

الأداء الاستثماري لأسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة في سوق الكويت للأوراق المالية

نبيل عيسى اللوغاني

قسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية

جامعة الكويت

(قُدم للنشر في ١٤٢١/٨/٩هـ؛ وقُبِلَ للنشر في ١٤٢٢/١/١٦هـ)

ملخص البحث. تقوم هذه الدراسة باختبار العلاقة الكمية بين معدل العائد والقيمة السوقية الإجمالية للشركات الكويتية المدرجة. وتشير نتائج استخدام نموذج السوق لتقدير العائد لمؤشري جلوبال لأسعار أصغر عشر شركات وأكبر عشر شركات إلى أن الشركات الصغيرة تحقق، في المتوسط عوائد معدلة للمخاطر تفوق تلك التي تحققها الشركات الكبيرة. وتدعو هذه النتائج إلى الاعتقاد بأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ربما لا ينطبق على السوق الكويتي أو عوضاً عن ذلك تدعو إلى الاعتقاد بأن السوق الكويتي غير كفء. غير أن الدليل الوارد في الدراسات المتوافرة يدعم فرضية عدم كفاءة السوق الكويتي.

مقدمة

أسفرت العديد من الدراسات عن نتائج تشير إلى أن الشركات ذات القيم الرأسمالية السوقية الصغيرة (small-cap) تحقق عوائد معدلة للخطر (risk-adjusted returns) تزيد في المتوسط عن تلك التي تحققها الشركات الكبيرة (large-cap)^(١) غير أن هذه النتائج لم يتم التوصل لها باستخدام نماذج توازنية نظرية (theoretical equilibrium models)، ولا يعرف على وجه

(١) انظر، على سبيل المثال، [١] و [٢] و [٣] و [٤] و [٥].

التحديد ما إذا كانت القيمة السوقية سببا لهذا الأداء أم أنها بمثابة ممثل (proxy) وترتبط بعلاقة قوية بمجموعة من العوامل الحقيقية المجهولة التي تلعب دوراً مهماً في توليد العائد [٦]. وبالرغم من ذلك ، أدت هذه النتائج إلي رواج استراتيجية تكوين محافظ الأسهم الصغيرة في أوساط مديري الاستثمار في أسواق الأسهم الراسخة. غير أن هذه النتائج بعثت الشك في نفوس الأكاديميين حول مصداقية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وحول صحة فرضية كفاءة أسواق رأس المال (FMH). فمن ناحية ، يتوقف حجم عائد السهم ، في ظل نموذج CAPM ، على مستوى مخاطرته النظامية (systematic risk) فقط. ومن ناحية أخرى ، لا يمكن التنبؤ بعوائد الأسهم باستخدام المعلومات التاريخية طبقاً لفرضية FMH. ويعني ذلك استحالة تحقيق عوائد فوق عادية (abnormal returns) عن طريق تشكيل محافظ الأسهم بناء على القيم الرأسمالية السوقية للشركات.

ولا يبدو أن سبب هذه النتائج هو عدم كفاءة سوق الأسهم (أي أن العوائد فوق العادية لم تتحقق بسبب ارتفاع تكاليف التداول أو عدم حصول المستثمرين على نفس المعلومات في نفس الوقت أو ببطء استجابة أسعار الأسهم للمعلومات الواردة إلى السوق) ، بل يرجح أن سبب هذه النتائج هو خلو نموذج CAPM من عنصر أو أكثر من عناصر المخاطرة المهمة غير المعروفة. ويدلل كل من [٦] و [٢] على ذلك بطول المدة التي دام تحقق هذه النتائج خلالها.

