستثمار الخالية من المخاطر (النسبة المضمونة)؛ وتتنمي  $\beta_P$  إلى درجة حساسية المحفظة الاستثمارية P.

### 3.2.3 معيار موديليانى - موديليانى (م2)

هذا المقياس يسمى معيار موديليانى - موديليانى (م2) وهو مقترح من جانب موديليانى وموديليانى (1997) كطريقة بديلة لقياس الأداء المعدل حسب المخاطر. وتتطوي هذه الطريقة على فائدة وهي قياس أداء الصندوق الاستثمارى فيما يتعلق بالسوق بنسب مئوية. فكلما زادت قيمة م2 المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية للصندوق، زاد عائد الصندوق على أي مستوى من مستويات المخاطر باستخدام الصيغة المعبر عنها في المعادلة رقم (3):

$$M^2 = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_f}{\sigma_P} \sigma_M + R_f \quad (3)$$

حيث

تمثل  $\bar{R}_P$  متوسط العائد على المحفظة الاستثمارية؛ وتمثل  $\bar{R}_f$  سعر الفائدة المعروض بين البنوك السعودية (SIBOR) لفترة ثلاثة اشهر؛ وتمثل  $\sigma_P$  الانحراف المعياري لعائدات المحفظة الاستثمارية للصندوق؛ وتمثل  $\sigma_M$  الانحراف المعياري لفائض عائدات السوق.

### 3.3 نموذج العامل الوحيد - تحليل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يتم استخدام تحليل انحدار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على العائد المعدل للمخاطر (متوسط فائض عائد الأسهم) للمحفظة الاستثمارية للصندوق كمتغير مستقل. ونبدأ التحليل باستخدام نموذج العامل الوحيد، والذي يُقدّر مؤشر جينسين للأداء (القيمة الفعلية للمتغير) وكذلك المخاطر المنتظمة (درجة حساسية المحفظة الاستثمارية).

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt} \quad (4)$$

حيث تمثل  $R_{pt}$  عائد المحفظة الاستثمارية  $p$  في الشهر  $t$ ؛ وتمثل  $R_{ft}$  العائد الخالي من المخاطر؛ وتمثل  $R_{mt}$  العائد على محفظة السوق الاستثمارية؛ وتمثل  $\varepsilon_{pt}$  حد الخطأ المتغير مع الزمن. ويمثل الرمز  $\alpha_p$  المعامل الثابت على خط الانحدار، والذي عادةً ما يشار إليه بـ "مؤشر جينسين للأداء" (القيمة الفعلية للمتغير) (1969)، والذي يُستخدم كمعيار للأداء بالنسبة لمحفظة السوق الاستثمارية (أي تطبيق الصندوق الاستثماري الذي وصفه باترو، 2001). ويقاس هذا المؤشر بمتوسط العائد على المحفظة الاستثمارية فوق المتوقع بحسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وذلك على ضوء درجة حساسية المحفظة الاستثمارية ومتوسط عائد السوق (بودي وزملاؤه، 2011، الصفحة رقم 851). ومؤشر جينسين للأداء هو قيمة ألفا للمحفظة الاستثمارية.

$(\alpha_p)$  ويُعبر عن هذه الصيغة بالمعادلة رقم (5) كما يلي:

$$\alpha_p = R_{pt} - [R_{ft} + \beta_p (R_{mt} - R_{ft})] \quad (5)$$

ويشار إلى منحنى الانحدار  $\beta_p$  بعامل درجة حساسية المحفظة الاستثمارية. ومؤشر جينسين للأداء هو بتعبير آخر المعامل الثابت لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الوحيد العامل والذي يعبر عن تفوق أداء عائد المحفظة الاستثمارية فيما يتعلق بالسوق ويشير إلى أنه كلما زاد كانت هناك ربح إضافي، زاد فائض العائد.

وقد فحص ترينور ومازوي (1966) الأداء عند عوائد (ألفا) والمخاطر (بيتا) مما يسمح بمخاطر منتظمة متغيرة زمنياً. وكذلك استخدموا نموذج الانحدار التربيعي بعد إجراء الانحدار المماثل لذلك الذي طبق في CAPM العامل الواحد ولكن مع إضافة متغير عائد السوق المربع كمتغير مستقل، كما هو مبين في المعادلة 6:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{pt} (R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_{pt} (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt} \quad (6)$$

حيث  $\alpha_p$  و  $\gamma_{pt}$  يمثلان المهارات الانتقائية وتوقيت السوق للمحفظة  $p$ ، على التوالي؛ فإذا كان  $\gamma_{pt}$  (أي المعامل على المدى التربيعي لعوائد المحفظة) إيجابياً إلى حد كبير، فإن مديري الصناديق سيظهرون قدرة على تحديد توقيت السوق أو قدرة أعلى على الاختيار مقارنة بمديري الصناديق الآخرين عن طريق تعديل تعرض محافظهم للسوق قبل أن يتأرجح لالتقاط الاتجاه الصاعد وتجنب الجانب السلبي. وتعرف بقية مكونات النموذج في المعادلة 4.

لاحظ أن النموذج الذي تمثله المعادلة 4 يتضمن عامل خطر واحد فقط. هذا النموذج، ومع ذلك، يمكن له أن يمتد ليكون نموذجاً متعدد العوامل من أجل تمثيل نسبة التباين التي أوضحها الانحدار. و ستناقش هذه النماذج في القسم التالي.

### 4.3 التحليل المتعدد العوامل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وبناء المحافظ الاستثمارية رباعية العوامل

يمكن تمديد CAPM (المعادلة 4) إلى نموذج متعدد العوامل من أجل تمثيل نسبة التباين التي أوضحها الانحدار. ومن أجل وضع نموذج للصناديق الاستثمارية في الأسهم السعودية لجميع الصناديق المحلية، التقليدية، وكذلك المتوافق مع الشريعة الإسلامية فإننا نقوم ببناء نماذج كارهارت (1997) متعددة العوامل، كما هو مبين في المعادلة 7:

$$R_{pt}-R_{ft}= \alpha p + \beta pM (RM_t-R_{ft})+ \beta pSMB SMB_t+\beta pHML HML_t+\beta pMMC MMC_t+\epsilon_{pt}$$

(7)

حيث RM يمثل عامل السوق ويساوي العائد الشهري للمحفظة المرجحة بالحجم لجميع الأسهم في المحافظ الستة ذات الحجم ME / BE؛ (RF - RM) هو عائد السوق الزائد. و RF هو المعدل الخالي من المخاطر المقاس.

ومن أجل إنشاء المحافظ الخاملة الثلاثة، SMB و HML و MMC، نقوم أولاً بتصنيف كل سهم كبير أو صغير (على أساس القيمة السوقية) مرتفع أو منخفض (على أساس النسبة الدفترية إلى السوقية) في شهر معين. ثم نقوم باستنتاج سلسلة من القيمة السوقية للشركة المدرجة المتوسطة في شهر معين ومتوسط نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (أي القيم المئوية الثلاثين والسبعين في المئة لمعدل النسبة الدفترية إلى السوقية من كل شهر). وتصنف الشركات التي يقل سقفها السوقي عن المتوسط في شهر معين على أنها صغيرة في ذلك الشهر، وتصنف الشركات التي لها سقف سوقي أعلى من المتوسط بأنها كبيرة. وتصنف الشركات التي لديها نسبة دفترية إلى سوقية مساوية أو أقل من الثلاثين في المئة في شهر معين على أنها أسهم نمو أو ذات نسبة BE/ME منخفضة. في حين يتم تصنيف الشركات التي لديها نسبة دفترية إلى سوقية مساوية أو أعلى من

السبعين في المئة على أنها اسهم قيمة أو ذات نسبة BE/ME مرتفعة. وتصنف الشركات في منتصف الـ 40٪ على أنها ذات أسهم BE/ME متوسطة.

ينتج عن هذه الفئات ست محافظ: فئتين من حيث الحجم مضروبه بعدد ثلاث فئات لنسبة BE/ME. وهذا يعني أن لدينا ستة محافظ عوائد مرجحة على أساس القيمة قائمة على تقاطع مجموعتي حجم وثلاثة مجموعات قيمة (دفترية إلى سوقية): SL (محفظة عوائد شهرية تشتمل على أسهم صغيرة (القيمة السوقية) ويكون معدل الـ BE/ME منخفض)؛ SM (محفظة عائد شهري تتألف من أسهم صغيرة الحجم ولديها نسبة متوسطة من حيث الـ BE/ME). SH (محفظة عوائد شهرية تشتمل على أسهم صغيرة الحجم ولها نسبة BE/ME عالية)؛ BL (محفظة عوائد شهرية تشتمل على أسهم كبيرة الحجم ولديها نسبة منخفضة من حيث الـ BE/ME). BM (محفظة عوائد شهرية تتألف من أسهم كبيرة الحجم ولديها نسبة BE/ME متوسطة). و BH (محفظة عوائد شهرية تتضمن أسهم كبيرة ونسبة ربح كبيرة من حيث الـ BE/ME). واستنادا إلى العائدات الشهرية لهذه المحافظ الست، نقوم بحساب العوائد على SMB (الصغير ناقص الكبير) عن كل شهر، حيث إن الفرق بين متوسط العائد على المحافظ الثلاثة الصغيرة وغيره الخاص بالمحافظ الثلاثة الكبيرة معبر عنه في المعادلة 8:

$$SMB = 13(BL + BM + BH) - (SL + SM + SH)$$

(8)

كما نحسب العائد على محافظ HML (العالي ناقص المنخفض)، حيث إن الفرق بين متوسط العائد على المحافظتين المرتفعتين من حيث القيمة الدفترية إلى السوقية والمحفظتين المنخفضتين من حيث القيمة الدفترية إلى السوقية كما هو مبين في المعادلة 9:

$$HML = 12(SH + BH) - (SL + BL)$$

(9)

عامل المومنتم (المومنتم ناقص الاستثمار العكسي، أو MMC)، هو العامل الرابع في نموذج كارهارت (1997)، الذي يأخذ بعين الاعتبار تأثير المومنتم على عوائد الأسهم. فعلى سبيل المثال، تكون الأسهم مومنتم أو عكسية على أساس العائدات التي حققتها خلال الـ 12 شهرا السابقة. إن أسهم المومنتم هي تلك التي

حققت أداء جيدا خلال ال 12 شهرا الماضية وواصلت أداءها جيدا خلال الشهر التالي (الفائزين). أما الأسهم العكسية فهي تلك التي حققت أداء ضعيفا خلال ال 12 شهرا الماضية والتي استمرت في أداءها بشكل ضعيف خلال الشهر التالي (الخاسرين). لتحديد ما إذا كان ينبغي النظر في أسهم الممتم أو العكسية، طورنا سلسلة من 11 شهرا متراجعة بشهر واحد عن كل سهم. فكل سهم طورنا سلسلة شهرية كما هو مبين في المعادلة 10:

$$R_t = (P_t - 1 - P_t - 12) P_t - 12$$

(10)

حيث  $P_t$  هو سعر السهم في نهاية الشهر  $t$ ، قمنا بتطوير سلسلة شهرية من النسب المئوية 30 و70 من عوائد الأحد عشر شهرا من كل سهم عن كل شهر. وتصنف الشركات التي لها عائد عن مدة 11 شهرا دون الثلاثين في المئة كأسهم عكسية، وتصنف الشركات ذات العائد عن مدة 11 شهرا فوق السبعين في المئة في شهر معين كأسهم مومتم كما هو مبين في المعادلة 11:

$$MMC = 12 [(SMom + BMom) - (SC + BC)]$$

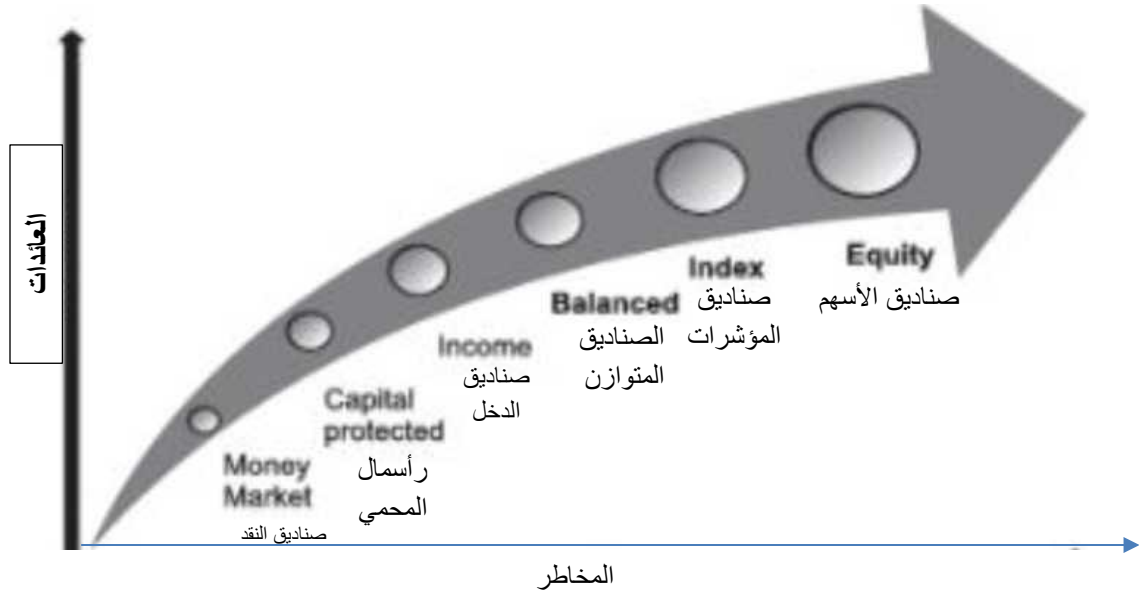
(11)

وحيث تمثل  $SMom$  أسهم المومتم الصغيرة؛ تمثل  $BMom$  أسهم المومتم الكبيرة.  $SC$  تمثل الأسهم العكسية الصغيرة؛ وتمثل  $BC$  تمثل الأسهم العكسية الكبيرة في كل شهر.

