مجلة جامعة الملك سعود، م ١٧، العلوم الإدارية (١)، ص ص ٦٧-٩٢ الرياض(١٤٢٥هـ/٢٠٠٤م)

العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

نبيل عيسى اللوغاني، طلاع محمد الديحاني، وخالد محمد السعد

قسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت

(قدم للنشر في ١٤٢٤/١/٢هـ؛ قبل للنشر في ١٤٢٥/١/٣٠هـ)

ملخص البحث. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار فعالية استخدام قاعدة Dow-10 للتداول في سوق الأسهم والتي تنص على أنه بامكان المستثمر تحقيق معدل عائد يفوق متوسط معدل عائد السوق (عائد فوق عادي) إذا استثمر أمواله في محفظة مؤلفة من الأسهم العشرة ذات الأعلى عائد جاري الأعضاء في مجموعة الأسهم الثلاثين المكونة لمؤشر DJIA، والتعرف على مدى إمكانية الاستفادة منها في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد تم في سبيل ذلك المقارنة بين عائد محفظة تحتوي على أسهم ذات عائد جاري عالي وعائد المحفظة السوقية خلال الفترة من ١٩٩٢م إلى ٢٠٠٠م. وتشير نتائج الدراسة إلى أن عائد المحفظة التي تحتوي على أسهم ذات عائد جاري عالي يتفوق على عائد محفظة السوق في كل سنة من سنوات الدراسة. كما أن العائد العالي لأسهم العائد الجاري لم يتحقق على حساب تحمل مخاطر عالية. وتشير النتائج أيضاً إلى أن محفظة العائد الجاري العالي واصلت تفوقها على محفظة السوق بعد أخذ الفرق في تكلفة التداول بعين الاعتبار. وتمثل هذه النتائج دليل غير مباشر على أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرون مما يدل على عدم كفاءة السوق الكويتي.

مقدمة

يستخدم الكثير من مدراء المحافظ الاستثمارية في أسواق الأسهم الراسخة قواعد تداول يتوخون من ورائها تحقيق عوائد تفوق متوسط معدل عائد السوق بدون تعريض رؤوس أموالهم لمخاطر عالية. وطبقاً لواحدة من هذه القواعد، ويطلق عليها أسم Dow-10، في إمكان المستثمر تحقيق عائد[١] يفوق متوسط معدل عائد السوق (عائد فوق عادي) إذا استثمر أمواله في محفظة مؤلفة من الأسهم العشرة ذات أعلى عائد جاري[٢] الأعضاء في مجموعة الأسهم الثلاثين المكونة لمؤشر Dow-Jones Industrial Average (DJIA). ويعزو [١] فضل ابتكار هذه القاعدة إلى الكاتب والمستشار الاستثماري John Slatter. ويرى بعض محللي الاستثمار ومدراء محافظ الأسهم أن قاعدة Dow-10 من أكثر قواعد التداول شيوعاً وفعالية ويؤكدون بأن محفظة Dow-10 تتفوق على محفظة Dow-30 [٣] وقد بادرت بعض أكبر المؤسسات المالية إلى استخدام هذه القاعدة كأساس لتكوين صناديق الاستثمار[٤].

وقد عقد [٢] مقارنة بين معدلات العائد السنوية المركبة المحققة من الاستثمار في محفظة Dow-10 ومحفظة Dow-30 ومحفظة S&P500. وتشير نتائج المقارنة إلى فعالية قاعدة Dow-10. فقد بلغ متوسط عائد محفظة Dow-10 خلال الفترة ١٩٢٨-١٩٩٧م حوالي

---

(١) يُحسب العائد على الاستثمار بالأسهم بإضافة عائد الأرباح الرأسمالية (capital gains yield) إلى عائد توزيعات الأرباح النقدية (dividend yield).

(٢) يُحسب العائد الجاري للأسهم أو عائد توزيعات الأرباح النقدية بقسمة الأرباح النقدية الموزعة للسهم الواحد على السعر السوقي للسهم.

(٣) أنظر على سبيل المثال،[٣]،[٤].

(٤) على سبيل المثال، Merrill Lynch's Select Ten Portfolio Series وصندوق "المركز للعوائد الممتازة" لشركة المركز المالي الكويتي.

١٣٪ فيما بلغت متوسطات عوائد محفظة Dow-30 ومحفظة S&P500 ١١,٤٠٪ و١٠,٦٤٪ على التوالي. وقد تفوقت محفظة Dow-10 على محفظة Dow-30 في ثلاث وأربعون سنة من أصل الثمانية والخمسين سنة التي غطتها فترة المقارنة. ولم يتجاوز فرق عائد محفظة Dow-30 عن عائد محفظة Dow-10 نقطتان مئويتان في عشرة سنوات من أصل الخمس عشرة سنة التي قل فيها عائد محفظة Dow-10 عن عائد محفظة Dow-30. وقد قل عائد محفظة Dow-10 عن عائد محفظة Dow-30 بما يزيد عن خمس نقاط مئوية في ثلاث سنوات فقط، وبلغت هذه الفجوة أقصى حد لها في عام ١٩٥٣م عندما تجاوزت ١١ نقطة مئوية. وعلى النقيض من ذلك، فاق عائد محفظة Dow-10 عائد محفظة Dow-30 بما يزيد عن عشرة نقاط مئوية في ثمانية سنوات.

وتشير الدراسة إلى أن العوائد فوق العادية لمحفظة Dow-10 لم يتطلب تحقيقها تحمل مخاطر نسبية عالية. فقد كان الانحراف المعياري لهذه العوائد يقل عن الانحراف المعياري لعوائد محفظة Dow-30 ويزيد قليلاً جداً عن الانحراف المعياري لعوائد محفظة S&P500. وقد حققت محفظة Dow-10 نتائج جيدة خلال فترة تهاوي أسعار الأسهم (Bear Market) لعامي ١٩٧٣م و ١٩٧٤م. ففي الوقت الذي انخفض فيه مؤشر Dow-30 ومؤشر S&P500 بمقدار ٢٦,٥ ٪ و ٣٧,٣ ٪ على التوالي، حققت محفظة Dow-10 مكاسب بلغت ٢,٩ ٪.

غير أن فرضية الكفاءة المعلوماتية (Informational Efficiency) لسوق الأسهم تنص على أن أسعار الأسهم تعكس بسرعة كل البيانات المتوفرة عن أداء الشركات، وتمثل بناءاً على ذلك تقديرات مميزة غير منحازة (unbiased) لقيم تلك الأسهم. وبموجب هذه الفرضية لا يمكن تحقيق عوائد فوق عادية "في كل مرة" يتم فيها اتخاذ قرارات بيع الأسهم وشراءها باستخدام قواعد التداول. ويترتب على ذلك انعدام فعالية استخدام

قاعدة Dow-10 في الأسواق ذات الكفاءة المعلوماتية العالية. وقد ثبتت صحة ذلك عندما قام [٥] بدراسة أداء محفظة Dow-10 ومحفظة Dow-30 ووجدوا أن العوائد فوق العادية لمحفظة Dow-10 لا تتحقق باستمرار عند أخذ الاختلاف في مستويات المخاطر ورسوم التداول والضرائب في الحسبان.

