

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017

## Testing the Effectiveness of Islamic Mutual Funds Performance Targeted For High Risk Strategy

Selected Cases from Saudi Financial Market during the Period 2008-2017

خيمقاني بدر الزمان

**Khemgani badr ezzamane**

جامعة قاصدي مرياح ورقلة (الجزائر)، khemgani.badrezzamane@univ-ouargla.dz

تاريخ النشر: 2020/01/03

تاريخ القبول: 2019/11/14

تاريخ الاستلام: 2019/08/29

### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية. ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة تطبيقية على 5 صناديق استثمار إسلامية مختارة من السوق

المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017، باستخدام البرامج الإحصائية: Smartpls v3

Excel2007 و Spss19,

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: تعتبر مؤشرات الفا جونسون، ترينور، وشارب ذات أهمية نسبية عالية في قياس أداء صناديق الاستثمار. تميزت صناديق عينة الدراسة بعوائد سنوية موجبة في أغلب فترات الدراسة. كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين العوائد السنوية لصناديق عينة الدراسة ومؤشرات السوق، خلال الفترة المدروسة. مع تميز مدراء صناديق العينة المدروسة بمهارة انتقائية.

**كلمات مفتاحية:** صناديق الاستثمار الإسلامية، الأداء، مؤشرات قياس الأداء، استراتيجية المخاطرة العالية، السوق المالي السعودي.

تصنيفات **JEL: G11·G15·G1**.

المؤلف المرسل: خيمقاني بدر الزمان، الإيميل: badrazzamanekhemgani@gmail.com

**Abstract:**

The purpose of the research is testing of efficiency the Islamic mutual funds performance, which has targeted .the high risk strategy, to achieve the objective of research that base on a practical study on 5 Islamic mutual funds which has selected from Saudi financial market between 2008-2017, using statistical Programmes: Smartpls v3, Spss19 and Excel 2007.

This study reached to many findings, such as, the indicators of Jensen's alpha, Treynor, and Sharpe, are considered a high relative importance to measure the performance of funds, the funds of study sample have characterized by positive annual returns in the most of period, further, there is a high positive correlation with statistically significant, between annual returns of funds and market indicator during period examined. In addition, the directors of mutual funds have a selective skill.

**Keywords:** Islamic mutual funds; performance; indicators to measure performance; high risk strategy; Saudi financial market.

**JEL Classification Codes:** G1, G11, G15.

**1. مقدمة:**

برزت صناديق الاستثمار في هولندا سنة 1822 بفكرة الاستثمار الجماعي عن طريق تجميع الموارد، حيث سمح هذا لصغار المستثمرين الذين لديهم الحد الأدنى لرأس المال بالانضمام إلى وسيلة استثمار متنوعة، ثم انتشرت الفكرة عبر أوروبا والمحيط الأطلسي (Duda & Batyuk, 2009, p. 3). لذلك أصبح أمام صغار المستثمرين فرص متعددة ومتنوعة للدخول للأسواق المالية العالمية، عن طريق الاستثمار في الصناديق المتاحة، وتختلف صناديق الاستثمار باختلاف خصائصها، من حجم، عمر، مفتوحة أو مغلقة، بالإضافة إلى الاستراتيجيات الاستثمارية المستهدفة. وحسب (El Masry & El Mosallamy, 2016, p. 89) يوجد سببين رئيسيين للاستثمار في الصناديق الاستثمارية، وفورات الحجم التي تقلل من تكاليف إدارة الاستثمارات، وتوقع المستثمرون بأن مديرو الصناديق لديهم مهارات إدارية عالية، مما يؤدي إلى عوائد إيجابية. وفي العالم الإسلامي ظهرت فكرة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية سنة 1979 حيث قام بنك الأهلي التجاري بإنشاء أول صندوق استثماري يحمل اسم صندوق الأهلي قصير الأجل، لتطور الفكرة لتشمل العديد من الدول الإسلامية على غرار الكويت، مصر البحرين عمان... الخ.

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

وبخلاف صناديق الاستثمار التقليدية تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بالالتزام بقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية في تعاملاتها، حيث تعرف على أنها أدوات استثمار تتوافق تماماً مع مبادئ الإسلام، يحظر فيها القيام بالاستثمار في المعاملات المحرمة مثل المقامرة، الكحول، والخدمات المصرفية الربوية، بالإضافة العقود الآجلة في المعاملات (El Masry & El Mosallamy, 2016, p. 91).

وترتكز الدراسة بشكل خاص على اختبار أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، ذات المخاطرة العالية، حيث وقع الاختيار على عينة من السوق المالي السعودي، الذي يعتبر من الأسواق المالية الرائدة في مجال المعاملات الإسلامية.