## الجزء الرابع

#### 4. الوضع الراهن لصناعة صناديق الاستثمار بالمملكة العربية السعودية

تتم صناعة صناديق الاستثمار بالمملكة العربية السعودية نمواً سريعاً. وفيما يتعلق بأعداد صناديق الاستثمار المدرجة بالقائمة، فقد شهدت هذه الصناعة نمواً هائلاً في السنوات الأخيرة: ففي عام 2006، بلغت أعداد صناديق الاستثمار حوالي مائة واثنين وثمانون (182) صندوق بينما ارتفع هذا العدد في عام 2015 ليصل إلى مائتين وسبعة وستين صندوقاً للاستثمار. كما بلغت قيمة أصول صناديق الاستثمار بالمملكة ما يقدر بواقع 102.9 مليار ريال في عام 2015. وقد أدى هذا النمو إلى ظهور مجموعة متنوعة من الصناديق المتخصصة فيما يتعلق بأنماط الاستثمار من أجل تلبية احتياجات المستثمرين المختلفة. وعندما تختلف الأهداف الاستثمارية التي يريد أن يحققها المستثمرين من حيث متطلبات العائد المرتقب واتجاهاتهم إزاء المخاطر المحتملة واحتياجاتهم إلى السيولة، تختلف أنماط الاستثمار وفقاً لذلك. ويبين الشكل رقم (3) بعض الوسائل الأساسية التي يختلف فيها المستثمرون عن بعضهم البعض فيما يتعلق بأنواع صناديق الاستثمار التي يستهدفونها والمخاطر التي ينطوي عليها كل نوع من أنواع هذه الصناديق.



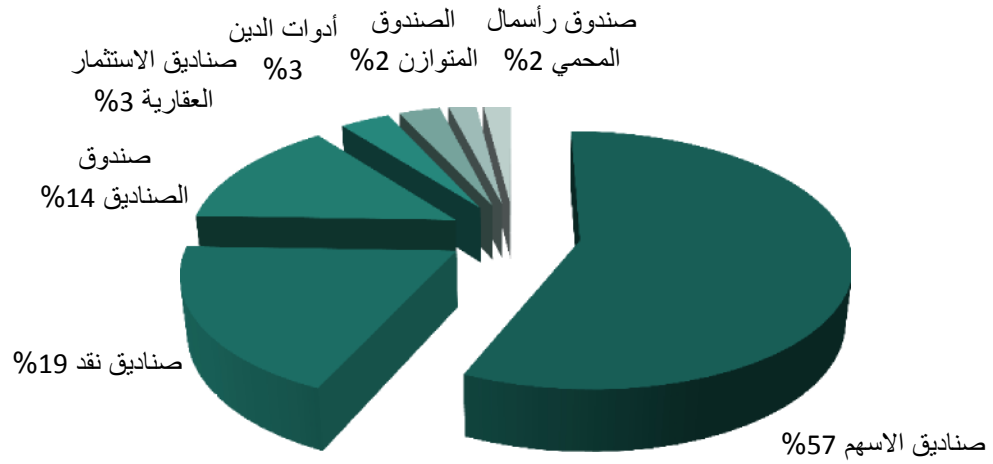
#### شكل 3: الانكشاف للمخاطر المرتبطة بعائدات الصندوق

وفي المملكة العربية السعودية، تمثل نسبة صناديق الأسهم حوالي 57% من صناعة صناديق الاستثمار في المتوسط حيث تبلغ أعداد صناديق الأسهم 169 صندوق في نهاية عام 2015. في حين تتشكل بقية الصناديق من صناديق النقد حوالي 19%، و "صندوق صناديق" في الأسهم 14%، صناديق عقارية 3%، وأدوات الدين



بواقع 3%، وتقدر نسبة صندوق الاستثمار المتوازن بنحو 2%، ورأس المال المحمي بواقع 2% (انظر الشكل رقم 4).

سوف نركز في هذه الدراسة على صناديق الأسهم لأنها تمثل أعلى نسبة في هذه الصناعة بالنسبة إلى غيرها من أدوات الاستثمار. وعلاوة على ذلك، يشير توزيع صناديق الأسهم على أساس الموقع الجغرافي إلى أن 46% من صناديق الأسهم يجرى استثمارها محلياً بينما يتم استثمار نحو 20% من هذه الصناديق في المنطقة العربية بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي، ويستثمر 34% منها دولياً في دول أخرى غير دول مجلس التعاون الخليجي، والبعض الآخر في المنطقة العربية. وعلى وجه التحديد، وبناء على احتياج هيئة السوق المالية (CMA)، فإننا نعتبر أن أداء صناديق الاستثمار للأسهم تجرى بشكل كبير على المستوى المحلي.

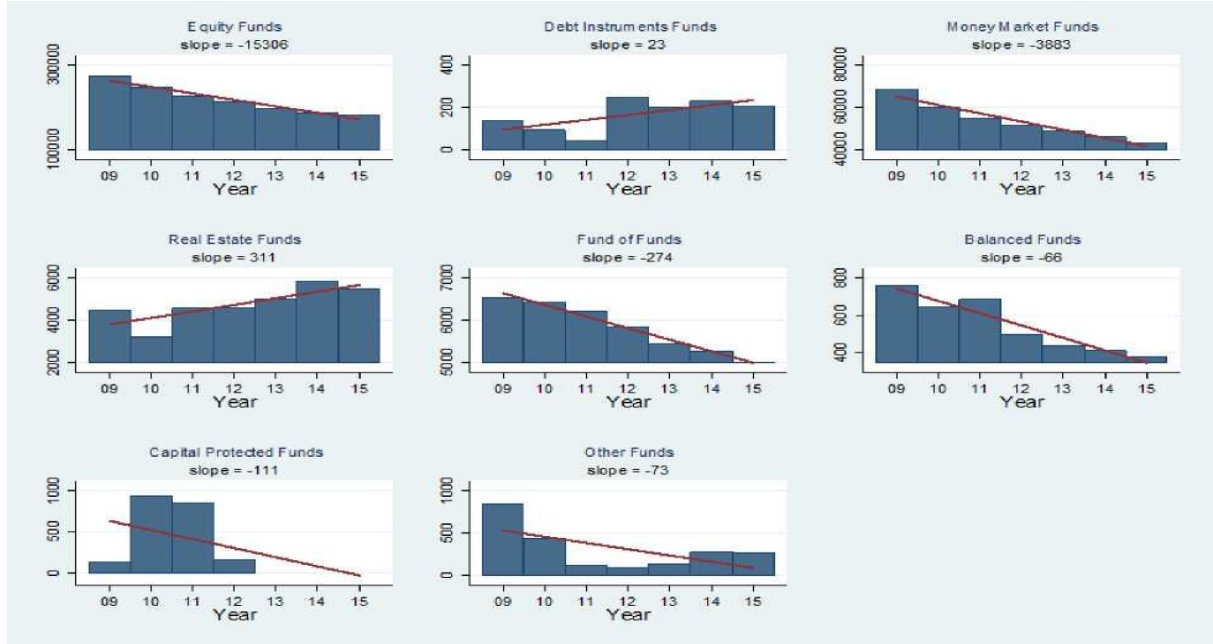


#### شكل 4: هيكل صناديق الاستثمار حسب نوع الاستثمار

على الرغم من أن صناعة صناديق الاستثمار قد نمت نمواً هائلاً على مدى السنوات العشر الماضية إلا أن هناك أيضاً انخفاضاً ملحوظاً في العدد الإجمالي للمتشركين. حيث انخفض المعدل بـ 6.5% سنوياً خلال الفترة من 2009 إلى 2015. فعلى سبيل المثال، ووفقاً للتقرير السنوي الذي أصدرته هيئة السوق المالية السعودية (CMA) لعام 2015، انخفض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار من حوالي 356.331 في عام 2009 إلى 236.728 في عام 2015.

ومن خلال النظر في عدد المشتركين في الصناديق بحسب نوع الاستثمار، يلاحظ أن معظم الانخفاض في عدد المشتركين يأتي من صناديق الأسهم، حيث انخفض العدد من 187.426 في نهاية عام 2014 إلى

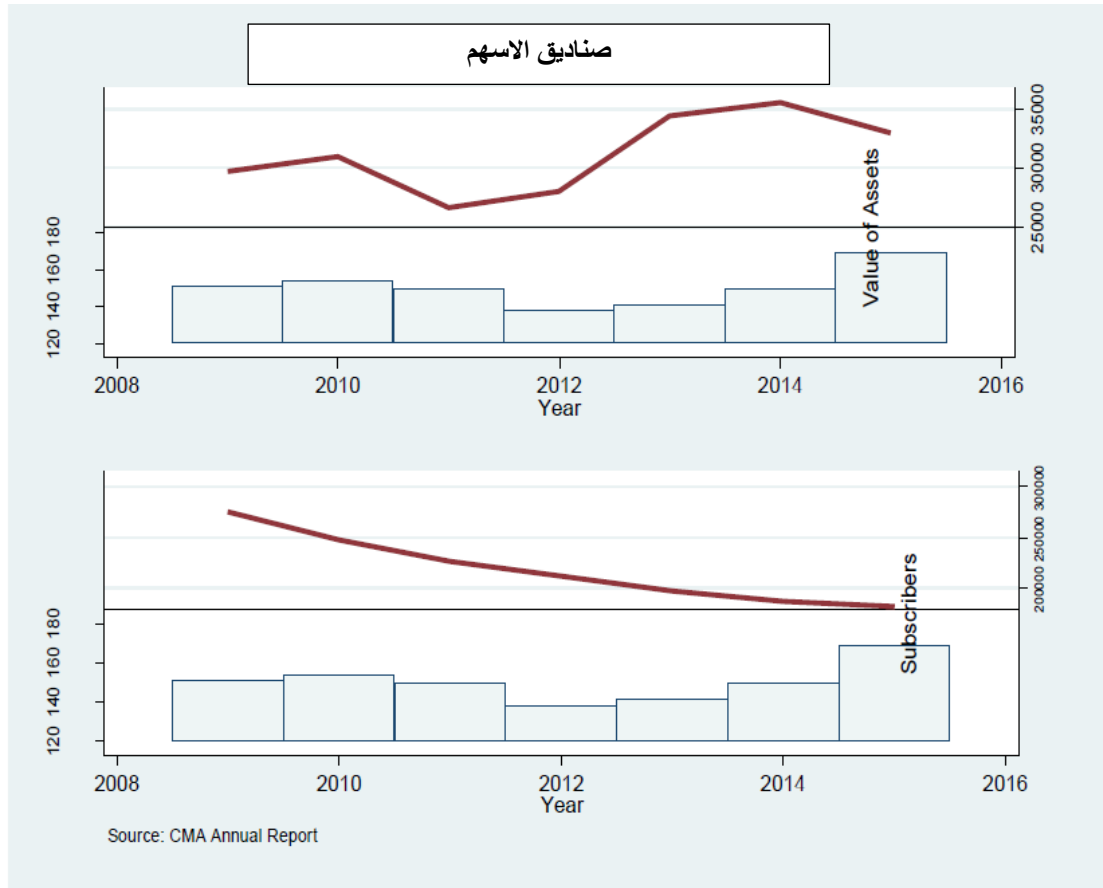
181,997 في نهاية عام 2015. وعلى نحو أكثر تفصيلاً، انخفض عدد المشتركين في صناديق الأسهم بمعدل سنوي بلغ في المتوسط 15,306 يليه انخفاض في صناديق النقد بمعدل سنوي بلغ في المتوسط 3,883. وكما هو مبين في الشكل 5، شهدت جميع أنواع صناديق الاستثمار انخفاضاً ملحوظاً في أعداد المشاركين بين عامي 2014 و 2015 باستثناء أدوات الدين و صناديق الاستثمار العقارية.



شكل 5: العدد الكلي للمكثتين: الاتجاهات التاريخية

وبإمعان النظر في عدد المشتركين في صناديق الأسهم، والعلاقة بين هذا العدد ونمو الصناديق، لاحظنا أنه خلال العقد الماضي أظهرت صناعة الصناديق للأسهم نمواً في أعداد الصناديق وقيمة الأصول الخاضعة للإدارة (AUM)<sup>5</sup>. ومع ذلك، انخفض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار للأسهم بمعدل سنوي بلغ في المتوسط 15,306 على نحو ما ذكر آنفاً. وتناقش هذه الملاحظات بمزيد من التفصيل في الفصل 6-4.