إن فشل قاعدة Dow-10 في تحقيق عوائد فوق عادية لا يدعو إلى الدهشة في ظل الكفاءة العالية لأسواق الأسهم في الولايات المتحدة. غير أن السؤال الذي ينبغي الإجابة عليه هو مدى فعالية استخدام مثل هذه القاعدة في أسواق الأسهم الناشئة ذات الكفاءة المنخفضة. إن هذه الدراسة تهدف إلى اختبار هذه القاعدة والتعرف على مدى إمكانية الاستفادة منها في بورصة الكويت. وتجدر الإشارة إلى أن عوائد الأسهم المدرجة في بورصة الكويت تتميز بمعاملات ارتباط منخفضة مع عوائد أسهم معظم البورصات العالمية. وحيث أن النية معقودة لدى المشرع للسماح قريباً بدخول المستثمر الأجنبي لسوق الأسهم الكويتي، فإن هذا السوق يمثل فرصة جيدة لتحقيق مزايا التنويع لمحافظ الاستثمار الدولية. لذا تصبح عملية اختبار فعالية قاعدة Dow-10 ذات أهمية خاصة للمستثمر الأجنبي ناهيك عن أهميتها لمدراء المحافظ المحليين. وحيث أن سوق الأسهم الكويتي صغير وناشئ ولم يجر عليه سوى عدد محدود من الدراسات، فإن هذه الدراسة يتوقع لها أن تمهد الطريق لتنفيذ المزيد من الدراسات المماثلة في المستقبل. كما أن من شأنها أن تلقى الضوء على بعض الجوانب البحثية التي تساعد على فهم وتطوير هذا السوق. وعلى وجه الخصوص، تهدف هذه الدراسة إلى:

١- اختبار فعالية استخدام استراتيجية Dow-10 في بورصة الكويت.

٢- اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

٣- استخلاص دليل تجريبي يساعد المستثمرين في بورصة الكويت في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار وإدارة المحافظ.

٤- إلقاء الضوء على بعض الجوانب البحثية ذات الصلة.

ويتكون المتبقي من هذه الدراسة من خمسة أجزاء. يتناول الجزء الثاني الأسس النظرية لتفوق أداء أسهم العائد الجاري العالي على أداء أسهم العائد الجاري المنخفض. ويتضمن الجزء الثالث وصف لبيانات ومنهجية الدراسة. ويعرض الجزء الرابع النتائج التي تم التوصل إليها. ويتضمن الجزء الأخير الخلاصة وبعض التوصيات لمديري محافظ الأوراق المالية.

الأسس النظرية لتفوق أداء أسهم العائد الجاري العالي (محفظة Dow-10) على أداء أسهم العائد الجاري المنخفض (محفظة Dow-30)

تمثل استراتيجية الاستثمار في أسهم القيمة (value investing) الأساس النظري لقاعدة Dow-10. وتتميز أسهم القيمة بمضاعفات P/E ومضاعفات P/B ومضاعفات P/CF منخفضة وعائد جاري عالي بالمقارنة مع أسهم النمو (growth stocks). ويُعد المستثمرون في أسهم القيمة من أتباع منهج التداول العكسي (Contrarian Approach) الذين لا يجدون مبررات مقنعة، في معظم الأحيان، لموجات التوقعات المتفائلة والمتشائمة لعوائد أسواق الاستثمار بشكل عام وعوائد بعض الأسهم بشكل خاص. إذ أن التوقعات المتفائلة لعوائد أسهم النمو والتغطية الواسعة والمستمرة لها من قبل الصحافة والدوائر الاستثمارية ترسم صورة جميلة وجذابة لهذه الأسهم في ذهن المستثمر. وعلى النقيض من ذلك، تؤدي التغطية الصحفية غير الإيجابية لأسهم القيمة، التي تكون احتمالات نمو أرباحها ضعيفة، وتمر بظروف غير مؤاتية، إلى إصابة المستثمر بحساسية ضد مجرد التفكير بشراء هذه الأسهم. ويترتب على ذلك زيادة الطلب على أسهم النمو وانخفاض الطلب على

أسهم القيمة. غير أن أداء أسهم القيمة ذات التكلفة المنخفظة نسبياً يتحسن بمرور الزمن ويؤدي إلى ارتفاع قيمها لاحقاً. ويعني ذلك أن شراء الأسهم غير المفضلة لدى غالبية المستثمرين ربما يمثل استراتيجية فعالة. وحيث أن الشركات لا تميل إلى إجراء تغييرات جذرية في سياسة توزيع الأرباح على المدى القصير، فأن الأسهم ذات العائد الجاري العالي غالباً ما تكون أسهم انخفضت أسعارها ، وهي بالتالي غير مرغوبة من قبل المستثمرين. وتعمل حركات التصحيح السوقي لاحقاً إلى رفع أسعار هذه الأسهم إلى قيمها العادلة محققة بذلك أرباح رأسمالية معززة بتوزيعات أرباح نقدية تفوق توزيعات أسهم العائد الجاري المنخفض[٥].

إن قاعدة Dow-10 تطبيق خاص لاستراتيجية الاستثمار في أسهم القيمة وتتوفر لها عوامل دفع وقوة ربما لا تتوفر لغيرها من تطبيقات هذه الاستراتيجية. أول هذه العوامل هي خاصية القدرة على البقاء والاستمرار (survivor firms) التي تتميز بها الشركات الأعضاء في مؤشر Dow-Jones. إذ يؤكد [٢] أن اختيار الأسهم ذات الأسعار المتدنية باتباع منهج التداول العكسي يحقق النتائج المرجوة منه عند حصر الاختيار في أسهم الشركات المرجح لها أن تبقى وتستمر. ويترتب على استخدام هذا المنهج خسائر عند اختيار الشركات المتعثرة الآيلة إلى الانهيار. غير أن ذلك لا ينطبق أبداً على الشركات التي تُستخدم أسعارها لحساب قيم مؤشر Dow-Jones. فمن المعروف أن رئيس تحرير صحيفة WSJ يتولى شخصياً مسؤولية اختيار الشركات الأعضاء في مؤشر Dow-Jones بعناية فائقة. ويكفي للتدليل على فعالية اختياره أن إحدى عشر شركة من أصل الاثنى عشر شركة التي تم استخدام أسعار أسهمها لأعداد المؤشر لأول مرة في عام ١٨٩٦م لا تزال على قيد الحياة حتى هذا اليوم.

---

(٥) للإطلاع على المزيد من التفاصيل النظرية والكمية حول هذا الموضوع، أنظر [٦].

ثاني هذه العوامل هو ارتفاع قيمة الأرباح النقدية التي توزعها شركات Dow-10 على مساهميها. فقد وجد [٧] أن الأسهم التي احتلت المراتب الخمسين الأولى من حيث قيمة الأرباح النقدية الموزعة قد حققت عائداً سنوياً قدره ١٤,٩٪ منذ عام ١٩٧٠م، وهو ما يزيد بمقدار نقطة مئوية واحدة عن العائد الذي حققته أسهم Dow-30 . وينسجم ذلك مع الدليل التجريبي الذي توصلت له العديد من الدراسات عن وجود علاقة طردية معنوية بين العائد الجاري ومعدلات العائد على الأسهم في أسواق الولايات المتحدة[٦]. ويمكن تفسير هذه العلاقة من خلال التأثير الكمي المباشر لتوزيعات الأرباح النقدية في معدل العائد الإجمالي على الاستثمار في الأسهم. وقد تؤثر توزيعات الأرباح النقدية بشكل غير مباشر أيضاً في معدل العائد الإجمالي من خلال تأثيرها في أسعار الأسهم. إذ أن رغبة المستثمرين في استلام الأرباح النقدية ربما يدفعهم لزيادة الطلب على الأسهم ذات التوزيعات النقدية العالية وهو ما يؤدي إلى رفع أسعارها وتحقيق أرباح رأسمالية تؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة معدل العائد الإجمالي.