### 1.1 إشكالية الدراسة

في ظل المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار بشكل عام، والإسلامية بشكل خاص، أصبحت دراسة وتحليل أدائها أمراً بالغ الأهمية، لاسيما في ظل التوجهات الحديثة للأسواق المالية المرتكزة على السلوكيات، وعليه جاءت هذه الدراسة للإجابة على الإشكالية التالية:

"ما مدى نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لدرجة مخاطرة عالية في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017؟"

تزايد أهمية هذه الإشكالية في ظل توقف نجاح الصناديق الاستثمارية في تحقيق أهدافها على المهارة الانتقائية للمدراء من جهة، وعلى فرص استراتيجية المخاطرة المستهدفة من جهة أخرى، وعليه يمكن طرح التساؤلات التالية:

- 1- ما هي مؤشرات اختبار نجاعة الأداء ذات الأهمية النسبية في الأدبيات السابقة؟؛
- 2- ماهي درجة حساسية العوائد السنوية للصناديق الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية للتغيرات الحادثة في مؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017؟؛
- 3- ما مدى قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة الاستراتيجية مخاطرة عالية على تحقيق عوائد سنوية تفوق مؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017؟؛
- 4- هل يتمتع مدراء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية بمهارة انتقائية خلال

الفترة 2008-2017؟.

## 2.1 فرضيات الدراسة:

- 1- توجد العديد من المؤشرات ذات الأهمية النسبية في قياس أداء صناديق الاستثمار؛
- 2- يوجد ارتباط قوي موجب ذو دلالة إحصائية بين العوائد السنوية لعينة الدراسة ومؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017؛
- 3- تتفوق صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية على أداء مؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017؛
- 4- يتميز مدراء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية بمهارة انتقائية خلال الفترة 2008-2017.

## 3.1 أهداف الدراسة

بالإضافة إلى هدف الإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات المنبثقة عنها، تهدف هذه الدراسة بشيء من التفصيل إلى ما يلي:

- تحليل الأهمية النسبية لمؤشرات قياس أداء الصناديق الاستثمارية بالاستناد إلى الأدبيات التطبيقية السابقة؛
- تحليل استراتيجية الاستثمار المستهدفة من عينة الدراسة؛
- تحليل أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية المستهدفة لمستوى مخاطرة عالية؛
- معرفة مدى وجود تشتت في أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية؛
- معرفة درجة حساسية العوائد السنوية لعينة الدراسة للتغيرات الحادثة في مؤشر السوق.

## 4.1 الطريقة والأدوات

لتحقيق أهداف الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي من خلال وصف وتحليل الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية بتمحيص أهم ما جاء في الدراسات السابقة، وجمع بيانات الدراسة تم الاعتماد على التقارير المالية لعينة الدراسة خلال الفترة 2008-2017.

من اجل معالجة البيانات المالية المتوفرة تم استخدام البرامج الإحصائية spss19، Smartpls v3

وExcel2007 وتمثل الاختبارات الإحصائية فيما يلي:

- المتوسط الحسابي: لتحليل العوائد السنوية؛
- الانحراف المعياري: لقياس درجة التذبذب في العوائد السنوية لعينة الدراسة؛
- معامل الاختلاف: لمقارنة درجة تشتت العوائد السنوية لعينة الدراسة؛
- معامل الارتباط R: لتحديد قوة الارتباط بين العوائد السنوية والمؤشرات الاسترشادية لعينة الدراسة، ومعامل  $\beta$ : لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية؛
- مقياس الفا جونسون وشارب لتحديد المهارة الانتقائية لمدراء الصناديق.

## 2. الدراسات السابقة ومكان الاستفادة منها

### 1.2 عرض وتحليل الدراسات السابقة:

إن المتبع للأدبيات المالية يلحظ وجود العديد من الدراسات التي تناولت أداء الصناديق الاستثمارية، سواء كانت تقليدية، إسلامية أو المقارنة بينهما من حيث مؤشرات قياس أدائها، العوامل المؤثرة عليها، وقياس مهارة مديرها. تبعاً لهذه التقسيمات نحاول تسليط الضوء على أهم الدراسات السابقة المتاحة، في بيئات مختلفة وفقاً لتسلسل منهجي وعلمي:

#### 1.1.2 الدراسات التي تناولت أداء صناديق الاستثمار التقليدية:

تعددت الدراسات التي تناولت أداء صناديق الاستثمار التقليدية تبعاً لبيئات وفترات مختلفة، فنجد مثلاً دراسة (Hamzah, Rozali, & Tahir, 2010, pp. 62-69) حاول تقييم أداء صناديق الاستثمار في ماليزيا باستخدام مؤشر شارب، مؤشر ترينور وجنسن ألفا، خلال الفترة 1995 - 2005، بالإضافة إلى تحديد مخاطر تذبذب العوائد ومدى قدرتها على تحقيق عوائد أعلى من محفظة السوق، تشير نتائج هذه الدراسة إلى تفوق أداء صناديق الاستثمار على أداء محفظة السوق خلال سنتي 1997-1998، في حين كانت ضعيفة الأداء خلال 1995-1997 و 1998-2005، أداء صناديق الاستثمار تختلف مع مرور الوقت صناديق الاستثمار بشكل عام تفوقت على محفظة السوق خلال 1997-1998. في ذات السياق