<sup>5</sup> انخفض عدد صناديق الأسهم من 154 صندوقاً في عام 2010 إلى 138 صندوقاً في عام 2012. وانخفض إجمالي حجم أصول صناديق الأسهم نظراً لانخفاض عدد الصناديق المستثمرة في الأسهم. ومع ذلك، واصلت صناديق الأسهم الاحتفاظ بأكثر عدد من الاستثمارات الإجمالية للصندوق على مر السنين.



شكل 6: النمو في سوق صناديق الاستثمار في الوحدات وعدد المكتتبين

## الجزء الخامس

## 5. البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار بالملكة العربية السعودية

وتتكون بيانات صناديق الاستثمار من صافي قيمة الأصول الشهرية (NAVS) على أساس الحصة الواحدة<sup>6</sup> (أي سعر الوحدة) وبعض المعلومات الكمية والنوعية عن كل صندوق. ويجرى استخدام المؤشر ستاندرد أند بورز السعودي الشرعي والمحلي (Standard & Poors) ومؤشر السوق الرئيسية (ناسي) كمؤشرات استرشادية لقياس عوائد الأسواق في الفترة المحورية من نيسان / أبريل عام 2007 إلى تشرين الأول / أكتوبر عام 2016<sup>7</sup>. وقد حصلنا على بيانات هذه الدراسة من قبل هيئة السوق المالية السعودية (CMA) و سوق الأوراق المالية السعودية (تداول) وشركة التداول ماك -جرو هيل.

وطبقاً للأدبيات والمراجع الاقتصادية، فإننا لم ندرج إلا صناديق الاستثمار التي تستوفي المعايير التالية والواردة في العينة: جميع الصناديق الاستثمارية المدارة في المملكة العربية السعودية كما أنها صناديق مفتوحة وتدار بنشاط وتُستثمر فقط في الأسواق المحلية<sup>8</sup>. وعلاوة على ذلك، لم تشمل صناديق الاستثمار في العينة التي أمامنا أية صناديق ذات أهداف مزدوجة أو الصناديق المتخصصة التي تستثمر أموالها في قطاع معين من القطاعات الاقتصادية أو صناديق طرح أسهم أولية للاكتتاب العام<sup>9</sup>. وأخيراً، تتطلب جميع صناديق الاستثمار أن يتضمن بها بيانات مستمرة بشأن العوائد لمدة ستة وثلاثين شهراً على الأقل وذلك في خلال الفترة التي تبدأ من نيسان / أبريل 2007 إلى تشرين الأول / أكتوبر 2016. ومن إجمالي 169 صندوق من صناديق الاستثمار للأسهم والمحددة للفترة محل الدراسة، نجد أن 39 صندوقاً فقط استوفي جميع المعايير حيث بلغت إجمالي المشاهدات والملاحظات لشهرية حوالي 4.321 ملاحظة. ونتيجة لتطبيق معايير الفرز، تم إلغاء صناديق الاستثمار من عينة المؤشر على النحو التالي: تم استبعاد 72 صندوقاً من صناديق الأسهم حيث استبعدت صناديق الأسهم العربية والدولية من العينة النهائية؛ و26 صندوقاً من صناديق أسهم الاكتتاب العام و14 من الصناديق المتخصصة التي تستثمر أموالها في قطاع معين من القطاعات الاقتصادية حيث استبعدنا كلتا الفئتين. بالإضافة إلى ذلك تم استبعاد 18 صندوقاً لأننا بحاجة أن تتضمن هذه الفئة بيانات مستمرة بشأن العوائد لمدة ستة وثلاثين شهراً على الأقل وذلك في خلال الفترة المحورية. غير أن تطبيق المعايير الأخرى لم يسفر عن استبعاد أي صناديق إضافية من العينة النهائية. كما لم يؤخذ تحيز البقاء لصناديق الاستثمار ذات الأداء المنخفض في الاعتبار لعدم كفاية المعلومات. ولهذا السبب، لم تدرج في العينة أي أموال جامدة.

6

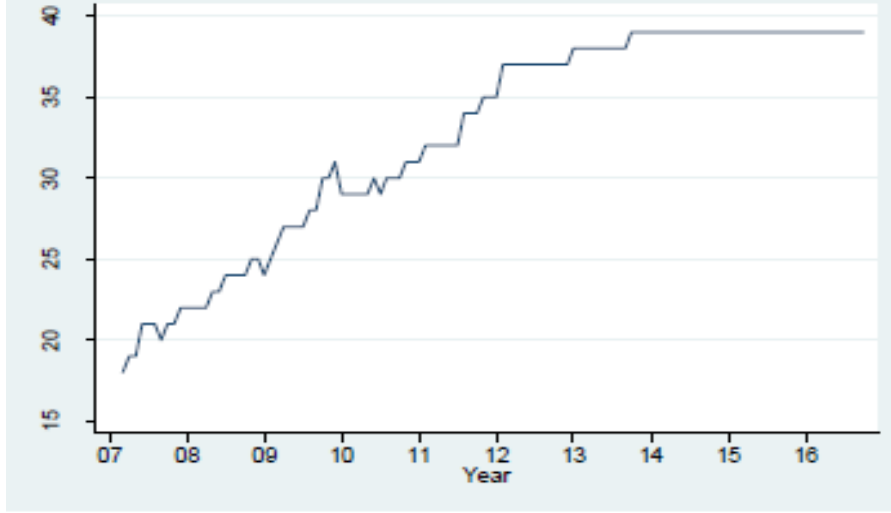
<sup>7</sup> تبدأ فترة هذه الدراسة من أبريل عام 2007 بسبب توافر البيانات على مؤشر ستاندرد أند بورز السعودي الشرعي والمحلي (Standard & Poors) منذ إطلاق مبادرة المؤشر في 24 أبريل عام 2007.

8

9

ويظهر النمو في صناديق الاستثمار والمحلية للأسهم بالملكة العربية السعودية طوال الفترة المحورية كما هو موضح في الشكل 7. وارتفع عدد صناديق الاستثمار في العينة النهائية من 18 صندوقاً في عام 2007 إلى 39 صندوقاً في عام 2016 مع معدل نمو سنوي مركب بنسبة 8.97%.

#### النمو في صناديق الاستثمار للأسهم المحلية والعالمية بالسعودية



الشكل 7: النمو في الأسهم السعودية: صناديق الاستثمار المحلية.

## الجزء السادس

## 6. النتائج التجريبية والمناقشة

وكما هو مبين، تغطي الدراسة الحالية 39 من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية. ويبين الجدول 1 العينة النهائية لـ 26 من مديري الصناديق بإجمالي 39 صندوقاً. ويصنف مديري الصناديق إلى ثلاث فئات من حيث الجهات المشغلة الرئيسية في صناعة صناديق الاستثمار السعودية: (1) الجهات المشغلة الرئيسية الكبرى: مديرو صناديق الاستثمار الذين يديرون إجمالي 13 صندوقاً؛ بنسبة 33.3٪ وبمتوسط 3.25 صندوق لكل مدير صندوق. (2) الجهات المشغلة الرئيسية الوسطى: مديرو الصناديق الذين يديرون إجمالي ثمانية صناديق؛ بنسبة 20.5٪ وبمتوسط صندوقين. (3) الجهات المشغلة الرئيسية الثانوية: مديرو الصناديق الذين يديرون إجمالي 18 صندوقاً؛ بنسبة 46.2٪ بمتوسط صندوق واحد. وتشير هذه الأرقام إلى أن الصناعة لا تتركز بشكل كبير مع مديري الصناديق في أي فئة واحدة. وبالإضافة إلى ذلك، يبين الجدول 1 توزيع الصناديق التمويلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة والتي لا تتوافق مع أحكام الشريعة لكل مدير صندوق. ويمكن ملاحظة أن حوالي 64٪ من الصناديق (25 صندوقاً) هي صناديق تمويلية تدار من خلال 21 من مديري الصناديق، في حين أن 36٪ من الصناديق (14 صندوقاً) هي صناديق تمويلية لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية تدار من خلال 12 مدير صندوق.

### 1.6 نتائج أداء العائد غير المعدل في للمخاطر ومقاييس المخاطر

#### 1.1.6 تحليل العوائد غير المعدلة للمخاطر

بشكل عام تعرض الإحصائيات الموجزة الوصفية لأداء صناديق الاستثمار في الأسهم للعينة بأكملها ومؤشر تداول كل الأسهم في الجدول 2. ويبين الجدول 2 أيضاً المتوسط الشهري والانحراف المعياري لجميع عوائد الصناديق وعوائد مؤشر تداول كل الأسهم. وقد لاحظنا أن عائد الصناديق يكون إيجابياً في المتوسط ويتراوح بين -4.514 و 4.624٪.



## الجدول 1: عدد صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية المدارة من قبل كل مدير

مدير الصناديق التمويلية	المركزة على صناديق استثمار الأسهم المحلية	التي تتوافق مع أحكام الشريعة	التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة
شركة سامبا كابيتال للأصول وإدارة الاستثمار	4	2	2
الشركة العربية الوطنية للاستثمار	3	2	1
إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة	3	2	1
شركة الرياض المالية	3	1	2
شركة البلاد للاستثمار	2	2	-
الاستثمار للأوراق المالية	2	1	1
السعودي الفرنسي كابيتال	2	1	1
بيت الاستثمار العالمي السعودي	2	1	1
شركة الراجحي المالية	1	1	-
شركة الأول كابيتال	1	1	-
شركة الأول للاستثمار	1	1	-
شركة الإنماء للاستثمار	1	1	-
الجزيرة كابيتال	1	1	-
شركة الخير كابيتال في المملكة العربية السعودية	1	1	-
مجموعة النفيعي للاستثمار	1	1	-
الأولى جيوجيت كابيتال	1	-	1
بلوم للاستثمار السعودية	1	-	1
المجموعة المالية هيرميس السعودية	1	-	1
فالكوم للخدمات المالية	1	1	-
جدوى للاستثمار	1	1	-
مجموعة كسب المالية	1	1	-
مورغان ستانلي السعودية العربية	1	-	1

-	1	1	شركة الأهلي كابيتال
-	1	1	شركة أصول وبخيت للاستثمار
1	-	1	شركة رنا للاستثمار
-	1	1	المستثمر للأوراق المالية
14	25	39	الإجمالي

\* ملحوظة. يتم توزيع قائمة جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المدرجة في الدراسة من خلال كل مدير صندوق ومن خلال فئة الصندوق خلال فترة العينة من أبريل 2007 إلى أكتوبر 2016.

أقل متوسط عائد كان في عام الأزمة المالية العالمية (أي 2008). وعلاوة على ذلك، يبين الانحراف المعياري للعوائد أن فترة الأزمة المالية العالمية هي الأكثر تذبذباً مع أعلى نسبة للانحراف المعياري (9.387٪). وفيما يتعلق بأداء العائد لمؤشر تداول كل الأسهم خلال فترة الدراسة، فقد لاحظنا أن مؤشر العائد العام لمؤشر تداول كل الأسهم يتراوح بين -6.157 إلى 4.331٪ ويتراوح الانحراف المعياري من 2.01 إلى 10.456٪. كما يعرض الجدول 2 اختبار t لمتوسط الفرق للعوائد غير المعدل للمخاطر مع مؤشر تداول كل الأسهم. ويهدف لتحديد ما إذا كان من الممكن دعم الفرضية التالية:

الفرضية 1: يختلف متوسط العائد لصناديق الأسهم المستثمرة محلياً عن متوسط العائد لمؤشر السوق السعودي (مؤشر تداول كل الأسهم).

الجدول 2: متوسط العائد الاستثماري الشهري على كافة صناديق الاستثمار في الأسهم - للصناديق المحلية

#### والمؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول

الفرق في المتوسط	مؤشر تداول كل الأسهم		جميع الصناديق		الفترات
	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	
0.350	8.306	4.331	4.416	4.624	2007
❖ 1.643	10.454	6.157-	9.387	4.514-	2008
0.248-	7.784	2.305	5.307	2.057	2009
0.409	4.484	0.751	4.659	1.160	2010
0.193	4.921	0.150-	4.712	0.043	2011
0.250	5.372	0.616	4.901	0.866	2012
0.355	2.010	1.929	2.250	2.284	2013
❖❖❖ 0.906	6.461	0.002-	6.277	0.904	2014

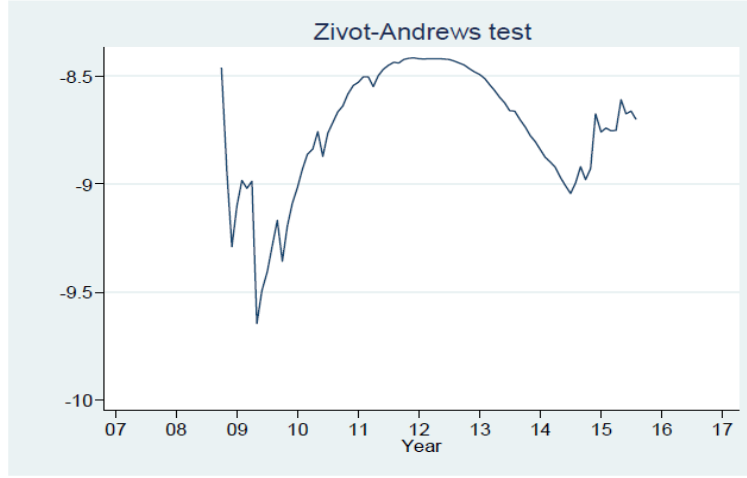
0.309	7.417	1.285-	6.365	0.977-	2015
0.135-	6.753	1.175-	6.408	1.310-	2016
❖❖0.410	6.960	0.029	6.186	0.438	العينة الكاملة
0.656	10.788	0.461-	9.215	0.195	فترة تذبذب الأسعار المرتفع
❖0.297	4.263	0.977	3.980	1.274	فترة تذبذب الأسعار المنخفض
0.353	7.200	1.368-	6.647	1.015-	فترة تذبذب الأسعار المتوسط

\* ملحوظة. تشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يولييه 2014 إلى أكتوبر 2016. وتمثل ❖❖❖، ❖❖، ❖ دلالة عند مستويات 1% و 5% و 10% على التوالي.