بيانات ومنهجية الدراسة

تستخدم هذه الدراسة بيانات سنوية منشورة لأسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٢- ٢٠٠٠م، وهي بذلك تمتاز على الدراسات السابقة التي اقتصرت على تحليل أداء ثلاثين سهماً فقط من أصل عدة آلاف من الأسهم المسجلة في السوق الأمريكي. غير أن بيانات الدراسة لا تغطي سوى فترة زمنية قصيرة بالمقارنة مع بيانات الدراسات السابقة. وقد فضلنا عدم استخدام المتوفر من بيانات الشركات خلال الفترات التي سبقت عام ١٩٩٢م لعدم انتظامها وعدم دقتها

(٦) أنظر على سبيل المثال، [٨-٢٠].

وانقطاعها لمدة تجاوزت سنتين بسبب العدوان العراقي على دولة الكويت. وقد قمنا بتجميع البيانات من مصادر متعددة وتمت مراجعتها ومطابقتها للتأكد من صحتها ودقتها. وقد كان عدد الشركات المدرجة في بورصة الكويت ٤٩ شركة في نهاية عام ١٩٩٢م وأصبح ٨٦ شركة في نهاية ٢٠٠٠م.

وتتمثل المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة في تكوين محفظة عائد جاري عالي اعتماداً في المبدأ على البيانات المتوفرة في نهاية عام ١٩٩٢م ومن ثم إعادة بناء هذه المحفظة في نهاية كل عام من الأعوام التالية حتى نهاية عام ١٩٩٩م لضمان اشتمالها على استثمارات متساوية القيمة في الأسهم العشرة ذات العائد الجاري الأعلى في كل عام من أعوام الدراسة. كما يتم أيضاً تكوين محفظة سوقية بمبلغ مماثل للمبلغ المبدئي المستثمر في محفظة العائد الجاري العالي موزعاً بالتساوي على جميع الأسهم المدرجة في بورصة الكويت مع عدم تغيير مكوناتها ألا بإضافة اسهم الشركات التي يتم أدراجها اعتباراً من عام ١٩٩٣م. ويتم قياس نمو قيمة المبلغ المستثمر من المحفظتين في نهاية كل عام وإعداد مؤشرات العائد والمخاطرة اللازمة للمقارنة بين أداءهما.

وفي سبيل ذلك، يتم أولاً إيجاد قيم معدلات العائد الجاري لجميع الأسهم المدرجة في نهاية عام ١٩٩٢م بقسمة الأرباح النقدية للسهم (D_t) الموزعة في نهاية عام ١٩٩٢م على سعر الإقفال للسهم (P_t) في نهاية نفس العام. ويتم بعد ذلك ترتيب الأسهم تنازلياً في قائمة على أساس قيم عوائدها الجارية. وأخيراً يتم اختيار الأسهم التي تحتل المراتب العشر الأولى في القائمة أعضاءاً في محفظة العائد الجاري العالي.

ويتم بعد ذلك استثمار مبلغ مبدئي قدره ١٠,٠٠٠ دينار في كل سهم من أسهم محفظة العائد الجاري العالي واستثمار مبلغ مماثل (١٠,٠٠٠ دينار) في محفظة السوق بأسعار إقفالات الأسهم في نهاية ١٩٩٢م (P_t). ونقوم بعد ذلك باستخدام أسعار

إقفالات الأسهم وتوزيعات الأرباح النقدية للسهم المنشورة لنهاية عام ١٩٩٣م (P_{t+1}, D_{t+1}) وإقفالات أسعار الأسهم لعام ١٩٩٢م (P_t) لحساب معدل العائد السنوي لكل سهم من الأسهم المشمولة في المحفظتين لعام ١٩٩٣م بموجب العلاقة $(P_{t+1} - P_t + D_{t+1})/P_t$. ويتم بعد ذلك إيجاد معدلي عائد المحفظتين من خلال حساب القيم المتوسطة لمعدلات العائد السنوي للأسهم المشمولة بهما، وإيجاد انحرافيهما المعياريان وقياس التغير في قيم المحفظتين. ويتم بعد ذلك تصفية المحفظتين وإيجاد قيم معدلات العائد الجاري مرة أخرى باستخدام البيانات المتوفرة في نهاية عام ١٩٩٣م وترتيب الأسهم تنازلياً للمرة الثانية وإعادة تشكيل المحفظتين باستخدام حصيلة تصفية المحفظتين الأصليتين. ويتم تكرار هذه العملية للسنوات التالية حتى عام ٢٠٠٠م مع إعادة استثمار متحصلات تصفية المحفظتين في بداية كل عام بالطريقتين الموصوفتين أعلاه.

يترتب على العملية الموصوفة أعلاه الحصول على المؤشرات الأولية اللازمة للمقارنة بين أداء محفظة العائد الجاري العالي ومحفظة السوق. وتشمل هذه المؤشرات معدلات العائد السنوية لكل محفظة والإنحرافات المعيارية لهذه المعدلات خلال الفترة ١٩٩٣م — ٢٠٠٠م. ويرصد أحد هذه المؤشرات نمو المبلغ المبدئي المستثمر في كل محفظة.

نتائج الدراسة

لقد تم استثمار مبلغ مبدئي قدره ١٠٠,٠٠٠ دينار في محفظة السوق (السوق) موزعاً بالتساوي على جميع الأسهم المدرجة ومبلغ مماثل في محفظة العائد الجاري العالي (المحفظة) بواقع ١٠,٠٠٠ دينار لكل سهم من الأسهم العشرة في بداية عام ١٩٩٣م. وتتضمن الجداول أرقام (١-٣) نتائج عملية تشكيل وقياس عائد ومخاطرة المحفظة

للأعوام ١٩٩٣م و ١٩٩٤م و ٢٠٠٠م على التوالي[٧]. ويتبين من هذه الجداول أن المحفظة حققت عوائد تبلغ ٤٩,٣٠٪ و ١٦,٩٠٪ و ٨,٥٠٪ في هذه الأعوام على التوالي.

ويتبين من الجدول رقم (٤) أن المبلغ المستثمر في المحفظة قد نما بما يزيد عن ستة أضعاف قيمته المبدئية خلال الفترة ١٩٩٣– ٢٠٠٠م، في حين أن نفس المبلغ قد نما بما يزيد فقط قليلاً عن الضعفين لدى استثماره في السوق خلال نفس الفترة. ويتبين أيضاً أن المحفظة قد تفوقت على السوق في كل سنة من السنوات التي غطتها الدراسة. ويشير الجدول أيضاً إلى أن قيمة المحفظة تراجعت فقط بمقدار ١٥٪ في عام ١٩٩٨م الذي تراجع فيه السوق بما يزيد عن ٣٦٪. وقد حققت المحفظة عوائد بلغت ١١,٨٪ و ٨,٥ ٪ على التوالي في عامي ١٩٩٩م و ٢٠٠٠م اللذين تكبد السوق فيهما خسائر قدرها ٤,٤ ٪ و١,٤٪ على التوالي. وأخيراً يشير الجدول إلى أن متوسط عائد المحفظة يفوق متوسط عائد السوق بمقدار ١٤,٧ ٪ ويشير اختبار T الزوجي (paired-T test) إلى أن الفرق بين العائدين لم يحدث بمحض الصدفة وأنه معنوي إحصائياً.

وفي حين أن عائد المحفظة كان يتفوق في كل سنة من سنوات الدراسة على عائد السوق، إلا أن مخاطرة عائد المحفظة لم تكن مساوية أو تقل عن مخاطرة عائد السوق في كل سنة من هذه السنوات. إذ يتبين من الجدول رقم (٥) أن الانحراف المعياري لعائد المحفظة كان مساوياً تقريباً للانحراف المعياري لعائد السوق في سنة واحدة فقط ويزيد عنه في أربع سنوات من أصل ثمانية سنوات غطتها فترة الدراسة. إن ارتفاع الانحراف المعياري لعائد المحفظة بالمقارنة مع الانحراف المعياري لعائد السوق ربما كان مؤشراً لوجود مخاطر غير نظامية (unsystematic risk) لم يتم التخلص منها لقلة عدد أسهم المحفظة بالمقارنة مع

---

(٧) يمكن لمن يرغب، الحصول على النتائج الخاصة بالأعوام ١٩٩٤م و ١٩٩٥م و ١٩٩٦م و ١٩٩٧م و١٩٩٨م و ١٩٩٩م من المؤلفين مباشرة.