حاولت دراسة (Babar, Nawaz, & Ashraf, 2013, pp. 151-165) مقارنة أداء صناديق الاستثمار في باكستان، خلال الفترة 2004 - 2011. مستخدمة نسب شارب، ترينور، ألفا جنسن، سوريوتو، نسبة المعلومات، أداء فأما الشامل وتحليل نسب الأداء، حيث أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن أداء صناديق الاستثمار المقاسة بالطرق الخمس الأولى، لا تلي توقعات المستثمرين بناءً على المخاطرة والعائد، كما أن أداء هذه الصناديق كان ضعيف إلى حد كبير مقارنة بأداء السوق. في حين دراسة (Jakšić, Leković, & Milanović, 2015, pp. 37-51) حاولت تقييم أداء صناديق الاستثمار في جمهورية صربيا خلال الفترة 2009-2012، بالتطبيق على عينة من 8 صناديق استثمارية، حيث اعتمد الباحثون في قياس الأداء على مؤشرات شارب، ترينور، وألفا جونسون، توصلت الدراسة إلى أن أداء سبعة من الصناديق الثمانية التي تم تحليلها منخفضاً مقارنةً بمؤشر السوق، في حين كانت نسبة ترينور بالنسبة لمعظم الصناديق إيجابية، أما مؤشرات ألفا فكانت سلبية لجميع صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة. في ذات السياق اعتمد مؤشرات شارب، ترينور وألفا جونسون، حيث طبقت على 31 صندوق استثماري، أظهرت هذه المؤشرات فاعلية في تقييم الأداء من خلال التوصل إلى مستوى الأداء السلي لعينة الدراسة مقارنة مع أداء مؤشر السوق في بنغلادش. وفي بيئة مختلفة تناولت دراسة (Ilo, Yinusa, & Elumah, 2018, pp. 8-25) تقييم مهارات مديري الصناديق في اختيار الأسهم، حيث تم دراسة 37 صندوق استثماري موزعة على 6 فئات في بورصة نيجيريا، باستخدام بيانات شهرية من جانفي 2012 إلى ديسمبر 2015، تم تقييم أدائهم باستخدام شارب، ترينور وجنسن ألفا. أظهرت النتائج عدم تميز مديرو صناديق الاستثمار المدروسة بمهارة انتقائية؛

### 2.1.2 الدراسات التي تناولت أداء صناديق الاستثمار الإسلامية:

في سياق ذو صلة بالشريعة حاولت دراسات أخرى تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، فنجد مثلاً دراسة (Yuzi, Samsuddin, Shair, & Hazny, 2012, pp. 1-6) هدفت إلى تقييم أداء عوائد الصناديق الإسلامية في ماليزيا خلال 3 فترات، الفترة الأولى 2001-2006، الفترة الثانية 2007-2008، والفترة الثالثة 2009-2010، حيث تتم مقارنة صناديق الاستثمار بمعايير السوق وهما مؤشر كوالا

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

لامبور المركب ومؤشر بورصة ماليزيا، باستخدام الأداء المعدل المخاطر، نسبة شارب، نسبة شارب المعدلة، نسبة ترينور وقياس موديليانى ومتوسط العائد اليومي لكل محفظة، أظهرت النتائج تفوق جميع صناديق الاستثمار الإسلامية على مستويات السوق واستمر الأداء المتفوق حتى عام 2010. وفي دراسة (Shahid, Hassan, & Rizwan, 2016, pp. 153-165) حاولت تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق رأس المال الباكستاني خلال الفترة 2009-2014، حيث اعتمدت الدراسة على نسب شارب، ترينور، جيانغ ونسبة المعلومات، حيث أشارت النتائج إلى أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية كان ايجابى خلال فترة الدراسة؛

### 3.1.2 الدراسات المقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية

في نفس بيئة دراستنا تناولت دراسة-161 (Merdad, Hassan, & Alhenawi, 2010, pp. 161-198) مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي السعودي، حيث اعتمدت بشكل رئيسي على مؤشرات، شارب ترينور وألفا جونسون، توصلت الدراسة إلى تفوق صناديق الاستثمار الإسلامية على صناديق الاستثمار التقليدية في الأداء وفي المهارة الانتقائية خلال فترة الدراسة. وفي سياقاً مقارن حاولت دراسة (Badr, 2016) تحليل العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في مصر خلال الفترة 2006-2013 حيث تم تقسيم هذه الفترة إلى ثلاث فترات (قبل، أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية)، بالتطبيق على 25 صندوق استثمار تقليدي و9 صناديق استثمار إسلامية، اعتمدت الدراسة على مقاييس شارب، ترينور، وألفا جونسون. تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لا يختلف اختلافاً معنوياً عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية في فترات الدراسة الثلاث، مع تفوق أداء كلاً من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية على مؤشر السوق في فترتي ما قبل وما بعد الأزمة المالية العالمية، في حين تفوق مؤشر السوق أثناء الأزمة المالية العالمية.