وقد قدم [٦] تفسيراً لتأثير القيمة السوقية للشركة في معدل عائد سهمها بالاعتماد على نموذج مقترح في [٧]. طبقاً لهذا التفسير ، إذا كان المتوافر من المعلومات عن مجموعة معينة من الأسهم (subset of stocks) غير كافٍ ، يحجم المستثمرون عن اقتناء هذه الأسهم بسبب المخاطرة المرتبطة بصعوبة تحديد قيم هذه الأسهم. وإذا كانت المعلومات المتوافرة للمستثمرين متباينة كماً ونوعاً ، فإنهم يحققون مستويات مختلفة من التنوع (diversification) لمخاطرهم باستخدام مجاميع مختلفة (different subsets) من الأسهم المتوافرة في السوق. ومن المرجح أن كمية المعلومات المتوافرة عن الشركات تتناسب تناسباً طردياً مع قيمها السوقية. لذا فإن غالبية المستثمرين لن يُقبل على اقتناء أسهم الشركات الصغيرة. وقد بين [١١] أن الأسهم التي يُقبل على

اقتنائها عدد محدود فقط من المستثمرين تكون عوائدها المعدلة للمخاطر أعلى من عوائد الأسهم التي يقبل على اقتنائها أعداد كبيرة من المستثمرين. لذا فإن ندرة المعلومات الخاصة بالأسهم الصغيرة يؤدي إلى تقليص إمكانيات التنوع ، ويؤدي بالتبعية أيضا إلى تحقيق عوائد عالية على أسهم الشركات الصغيرة غير المرغوب فيها.

وسوف تقوم هذه الورقة بدراسة أثر القيم السوقية للشركات في معدل عائد أسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية خلال حقبة التسعينات. وبالرغم من أن السوق قد أفتتح رسميا في عام ١٩٨٣ ، إلا أن البيانات المتوافرة عنه لم تصبح دقيقة ومفصلة ومنتظمة إلا خلال فترة ما بعد التحرير التي ظهرت خلالها الآثار الإيجابية للإصلاحات التنظيمية والتشريعية التي تم إجراؤها خلال فترة ما قبل الغزو العراقي للكويت. ولم تكن تحركات أسعار الأسهم في سوق الكويت خلال حقبة التسعينات انعكاسا لأرباح ومخاطر الشركات ، بل كانت ردود أفعال لعملية الخصخصة التي قامت الحكومة بموجبها ببيع حصصها من أسهم الشركات المسجلة في البورصة على القطاع الخاص ، وما رافق ذلك من شائعات ومضاربات وتنافس شرس بين كبار أقطاب السوق للسيطرة على هذه الشركات. وكان أغلب المتداولين ، بما في ذلك المستثمرون المؤسسيون (institutional investors) منهم ، يفضلون تحقيق الأرباح السريعة عن طريق المضاربة في أسهم الشركات الصغيرة رخيصة الثمن. يضاف إلى ذلك أن سوق الكويت يفتقر إلى صناع الأسواق وإلى المحللين الماليين. إن هذه العوامل تمثل أساسا للاعتقاد بأن أداء الأسهم الصغيرة ربما يكون أفضل من أداء الأسهم الكبيرة في بورصة الكويت. كما إن تقديم الدليل التجريبي على صحة أو خطأ هذه الاعتقاد من شأنه إن يزيد رصيد المعرفة لدى الباحثين الأكاديميين ومدبري الاستثمار حول هذا السوق الناشئ على المستوى الدولي ، والراسخ بالمقارنة مع أسواق الأسهم العربية.

وقد تم تنظيم المتبقي من هذه الدراسة كما يلي. يتناول الجزء الثاني خلاصة أبرز الدراسات التي اختبرت علاقة القيمة السوقية بمعدل العائد على الأسهم. ويتضمن الجزء الثالث

وصفاً لبيانات ومنهجية الدراسة. ويتضمن الجزء الرابع النتائج التي تم التوصل إليها. ويتضمن الجزء الأخير الخلاصة وبعض الموضوعات التي تتطلب المزيد من الدراسة.