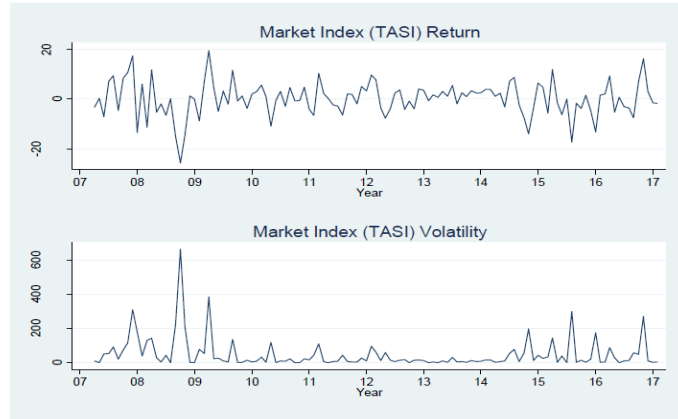
وكما يبين الجدول 2، فإن الفرق بين أداء الصناديق وأداء مؤشر تداول كل الأسهم ليس كبيراً في معظم السنوات، مما يشير إلى رفض الفرضية 1. أن الأدلة الإحصائية لا تشير إلى وجود فروقات مهمة إحصائياً بين العوائد التي تحققها صناديق الاستثمار والمؤشر الاسترشادي لعوائد سوق الأسهم السعودية TASI. ومع ذلك، خلال عامي 2008 و 2014، حققت صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية نسبة عائد شهري أعلى بكثير من عائد مؤشر تداول كل الأسهم، بحيث لا يمكننا رفض الفرضية لهذين العامين.

علاوة على ذلك، قمنا بتقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات فرعية على أساس تحديد الهبوط الهيكلي (الشكل 8) باستخدام اختبار زيفوت أندروز (2002) في تذبذب أسعار مؤشر تداول كل الأسهم المبين في الشكل 9. هذه الفترات هي (1) فترة تذبذب الأسعار المرتفع من أبريل 2007 إلى مايو 2009؛ (2) فترة تذبذب الأسعار المنخفض: من يونيو 2009 إلى يونيو 2014؛ و (3) فترة تذبذب الأسعار المتوسط: من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016.

## اختبار زيفوت أندروز



الشكل 8: اختبار التغير الهيكلي لـ "زيفوت وأندروز" (2006)



الشكل 9: العائد والتذبذب في المؤشر العام للسوق المالية السعودية – تداول (TASI).

لتقييم أي فروق بين عوائد الصندوق وعوائد مؤشر تداول كل الأسهم وما إذا كان أداء الصندوق يتفوق على مؤشر عائد السوق، فإننا نقوم بإجراء اختبار T للفروقات في متوسطات العوائد غير المعدلة للمخاطر مع مؤشر تداول لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم وللصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة، ومع مؤشر ستاندرد آند بورز الشرعي والمحلي للصناديق التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية خلال فترة العينة الكاملة ولفترات التذبذب الفرعية. وقد لاحظنا أن جميع صناديق الأسهم المركزة محليا قد حققت عوائد أعلى من مؤشر السوق بالنسبة للعينة الكاملة والفترة تذبذب الأسعار المنخفض (يونيو 2009 إلى يونيو 2014). ومع

ذلك، فإن متوسط الفرق بين عوائد الصندوق ومؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية إيجابي ولكنه ليس كبيراً بالنسبة للفترات الفرعية المرتفعة والمتوسطة.

ولكي ننظر عن كثب في أداء العائد غير المعدل للمخاطر بالنسبة لجميع أنواع الصناديق، فإننا نبلغ عن الإحصاء الوصفي وفرق المتوسط للعائد المعدل غير المحسوب للمخاطر مع مؤشر تداول كل الأسهم للصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومع مؤشر S & P السعودية للشريعة المحلية لجميع صناديق الشركة خلال فترة العينة الكاملة وللفترات الفرعية للتذبذب. وترد نتائج هذه الصناديق في الجدولين 3 و4 على التوالي.

**جدول رقم 3: متوسط العائد الاستثماري الشهري على صناديق الاستثمار في الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة**

**الإسلامية - للصناديق المحلية والمؤشر العام للسوق المالية السعودية - تداول**

الفرق في المتوسط	مؤشر تداول كل الأسهم		الصناديق التي لاتتوافق مع أحكام الشريعة		الفترات
	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	
0.508	8.306	4.330	7.535	4.838	2007
1.572	10.454	6.157-	9.994	4.586-	2008
0.480-	7.784	2.305	5.425	1.825	2009
0.465	4.484	0.751	4.736	1.216	2010
0.080	4.921	0.150-	5.039	0.070-	2011
0.050	5.372	0.616	5.087	0.665	2012
0.383	2.010	1.929	2.363	2.312	2013
❖❖❖1.084	6.461	0.002-	6.441	1.083	2014
0.459	7.417	1.285-	6.254	0.826-	2015
0.016	6.753	1.175-	6.556	1.159-	2016
❖❖0.418	6.960	0.029	6.370	0.447	العينة الكاملة
0.640	10.788	0.461-	9.527	0.179	فترة تذبذب الأسعار المرتفع

0.230	4.263	0.977	4.191	1.207	فترة تذبذب الأسعار المنخفض
❖❖0.556	7.200	1.368-	6.742	0.813-	فترة تذبذب الأسعار المتوسط

\* ملحوظة. تشير فترة التذبذب في الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة التذبذب في الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة التذبذب في الأسعار المتوسط إلى الفترة من يولييه 2014 إلى أكتوبر 2016. وتشير ❖❖❖، ❖❖، ❖ إلى دلالة عند مستويات 1% و 5% و 10% على التوالي.

لقد استخدمنا هذه النتائج لاختبار الفرضيات التالية:

**الفرضية 2:** يختلف متوسط العائد على الصناديق الاستثمارية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تستثمر محليا بشكل كبير عن متوسط العائد على مؤشر تداول كل الأسهم السعودية.

**الفرضية 3:** يختلف متوسط العائد على الصناديق الاستثمارية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تستثمر محليا بشكل كبير عن متوسط عائد مؤشر الشريعة الإسلامية السعودية S&P.

**جدول رقم 4:** متوسط العائد الاستثماري الشهري على صناديق الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - للصناديق المحلية ومؤشر ستاندرز آند بول المحلي السعودي المتوافق مع الشريعة الإسلامية

الفرق في المتوسط	S&P الشريعة الإسلامية		الصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة		الفرات
	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	الانحراف المعياري	المتوسط (%)	
0.012	8.326	4.484	7.373	4.497	2007
1.472	10.653	5.938-	8.992	4.466-	2008
0.719-	7.782	2.937	5.311	2.217	2009
0.029-	4.607	1.150	4.622	1.121	2010
0.187-	4.596	0.298	4.543	0.111	2011
0.115-	5.141	1.101	4.800	0.987	2012
0.118	2.285	2.152	2.208	2.270	2013
❖❖❖1.005	6.643	0.200-	6.198	0.805	2014

0.004	7.676	1.065-	6.438	1.061-	2015
❖0.856-	6.793	0.538-	6.355	1.394-	2016
0.088	7.027	0.350	6.094	0.438	العينة الكاملة
0.351	11.041	0.134-	9.045	0.217	فترة تذبذب الأسعار المرتفع
0.017-	4.031	1.329	3.871	1.312	فترة تذبذب الأسعار المنخفض
0.012	7.396	1.141-	6.612	1.129-	فترة تذبذب الأسعار المتوسط

\* ملحوظة. تشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يولييه 2014 إلى أكتوبر 2016. وتمثل ❖❖❖، ❖❖، ❖ دلالة عند المستويات 1% و 5% و 10% على التوالي.

تشير نتائجنا إلى ما يلي (1) حققت صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية نسبة عائد متوسط شهري أعلى من التي حققها مؤشرها الاسترشادي، على الرغم من أن الفرق ليس كبيراً. على الرغم من أن أحد الاستثناءات كان لعام 2014 الذي تفوقت فيه العوائد غير المعدلة للمخاطر بالنسبة لصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بدرجة كبيرة على عوائد مؤشرها الاسترشادي (الجدول 3)؛ (2) تفوقت صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على مؤشرها الاسترشادي خلال فترة العينة الكاملة وفترة تذبذب الأسعار المتوسط (الجدول 3)؛ (3) باختصار، تشير نتائج صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية الواردة في الجدول 3 إلى أنه لا يمكن رفض الفرضية 2 لعام 2014 أو لفترة تذبذب الأسعار المتوسط أو لفترة العينة الكاملة.

وفيما يخص صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كما هو موضح في الجدول رقم 4، تشير نتائجنا إلى ما يلي (1) حققت صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية نسبة عائد المتوسط الشهري أعلى بكثير مما حقق مؤشرها الاسترشادي خلال عام 2014 وعائد شهري أقل مما حقق مؤشرها الاسترشادي، مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة السعودية المحلية خلال عام 2016، في حين أنه لا يوجد دليل ملموس على فرق المتوسط بين عوائد صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة

الإسلامية ومؤشرها الاسترشادي للسنوات الأخرى. (2) يبين تحليل العوائد غير المعدلة للمخاطر لصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أنه لا يوجد دليل على أن صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية تفوقت أو لم تتفوق على أداء مؤشرها الاسترشادي في أي من الفترات الفرعية أو في فترة العينة الكاملة؛ (3) باختصار، فإن النتائج المتعلقة بصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية الواردة في الجدول 4 تعني أنه يجب رفض الفرضية 3 لجميع الفترات الفرعية. ومع ذلك، لا يمكن رفض الفرضية 3 للأعوام 2014 و2016.

ويوضح الجدول 5 العوائد التراكمية السنوية لجميع الصناديق، وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والمؤشرين الاسترشاديين. وتتفق نتائج العائد السنوي التراكمي أيضا مع متوسط العائد الشهري لجميع الصناديق، وصناديق الاستثمار التي تناسب لا الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

### 2.1.6 نتائج تحليل العائد المعدل للمخاطر

في هذا القسم الفرعي، نقوم بعرض تقرير عن النتائج المتعلقة بالأداء المقارن لصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية للفترة المالية بأكملها من 2007 إلى 2016. مقياس الأداء المعدل للمخاطر هي معدل شارب (SR)، ومؤشر ترينور (TR)، ومقياس موديليانى موديليانى (M2).



الجدول 5: العائد السنوي على كافة الصناديق، وصناديق الاستثمار في الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة

الإسلامية، وصناديق الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المعيار					
جميع الصناديق	التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	مؤشر تداول كل الأسهم (%)	S&P الشريعة الإسلامية	
49.820-	51.8691-	48.402-	56.489-	55.420-	2008
26.140	22.250	29.196	27.457	37.245	2009
13.440	14.087	12.983	8.151	13.355	2010
0.715-	2.143-	0.142	3.066-	2.462	2011
9.390	6.719	11.015	5.975	12.439	2012
31.143	31.576	30.891	25.501	28.757	2013
9.107	11.405	7.869	2.370-	4.831-	2014
13.558-	11.135-	14.732-	17.059-	14.976-	2015

\* ملحوظة. لم تُشمل سنة 2007 و 2016 في الجدول 5 حيث أن التحليل لا يغطي جميع الأشهر في هذين العامين.

تعرض نتائج هذه النسب لجميع أنواع الصناديق ومؤشراتها الاسترشادية، ومؤشر تداول كل الأسهم السعودية ومؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة السعودية المحلية في الجدول 6. وتُلخص النتائج المعروضة في أعمدة الجدول 6 للعينة الكاملة والفترات الفرعية على النحو التالي:

بالنسبة للعينة الكاملة (أبريل 2007 - أكتوبر 2016) وبالإشارة إلى الأداء العام لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية (39 صندوق)، والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية (25 صندوق)، والصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية (14 صندوق)، فقد لاحظنا أن (1) جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لديها أفضل معدل شارب (SR) ومؤشر ترينور (TR) من مؤشرها الاسترشادي، ومؤشر تداول كل الأسهم السعودية، بحيث تفوقت جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على مؤشر السوق الاسترشادي، (2) لدى المؤشر الاسترشادي معدل شارب (SR) ومؤشر ترينور (TR) أفضل من الذي يخص صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة

الإسلامية حيث أن صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لا تتفوق على مؤشرها الاسترشادي.