### 2.2 تحليل الأهمية النسبية لاستخدام معايير قياس الأداء وفق الأدبيات التطبيقية

تهدف من خلال هذا العنصر إلى الإجابة عن التساؤل الأول، من خلال معرفة مؤشرات قياس الأداء ذات الأهمية النسبية في الدراسات السابقة، حيث يبين الجدول 1 الأهمية النسبية لهذه المؤشرات استناداً إلى

الجدول 1: الأهمية النسبية لمعايير قياس الأداء

نسبة المعلومات	سوريتو جيانغ	فاما	موديقلاني	الفا	ترينور	شارب	الدراسة
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Hamzah, Rozali, & Tahir, 2010)
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Merdad, Hassan, & Alhenawi, 2010)
			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Yuzi, Samsuddin, Shair, & Hazny, 2012)
	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Babar, Nawaz, & Ashraf, 2013)
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Jakšić, Leković, & Milanović, 2015)
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Rakibul & Arif, 2016)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Shahid, Hassan, & Rizwan, 2016)
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Badr, 2016)
				<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	(Ilo, Yinusa, & Elumah, 2018)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

### 3.2 معايير قياس أداء الصناديق الاستثمارية

من خلال تحليل معايير قياس أداء الصناديق الاستثمارية الواردة في الدراسات السابقة، نلاحظ أنها

اتفقت في معظمها على معايير شارب، الفا جونسون وترينور، والتي نوجزها في الجدول التالي:

الجدول 2: معايير قياس الأداء ذات الأهمية النسبية

هدف المقياس	الصيغة الرياضية	السنة	المقياس
مقياس العائد الإضافي (بعد خصم العائد الخال من المخاطر) نسبةً للمخاطر الكلية للصندوق	$SR = \frac{Rp - rf}{\delta p}$	1966	Sharpe Ratio
مقياس لمخاطر الصندوق المرتبطة بالسوق، يوضح المدى الذي يتغير	$TR = \frac{Rp - rf}{\beta i}$	1965	Treynor Ratio



اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية  
-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

فيه عائد الصندوق مقارنة بعائد

السوق.

هو الفارق بين العائد الفعلي

للسندوق والعائد المتوقع له بناء على

نسبة المخاطرة التي يتحملها ويتمثل

بالعوائد الزائدة الناتجة من الاستثمار

وكلما كان معامل ألفا أعلى كان

الصندوق أفضل أداء

$$\alpha = (R_p - r_f) + \beta_i (R_M - r_f) \quad 1968 \quad \text{Jensen's Alpha}$$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

### 3- الدراسة التطبيقية:

نهدف من خلال الدراسة التطبيقية إلى تحليل أداء عينة من الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع أحكام

الشريعة الإسلامية، من خلال معايير قياس الأداء ذات الأهمية النسبية في الدراسات السابقة.

### 1.3 تقديم عينة الدراسة

لاختبار نجاعة الاستراتيجية الاستثمارية ذات المخاطرة العالية، قمنا باختيار 5 صناديق استثمارية

متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والناشطة في السوق المالي السعودي، حيث اعتمدنا في اختيار العينة

على بعض الخصائص المهمة منها، عمر الصندوق، عملة الصندوق والهدف، والجدول 3 يبين خصائص

عينة الدراسة المختارة:

الجدول 3: خصائص عينة الدراسة

مؤشر السوق	الهدف	مستوى المخاطرة	العملة	تاريخ الإنشاء	الصندوق
(Barclays Cap 20%), (MSCI ACWI 80%).	نمو رأس المال المستثمر على المدى الطويل في ظل مخاطر عالية.	عالية	الريال السعودي	31 ديسمبر 2001	الرياض الجزري
DJ Islamic Index 60%+SIBID 1M	نمو رأس المال على	عالية	الريال	31 ديسمبر	الرياض

## خـمقاني بدر الزمان

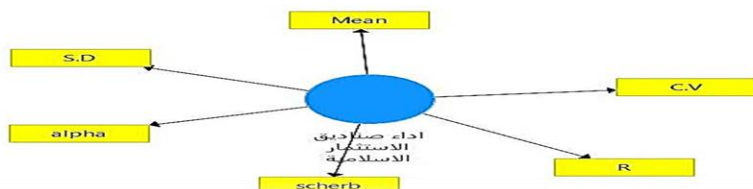
10% + SIBID 6M 30%	المدى الطويل في ظل مخاطر عالية .	السعودي	2002	الشجاع
مؤشر ستاندرند أند بورز للشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية	تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل	الريال السعودي	21 نوفمبر 1996	الرياض للأسهم السعودية الموافق للتشريعة
أس أند بي للأسهم الشركات السعودية المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	تحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال وتوفير السيولة للمستثمرين	الريال السعودي	1992 جوان	الراجحي للأسهم السعودية
مؤشر إرشادي خاص يتكون من جميع شركات قطاع المواد الأساسية	تحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال	الريال السعودي	نوفمبر 2007	الراجحي للأسهم قطاع المواد الأساسية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الخاصة لعينة الدراسة

### 2.3 نموذج الدراسة:

يـجسد نموذج الدراسة، العلاقة بين أداء صناديق الاستثمار والمؤشرات المستخدمة في قياسه، نستخدم الانحراف المعياري، المتوسط الحاسبي ومعامل الاختلاف في تحليل العوائد السنوية، ونستخدم معامل الارتباط لتحليل حساسية العوائد السنوية لمؤشر السوق، كما نستخدم الفا وشارب لتقييم المهارة الانتقائية لمدرء عينة الدراسة، ويمكن توضيح هذه المتغيرات بيانيا في الشكل التالي:

الشكل 1: نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بإدخال المتغيرات لبرنامج Smartpls v3

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

### 3.3 تحليل مدى تذبذب العوائد السنوية:

بغرض تحليل العوائد السنوية لصناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية خلال

فترة الدراسة، اعتمدنا على مقاييس المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، المبينة في

الجدول التالي:

الجدول 4: الإحصاءات الوصفية للعوائد السنوية

الصناديق	أعلى قيمة	أقل قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
الرياض الجريء	26.17%	-38.73%	5.15%	17.906%	3.47695728
الرياض الشجاع	21.77%	-31.78%	3.48%	14.995%	4.30918391
الرياض للأسهم السعودية	25.38%	-53.60%	0.87%	23.267%	26.7440575
الراجحي للأسهم السعودية	30.48%	-44.17%	2.88%	20.089%	6.97534722
الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية	27.52%	-46.75%	1.7120%	22.571%	13.1845151

المصدر: من إعداد البحث بالاعتماد على برنامج Smartpls v3

### 1.3.3 تحليل نتائج كل صندوق:

-صندوق الرياض الجريء: بلغ المتوسط الحسابي لصندوق الرياض الجريء 5.15% وهو ما يعكس

الأداء الايجابي للصندوق خلال فترة الدراسة، حيث كان أعلى عائد سنة 2009 بقيمة 26.17%، أما أدنى

عائد محصل فكان سنة 2008، بقيمة -38.73%، في حين اظهر الانحراف المعياري تشتتاً لهذه العوائد

قدره 0.1790633، وكمقياس أكثر للتشتت بلغ معامل الاختلاف 3.47695728؛

-صندوق الرياض الشجاع: حقق صندوق الرياض الشجاع متوسط ايجابي للعوائد السنوية خلال

فترة الدراسة قدره 3.48%، تتراوح قيم العائد خلال فترة الدراسة بين أعلى قيمة سنة 2009 وأدنى عائد

سنة 2008 بقيمة -78.31%، ولدراسة تشتت هذه العوائد بلغ الانحراف المعياري 1499596.0 ومعامل

الاختلاف 30918391.4؛

-صندوق الرياض للأسهم السعودية: حقق صندوق الرياض للأسهم السعودية المتوافق مع الشريعة الإسلامية، أدنى متوسط حسابي للعوائد السنوية مقارنة مع باقي الصناديق المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية، حيث بلغ متوسط العوائد %87.0، وبانحراف معياري قدره 0.2326733، أما أعلى عائد كان خلال سنة 2009 بقيمة %25.38، في حين كان أدنى عائد خلال سنة 2008 بقيمة %60.53-، كما تميز الصندوق بمعامل اختلاف قدره 7440575.26؛

-صندوق الراجحي للأسهم السعودية: حقق صندوق الراجحي للأسهم السعودية متوسط عوائد ايجابي خلال فترة الدراسة بقيمة %2.88، حيث كان أعلى عائد سنة 2013 بقيمة %30.48، وأدنى عائد سنة 2008 بقيمة %44.17-، وتشتتت هذه العوائد بقيمة 0.2008900، ومعامل اختلاف قدره 6.97534722؛

-الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية: حقق صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية متوسط عوائد ايجابي خلال فترة الدراسة بقيمة %1.7120، حيث كان أعلى عائد سنة 2013 بقيمة %27.52، وأدنى عائد سنة 2008 بقيمة %46.75-، وتشتتت هذه العوائد بقيمة 0.2257189، ومعامل اختلاف قدره 13.1845151.

### 2.3.3 التحليل المقارن:

بهدف مقارنة العوائد السنوية لصناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية خلال فترة الدراسة، نستخدم معامل الاختلاف، حيث نلاحظ أن صندوق الرياض الجريء يأتي أولاً، حيث له أقل معامل اختلاف بقيمة 47695728.3، ثم يليه صندوق الرياض الشجاع ثانياً بمعامل اختلاف 4.30918391، وكان ثالثاً صندوق الراجحي للأسهم السعودية بمعامل اختلاف قدره 6.97534722، ثم صندوق الراجحي لقطاع المواد الأساسية بمعامل اختلاف قدره 13.1845151، وأخيراً صندوق الرياض للأسهم السعودية بمعامل اختلاف أكبر قدره 26.7440575.

### 4.3 حساسية السوق واختبار الفرضية الثانية:

بهدف تحليل معاملات الارتباط نقوم بتحديد طبيعة العلاقة بين العوائد السنوية لصناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية والمؤشرات الاسترشادية الخاصة بها، حيث قمنا بحساب

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

معاملات الارتباط والمعاملات الأخرى المتوافقة معها، المبينة في الجدول التالي:

الجدول 5: معاملات الارتباط

البيان	R	Sig	إشارة B	تفسير الارتباط
صندوق الرياض الجريء	0.949	0.000	موجبة	ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية
صندوق الرياض الشجاع	0.984	0.000	موجبة	ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية
صندوق الرياض للأسهم السعودية	0.975	0.000	موجبة	ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية
الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية	0.954	0.001	موجبة	ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية
الراجحي للأسهم السعودية	0.963	0.000	موجبة	ارتباط موجب قوي ذو دلالة إحصائية

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج spss19

من خلال الجدول 5 نلاحظ أن معاملات الارتباط بين العوائد السنوية والمؤشرات الاسترشادية قوية، حيث تراوحت قيم الارتباط بين 954.0 و 0.984، كما أن إشارة معامل بيتا لجميع الصناديق موجبة وهو يفسر العلاقة الطردية بين العوائد السنوية والمؤشر الاسترشادي، كما نلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوب اقل من مستوى الدلالة المعتمد في الدراسة، وهو ما يفسر معنوية العلاقة بين العوائد السنوية والمؤشر الاسترشادي في كل الصناديق.