أبرز الدراسات السابقة

كان [١١] و [٦] أول من لفت الانتباه إلى تفوق أداء الأسهم الصغيرة على أداء الأسهم الكبيرة في سوق نيويورك خلال مدة ناهزت أربعين عاماً. وقد كانت الاختبارات المستخدمة في هاتين الدراستين تركز على شكل موسع من نموذج تسعير الأصول المالية (generalized asset pricing model) يسمح للعائد المتوقع للسهم أن يكون دالة في المخاطرة النظامية β ، ومتغيراً إضافياً ، Φ يعبر عن القيمة السوقية للشركة. وكان يتم تطبيق أسلوب الانحدار الخطي لتقدير معلمات النموذج باستخدام بيانات عبر قطاعية وسلاسل زمنية (pooled cross-sectional and time series regression) محسوبة لمحافظ عديدة يتم انتقاء أسهمها على أساس القيمة السوقية ويعاد تشكيلها دورياً لضمان اشتغال كل محفظة على فترة رأسمالية ثابتة من الأسهم. وقد وجدت الدراسة أن المحافظ المشكلة من أسهم صغيرة تحقق عائداً معدلاً للمخاطرة يفوق ذلك الذي تحققه محافظ الأسهم الكبيرة. ونظراً لعدم توفر أساس نظري يفسر العلاقة بين القيمة السوقية ومعدل العائد ، قدمت الدراسة تفسيراً تخمينياً مفاده أن القيمة السوقية ربما تكون ممثلاً لتغيرات حقيقية أخرى ذات علاقة ارتباطية قوية مع القيمة السوقية. وخلصت الدراسة إلى أن طول المدة التي استمر فيها تحقيق العوائد فوق العادية للأسهم الصغيرة دليل على أن نموذج CAPM لا يأخذ في الاعتبار كل عناصر المخاطرة التي تؤثر في عملية تحديد العائد على الأسهم العادية.

وقام [٢] بالمقارنة بين عوائد محافظ ذات مخاطر نظامية متماثلة ومكونة من أسهم منتقاة من سوق نيويورك على أساس مضاعفات P/E لمحافظ نمو (growth) ومحافظ قيمة (value) في المرة الأولى وعلى أساس القيم السوقية (محافظ أسهم صغيرة ومحافظ أسهم كبيرة) في المرة

الثانية ، وعلى أساس الأرباح المعيارية غير المتوقعة^(٢) (standardized unexpected earnings) في المرة الثالثة. وقد أسفرت التجربة عن عدم إمكانية تحقيق عوائد فوق عادية باستخدام الأرباح المعيارية التي تم تقديرها باستخدام نماذج التنبؤ. واعتبرت الدراسة ذلك دليلاً على كفاءة السوق. ومن ناحية أخرى ، بينت النتائج أن محافظ القيمة (ذات مضاعفات P/E المنخفضة) ومحافظ الأسهم الصغيرة تفوقت على محافظ النمو (ذات مضاعفات P/E العالية) ومحافظ الأسهم الكبيرة ، على التوالي ، بعد أخذ الاختلاف في مستويات المخاطر بعين الاعتبار. وفي محاولة للتعرف على العلاقة بين القيم السوقية ومضاعفات P/E ، تم تشكيل محافظ قيمة ومحافظ نمو من أسهم ذات قيم سوقية متشابهة وتم تشكيل محافظ أسهم صغيرة ومحافظ أسهم كبيرة من أسهم ذات مضاعفات P/E متشابهة وقياس معدلات العائد لها. وقد تبين أن العوائد فوق العادية لأسهم القيمة لا تتحقق بعد تحييد أثر القيمة السوقية ، في حين أن تحييد أثر مضاعفات P/E لا يمنع تحقق العوائد فوق العادية للأسهم الصغيرة. وقد خلصت الدراسة من ذلك إلى أن مضاعف P/E بمثابة ممثل (Proxy) للقيمة السوقية ، وأن لهذين العنصرين علاقة ارتباطية بنفس مجموعة العوامل الملغاة من نموذج CAPM. وتمثل هذه النتائج بمجموعها دليلاً على أن نموذج CAPM البسيط ذا الفترة الوحيدة لا يعبر بشكل صحيح عن الآلية التي يتم بموجبها تحديد معدلات العائد على الأسهم العادية.