#### الجدول 6: مقاييس أداء العائد المعدل للمخاطر

فترة تذبذب الأسعار	فترة تذبذب الأسعار	فترة تذبذب الأسعار	فترة تذبذب الأسعار	العينة الكاملة
المتوسط	المنخفض	المنخفض	الأسعار المرتفع	المعيار
0.372-	0.036	0.360-	0.155-	SR
2.677	0.152	3.885	1.501-	TR
0.331-	0.125	0.322-	0.089-	SR
2.450-	0.504	3.558-	1.180-	TR
0.350-	0.113	0.350-	0.107-	SR
2.543-	0.500	3.894-	1.260-	Tr
1.209-	1.305	0.357-	0.309	M2
0.315-	0.091	0.341-	0.107-	SR
2.295-	0.402	3.822-	1.221-	Tr
0.957-	1.213	0.250-	0.346	M2
0.369-	0.126	0.355-	0.105	SR
2.770-	0.522	4.016-	1.289-	Tr
1.418-	1.332	0.491-	0.241	M2

\* ملحوظة. تمثل SR معدل شارب، وتمثل TR مؤشر ترينور، وتمثل M2 قياس موديجلياني - موديليان، وتمثل TASI مؤشر تداول كل الأسهم السعودية. وتشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016.

لقد لاحظنا خلال فترة تذبذب الأسعار المرتفع (أبريل 2007 - مايو 2009) أنه (1) لدى جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية معدل شارب ومؤشر ترينور أفضل بكثير من التي تخص مؤشرها الاسترشادي. (2) توضح معدل شارب لصناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ( -0،355) عوائد سالبة معدلة للمخاطر مماثلة لمؤشرها الاسترشادي، أي مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة السعودية المحلية ( -0،322)، ومع ذلك، فإن لدى المؤشر الاسترشادي معدل شارب أفضل من الذي يخص صناديق الاستثمار في الأسهم. ويُلاحظ أيضا

أنماط مماثلة لمؤشر ترينور، مما يشير إلى أن صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لا تفوق مؤشرها الاسترشادي.

وقد لاحظنا خلال فترة تذبذب الأسعار المنخفض (يونيو 2009 - يونيو 2014) أنه (1) لدى صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية معدل شارب ومؤشر ترينور أفضل من مؤشرها المعياري؛ (2) يوضح معدل شارب لصناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية (0.126) عوائد موجبة معدلة للمخاطر مماثلة لمؤشراتها الاسترشادية، أي مؤشر ستاندرد أند بورز للشريعة المحلية السعودية (0.125)، بالرغم من أنه لدى صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية معدل شارب أفضل قليلاً من مؤشرها الاسترشادي؛ (3) لدى صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بمؤشر ترينور أفضل من مؤشرها الاسترشادي؛ (4) أنتج المقياس M2 أعلى قيمة لجميع الصناديق، والصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال هذه الفترة، مما يشير إلى أن الصناديق المركزة محلياً تميل إلى تؤدي أداء أفضل خلال فترات تذبذب الأسعار المنخفض من الأوقات الأخرى.

نلاحظ خلال فترة تذبذب الأسعار المتوسط (يوليو 2014 - أكتوبر 2016) ما يلي: (1) لدى جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية معدل شارب ومؤشر ترينور أفضل مما يتمتع به مؤشرها الاسترشادي و (2) لدى مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة السعودية المحلية معدل شارب (0.331-) أفضل مما يخص صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية (0.369-). وتلاحظ أيضاً أنماط مماثلة لمؤشر ترينور، مما يدل على أن صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لا تتفوق على مؤشرها الاسترشادي.

باختصار، قد فاقت جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مؤشرها الاسترشادي للعينة الكاملة وفي جميع الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار. كما أن صناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لم تتفوق على مؤشرها الاسترشادي للعينة الكاملة وفي فترات تذبذب الأسعار.

## 2.6 النتائج التجريبية للعامل الواحد CAPM

في هذا القسم، نتحقق من أداء كافة صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية في العينة بما يتضمن صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وللتحقق من أداء العائد من صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، نقوم بدراسة انحدار العامل الواحد CAPM للعوائد الشهرية على محفظة الأموال المرجحة بالتساوي لفترة العينة الكاملة وللترات الفرعية لتذبذب الأسعار: فترة تذبذب الأسعار المرتفع (أبريل 2007 - مايو 2009)، وفترة تذبذب الأسعار المنخفض (يونيه 2009 - يونيه 2014)، وفترة تذبذب الأسعار المتوسط (يوليه 2014 - أكتوبر 2016).

وتوضح في الجدول 7 معاملات ألفا وبيتا وغاما المقدرة: الجدول أ لجميع صناديق الاستثمار المحلية، والجدول ب لصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والجدول ج لصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. علماً بأنه يتم تقييم جميع صناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مقابل مؤشر تداول كل الأسهم<sup>□□</sup>، بينما يتم تقييم صناديق الاستثمار في الأسهم وفقاً لمؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة السعودية المحلية.

الجدول 7: يظهر الجدول أ أن جميع البيتا موجبة، وأقل من 1، وذات دلالة إحصائية بدرجة كبيرة عند مستوى 1٪ لفترة العينة الكاملة ولجميع الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار. وتعني هذه النتيجة أن تذبذب الأسعار في سوق الأسهم أكبر من التذبذب في أي صندوق بعينه. بمعنى آخر، كلما كانت بيتا محفظة صندوق الاستثمار مرتفعة، كلما كان الصندوق أكثر تذبذباً في الأسعار مقارنةً مع السوق بشكل عام. وقد لاحظنا نتائج مماثلة في تقدير بيتا لصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تشير ألفا الموجبة إلى أن صندوقاً ما قد فاق أداء المؤشر الاسترشادي للسوق، فضلاً عن الانتقائية الأفضل للصندوق من جانب مدير الصندوق للصندوق المعني، في حين أنه عندما يكون ألفا سالباً يدل ذلك على

<sup>10</sup> نكرر تحليل الانحدار على المؤشر الاسترشادي للأسهم المرجح للقيمة السوقية السعودي (SVW) ولا تتغير النتائج نوعياً (لكل من CAPM، العامل الواحد والنموذج متعدد العوامل). قمنا بوضع المؤشر المعياري للأسهم المرجح للقيمة السوقية السعودي باستخدام العائد الشهري للمحفظة المرجحة للحجم لجميع الأسهم في المحافظ ذو ستة أحجام BE/ME.

العكس. واستنادا إلى المعلومات الواردة في الجدول 7، لاحظنا أن قيم ألفا موجبة وذات دلالة بالنسبة لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال فترة العينة الكاملة وفترة تذبذب الأسعار المنخفض. وهذا يعني أن هذه الصناديق تفوق أداء المؤشر العام وتقترب انتقائية جيدة من جانب مديري الصناديق لتلك الصناديق. ومع ذلك، لا تكون ألفا ذات دلالة خلال الفترات الفرعية للتذبذب في الأسعار المتوسطة والمرتفعة.

#### الجدول 7: الانحدار الخطي أحادي العامل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

العينة الكاملة		فترة تذبذب الأسعار المرتفع		فترة تذبذب الأسعار المنخفض		فترة تذبذب الأسعار المتوسط		
(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	
<b>الجدول أ: جميع الصناديق المحلية (39 صندوق)</b>								
0.165	0.123	***0.559	**0.312	0.295	0.008-	**0.314	0.209	Alpha
(0.57)	(0.50)	(3.55)	(2.20)	(0.50)	(0.02-)	(2.00)	(1.44)	
***0.908	***0.914	***0.896	***0.897	***0.799	***0.829	***0.847	***0.867	(RM-RF)
(22.71)	(28.36)	(28.38)	(26.68)	(15.17)	(18.81)	(36.81)	(43.60)	
0.001-		***0.014-		0.003-		*0.003-		RM-RF)2)
(0.29-)		(2.95-)		(1.05-)		(1.69-)		
28	28	60	60	26	26	115	115	N
0.966	0.967	0.932	0.923	0.934	0.934	0.944	0.943	Adj. R2
<b>الجدول ب: الصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة (14 صندوق)</b>								
0.407	0.353	**0.404	*0.237	0.347	0.053	*0.327	0.248	Alpha
(1.29)	(1.33)	(2.49)	(1.69)	(0.53)	(0.09)	(1.91)	(1.58)	
***0.916	***0.924	***0.949	***0.949	***0.819	***0.849	***0.872	***0.887	(RM-RF)
(21.06)	(26.34)	(29.14)	(28.48)	(13.77)	(17.15)	(34.93)	(41.39)	
0.001-		*0.009-		0.003-		0.002-		RM-RF)2)
(0.33-)		(1.94-)		(0.90-)		(1.17-)		
28	28	60	60	26	26	115	115	N
0.961	0.962	0.935	0.932	0.921	0.921	0.938	0.938	Adj. R2

الجدول ج: الصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة: (25 صندوق)								
0.227-	0.281-	0.209	0.017	0.251-	0.366-	0.064-	0.092-	Alpha
(0.66-)	(0.96-)	(1.59)	(0.14)	(0.46-)	(0.79-)	(0.42-)	(0.66-)	
***0.873	***0.880	***0.934	***0.933	***0.787	***0.798	***0.842	***0.847	(RM-RF)
(19.22)	(22.98)	(34.11)	(32.35)	(16.25)	(20.26)	(37.91)	(44.80)	
0.001-		***0.012-		0.001-		0.001-		RM-RF)2)
(0.31-)		(2.71-)		(0.43-)		(0.47-)		
28	28	60	60	26	26	115	115	N
0.950	0.951	0.952	0.947	0.940	0.942	0.946	0.946	Adj. R2

\* ملحوظة. يعرض الجدول نتائج الانحدار للمحفظة المرجحة بالتساوي لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال فترة عينة الدراسة 2007:04 إلى 2016:10. وتشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016. تمثل RM العائد السوقي للمؤشر المعياري، وتمثل RF وكلاء العائد الخالي من المخاطر من خلال معدل عرض الفائدة السعودي بين المصارف لمدة ثلاثة أشهر (SIBOR)، وتمثل N لعدد الملاحظات في الجداول أ و ب و ج، على التوالي. تكون قيم إحصاءات t بين قوسين و  $\diamond p < 0.10$  ،  $** p < 0.05$  ،  $*** p < 0.01$ .

بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ألفا ليست ذات دلالة بالنسبة للعينة الكاملة أو لجميع الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار. وتشير هذه النتيجة إلى أن مديري الصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لا يظهرون أي انتقائية ذات دلالة للصندوق. وتتفق هذه النتائج مع مختلف المقاييس المعدلة للمخاطر الواردة في الجداول من 4 إلى 6.

وعلاوة على ذلك، يبين الجدول 7 أن المعاملات المرتبطة بالحد التربيعي (أي معامل جاما) للعوائد الزائدة لجميع المحافظ (المعادلة 6) ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة للصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أو التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية سواء كانت لفترات تذبذب الأسعار الفرعية المتوسطة أو المرتفعة. وتشير هذه النتيجة إلى أن مديري الصناديق حاولوا أن يحددوا وقت السوق، ولكن انتهت

أنشطتهم في نهاية المطاف بإظهار توقيت خاطئ أو عدم وجود توقيت للسوق. ومع ذلك، فإن الحد التريبيعي لجميع صناديق الاستثمار، والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية يكون سالبا وذو دلالة احصائية خلال فترة تذبذب الأسعار المنخفض. كما أن معامل توقيت السوق يكون سالبا إلى حد كبير بالنسبة لجميع الصناديق المحلية خلال فترة العينة الكاملة. أي أن القيمة السالبة لتوقيت السوق تشير إلى أن مديري الصناديق لا يبدون قدرة اختيار عالية من حيث تعديل صندوقهم المعروض للسوق قبل أن يتأرجح فيما يتعلق بالوصول إلى الارتفاع في الأسعار وتجنب الانخفاض في الأسعار.

### 3.6 النتائج التجريبية للنموذج المكون من أربعة عوامل

ترد في الجدول 8 نتائج الانحدار الناتجة عن المعادلة 7، ونموذج كارهارت (1997) المكون من أربعة عوامل، على المحفظة المرجحة بالتساوي لجميع الصناديق المحلية. ولاحظ أن جميع قيم ألفا موجبة إلى حد كبير بالنسبة لجميع الصناديق المحلية والصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وفترة العينة الكاملة، والفترة الفرعية ذات التذبذب المنخفض. ومع ذلك، لا تكون ألفا ذات دلالة بالنسبة للفترتين الفرعيتين الأخرتين. وتعني هذه النتيجة أنه بعد مراقبة الأسهم الصغيرة ومجموع حركة عمليات الصرف الأجنبي إلى السوق والمؤمنتم ففي المتوسط لم تتفوق صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية أو صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أداء سوق الأسهم السعودية بشكل كبير خلال الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار المرتفع والمتوسط.