### 5.3 تحليل التفوق على مؤشر السوق:

#### 1.5.3 التحليل المقارن:

من أهم المقاربات المعتمدة هي مقارنة أداء صناديق الاستثمار مع مؤشر السوق، حيث يعتبر تفوق العوائد السنوية للصندوق على عوائد المؤشر من بين الأهداف الرئيسية للاستراتيجية الاستثمارية. يبين الجدول 6 العلاقة بين العوائد السنوية ومؤشر السوق خلال فترة الدراسة، حيث يمكن كتابتها:

الجدول 6: المقارنة بين عوائد الصناديق وعوائد مؤشر السوق

السنوات	الجريء	الشجاع	الأساسية	الرياض للأسهم السعودية	الراجحي للأسهم السعودية
2008	-1,06%	-1,94%	17,88%	4,29%	11,25%
2009	-3,60%	-1,08%	-41,49%	-6,04%	-20,61%
2010	6,11%	4,70%	0,36%	6,27%	0,42%

### خـمقاني بدر الزمان

2011	6,74%	4,59%	-3,95%	1,25%	-1,46%
2012	0,18%	0,46%	-1,77%	5,18%	-1,07%
2013	5,20%	4,46%	-2,90%	1,93%	1,72%
2014	6,36%	3,46%	-2,00%	10,95%	6,44%
2015	15,03%	1,04%	6,24%	0,05%	2,20%
2016	-2,35%	-2,02%	-14,90%	-7,45%	-2,35%
2017	-1,68%	0,02%	4,04%	-0,25%	-1,14%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لعينة الدراسة

### 2.5.3 تحليل نتائج الفرضية الثالثة:

تنص فرضية الدراسة الثالثة على تمكن صناديق الاستثمار المدروسة من التفوق على مؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017، حيث يمكن صياغتها إحصائياً كالتالي:

"يتفوق أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية على أداء مؤشر السوق خلال الفترة 2008-2017"

تم التأكد من توزيع البيانات المتوفرة (العوائد السنوية وعوائد مؤشر السوق) طبيعياً من خلال اختبارات Shapiro-Wil و Kolmogorov-Smirnov<sup>a</sup>، حيث بلغ مستوى المعنوية للاختبارين على التوالي 0.131 و 0.085، وهما أكبر من مستوى الدلالة المعتمد في الدراسة 0.05، وعليه فالبيانات تتوزع طبيعياً، وبالتالي يمكن تطبيق اختبار T المعلمي لدراسة الفروق.

#### الجدول 7: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

الاختبار	مستوى المعنوية
Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>	0.131
Shapiro-Wil	0.085

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام SPSS19

يبين الجدول 8 نتائج اختبار T و Levene لدراسة التجانس والفروق بين متوسطات العينتين (العوائد السنوية للصناديق وعوائد مؤشر السوق)، حيث نلاحظ أن مستوى المعنوية لاختبار Levene بلغ 0.336 وهو أكبر من مستوى الدلالة المعتمد وعليه فالعينتين مسحوبتين من مجتمعين متجانسين ويمكن دراسة الفروق بينهما. وتبين نتائج اختبار T أن مستوى المعنوية بلغ 0.935، وهو أكبر من مستوى الدلالة المعتمدة في الدراسة (0.05)، وعليه نقبل فرضية الدراسة.

اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية  
-حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

الجدول 8: نتائج اختبار الفرضية الثالثة

الاختبار	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية
Test de Levene sur l'égalité des variances	.935	0.336
Test-t pour égalité des moyennes	0.082	0.935

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام SPSS19

### 6.3 تحليل المهارة الانتقائية لمدراء الصناديق:

تتوقف نجاح الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق على المهارة الانتقائية للمدراء، في توقع واختيار الأوراق المالية المناسبة في السوق المالي المعني، وكما رأينا في الدراسات السابقة أن مؤشرات الفا جونسون ومؤشر شارب من بين أكثر النسب ذات الأهمية النسبية.

ويستخدم مؤشر الفا جونسون لتحديد المهارة الانتقائية لمدراء الصناديق، فإذا كان لدى مدير الصندوق القدرة على توقع أسعار الأوراق المالية، فسيكون مؤشر الفا إيجابياً، أما إذا لم يكن أداء المدير جيداً، فسيكون مؤشر الفا سالباً. (Atiqah & Adiana, 2009, p. 81) كما يستخدم مؤشر شارب مقياس العائد الإضافي (بعد خصم العائد الخال من المخاطر) نسبةً للمخاطر الكلية للصندوق.