السوق التام التنويع. لذا، ربما كانت المحفظة تتميز بمخاطر عالية فتطلبت، تبعاً لذلك، علاوة مخاطرة (risk premium).

الجدول رقم (١). تشكيل وقياس عائد ومخاطرة محفظة العائد الجاري العالي (١٩٩٣م).

اسم الشركة	P_t (دينار)	D_t (دينار)	D_t/P_t (٪)	الترتيب	المبلغ المستثمر (دينار)	عدد الأسهم (دينار)	P_{t+1} (دينار)	D_{t+1} (دينار)	$(P_{t+1}-P_t+D_{t+1})/P_t$ (٪)	إجمالي الربح (دينار)
الصناعية العقارية	٠,٠٧٠	٠,٠٠٧	١٠,٠	١	١٠,٠٠٠	١٤٢,٨٥٧	٠,١٤٠	٠,٠١٢	١١٧,١٤	١١,٧١٤
الحاسبات الالكترونية	٠,١٠٠	٠,٠١٠	١٠,٠	٢	١٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	٠,١٤٠	٠,٠١١	٥١,٠٠	٥,١٠٠
نقل وتجارة الواحي	٠,٢٠٠	٠,٠١٥	٧,٥	٣	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٠,٣٨٠	٠,٠٢٢	١٠١,٠٠	١٠,١٠٠
احيت الكويت	٠,٢٧٠	٠,٠٢٠	٧,٤	٤	١٠,٠٠٠	٣٧,٠٣٧	٠,٥٩٠	٠,٠٤٠	١٣٣,٣٣	١٣,٣٣٣
ورية للتأمين	٠,٢٣٨	٠,٠١٥	٦,٣	٥	١٠,٠٠٠	٤٢,٠١٧	٠,٢٨٠	٠,٠١٥	٢٣,٩٥	٢,٣٩٥
صناعات التوريد	٠,٢٥٠	٠,٠١٥	٦,٠	٦	١٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٠,٢٥٠	٠,٠١٢	٤,٨٠	٤٨٠
الخليج للكابلات	٠,٨٨٠	٠,٠٥٠	٥,٧	٧	١٠,٠٠٠	١١,٣٦٤	٠,٨١٠	٠,٠٦٥	(٠,٥٧)	(٥٧)
المخازن العمومية	٠,٠٩٤	٠,٠٠٥	٥,٣	٨	١٠,٠٠٠	١٠٦,٣٨٣	٠,١٢٠	٠,٠٠٥	٣٢,٩٨	٣,٢٩٨
الأهلية للتأمين	٠,٣٩٠	٠,٠٢٠	٥,١	٩	١٠,٠٠٠	٢٥,٦٤١	٠,٤٣٥	٠,٠١٥	١٥,٣٨	١,٥٣٨
الخليج للتأمين	٠,٣٠٠	٠,٠١٥	٥,٠	١٠	١٠,٠٠٠	٣٣,٣٣٣	٠,٣٢٥	٠,٠١٨	١٤,٣٣	١,٤٣٣
معدل عائد المحفظة (٪)									٤٩,٣٠	
الانحراف المعياري لعائد المحفظة (٪)									٥٠,٠٠	
إجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة في نهاية ١٩٩٢م (د.ك.)					١٠٠,٠٠٠					
الزيادة في قيمة المحفظة (د.ك.)										٤٩,٣٣٥
القيمة الإجمالية للمحفظة في نهاية ١٩٩٣م (د.ك.)					١٩٤,٣٣٥					

الجدول رقم (٢). تشكيل وقياس عائد ومخاطرة محفظة العائد الجاري العالي (١٩٩٤م).

اسم الشركة	P_t (دينار)	D_t (دينار)	D_t / P_t (٪)	الترتيب	المبلغ المستثمر (دينار)	عدد الأسهم	P_{t+1} (دينار)	D_{t+1} (دينار)	$(P_{t+1} - P_t + D_{t+1}) / P_t$ (٪)	إجمالي الربح (دينار)
الساحل للتنمية والاستثمار	٠,٠٧٩	٠,٠١٠	١٢,٧	١	١٤,٩٣٤	١٨٩,٠٣٢	٠,٠٩٧	٠,٠٥٠	٢٩,١١	٤,٣٤٨
اسمنت الخليج	٠,٠٩٨	٠,٠١٢	١٢,٢	٢	١٤,٩٣٤	١٥٢,٣٨٣	٠,١١٤	٠,٠١٢	٢٨,٥٧	٤,٢٦٧
اسمنت الشارقة	٠,٠٩٢	٠,٠١٠	١٠,٩	٣	١٤,٩٣٤	١٦٢,٣٢١	٠,٠٩٩	٠,٠١٠	١٨,٤٨	٢,٧٥٩
مشاريع الكويت الاستثمارية	٠,٠٦٠	٠,٠٠٦	١٠,٠	٤	١٤,٩٣٤	٢٤٨,٨٩٢	٠,٠٦٨	٠,٠٠٠	١٣,٣٣	١,٩٩١
بنك البحرين الدولي	٠,٠٨٢	٠,٠٠٧٥	٩,١	٥	١٤,٩٣٤	١٨٢,١١٦	٠,٠٨٢	٠,٠٠٨	٩,٧٦	١,٤٥٧
اسمنت الفجيرة	٠,٠٦٩	٠,٠٠٦	٨,٧	٦	١٤,٩٣٤	٢١٦,٤٢٨	٠,٠٦٠	٠,٠٠٦	٤,٣٥	(٦٤٩)
الصالحية العقارية	٠,١٤٠	٠,٠١٢	٨,٦	٧	١٤,٩٣٤	١٠٦,٦٦٨	٠,١٧٠	٠,٠١٥	٣٢,١٤	٤,٨٠٠
الخليج للكابلات	٠,٨١٠	٠,٠٦٥	٨,٠	٨	١٤,٩٣٤	١٨,٤٣٦	٠,٧٩٠	٠,٠٤٠	٢,٤٧	٣٦٩
الحاسبات الالكترونية	٠,١٤٠	٠,٠١١	٧,٩	٩	١٤,٩٣٤	١٠٦,٦٦٨	٠,١٧٠	٠,٠١٥	٣٢,١٤	٤,٨٠٠
البنك التجاري الكويتي	٠,١٣٤	٠,٠١٠	٧,٥	١٠	١٤,٩٣٤	١١١,٤٤٤	٠,١٤٤	٠,٠٠٠	٧,٤٦	١,١١٤
معدل عائد المحفظة (٪)								١٦,٩٠		
الانحراف المعياري لعائد المحفظة (٪)								١٣,٠٠		
إجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة في نهاية ١٩٩٣م (د.ك.)					١٤٩,٣٣٥					
الزيادة في قيمة المحفظة (د.ك.)										٢٥,٢٥٦
القيمة الإجمالي ة للمحفظة في نهاية ١٩٩٤م (د.ك.)					١٧٤,٥٩١					

الجدول رقم (٣). تشكيل وقياس عائد ومخاطرة محفظة العائد الجاري العالي (٢٠٠٠م).