الجدول 8: نموذج العوامل الأربعة المتساوية الترجيح

العينة الكاملة	فترة تذبذب الأسعار المرتفع	فترة تذبذب الأسعار المنخفض	فترة تذبذب الأسعار المتوسط
الجدول أ: جميع الصناديق المحلية (39 صندوق)			
Alpha	0.256	0.329	0.263
	(1.68)	(2.13)	(0.94)
RM-RF	0.862	0.902	0.914
	(42.41)	(25.33)	(26.07)
SMB	0.086	0.007-	0.162
	(1.51)	(0.13- )	(1.19)
HML	0.007-	0.000	0.025-

(0.26- )	(0.01)	(0.17- )	(0.26- )	
0.113	0.029-	❖0.202	0.046	MMC
(0.95)	(0.89- )	(2.05)	(1.34)	
28	60	26	115	N
0.967	0.920	0.940	0.944	Adj. R2
<b>الجدول ب: الصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة (14 صندوق)</b>				
0.453	❖0.273	0.378	❖0.303	Alpha
(1.53)	(1.79)	(0.66)	(1.85)	
❖❖❖0.914	❖❖❖0.949	❖❖❖0.848	❖❖❖0.880	RM-RF
(24.50)	(26.90)	(17.09)	(40.31)	
❖0.260	0.009	0.338	❖0.111	SMB
(1.80)	(0.16)	(1.69)	(1.80)	
0.077	0.018	0.004	0.016	HML
(0.75)	(0.65)	(0.05)	(0.54)	
0.200	0.022-	❖❖0.234	❖0.066	MMC
(1.58)	(0.68- )	(2.10)	(1.80)	
28	60	26	115	N
0.963	0.930	0.928	0.938	Adj. R2
<b>الجدول ج: الصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة: (25 صندوق)</b>				
0.173-	0.043	0.118-	0.048-	Alpha
(0.52- )	(0.34)	(0.25- )	(0.33- )	
❖❖❖0.880	❖❖❖0.934	❖❖❖0.798	❖❖❖0.843	RM-RF
(21.25)	(30.78)	(19.97)	(43.81)	
0.210	0.012	0.242	0.090	SMB
(1.28)	(0.26)	(1.47)	(1.64)	
0.007	0.007	0.023-	0.005-	HML
(0.06)	(0.32)	(0.34- )	(0.19- )	
0.189	0.017-	❖0.172	❖0.057	MMC
(1.30)	(0.65- )	(1.88)	(1.73)	



28	60	26	115	N
0.950	0.944	0.946	0.947	Adj. R2

\* ملحوظة. يعرض الجدول نتائج انحدار السلاسل الزمنية لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والصناديق التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية والصناديق التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال فترة عينة الدراسة من أبريل 2007 إلى أكتوبر 2016. وتشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016. وتشأ المحفظة المرجحة بالتساوي عن طريق قياس متوسط عوائد جميع الصناديق لذلك الشهر. وترمز *RM* إلى عائد السوق للمؤشر الاسترشادي المقابل، وترمز *RF* إلى العائد الخالي من المخاطر وإلى وكلاء المخاطر من خلال معدل عرض الفائدة بين المصارف السعودية لمدة ثلاثة أشهر (SIBOR)، وترمز *SMB* و *HML* إلى محافظ المحاكاة للعامل فيما يخص الحجم ومجموع حركة عمليات الصرف الأجنبي إلى السوق، وترمز *MMC* إلى محفظة محاكاة العامل فيما يخص كمية حركة عائد 12 شهرا. تكون قيم إحصاءات *t* بين أقواس و  $\diamond$  *p* < 0.10،  $** p < 0.05$ ،  $*** p < 0.01$ .

تشير النتائج الواردة في الجدول 8 إلى أنه: يوضح الجدول أ والجدول ب أن الأداء الشهري غير العادي لجميع صناديق الاستثمار المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بمؤشر تداول كل الأسهم هو 0.329 و 0.273 على التوالي خلال فترة تذبذب الأسعار المنخفض. علاوة على ذلك، فإن الأداء الشهري غير العادي الوارد لجميع صناديق الاستثمار المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بمؤشر تداول كل الأسهم هو 0.256 و 0.303 على التوالي خلال فترة العينة الكاملة. ومن ناحية أخرى، لم تكن قيم ألفا لصناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ذات دلالة في جميع المستويات ولجميع فترات تذبذب الأسعار الفرعية.

ويظهر الجدول 8 أيضا أن جميع بيتا السوق موجبة، وأقل من 1، وهي ذات دلالة كبيرة للعينة الكاملة ولجميع الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار. وفيما يتعلق بالعوامل الأخرى (أي *SMB* و *HML* و *MMC*)،

لاحظنا ما يلي: (1) معامل SMB لجميع صناديق الاستثمار المحلية ولصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية يكون موجبا بالنسبة الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار المرتفع والمتوسط، مما يشير إلى أن الشركات ذات رأس المال الصغير تزيد من الأداء غير العادي. ومع ذلك، فإن معامل SMB ليس كبيرا. ويتمثل أحد الاستثناءات في أنه خلال فترة تذبذب الأسعار المتوسط وفترة العينة الكاملة، يكون SMB لصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية موجبة وذات دلالة؛ (2) تشير نتائج عامل الخطر HML إلى أنه لا يوجد أي من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية، ولا أي من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولا أي من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حساسة لعامل الخطر HML: حيث أنه لا يوجد أي من هذه الصناديق تتعرض بشكل كبير لعامل أسهم النمو. وعلاوة على ذلك، تشير نتائج عامل خطر MMC إلى أن صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار في الأسهم المحلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حساسة لعامل خطر MMC خلال فترة العينة الكاملة.

وتشير النتائج أيضا إلى أن جميع صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية، وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية حساسة لعامل خطر MMC خلال فترة تذبذب الأسعار المرتفع. ومع ذلك، فإنه لا يوجد أي من هذه الصناديق يتعرض بشكل كبير لعامل المومنتم خلال فترات تذبذب الأسعار المنخفض والمتوسط.

وكخطوة أخرى، إننا نقدر تعرض كل صندوق لكل من عوامل الخطر الأربعة من خلال تقدير نموذج كارهارت (1997) المكون من أربعة عوامل لكل صندوق (المعادلة 7). ويبين الجدول 9 متوسط تقديرات ألفا والعوامل الأخرى لجميع الصناديق الفردية. وتعتمد هذه النتائج على نتائج معيار مؤشر تداول كل الأسهم لكل من صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وصناديق الاستثمار في الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية للصناديق الاستثمار في الأسهم التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويعرض الجدول متوسط الحملات لكل صندوق من صناديق الاستثمار في الأسهم، ونسبة صناديق الاستثمار مع معامل ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5 و 10٪. يتم تقدير المعاملات باستخدام طريقة المربعات الدنيا السائدة (OLS) المجمعة.

الجدول 9 نتائج تحميلات صناديق الاستثمار المحلية على نموذج العوامل الأربعة

$\beta_{MMC}$	$\beta_{HML}$	$\beta_{SMB}$	$\beta_M$	$\alpha$		
<b>اللائحة أ: العينة الكاملة</b>						
0.027	-	0.067	0.872	0.247	المتوسط	جميع الصناديق
	0.014					
7.69	2.56	12.82	0.00	25.64	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%	
12.82	10.26	25.64	100.00	43.59	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%	
0.058	0.023	0.101	0.874	0.283	المتوسط	الصناديق التي لا تناسب الشريعة
14.29	7.14	14.29	0.00	28.57	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%	
14.29	7.14	35.71	100.00	50.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%	
0.043	-	0.077	0.861	-	المتوسط	الصناديق التي تناسب الشريعة
	0.013			0.042		
8.00	0.00	20.00	0.00	4.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%	
16.00	0.00	28.00	100.00	20.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%	
<b>اللائحة ب: فترة تذبذب الأسعار المرتفع</b>						
0.197	-	0.289	0.821	0.195	المتوسط	جميع الصناديق
	0.029					
8.70	0.00	13.04	0.00	4.35	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%	
30.43	8.70	26.09	100.00	13.04	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%	
0.239	-	0.338	0.843	0.278	المتوسط	الصناديق التي لا تناسب الشريعة
	0.009					
22.22	0.00	22.22	0.00	0.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%	
33.33	22.22	33.33	100.00	0.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%	

0.158	-	0.219	0.789	-	الصناديق التي لا تتاسب المتوسط
	0.042			0.263	الشرعية
0.00	0.00	0.00	0.00	14.29	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
21.43	0.00	21.43	100.00	14.29	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
<b>اللائحة ج: فترة تذبذب الأسعار المنخفض</b>					
-	-	-	0.913	0.329	جميع الصناديق المتوسط
0.024	0.004	0.016			
0.00	2.56	2.56	0.00	33.33	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
0.00	10.26	7.69	100.00	53.85	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
-	0.019	0.018	0.937	0.243	الصناديق التي لا تتاسب المتوسط
0.014					الشرعية
0.00	7.14	0.00	0.00	42.86	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
0.00	14.29	7.14	100.00	57.14	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
-	-	0.003	0.944	0.083	الصناديق التي تتاسب المتوسط
0.008	0.001				الشرعية
0.00	4.00	8.00	0.00	12.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
0.00	8.00	20.00	100.00	12.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
<b>اللائحة د: فترة تذبذب الأسعار المتوسط</b>					
0.113	-	0.162	0.914	0.263	جميع الصناديق المتوسط
	0.025				
5.13	2.56	2.56	0.00	7.69	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
10.26	2.56	10.26	100.00	12.82	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
0.200	0.077	0.260	0.914	0.453	الصناديق التي لا تتاسب المتوسط
					الشرعية

7.14	0.00	7.14	0.00	7.14	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
21.43	0.00	14.29	100.00	14.29	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%
0.189	0.007	0.210	0.880	-	الصناديق التي تتاسب المتوسط الشرعية
				0.173	
8.00	4.00	8.00	0.00	8.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 5%
16.00	8.00	24.00	100.00	8.00	النسبة المئوية للأسعار عند مستوى 10%

\* ملحوظة. يبين الجدول نتائج تقدير نموذج كارهارت المكون من أربعة عوامل خلال فترة عينة الدراسة من أبريل 2007 إلى أكتوبر 2016 لكل صندوق على حدة. تشير فترة تذبذب الأسعار المرتفع إلى الفترة من أبريل 2007 إلى مايو 2009. وتشير فترة تذبذب الأسعار المنخفض إلى الفترة من يونيو 2009 إلى يونيو 2014. وتشير فترة تذبذب الأسعار المتوسط إلى الفترة من يوليو 2014 إلى أكتوبر 2016. المتوسط هو متوسط قيمة المعامل المقدر sig% عند 5% (10%) المستوى هو نسبة الصناديق ذات قيم معامل كبيرة عند 5% (10%). SMB و HML هما محافظ محاكاة العامل للحجم ومجموع حركة عمليات الصرف الأجنبي إلى السوق. MMC هو محفظة محاكاة لعامل قوة ارتفاع السعر أو انخفاضه للعائد لمدة 12 شهراً.

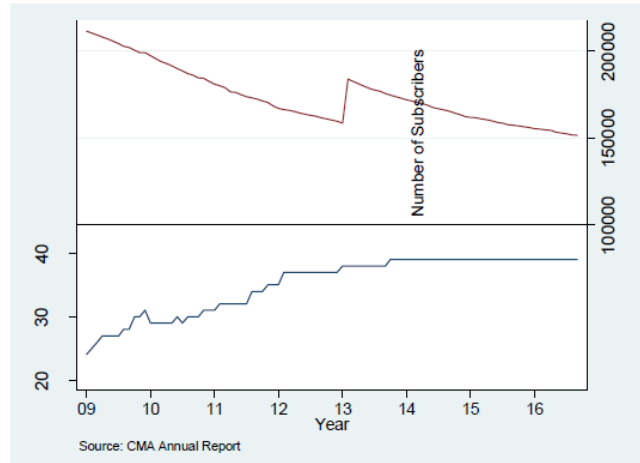
ويمكن تلخيص النتائج التجريبية المعروضة في الجدول 9 على النحو التالي: (1) خلال فترة العينة الكاملة (الجدول أ) 25.64% (43.59%) من جميع صناديق الاستثمار في الأسهم تفوقت بشكل كبير على مؤشر تداول أسعار كل الأسهم عند مستوى الدلالة 5% (10%). أما بالنسبة لصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فقد حققت 28.57% (50%) عائداً غير عادي ذات دلالة عند تقييمه مقابل مؤشر تداول أسعار كل الأسهم عند مستوى الدلالة الاحصائية 5% (10%). ومع ذلك، فإن 4% (20%) من صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كانت أقل بكثير من مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية عند مستوى الدلالة الاحصائية 5% (10%)، مع متوسط ألفا مقداره -0.042 لكل SAR في الشهر. (2) خلال فترة تذبذب الأسعار المرتفع (الجدول ب)، تفوقت نسبة 4.35% (13.04%) لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم بشكل كبير على مؤشر تداول كل الأسهم عند مستوى الدلالة 5%