وأعاد [٤] اختبار العلاقة بين مضاعفات P/E والقيم السوقية ومعدلات العائد لأسهم شركات مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة ١٩٦٤-١٩٨٠م بهدف اختبار مدى ثبات نتائج [٢] عند استخدام مصادر بيانات وعينات ومناهج تحليل مختلفة. وقام [٤] أيضاً بأخذ عنصر المخاطرة النظامية (β) والكلية (الانحراف المعياري) بعين الاعتبار ، على النقيض من [٢] الذي اكتفى بتوحيد مستويات المخاطر النظامية للمحافظ في الأجزاء الأولى فقط من دراسته. واتبعت

(٢) يتم استخدام البيانات المنشورة ونماذج مختلفة للتنبؤ بالأرباح لتقدير الأرباح المعيارية غير المتوقعة. (انظر ، على سبيل المثال ، [٨] و [٩]).

الدراسة نفس الأسلوب المتبع في [٢] لتكوين محافظ قيم سوقية مختلفة ذات مضاعفات P/E متشابهة ومحافظ أسهم قيمة ومحافظ أسهم نمو ذات قيم سوقية متشابهة ، وتمت بعد ذلك المقارنة بين علاقات العائد-المخاطرة لكل منها. وكانت الخطوة الأخيرة في التحليل هي استخدام نموذج CAPM لتقدير العوائد المعدلة للخطر لكل محفظة ثم اختبار المعنوية الإحصائية للفروق بينها باستخدام اختبار T^2 -Hotellings متعدد المتغيرات. وقد وجدت الدراسة أن أداء أسهم القيمة يفوق في المتوسط أداء أسهم النمو بعد أخذ اختلاف مستويات المخاطر بعين الاعتبار وتحميد أثر اختلاف القيم السوقية. وعلى النقيض من ذلك ، وجدت الدراسة أن العوائد فوق العادية للأسهم الصغيرة لا تتحقق بعد أخذ اختلاف مستويات المخاطر بعين الاعتبار وتحميد أثر اختلاف مضاعفات P/E. ووجدت الدراسة أيضاً أن فاعلية أثر مضاعفات P/E تتناسب تناسباً عكسياً مع القيم السوقية. وقد خلصت الدراسة إلى أن مضاعفات P/E والقيم السوقية مجرد ممثلين (Proxies) لعوامل أخرى تلعب دوراً أساسياً في تحديد العائد على الأسهم العادية.

وقام [٥] باختبار مدى ثبات العوائد فوق العادية لأسهم القيمة وأسهم الشركات الصغيرة في سوق نيويورك خلال الفترة ١٩٦٣-١٩٩٥ م عند تغيير فترة الدراسة ومستويات السيولة النقدية (money supply) والمعياري المستخدم لتصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو. واستندت عملية التحليل على حساب معدلات العائد غير المعدلة للخطر والانحرافات المعيارية للمحافظ عوضاً عن معدلات العائد المعدلة للخطر لكي تتسنى دراسة المؤشرين كل واحد بمعزل عن الآخر. ويتيح ذلك معرفة ما إذا كان سبب تفوق الأداء الاستثماري هو الاختلاف في معدل العائد أم الاختلاف في مستوى المخاطرة. وقد بينت نتائج الدراسة أن أسهم الشركات الصغيرة حققت عوائد تفوق العوائد التي حققتها أسهم الشركات الكبيرة. غير أن درجة تذبذب هذه العوائد كانت ، في المتوسط ، أعلى من درجة تذبذب عوائد الشركات الكبيرة. وتشير النتائج أيضاً إلى تحقق العوائد فوق العادية لأسهم الشركات الصغيرة بشكل متواصل خلال الأربعة عقود التي شكلت فترة الدراسة. غير أن حجم الفرق بين عائدي محافظ الأسهم الصغيرة والأسهم الكبيرة كان يتغير بمرور الزمن. إلا أن أهم ما كشفت عنه هذه الدراسة هو أن العوائد

فوق العادية التي تحققها الأسهم الصغيرة تكون كبيرة ومعنوية (significant) خلال فترات التوسع النقدي (monetary expansion) ، وتصبح غير معنوية أو سالبة خلال فترات الانكماش النقدي.