اسم الشركة	P_t (دينار)	D_t (دينار)	D_t / P_t (٪)	الترتيب	المبلغ المستثمر (دينار)	عدد الأسهم	P_{t+1} (دينار)	D_{t+1} (دينار)	$(P_{t+1} - P_t + D_{t+1}) / P_t$ (٪)	إجمالي الربح (دينار)
بنك البحرين الدولي	٠,١١٦	٠,٠١٤	١٢,١	١	٥٧,٦٥٦	٤٩٧,٠٣٢	٠,٠٧٩	٠,٠٠٠	(٣١,٩٠)	(١٨,٣٩٠)
الصناعات المتحدة	٠,٠٨٦	٠,٠١٠	١١,٦	٢	٥٧,٦٥٦	٦٧٠,٤١٥	٠,٠٧٠	٠,٠٨٦	٨١,٤٠	٤٦,٩٢٩
مشاريع الكويت الاستثمارية	٠,٠٨٣	٠,٠٠٨	٩,٦	٣	٥٧,٦٥٦	٦٩٤,٦٤٦	٠,٠٧٢	٠,٠٠٠	(١٣,٢٥)	(٧,٦٤١)
الكويت للتأمين	٠,٣٨٥	٠,٠٣٥	٩,١	٤	٥٧,٦٥٦	١٤٩,٧٥٥	٠,٣١٥	٠,٠٣٠	(١٠,٣٩)	(٥,٩٩٠)
الخرسانة الخليجية	٠,٢٨٠	٠,٠٢٥	٨,٩	٥	٥٧,٦٥٦	٢٠٥,٩١٣	٠,٣٨٠	٠,٠٢٥	٤٤,٦٤	٢٥,٧٣٩
بنك برقان	٠,١٧٠	٠,٠١٥	٨,٨	٦	٥٧,٦٥٦	٣٣٩,١٥١	٠,١٧٠	٠,٠١٥	٨,٨٢	٥,٠٨٧
اسمنت الشارقة	٠,٠٩١	٠,٠٠٨	٨,٨	٧	٥٧,٦٥٦	٦٣٣,٥٧٩	٠,٠٥٢	٠,٠٠٠	(٤٢,٨٦)	(٢٤,٧١٠)
بنك الكويت الوطني	٠,٦٠٠	٠,٠٥٢	٨,٧	٨	٥٧,٦٥٦	٩٦,٠٩٣	٠,٧٤٠	٠,٠٥٧	٣٢,٨٣	١٨,٩٣٠
المخازن العمومية	٠,٢٣٦	٠,٠٢٠	٨,٥	٩	٥٧,٦٥٦	٢٤٤,٣٠٤	٠,١٧٤	٠,٠١٨	(١٨,٦٤)	(١٠,٧٤٩)
السكب الكويتية	٠,٦٠٠	٠,٠٥٠	٨,٣	١٠	٥٧,٦٥٦	٩٦,٠٩٣	٠,٧٤٠	٠,٠٦٥	٣٤,١٧	١٩,٦٩٩
معدل عائد المحفظة (٪)								٨,٥٠		٤٨,٩٠٤
الانحراف المعياري لعائد المحفظة (٪)								٣٩,٠٠		
إجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة في نهاية ١٩٩٩م (د.ك.)					٥٧٦,٥٥٧					
الزيادة في قيمة المحفظة (د.ك.)										٤٨,٩٠٤
القيمة الإجمالية للمحفظة في نهاية ٢٠٠٠م (د.ك.)					٦٢٥,٤٦١					

الجدول رقم (٤). اختبار معنوية متوسط الفرق بين عائد محفظة العائد الجاري العالي وعائد محفظة السوق.

السنة	محفظة العائد الجاري العالي		محفظة السوق	
	نمو القيمة	معدل العائد	نمو القيمة	معدل العائد
١٩٩٢	١٠٠,٠٠٠		١٠٠,٠٠٠	
١٩٩٣	١٩٤,٣٣٥	٤٩,٣	١٢٦,٥٢٤	٢٦,٥
١٩٩٤	١٧٤,٥٩١	١٦,٩	١٣١,١٣٤	٣,٦
١٩٩٥	٢٦٢,٠٥٧	٥٠,١	١٨٤,٠٢٤	٤٠,٣
١٩٩٦	٤٤٨,٣٤١	٧١,١	٢٧٠,٦٤٥	٤٧,١
١٩٩٧	٦٠٧,٥٦٧	٣٥,٥	٣٦٥,٥٥٨	٣٥,١
١٩٩٨	٥١٥,٩٢١	(١٥,١)	٢٣١,٤٨٢	(٣٦,٧)
١٩٩٩	٥٧٦,٥٥٧	١١,٨	٢٢١,١٨٢	(٤,٤)
٢٠٠٠	٦٢٥,٤٦١	٨,٥	٢١٨,٠٧٩	(١,٤)
المتوسط		٢٨,٥		١٣,٨
الانحراف		٢٨,٠		٢٨,٤
المعياري	٠,٢٩	٠,٢٠٣		٠,٢٩٣
$*(P)A^2$		(٠,٨١٠)		(٠,٥١٤)

اختبار T الزوجي لمعنوية الفرق بين عائدي المحفظتين

T-value = 5.17 P-value = 0.001

* معلمة Anderson and Darling لاختبار فرضية عدم الانتماء للتوزيع الطبيعي.

الجدول رقم (٥). اختبار معنوية متوسط الفرق بين العائد المعدل للخطر لمحفظة العائد الجاري العالي وعائد محفظة السوق.

السنة	محفظة السوق		محفظة العائد الجاري العالي		معدل العائد الخالي من الخطر	مقياس Sharpe
	العائد	الانحراف المعياري	العائد	الانحراف المعياري		
١٩٩٣	٢٦,٥	٤٦,٧	٤٩,٣	٥٠,٠	٧,٤٣	٤٦,٥٤
١٩٩٤	٣,٦	٢٢,٥	١٦,٩	١٣,٠	٦,٣١	٢٤,٦٤
١٩٩٥	٤٠,٣	٤٤,٨	٥٠,١	٤٦,٠	٧,٤٣	٤٨,٩٩
١٩٩٦	٤٧,١	٦١,٦	٧١,١	٥١,٠	٦,٩٨	٨٤,٤٣
١٩٩٧	٣٥,١	٥١,٧	٣٥,٥	٥١,٠	٧,٠٥	٣٥,٨٩
١٩٩٨	(٣٦,٧)	٢٥,٦	(٥١,١)	٣٩,٠	٧,٢٣	(٧,٤٣)
١٩٩٩	(٤,٤)	٢٣,٣	١١,٨	٢١,٠	٦,٣٢	١٢,٤٠
٢٠٠٠	(١,٤)	٢٨,٢	٨,٥	٣٩,٠	٦,٨٦	٨,٠٥
المتوسط	١٣,٨		٢٨,٥			٣١,٧
الانحراف المعياري	٢٨,٤		٢٨,٠			٢٨,٩
$*(P)A^2$						٠,١٨٧
						(٠,٨٥٨)

اختبار T الزوجي لمعنوية متوسط الفرق بين العائد المعدل

للخطر لمحفظة العائد الجاري العالي (مقياس Sharpe) وعائد السوق

T-value = 4.30 P-value = 0.004

* معلمة Anderson and Darling لاختبار فرضية عدم الانتماء للتوزيع الطبيعي.