(10٪). ومع ذلك، لم ينتج عن أي من صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية عائد غير عادي كبير عند تقييمه مقابل مؤشر تداول كل الأسهم. أما من حيث صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإن 14.29٪ من الصناديق كان أداءها أقل بكثير من مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية، مع متوسط ألفا مقداره -0.263 لكل SAR في الشهر. (3) خلال فترة تذبذب الأسعار المنخفض (الجدول ج) وبالنسبة لجميع صناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإنها تفوق متوسط الصندوق بشكل كبير على مؤشر تداول TASI لكل الأسهم: 33.33٪ (42.86٪) من جميع الصناديق (صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية) حققت عائدا غير عادي عند مستوى دلالة 5٪ بمتوسط ألفا مقداره 0.329 (0.243) لكل SAR في الشهر. وعلاوة على ذلك، حققت 53.85٪ (57.14٪) من جميع الصناديق (صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية) عوائد غير عادية كبيرة عند مستوى دلالة 10٪. وفيما يتعلق صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فقد تفوقت نسبة 12٪ على مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية. وهذا يؤكد نتائج الجدول 8، حيث يظهر معامل ألفا موجبا ذات دلالة لجميع الصناديق المحلية وصناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في فترة تذبذب الأسعار المنخفض؛ (4) خلال فترة تذبذب الأسعار المتوسط (الجدول د)، حققت 7.7٪ من جميع صناديق الأسهم ألفا موجبا ذات دلالة عند مستوى ذات دلالة 5٪ و 7.14٪ من أموال شركة صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية تفوقت على مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية عند ألفا ذات دلالة 5٪. علاوة على ذلك، فقد حقق 12.82٪ من إجمالي صناديق الاستثمار ألفا موجبا ذات دلالة عند مستوى دلالة 10٪ و 14.29٪ من صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية تفوقت على مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية عند مستوى دلالة 10٪. من ناحية أخرى، فإن 8٪ من صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كانت ضعيفة في أداء مؤشر ستاندرد آند بورز للشريعة الإسلامية في السعودية عند مستوى دلالة 10٪ بمتوسط ألفا مقداره -0.17 لكل SAR في شهر. (5) جميع النتائج المرتبطة بحمولة السوق، تحت عمود  $\beta M$ ، عند متوسط موجب (أقل من 1) وذات دلالة إحصائية عالية، حيث أن 100٪ من الصناديق قد أنتجت  $\beta M$  ذات دلالة عند مستوى دلالة 10٪. (6) الحجم، ومخزون النمو، وتأثير المومنت ليس لها تأثير أو لها تأثير ضئيل جدا

على عوائد محفظة صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية، أو صناديق الاستثمار التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أو صناديق الاستثمار التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية عبر فترات تذبذب الأسعار.

#### 4.6 المساهمون وصندوق ألفا

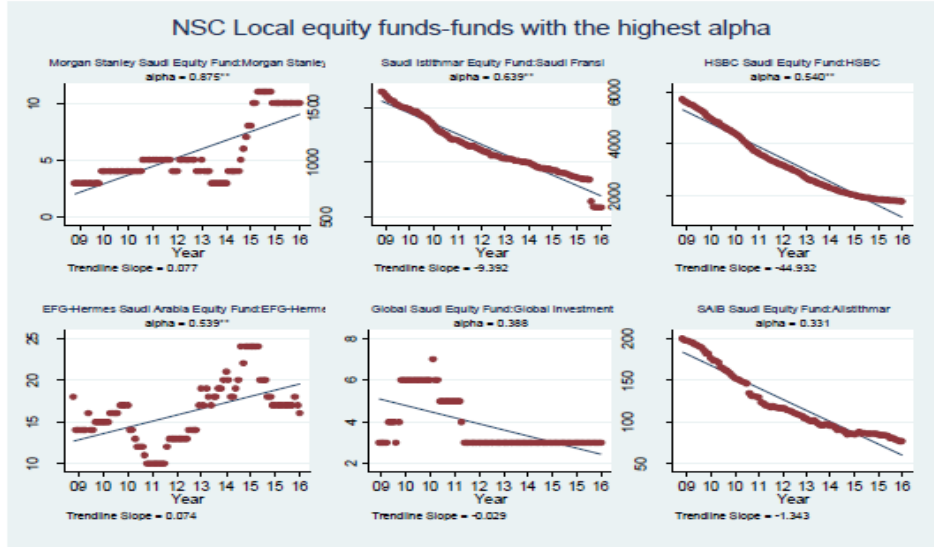
كما هو مبين في القسم 4، أظهرت صناديق الاستثمار في الأسهم أكبر انخفاض في عدد المساهمين. وبشكل أكثر تحديداً، فقد اعتبرنا هنا المساهمين في صناديق الاستثمار في الأسهم المركزة محليا وعلاقتها بنمو هذه الصناديق ووجدنا نمطا مماثلا للنموذج الموضح في الشكل 6، أي أن صناديق الاستثمار في الأسهم المركزة محليا شهدت نمواً في عدد الصناديق خلال العقد الأخير، غير أن المساهمين في هذه الصناديق انخفضوا بمتوسط معدل سنوي بلغ 516 مساهماً (الشكل 10).



#### الشكل 10: النمو في صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية وسوق الصناديق الاستثمارية وعدد المكتتبين

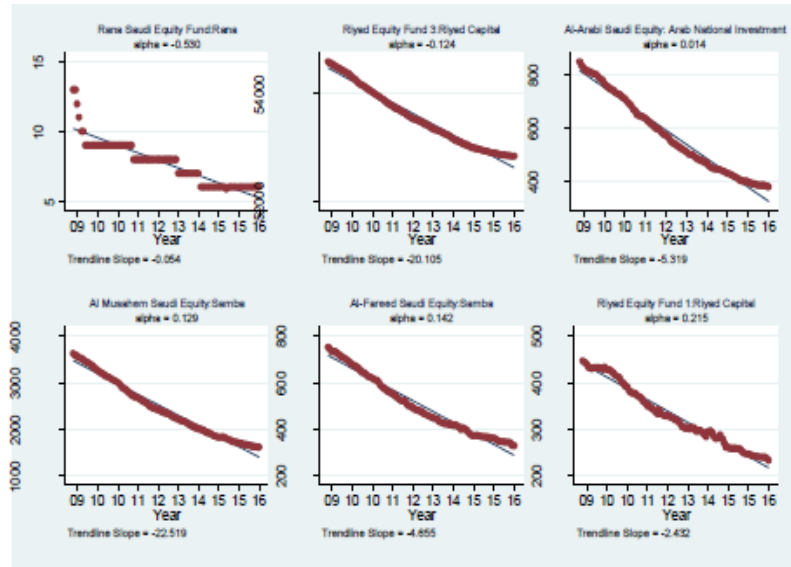
نعتقد أن أحد أسباب هذا التراجع هو أداء صناديق الاستثمار وما إذا كانت هذه الصناديق تتجاوز أم يتدنى أدائها عن السوق بشكل عام. ولقد قمنا بدراسة كيفية تغير عدد المكتتبين عبر الوقت وخاصة للصناديق ذات مؤشرات ألفا الأعلى وذات مؤشرات ألفا الأقل لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (شكل 11-14)، ولذلك بهدف دراسة هذا الادعاء.

صناديق الاستثمار المحلية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الصناديق ذات مؤشرات ألفا الأعلى



شكل 11: الصناديق غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأعلى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر

صناديق الاستثمار المحلية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الصناديق ذات مؤشر ألفا الأقل

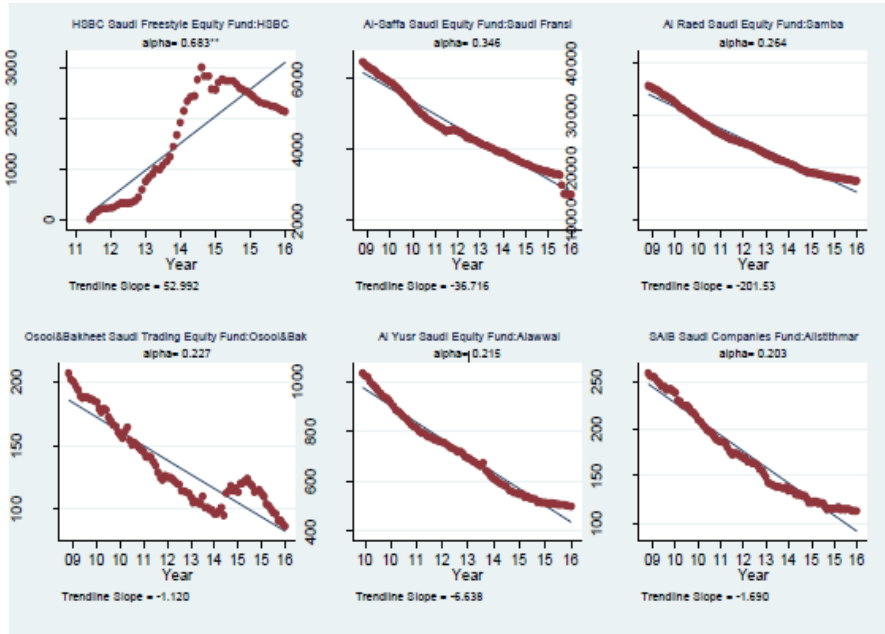


شكل 12: الصناديق غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأدنى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر



كما هو موضح بالشكل 11 والشكل 11، فقد انخفض عدد المكتتبين بصناديق الاستثمار غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ذات مؤشرات ألفا الأعلى (مع بعض الاستثناءات حيث أن مسار الاتجاه به ميل إيجابي لبعض الصناديق) وللصناديق ذات مؤشرات ألفا الأقل تقديراً. ومع ذلك، نجد أن الهبوط أكثر وضوحاً في مؤشرات ألفا ذات الترتيب الأقل؛ أو بمعنى آخر، تخسر صناديق الاستثمار غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي يتجاوز أداؤها أداء السوق المكتتبين بمعدل أقل من معدل الصناديق التي يقل أداؤها عن أداء السوق. وقمنا بمراجعة أعداد المكتتبين على مؤشر ألفا حيث أشارت النتائج إلى أن عدد المكتتبين أعلى بشكل متلازم مع مؤشر ألفا (R-Squared = 0.98). تؤكد هذه النتائج نتائج خط الميل أعلاه حيث أن الهبوط أكثر وضوحاً للصناديق ذات مؤشرات ألفا الأقل، كما تعد هذه النتائج غير مفاجئة باعتبار نتائجنا السابقة (الأقسام 6.2 و6.3).

### صناديق الاستثمار المحلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الصناديق ذات مؤشرات ألفا الأعلى



### شكل 13: الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأعلى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر

فيما يخص صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (شكل 13 وشكل 14)، وجدنا أن عدد المكتتبين قد انخفض لكل من الصناديق ذات مؤشرات ألفا الأعلى وصناديق الاستثمار ذات مؤشرات ألفا الأقل. ومع ذلك، فإن الهبوط واضح بشكل متساوٍ مع مؤشرات ألفا الأقل تقديراً، مما يعني أنه ثمة عوامل

أخرى في احتساب نمط المكتتبين الموضح بالتقرير، حيث يمكن أن تكون هذه العوامل هي تجربة المكتتبين السابقة ورسوم الصندوق وسلوك المستثمر.

### صناديق الاستثمار المحلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الصناديق ذات مؤشر ألفا الأقل



شكل 14: الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ذات المستويات التقديرية الأدنى في معامل ألفا لقياس الأداء المعدل للمخاطر.

## الجزء السابع

## 7. الاستنتاجات والتوصيات المتعلقة بالسياسات

في هذه الدراسة، قمنا بالتحقق من أداء صناديق الاستثمار للأسهم المحلية من أجل تحديد الصناديق ذات العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطر، وقمنا بذلك تحديدا باستخدام مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر، على سبيل المثال: نسبة شارب (SR)، ومؤشر ترينور (TR)، ومعيار موديليانى - موديليانى، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو المعامل الأحادي و نموذج كارهارت ذو المعامل الرباعي. وفي الفقرة التالية نطرح ملخص النتائج التي توصلنا إليها بخصوص أداء صناديق الأسهم المحلية فيما يلي.

### 1.7 الاستنتاجات

❖ يكشف تحليل العائدات غير المعدلة للمخاطر ما يلي:

- أنتجت صناديق الأسهم المحلية عائد مادي أعلى بشكل ملحوظ عن مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) لفترة المعاينة الكاملة وأثناء فترة التذبذب المنخفض (يناير 2010 - يونيو 2014).

بالإضافة إلى ذلك، فقد أنتجت صناديق الأسهم المحلية عائد أعلى من عائد مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) لعام 2008 و 2014.

- حققت صناديق الأسهم المحلية التقليدية عائد أعلى بشكل ملحوظ عن مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) بالنسبة لفترة المعاينة الكاملة وأثناء فترة التذبذب المتوسط ( يولييه 2014 - أكتوبر 2016). بالإضافة إلى ذلك، فقد حققت صناديق الأسهم المحلية التقليدية بشكل ملحوظ نسبة مئوية لمتوسط العائد أعلى من مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) لعام 2014.

يرجى ملاحظة بأنه لا توجد أدلة إحصائية بأن صناديق الأسهم المحلية التقليدية حققت عائد مادي أعلى من مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) بالنسبة لباقي السنوات، حيث تبين أن الاختلافات بين عائد صناديق الأسهم المحلية التقليدية والمؤشر الاسترشادي الخاص بهم غير مهم.