يشير الجدول 9 أن أفضل صندوق وفقاً لمؤشر الفا جونسون هو صندوق الرياض للأسهم السعودية حيث بلغ مؤشر الفا 2.54%، ثم يليه صندوق الرياض الجريء بمؤشر قدره 1.02%، في حين كان صندوق الرياض الشجاع ثالثاً بمؤشر قدره 1% ثم صندوق الراجحي للأسهم السعودية بمؤشر قدره 0.92%، في حين كان صندوق الراجحي لقطاع المواد الأساسية خامساً بمؤشر سالب قدره -52.0%.

### الجدول رقم 9: اختبارات المهارة الانتقائية

الصناديق	الفا جونسون	الترتيب	شارب	الترتيب
الرياض الجريء	1.02%	2	0.28	3
الرياض الشجاع	1%	3	0.45	1
الرياض للأسهم السعودية	2.54%	1	0.17	4
الراجحي للأسهم السعودية	0.92%	4	0.30	2

5	0.11	5	-0.52%	الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية
---	------	---	--------	------------------------------------

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية

من خلال التحليل السابق نلاحظ أن 4 صناديق تميزت بمؤشر الفا ايجابي أي توجد مهارة انتقائية، في حين تميز صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية بمؤشر سالب أي لا توجد مهارة انتقائية في هذا الصندوق، هذه النتائج توافق نتائج التفوق على مؤشر السوق الخاصة بتحليل الفرضية الرابعة. أما عند المقارنة وفقاً لمؤشر شارب نلاحظ أن صندوق الرياض الشجاع حقق أعلى معدل عائد بقيمة 0.45، يليه صندوق الراجحي للأسهم السعودية بمعدل عائد قدره 0.30، ويقترّب منه صندوق الرياض الجريء بمعدل عائد قدره 0.28، يليه صندوق الرياض للأسهم السعودية بمعدل عائد قدره 0.17، وفي الأخير صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية بمعدل عائد قدره 0.11.

#### 4. خاتمة:

اهتمت الدراسة باختبار أداء صناديق الاستثمار الإسلامية التي استهدفت استراتيجية مخاطرة عالية، حيث تم اختيار بعض الحالات من السوق المالي السعودي، باعتباره من الأسواق المالية الرائدة في المجال الإسلامي، ومن خلال استعراض التحليل الإحصائي والاستنتاجي، توصلنا إلى ما يلي:

□ أسهمت الدراسة في تحديد الأهمية النسبية لمؤشرات قياس أداء صناديق الاستثمار، من خلال دراسة مدى الاعتماد عليها في الأدبيات التطبيقية، حيث تبين أن مؤشرات: الفا جونسون، ترينور، وشارب قد حازت على أهمية نسبية عالية في قياس أداء الصناديق الاستثمار، توافق هذه النتيجة، نتائج جل الدراسات المستخدمة، ماعدا دراسة (Shahid, Hassan, & Rizwan, 2016) التي استنتجت مؤشر الفا جونسون؛

□ بالرغم من وجود بعض التذبذب في العوائد السنوية لصناديق الاستثمار الإسلامية المختارة كحالات تطبيقية، إلا أنها تمكنت من التفوق على مؤشر السوق بشكل عام خلال الفترة المدروسة، وهي نتيجة توافق نتائج دراسات: (Hamzah, Rozali, & Tahir, 2010)، (Yuzi, Samsuddin, Shair, & Hazny, 2012) وعكس نتيجة دراسات (Rakibul & Arif, 2016) . (Jakšić, Leković, & Milanović, 2015)



□ كما لوحظ أيضا وجود حساسية بين العوائد السنوية للصناديق المدروسة ومؤشر السوق، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط قوي موجب وذو دلالة إحصائية، حيث شهدت العوائد السنوية تغيرات باتجاه الخط العام لمؤشر السوق، الذي تميز بحالة صاعدة؛ □ في نفس الوقت أسهمت الدراسة في تقييم المهارة الانتقائية لمدرء عينة الدراسة، حيث أشارت النتائج إلى تميز أغلب مدرء هذه صناديق بمهارة انتقائية خلال الفترة 2008-2017، وهي عكس نتيجة دراسات: (Jakšić, Leković, & Milanović, 2015). (Ilo, Yinusa, & Elumah, 2018).

استناداً إلى النتائج المتوصل إليها، نرى ضروري الاهتمام ببعض المقترحات، نوجزها فيما يلي:

- محاولة تجنب التذبذب الكبير في العوائد السنوية بالمحافظة على نفس وتيرة الأداء او تحسينها من خلال زيادة المهارة الانتقائية في السوق المالي السعودي؛
- الاهتمام المستمر بحركة مؤشر السوق نتيجة لوجود حساسية كبيرة للعوائد السنوية اتجاه التغيرات الحادثة في السوق المالي السعودي؛
- محاولة تجنب الخسائر الكبيرة عن طريق تنويع عمليات الاستثمار في الأصول ذات المخاطر المتعددة في السوق المالي السعودي؛
- زيادة الفاعلية اتجاه توقيت السوق فيما يخص صناديق عينة الدراسة، من خلال تحسين زيادة مهارة التوقع في حركة وأسعار الأوراق المالية المستثمر فيها.