وقد تم استخدام مقياس Sharpe (Sharpe's portfolio performance measure) لتحويل العوائد الخطرة للمحفظة إلى عوائد معدلة للخطر (risk-adjusted returns) ذات انحرافات معيارية مساوية للانحرافات المعيارية لعوائد السوق طبقاً للعلاقة التالية:

$$RAR = \left[\left(R_p - R_f \right) \left(\frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right) \right] + R_f \qquad (1)$$

حيث تمثل RAR العائد المعدل للخطر وتمثل R_p عائد المحفظة وتمثل R_f معدل العائد الخالي من الخطر (risk-free rate) وتمثل σ_m و σ_p الانحراف المعياري لعائد السوق والانحراف المعياري لعائد المحفظة على التوالي. وقد تم استخدام سعر الفائدة على ودائع الدينار الكويتي المتبادلة بين البنوك التجارية لمدة ثلاث شهور (kibor) كممثل (Proxy) لمعدل العائد الخالي من الخطر. ويؤدي هذا التعديل إلى نفس النتيجة التي تترتب على اقتطاع جزء من المبلغ المتوفر في المحفظة واستثماره في وديعة ثابتة. إذ يترتب على إضافة الوديعة الثابتة ذات الدخل المؤكد إلى أسهم العائد الجاري العالي الحصول على محفظة معدلة للخطر لها انحراف معياري مساوي للانحراف المعياري السوقي. وتشير قيم العائد المعدلة للخطر (مقياس Sharpe) إلى أن أداء المحفظة في المتوسط لم يتغير. ويشير اختبار T الزوجي إلى أن عائد المحفظة حافظ على تفوقه على أداء السوق حتى بعد أخذ اختلاف مستويات المخاطرة بعين الاعتبار. وبذلك يمكن الخلوص إلى أن العائد العالي لأسهم العائد الجاري لم يتحقق على حساب تحمل مخاطر عالية.

يشبه الأسلوب المتبع لتشكيل محفظة السوق، إلى حد كبير، استراتيجية شراء الأسهم والاحتفاظ بها (buy and hold strategy). ومن إيجابيات هذه الاستراتيجية انخفاض تكاليف التداول (transaction cost) التي تترتب على شراء وبيع الأسهم. وعلى النقيض من ذلك، يترتب على عملية إعادة تشكيل المحافظ التي يتطلبها اتباع قاعدة Dow-10 ضرورة شراء وبيع الأسهم بشكل دوري وتكبد تكاليف تداول عالية. ويشير جدول

رقم (٦) إلى أن خمسة أسهم، في المتوسط، يتم استبدالها من أصل العشرة اسهم المكونة لمحفظة العائد الجاري العالي كل عام. لذا، ينبغي تخفيض العائد المعدل للخطر بمقدار تكلفة التداول قبل مقارنتة بعائد محفظة السوق الأكثر استقراراً.

الجدول رقم (٦). اختبار معنوية متوسط الفرق بين العائد المعدل للخطروتكلفة التداول لمحفظة العائد الجاري العالي وعائد محفظة السوق.

السنة	عائد محفظة السوق	مؤشر Sharpe	عدد الأسهم المستبدلة في محفظة العائد الجاري العالي	النسبة المئوية لتكلفة التداول	العائد المعدل للخطر وتكلفة التداول
١٩٩٣	٢٦,٥	٤٦,٥٤	٠	٠٠,٠٠	٤٦,٥٤
١٩٩٤	٣,٦	٢٤,٦٤	٧	١,٧٥	٢٢,٨٩
١٩٩٥	٤٠,٣	٤٨,٩٩	٥	١,٢٥	٤٧,٧٤
١٩٩٦	٤٧,١	٨٤,٤٣	٤	١,٠٠	٨٣,٤٣
١٩٩٧	٣٥,١	٣٥,٨٩	٦	١,٥٠	٣٤,٣٩
١٩٩٨	(٣٦,٧)	(٧,٤٣)	٤	١,٠٠	(٨,٤٣)
١٩٩٩	(٤,٤)	١٢,٤٠	٥	١,٢٥	١١,١٥
٢٠٠٠	(١,٤)	٨,٠٥	٦	١,٥٠	٦,٥٥
المتوسط	١٣,٨		٥,٣	١,٣٢	٣٠,٥
الانحراف المعياري	٢٨,٤				٢٩,٠
A^2 (P)*					٠,١٩٤
					(٠,٨٣٩)

اختبار T الزوجي لمعنوية متوسط الفرق بين العائد المعدل للخطر وتكلفة التداول لمحفظة العائد الجاري العالي وعائد محفظة السوق

T-value = 3.96 P-value = 0.005

* معلمة Anderson and Darling لاختبار فرضية عدم الانتماء للتوزيع الطبيعي.

وقد تم حساب معدل تكلفة التداول لمحفظة العائد الجاري العالي باستخدام العلاقة التالية:

$$2\left(\frac{\chi}{10}\right)1.250\% \qquad (2)$$

حيث تمثل χ عدد الأسهم التي يتم استبدالها سنوياً عند إعادة تشكيل المحفظة. ويمثل الرقم ١٠ عدد أسهم محفظة العائد الجاري العالي ويمثل الرقم ١,٢٥٠ ٪ قيمة افتراضية لمتوسط مجموع عمولة الوساطة (brokerage fees) ورسوم التداول (ticket charges) لعملية شراء الأسهم فقط أو بيع الأسهم فقط (one-way transaction) في بورصة الكويت. ومن البديهي أن يضاف المعامل ٢ إلى العلاقة نظراً لأن عملية إعادة تشكيل المحفظة تتطلب بيع وشراء الأسهم معاً (two-way transaction)[٨]. ويشير جدول رقم (٦) إلى أن تكلفة التداول لمحفظة العائد الجاري العالي بلغت، في المتوسط، ١,٣٢ ٪ سنوياً. ويشير اختبار T الزوجي إلى أن محفظة العائد الجاري واصلت تفوقها على محفظة السوق بعد تعديل عائدها للخطر وتكلفة التداول.

قد يكون وراء العائد فوق العادي للمحفظة خاصية أو خواص أخرى تشترك فيها أسهم العائد الجاري العالي. فربما تكون خاصية العائد الجاري العالي حكراً على أسهم شركات تعمل في قطاع معين أو تنتمي إلى فئة سوقية خاصة. فقد لاحظ [٢١] أن العوائد المعدلة للخطر للشركات الصغيرة (small caps) تفوق عوائد الشركات الكبيرة

(٨) أنظر [٥].

(large caps) في سوق الكـــويت للأوراق المالية. بناءاً على ذلك، ينبغي الكـــشف عما إذا كـــانت المحفظة مكونة من أسهـــم شركـــات صغيرة أو أسهم شركات قطاع صناعي معين.

يتضمن الجدول رقم (٧) توزيعاً نسبياً لمكونات وأرباح المحفظة على الأسهم الصغيرة والكبيرة ومتوسطة القيمة وغير الكويتية[٩]. ويتبين من الجدول أن نسبة الأسهم الصغيرة من مكونات المحفظة تقل عن ١٠٪. ويشير الجدول أيضاً إلى أن مساهمة الشركات الصغيرة في أرباح المحفظة يقل عن واحد بالمائة. نخلص من ذلك إلى أن صغر الحجم لا يمثل خاصية مؤثرة متوارية خلف خاصية العائد الجاري العالي. إن ما يدعم هذا الاستنتاج هو الفارق الكبير بين مساهمة شركات القيمة المتوسطة ومساهمة كل من الشركات الصغيرة والكبيرة وغير الكويتية في مكونات وأرباح المحفظة. إذ يتبين من الجدول أن حوالي ٤٤ ٪ من المحفظة يتكون بالمتوسط من أسهم شركات متوسطة الحجم بالمقارنة مع حوالي ٩ ٪ وحوالي ٣٩ ٪ من أسهم الشركات الكبيرة وأسهم الشركـــات غير الكويتية على التوالي. وبينما قلت مساهمة الشركات الكبيرة وغير الكويتية في أرباح المحفظة عن ١٣ ٪ و١٧ ٪ على التوالي، ساهمـــت الشركات متوسطة الحجم بحوالي ٧٠ ٪ من أرباح المحفظة.