- لا يوجد دليل بأن عوائد الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية اختلفت عن عوائد المؤشر الاسترشادي الخاص بها وهو مؤشر ستاندرد و بورز السعودي للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وذلك في أي من الفترات الفرعية. بالرغم من عوائد الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حققت عائد أعلى بشكل

ملحوظ مما أنتجه المؤشر الاسترشادي خلال عام 2014 وعائد أقل مما أنتجه المؤشر الاسترشادي بشكل ملحوظ خلال عام 2016.

❖ توضح النتائج القائمة على مقاييس المخاطر المعدلة للمخاطر (نسبة شارب ، ومؤشر ترينور ، ومعيار موديليانى 2) ما يلي:

- جميع الصناديق الاسهم المحلية و فئة الصناديق التقليدية حققت نسب شارب وترينو أعلى المؤشر الاسترشادي أثناء فترة التذبذب المرتفع. على الرغم من أن صناديق الأسهم المتوافقه مع الشريعة الإسلامية دون المستوى قليلا عن المؤشر الاسترشادي وفقا لمقاييس شارب وترينو .

- جميع الصناديق للأسهم المحلية و فئة الصناديق تفوقت على مؤشراتها الاسترشادية لكامل فترة الدراسة وخلال فترة التذبذب المنخفض والمتوسط وفقا لمقاييس شارب وترينو. كما أن صناديق الأسهم المتوافقه مع الشريعة الإسلامية حققت عائد أقل من المؤشر الاسترشادي .

- أنتج مؤشر موديليانى أعلى قيمة لجميع الصناديق ، و فئة الصناديق التقليدية وكذلك فئة الصناديق المتوافقه مع الشريعة الإسلامية خلال فترات التذبذب المنخفض، وهذا يشير بان الصناديق المحلية تحقق أداء افضل وقت خلال فترات التذبذب المنخفض عن باقي الفترات.

- وباختصار ووفقا لمقاييس شارب وترينور فإن جميع صناديق الاسهم المحلية ، و فئة الصناديق التقليدية فاقت في الأداء مقياس المقارنة الخاص بهم . أما الصناديق المتوافقه مع الشريعة الإسلامية حققت عائد أقل بمن المؤشر الاسترشادي الخاص بها .

**عند استخدام المعامل الأحادي لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM فإن النتائج الرئيسية تكون كالآتي:**

- إن قيم الألفا ذات دلالة إيجابية لجميع صناديق الاسهم المحلية ، و فئة الصناديق التقليدية لكامل العينة وخلال فترة التذبذب المنخفض. وبتعبير آخر فإن جميع صناديق الاسهم المحلية ، و فئة الصناديق التقليدية فاقت في الأداء مقياس المقارنة الخاص بهم لكامل العينة وخلال فترة التذبذب المنخفض. إضافة لذلك ، لم يتفوق أي من الصناديق المتوافقه مع الشريعة الإسلامية على السوق حيث أن معامل جينسن لم يكن كبيرا لفترة العينة الكاملة أو لأي فترات تذبذب فرعية.

- جميع معاملات بيتا (المخاطر المنتظمة) وأقل من 1 ، وذات دلالة احصائية عالية لفترة المعاينة الكاملة ولجميع فترات التذبذب الفرعية. بعبارة أخرى، فإن الصناديق التقليدية اقل تذبذبا من إيرادات مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) وكذلك عوائد الصناديق المتوافقه مع الشريعة الإسلامية أقل تذبذبا من مؤشرها الاسترشادي ستاندرد وبوز السعودي للأسهم السعودية الشرعية.

- معامل توقيت السوق لجميع صناديق الاسهم المحلية و فئة الصناديق التقليدية وصناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، حقق نتيجة سلبية لكن بدون أهمية إحصائية . وتتمثل أحد الاستثناءات بأنه خلال الفترة التذبذب المنخفض فإن معامل توقيت السوق لجميع صناديق الاسهم المحلية و فئة الصناديق التقليدية سلبي وذو دلالة إحصائية. أيضا حقق هذا المعامل نتيجة سلبية لجميع الصناديق خلال كامل فترة الدراسة .

. بعبارة أخرى فإن مدراء الصناديق التقليدية ، وصناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفئة جميع صناديق الاسهم المحلية لم يظهروا أي مهارات او قدرة على توقيت السوق خلال فترة التذبذب المنخفض. وكذلك لم يظهر مدراء فئة الصناديق المحلية أي مهارات متعلقة بالقدرة على توقيت السوق خلال فترة المعاينة الكاملة ولا في أي من الفترات الفرعية .

عندما يتم استخدام متوسط تقديرات بالنسبة لمعامل الألفا وباقي المعاملات بالنسبة لجميع الصناديق، لاحظنا التالي بالنسبة لفترة المعاينة الكاملة وفترة التذبذب المنخفض:

- أثناء فترة المعاينة الكاملة: (1) 25.64% ( 43.59%) من جميع صناديق الأسهم تفوقت بشكل ملحوظ على مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) عند 5% (10%) من مستوى الدلالة ; (2) 28.57% (50%) من الصناديق التقليدية فاقت مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) عند 5% (10%) من مستوى الدلالة; (3) 4% (20%) من الصناديق المتوافقه مع الشريعة الإسلامية انخفضت عن مؤشرها الاسترشادي عند 5% (10%) من مستوى الدلالة.

- أثناء فترة التذبذب المنخفض: (1) 33.33% (53.85%) من جميع صناديق الأسهم فاقت بشكل ملحوظ مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) عند 5% (10%) من مستوى الدلالة; (2) 42.86% (57.14%) من من الصناديق التقليدية فاقت مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) عند 5% (10%) من مستوى الدلالة; (3) 12%

(12%) من الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية فاقت بشكل ملحوظ المؤشر الاسترشادي عند 5% (10%) من مستوى الدلالة.

بناءً على نموذج المعامل الرباعي فإننا نقوم بتقديم النتائج الآتية:

- عندما يتم التحكم في متغيرات الأسهم الصغيرة، نسبة القيمة الدفترية الى السوقية والمؤمنتم ، فان جميع صناديق الاسهم المحلية و فئة الصناديق التقليدية تظهر تفوقا في الأداء على السوق السعودي لكامل العينة وخلال فترة التذبذب المنخفض والذي يؤكد نتائج نموذج المعيار الأحادي.

- عندما يتم التحكم في متغيرات الأسهم الصغيرة، نسبة القيمة الدفترية الى السوقية والمؤمنتم ، فان صناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تظهر أي تفوق او عدم تفوق مقارنة بالمؤشر الاسترشادي والذي يؤكد نتائج نموذج المعيار الأحادي.

- جميع صناديق الاسهم المحلية و فئة الصناديق التقليدية وصناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية اقل تذبذب من مؤشراتهما المقارنه كما ان معاملات بيتا الخاصة بها موجبه و اقل من 1 وذات دلالة إحصائية هامه لكامل العينة وخلال فترة التذبذب المنخفض.

## 2.7 التوصيات المتعلقة بالسياسات

استنادا إلى نتائج هذه الدراسة، فإننا سنلخص التوصيات المتعلقة بالسياسات المرتبطة بالسوق المالية وصناعة صناديق الاستثمار:

1. إنشاء وبناء قاعدة بيانات منسجمة وشاملة لصناعة الصناديق الاستثمارية المالية في المملكة العربية السعودية: ويمكن استخدام قاعدة بيانات من هذا النوع لتقييم الصناعة بشكل متكرر إذا تم اتخاذ الخطوات التالية:

- أ. يتم إنشاء واستخدام قوالب بيانات واضحة ومحدده لاستيفاء جمع المعلومات عن الصناعة
- ب. تقديم تدريب وتوجيهات واضحة حول كيفية استيفاء جمع المعلومات من الأشخاص المرخص لهم من أجل ضمان الاتساق.
- ج. تشجيع صناعة الصناديق الاستثمارية للكشف عن البيانات في الوقت المناسب.

د. تتم مراقبة عملية جمع البيانات عن طريق التحقق من البيانات المستلمة والتأكد من استيفائها للممتطلبات

هـ. يتم ترقية البيانات وإتاحتها للباحثين ومحترفي الصناعة.

2. تشجيع الجهات المستقلة على إنتاج ونشر تقارير المستهلكين حول صناعة الصناديق الاستثمارية : حيث يمكن أن تكون هذه التقارير مصدرا موثوقا للمستثمرين الساعين لشراء وحدات الصناديق وكمراجع كذلك للمستثمرين للاستفادة من الآراء حول اختيار الصناديق الاستثمارية المناسبة. عالميا، فإن التقارير من هذا النوع تُعد مرجعا موثوقا يمكن من خلاله لحاملي وحدات الصناديق المالية الحصول على تقييمات حول المنتجات المختلفة. وهذا يمكن أن يُعزز من البيئة التنافسية بين الصناديق ومساعدة المستهلكين الذين يسعون للتفوق على متوسط العائد السوقي. وعلاوة على ذلك، فإن من الممكن للتقارير أيضا أن تقلل من الانخفاض في العدد الإجمالي للمشاركين في هذه الصناديق ، والذي كان اتجاها ملحوظا في السنوات الأخيرة.

3. إجراء بحوث حول مستثمري الصناديق: ينبغي إجراء دراسة تشخيصية وذلك بهدف فحص رضا المشاركين في هذه الصناديق، السلوك الاستثماري والأسباب الكامنة وراء الانخفاض الملحوظ في العدد الإجمالي للمشاركين وهو ما يُعد أمر أساسي في هذه المرحلة.

4. مواصلة وتعزيز التعاون بين صناعة الصناديق الاستثمارية والأوساط الأكاديمية لتمكين فهم أكثر دقة وأوسع للقضايا الهامة في الصناعة. وينبغي مواصلة البحوث الجارية بشأن قضايا صناعة الصناديق .

5. صياغة استراتيجية مشتركة حيث يمكن لصناعة الصناديق أن تلعب دورا في تطوير عملية الصناعة ككل. ومن الموصي به أن تخصص الهيئة وكذلك الصناعة أولوية للأعمال المشتركة التي تشمل النقاشات المتعمقة والتحليلات لأهم القضايا التي تواجه الصناعة.



- Abdelsalam, O., Duygun, M., Matallín-Sáez, J. C., & Tortosa-Ausina, E. (2014). Do ethics imply persistence? The case of Islamic and socially responsible funds. *Journal of Banking & Finance*, 40(3), 182-194.
- Agnesens, J. (2013). A statistically robust decomposition of mutual fund performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(10), 3867-3877.
- Amin, G. S., & Kat, H. M. (2003). Hedge fund performance 1990-2000: Do the “money machines” really add value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 251-274.
- Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(2), 105-121.
- Babalos, V., Mamatzakis, E. C., & Matousek, R. (2015). The performance of US equity mutual funds. *Journal of Banking & Finance*, 52, 217-229.
- Bertin, W. J., & Prather, L. (2009). Management structure and the performance of funds of mutual funds. *Journal of Business Research*, 62(12), 1364-1369.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2011). *Investment and portfolio management*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chen, F., Sanger, G. C., & Slovin, M. B. (2013). Asset sales in the mutual fund industry: Who gains? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4834-4849.
- Eling, M., & Faust, R. (2010). The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1993-2009.
- Ernst & Young (2015). Mutual Funds: Ready for the next leap. Retrieved from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-mutual-funds-ready-for-the-next-leap/\\$FILE/ey-mutual-funds-ready-for-the-next-leap.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-mutual-funds-ready-for-the-next-leap/$FILE/ey-mutual-funds-ready-for-the-next-leap.pdf)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56
- Hunter, D., Kandel, E., Kandel, S., & Wermers, R. (2014). Mutual fund performance evaluation with active peer benchmarks. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 1-29.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416.

- Mahmud, M., & Mirza, N. (2011). An evaluation of mutual fund performance in an emerging economy: The case of Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 16, 301-316.
- Matallín-Sáez, J. C., Soler-Domínguez, A., & Tortosa-Ausina, E. (2014). On the informativeness of persistence for evaluating mutual fund performance using partial frontiers. *Omega*, 42(1), 47-64.
- Merdad, H., Hasan, M. K., & Alhenawi, Y. (2010). Islamic versus conventional mutual funds performance in Saudi Arabia: A case study. *Islamic Economics*, 23(2), 157-192.
- Merdad, H., Hassan, M. K., & Khawaja, M. (2016). Does faith matter in mutual funds investing? Evidence from Saudi Arabia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(4), 938-960.
- Modigliani, F., & Modigliani, L. (1997). Risk-adjusted performance. *The Journal of Portfolio Management*, 23(2), 45-54.
- Namvar, E., & Phillips, B. (2013). Commonalities in investment strategy and the determinants of performance in mutual fund mergers. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 625-635.
- Patro, D. K. (2001). Measuring performance of international closed-end funds. *Journal of Banking & Finance*, 25(9), 1741-1767.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Treynor, J., & Mazuy, K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, 44(4), 131-136.
- Vidal-García, J. (2013). The persistence of European mutual fund performance. *Research in International Business and Finance*, 28, 45-67.
- Zivot, E., & Andrews, D. W. K. (2002). Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(1), 25-44.