## 5. قائمة المراجع:

- Atiqah, A., & Adiana, H. A. (2009). The Performance OF Malaysian Unit Trusts Investing In Domestic Versus International Markets. AAMJAF, Vol. 5, No. 2, pp:77-100.
- Babar, S., Nawaz, S., & Ashraf, S. (2013). A Comparative Study on Performance Evaluation of Pakistani Mutual Funds,. International Journal of Business and Management Review, Vol.1, No.1, pp: 151-165.

- Badr, M. A. (2016). Factors Affecting the Financial Performance of Investment Funds A Comparative Study: Islamic Versus Conventional Funds,. A Thesis Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements of M.Sc. Degree in Business Administration, Mansoura Unive .
- Duda, k., & Batyuk, p. (2009). Performance and Risk Evaluation of Danish Mutual and Hedge Funds,. M.Sc. thesis in Business Studies, Finance International Business, Aarhus School of Business, University of Aarhus .
- El Masry, A. A., & El Mosallamy, D. A. (2016). A Comparative Study OF The Performance of Saudi Mutual Funds, ,. Corporate Ownership & Control / Volume 13, Issue 4, pp: 89-101.
- Hamzah, A. H., Rozali, M. B., & Tahir, I. M. (2010). Empirical Investigation on the Performance of the Malaysian Real Estate Investment Trusts in Pre-Crisis, During Crisis and Post-Crisis Period, International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 2 , pp:62-69.
- Ilo, M. B., Yinusa, O. G., & Elumah, L. O. (2018). Performance of mutual funds in Nigeria,. Aestimatio, The Ieb International Journal Of Finance, pp: 8-25.
- Jakšić, M., Leković, M., & Milanović, M. (2015). Measuring the performance of mutual funds – a case study, . Industrija, Vol.43, No.1 , pp: 37-51.
- Merdad, H., Hassan, M. K., & Alhenawi, Y. (2010). Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study, Islamic Econ., Vol. 23 No. 2, pp: 161-198.
- Rakibul, S. M., & Arif, T. M. (2016). Evaluation of Mutual Funds Performance in Bangladesh: Investors and Market Perspective,. Global Journal of Management and Business Research (c) Volume XVI Issue IX Version I, pp: 1-11.
- Shahid, M. S., Hassan, M., & Rizwan, M. (2016). Performance of Islamic Mutual funds in Pakistan,. Pakistan Journal of Islamic Research Vol 17, pp: 153-165.
- Yuzi, A., Samsuddin, S., Shair, S. N., & Hazny, M. H. (2012). Performance evaluation of Islamic mutual funds in Malaysia based on asset

اختبار نجاة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لاستراتيجية مخاطرة عالية

- حالات مختارة من السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2017 -

portfolio,. International Conference on Statistics in Science, Business and Engineering (ICCBE), pp:1-6.

6. ملاحق:

السنوات	الجريء	الشجاع	الراجحي للأسهم		
			المواد الأساسية	الرياض للأسهم	السعودية
2008	-38,73%	-31,78%	-46,75%	-53,60%	-44,17%
2009	26,17%	21,77%	27,50%	25,38%	16,64%
2010	12,78%	10,09%	13,83%	15,37%	13,67%
2011	-4,39%	-3,90%	5,73%	-0,44%	1%
2012	9,29%	7,72%	3,99%	13,00%	11,37%
2013	22,73%	18,03%	27,52%	25,19%	30,48%
2014	5,12%	3,90%	-14,16%	2,99%	1,61%
2015	6,36%	-3,78%	-15,36%	-17,68%	-12,78%
2016	1,60%	1,42%	15,45%	-1,03%	8,21%
2017	10,53%	11,30%	-0,63%	-0,48%	2,75%

#### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.949 <sup>a</sup>	.902	.889	6.13983

a. Valeurs prédites : (constantes), X1

#### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.984 <sup>a</sup>	.968	.964	2.75004

a. Valeurs prédites : (constantes), x2

#### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.975 <sup>a</sup>	.950	.944	5.82281

a. Valeurs prédites : (constantes), x3

#### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.954 <sup>a</sup>	.910	.898	11.35768

a. Valeurs prédites : (constantes), x4

#### Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
--------	---	--------	---------------	---------------------------------

خمقاني بدر الزمان

1	.963a	.928	.919	7.26823
---	-------	------	------	---------

a. Valeurs prédites : (constantes), x5

Tests de normalité

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistique	ddl	Signification	Statistique	ddl	Signification
x	.233	10	.131	.864	10	.085

a. Correction de signification de Lilliefors

Test d'échantillons indépendants

	Test de Levene sur l'égalité des variances	Test-t pour égalité des moyennes								
								Intervalle de confiance 95% de la différence		
		F	Sig.	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type	Inférieure	Supérieure
x	Hypothèse de variances égales	.935	.336	.082	98	.935	.35420	4.33275	-8.24401	8.95241
	Hypothèse de variances inégales			.082	93.763	.935	.35420	4.33275	-8.24887	8.95727