---

(٩) قامت شركة بيت الاستثمار العالمي مشكورة بتزويدنا بقوائم الأسهم التي استخدمت أسعارها لحساب قيم مؤشري أداء أصغر عشر شركات وأكبر عشر شركات خلال الفترة ١٩٩٣م- ٢٠٠٢م.

الجدول رقم (٧). التوزيع النسبي لمكونات وأرباح محفظة العائد الجاري العالي على الأسهم الصغيرة والكبيرة ومتوسطة الحجم ومتوسطة وغير الكويتية (١٩٩٣م – ٢٠٠٠م).

السنة	الأسهم الصغيرة			الأسهم الكبيرة			الأسهم متوسطة الحجم			الأسهم غير الكويتية			إجمالي أرباح السنة
	العدد	الأرباح	نسبة الأرباح	العدد	الأرباح	نسبة الأرباح	العدد	الأرباح	نسبة الأرباح	العدد	الأرباح	نسبة الأرباح	
١٩٩٣	٣	٧,٩٧٥	١٦,١٦	٢	٢٣,٤٣٣	٤٧,٥٠	٥	١٧,٩٢٦	٣٦,٣٤	٠	٠	٠	٤٩,٣٣٥
١٩٩٤	١	٤,٨٠٠	١٩,٠١	١	١,١١٤	٤,٤١	٤	١١,٥٠٨	٤٥,٥٧	٤	٧,٨٣٤	٣١,٠٢	٢٥,٢٥٦
١٩٩٥	١	١٢,٦٥٨	١٤,٤٧	٠	٠	٠	٤	٣٠,٩١٥	٣٥,٣٥	٥	٤٣,٨٩٤	٥٠,١٨	٨٧,٤٦٦
١٩٩٦	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٥	١٠٠,٤٠٦	٥٣,٩٠	٥	٨٥,٨٧٥	٤٦,١٠	١٨٦,٢٨٤
١٩٩٧	١	١٧,١٤٢	١٠,٧٧	١	٢,٦١٠	١,٦٤	٤	١٥٢,٨٦٧	٩٦,٠١	٤	(٣١,٣٩٤)	(٨,٤١)	١٥٩,٢٢٥
١٩٩٨	١	(٣٨,٢٩٥)	(٤١,٧٩)	٠	٠	٠	٤	(٥٦,٤٩١)	(٦١,٦٤)	٥	٣,١٤١	٣,٤٣	(٩١,٦٤٥)
١٩٩٩	٠	٠	٠	١	١٦,٣٦٤	٢٦,٩٩	٣	٤٠,٤٤٧	٦٦,٧١	٦	٣,٨٢٦	٦,٣١	٦٠,٦٣٥
٢٠٠٠	٠	٠	٠	٢	٢٤,٠١٧	٤٩,١١	٦	٦٧,٩٨٧	١٣٩,٠٢	٢	(٤٣,١٠٠)	(٨٨,١٣)	٤٨,٩٠٤
الإجمالي	٧	٤,٢٨٠		٧	٦٧,٥٣٨		٣٥	٣٦٥,٥٦٥		٣١	٨٨,٠٧٦		٥٢٥,٤٦١
النسبة المئوية	٨,٧٥	٠,٨١		٨,٧٥	١٢,٨٥		٤٣,٧٥	٦٩,٥٧		٣٨,٧٥	١٦,٧٦		١٠٠,٠٠

ويتضمن الجدول رقم (٨) توزيعا نسبياً لمكونات وأرباح المحفظة على القطاعات الاقتصادية المختلفة. ويشير الجدول إلى تركيز كبير لأسهم شركات القطاع الصناعي وأسهم الشركات غير الكويتية في المحفظة بالمقارنة مع أسهم القطاعات الأخرى. غير أن ما يلفت النظر هو المساهمة الكبيرة لأسهم شركات القطاع الصناعي في أرباح المحفظة. والجدير بالذكر أن الطلب على أسهم هذا القطاع يتراجع خلال فترات الفورات المضاربية وتصاعد الأسعار في بورصة الكويت لصالح أسهم شركات قطاع الاستثمار. وربما يكون سبب ذلك صغر حجم الأموال التي تستثمرها هذه الشركات في سوق الأسهم. وبينما يؤدي ذلك إلى حرمان هذه الشركات من تحقيق المكاسب التي تتحقق لشركات الاستثمار خلال فترات رواج السوق، إلا أنه يؤدي، على الرغم من ذلك، إلى تحقيق الاستقرار لعائداتها وتوزيعات أرباحها في فترات تراجع السوق. وتتفق هذه الخصائص مع المواصفات التي اعتبرها [٢] عوامل داعمة لفعالية استخدام قاعدة Dow-10.

الجدول رقم (٨). التوزيع النسبي لمكونات وأرباح محفظة العالد الجاري العائي على القطاعات الإقتصادية (١٩٩٣م – ٢٠٠٠م).

السنة	البنوك		الاستثمار		التأمين		العقار		الصناعة		الخدمات		الأغذية		غير الكويتيين		إجمالي
	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح	%	الأرباح		الأرباح
١٩٩٣	٠	٠	٠	٠	٥,٣٦٧	١٠,٩	١١,٧١٤	٢٣,٧	١٣,٧٥٧	٢٧,٩	٨,٣٩٨	١٧,٠	١٠,٠٠٠	٢٠,٣	٠	٠	٤٩,٣٣٥
١٩٩٤	١	١,١١٤	٢	٦,٣٣٩	٠	٠	٤,٨٠٠	١٩,٠	٣٦٩	١,٥	٤,٨٠٠	١٩,٠	٠	٠	٧,٨٣٤	٤	٢٥,٢٠٦
١٩٩٥	٠	٠	١	١,٣٩٧	٠	٠	٢٠,٢٣٥	٢٣,٢	١٢,٦٥٨	١٤,٥	٩,١٨٣	١٠,٥	٠	٠	٤٣,٨٩٣	٥	٨٧,٤٦٦
١٩٩٦	٠	٠	٠	٠	٢٨,١٧٩	١٥,١	٢٥,٠٥٧	١٣,٥	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٨٥,٨٧٨	٥	١٨٦,٢٨٤
١٩٩٧	١	٢,٦١٠	٠	٠	٠	٠	٠	٠	١١١,٩٧٠	٤	٧٠,٣	١	٣٦,٥	٠	(١٣,٣٩٤)	٤	١٥٩,٢٢٥
١٩٩٨	٠	٠	١	(٤٥,٢)	(٢٢,٩٠١)	(٢٥,٠)	٠	٠	(٣٠,٤٩٥)	(٣٣,٣)	٠	٠	٠	٠	٣,١٤١	٥	(٩١,٦٤٥)
١٩٩٩	١	١٦,٣٦٤	٠	٠	٠	٠	٠	٠	٢٩,٧٣٩	٣٢,٠	١٠,٧٠٨	١	١٧,٧	٠	٣,٨٢٤	٦	٦٠,٦٣٥
٢٠٠٠	٢	٢٤,٠١٧	١	(١٥,٦)	(٥,٩٩٠)	(١٢,٢)	٠	٠	٩٢,٣٦٧	١٨٨,٩	(١٠,٧٤٩)	١	(٢٢,٠)	٠	(٤٣,١٠٠)	٢	٤٨,٩٠٤
الإجمالي	٥	٤٤,١٠٥	٦	٥,٨٧٥	٤,٦٥٥	٠,٩	٦١,٩٠٦	١١,٨	٢٣٠,٣٦٥	٤٣,٨	٨٠,٣٧٩	١٥,٣	١٠,٠٠٠	١,٩	٨٨,٠٧٦	٣١	٥٢٥,٤٦١
النسبة	٦,٢٥		٧,٥		٨,٧٥		٦,٢٥		٢١,٢٥		١٠,٠٠		١,٢٥		١٦,٨	٣٨,٧٥	

الخلاصة والتوصيات

تمثل نتائج هذه الدراسة دليل على جدوى استخدام استراتيجية Dow-10 في سوق الكويت للأوراق المالية. إذ تشير النتائج إلى أن نمو قيمة المحفظة المكونة من أسهم العائد الجاري العالي تجاوز ستة أضعاف قيمتها الابتدائية بعد سبع سنوات فيما بلغت الزيادة في قيمة محفظة السوق الضعف فقط. ويعني ذلك أن القيمة النهائية للمحفظة تساوي ثلاثة أضعاف القيمة النهائية لمحفظة السوق. وتدل هذه النتيجة على أن أسعار الأسهم في هذه السوق لا تعكس جميع المعلومات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرون. ويمثل ذلك دليل غير مباشر على عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

ومن النتائج المهمة لهذه الدراسة أيضاً أن العوائد العالية للمحفظة ذات العائد الجاري العالي لم تكن على حساب مخاطر وضرائب وتكاليف تداول عالية كما هو الحال عند [٥].

بناءاً على ذلك توصي هذه الدراسة مدراء محافظ الأسهم في بورصة الكويت بتخصيص جزء من الأموال المتاحة لهم لتكوين محافظ استثمارية مكونة من أسهم ذات عائد جاري عالي[١٠]. ومن البديهي أن مدى الفائدة التي يمكن جنيها من هذه الاستراتيجية مرهون بسرعة اتخاذ القرار باتباعها. إذ أنه مع مرور الوقت ستزداد معرفة السوق بهذه الاستراتيجية ويتزايد استخدامها فيزداد تركيز الطلب على أسهم العائد الجاري العالي فترتفع قيمها السوقية وتصبح عوائدها الجارية في مستويات لا تختلف عن العوائد الجارية للأسهم الأخرى.

---

(١٠) حقق صندوق المركز للعوائد الممتازة الذي تم تأسيسه في ديسمبر ١٩٩٩م متوسط عائد سنوي قدره ٧٥ بالمائة وارتفعت قيمة كل دينار كويتي مستثمر فيه إلى ٤ دنانير في ديسمبر ٢٠٠٣م.

وتجدر الإشارة هنا بأنه على الرغم من أهمية هذه النتائج فأننا لا يمكن أن نعممها على الأسواق الناشئة الأخرى. فعلى الرغم من أن عينة هذه الدراسة شملت جميع الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية إلا أن حجم العينة صغير نسبياً وفترة الدراسة قصيرة بكل المقاييس. ولعله من المناسب إجراء دراسة مشابهة تغطي مجموعة واسعة من الأسواق الناشئة ذات الخصائص المختلفة لمعرفة ما إذا كان لهذه الخصائص أي دور في الحصول على نتائج مماثلة لنتائج هذه الدراسة.

المراجع

[١] Dorfman, John R. "Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends are Big Winners". *Wall Street Journal*, (August 11 1988), p.C2.

[٢] Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long Run*. New York: McGraw-Hill, (1998).

[٣] Knowles, H.C. and Petty, D.H. *The Dividend Investor: A Safe, Sure Way to Beat the Market*. Chicago: Probus Publishing, (1992).

[٤] O'Higgins, M. and Downes, J. *Beating the Dow*, New York: Harper Collins, (1992).

[٥] McQueen, Grant, Shields, Kay and Thorely, Steven R. "Does the "Dow-10 Investment Strategy". Beat the Dow Statistically and Economically?" *Financial Analysts Journal*, (July/August 1997), 66-72.

[٦] اللوغاني، نبيل عيسى، ومطر، محمود حسين، "الأداء الاستثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية". ***المجلة العربية للعلوم الإدارية***، ٨، ع ٢ (٢٠٠١م)، ٢١٧-٢٣٣.

[٧] O'Shaughnessy, James P., *What Works on Wall Street*, New York: McGraw-Hill. (1997).

[٨] Black, F. and Scholes, M. "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*, 1 (1974) 1-22.

[٩] Campbell, J.Y. and Shiller, R.J. "The Dividend Ratio Model and Small Sample Bias: A Monte Carlo Study". *Economics Letters*, 29 (1988a) 325-331.

[١٠] Campbell, J.Y. and Shiller, R.J. "The Dividend – price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors". *Review of Financial Studies*, 1 (1988b), 195-228.

[١١] Fama, E.F. and French, K.R. "Dividend Yields and Expected Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, 22 (1988) 3-25.

[١٢] Gwilym, O. A. Morgan G. and Thomas, S. "Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence". *Journal of Business Finance and Accounting*, 27, (3-4) (April/May, (2000), 261-281.

[١٣] Hodrick, R.J. "Dividend Yields and Expected Stock Returns: Alternative Procedures for Inference and Measurement". *Review of Financial Studies*, 5 (1992), 357-386.

[١٤] Kothari, S.P. and Shanken J. "Stock Return Variation and Expected Dividends: A Time – Series and Cross-Sectional Analysis". *Journal of Financial Economics*, 31 (1992), 177-210.

[١٥] Lakonishok, J. Shleifer, A. and Vishny, R.W. "Contrarian Investment, Extrapolation and Risk". *Journal of Finance*, 49 (1974), 1541-1578.

[١٦] Litzenberger, Robert H. and Ramaswamy, Krishna. "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices". *Journal of Financial Economics*, 7 (1979), 163-195.

[١٧] Naranjo, A., Nimalendam, M. and Ryngaert, M. "Stock Returns, Dividend Yields and Taxes". *Journal of Finance*, 53 (1998), 2029-2057.

[١٨] Nelson, C.R. and Kim, M. J. "Predictable Stock Returns: The Role of Small Sample Bias". *Journal of Finance*, 48 (1993), 641-661.

[١٩] Rozeff, M. "Dividend Yield, are Equity Risk Premium". *Journal of Portfolio Management*, 11 (1984), 68-75.

[٢٠] Wu, C. and Wang, X. M. "The Predictive Ability of Dividend and Earnings Yields for Long-Term Stock Returns". *The Financial Review*, 35, (2000), 97-124.

[٢١] اللوغاني، نبيل عيسى، "الأداء الاستثماري لأسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة في سوق الكويت للأوراق المالية". ***مجلة العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود***، مجلد ١٤، ع ٢ (٢٠٠٢)، ٢٥٧-٢٧٣.

Stock Dividend Yield and Investment Rates of Return in Kuwait Stock Exchange

Nabeel E. Al-Loughani, Talla M. Al-Dehani, and Khalid M. Al-Saad
Department of Finance and Financial Institutions, College of Business Administration, Kuwait University, P.O. Box 5486, Safat 13055, Kuwait

(Received on A.H. 2/1/1424; accepted for publication on A.H. 30/1/1425)

Abstract. The purpose of this paper is to test the validity of the Dow-10 investment strategy in the Kuwaiti Stock Market. Dow-10 is an investment strategy based on the selection of the 10 stocks with the highest dividend yield out of the Thirty stocks used to calculate the Dow-Jones-Industrial Average. The paper compares the performance of a portfolio made up of the 10 Kuwaiti stocks with the highest dividend yield with the performance of the market portfolio over the period 1992 to 2000. The results reveal that the risk-adjusted returns of the Dow-10 portfolio are much higher than the returns of the market portfolio. Paired T-test results show that the high dividend yield portfolio returns are significantly higher than the market portfolio returns, even after adjustment for risk and transaction cost. This, indirectly, suggests that the Kuwaiti Stock Market is less than efficient.