وقد كان لسوق تايوان (Taiwan Stock Exchange) النصيب الأوفر بين الأسواق الناشئة فيما يتصل بالدراسات التي أجريت لاختبار أثر القيمة السوقية في معدلات العائد على الأسهم العادية.^(٣) وقد استخدمت هذه الدراسات بيانات يومية وشهرية وغطت فترات مختلفة خلال المدة ١٩٦٧-١٩٩٣ ، إلا أنها توصلت إلى نتائج متناقضة. ويعزو [١٠] ذلك إلى قيام هذه الدراسات باستخدام نموذج CAPM التقليدي ، الذي يتطلب توافر سلاسل زمنية لقيم سعر الفائدة الخالي من المخاطر (risk-free rate) ، لتقدير معاملات بيتا خلال فترة تقدير تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات ، مع تحديث هذه التقديرات شهرياً أو سنوياً ، في حين أن السوق النقدي (money market) في تايوان غير نشط ويفرز قيماً غير واقعية لسعر الفائدة الخالي من المخاطر. يضاف إلى ذلك أن معظم الشركات المدرجة في بورصة تايوان تستورد خامات أولية من الخارج وتبيع منتجاتها في الأسواق الدولية. لذا فإن أسعار أسهم هذه الشركات ربما تتذبذب بفعل عوامل كثيرة ومتنوعة ذات صلة بأسواق العرض و/أو الطلب. فإذا كانت هذه العوامل الخارجية تتغير خلال فترات زمنية مختلفة ، فإن استخدام نموذج CAPM أحادي العامل وبيانات تخص عدة سنوات منصرمة لتقدير معاملات بيتا يترتب عليه الحصول على قيم غير مستقرة للمخاطر النظامية المستقبلية. أي أن سبب تناقض النتائج هو قيام الباحثين بقياس العوائد فوق العادية باستخدام معاملات بيتا مقدرة خلال فترات زمنية مختلفة. لذا ، قام [١٠] باستخدام نموذج السوق (market model) الذي لا يتطلب توفر بيانات لسعر الفائدة الخالي من المخاطر واتباع منهجية تضمن تقدير معالم هذا النموذج خلال فترات زمنية مقارنة للفترة التي تحققت

(٣) انظر ، على سبيل المثال ، [١٣] و [١٤] و [١٥] و [١٠].

خلالها العوائد فوق العادية. وقد أسفرت الدراسة عن نتائج تدعم تفوق أداء الأسهم الصغيرة على أداء الأسهم الكبيرة.

وقد ولدت هذه الأدلة التجريبية الأكاديمية ، التي تشير بشكل عام إلى تفوق أداء الأسهم الصغيرة على أداء الأسهم الكبيرة ، ردود أفعال متضاربة لدى المحللين الماليين ومديري محافظ الأسهم. فمن ناحية ، ظهرت استراتيجيات استثمارية جديدة تعتمد على تكوين محافظ الأسهم الصغيرة. ومن ناحية أخرى ، نُشرت بعض الدراسات التي حاولت أن تثبت أن الأداء الاستثماري المتميز للأسهم الصغيرة هو مجرد وهم. فقد بين [١١] أن الأسهم الصغيرة لم تحقق عوائد فوق عادية بشكل متواصل خلال الفترات المدروسة وأن كل النتائج الاستثنائية التي تحققت لهذه الأسهم خلال الفترة ١٩٢٧-١٩٩٦ م ، كانت بفضل ما تحقق خلال تسع سنوات استثنائية ابتدأت في ١٩٧٥ م وانتهت في ١٩٨٣ م. ويشير [١٢] أيضاً إلى أن الشركات الكبيرة هي التي حققت أعلى العوائد خلال السنوات القليلة الماضية في سوق نيويورك. وينسجم ذلك مع الافتراض المنطقي بأن الأسهم التي تحقق عائداً يفوق في المتوسط عائد مجمل السوق لفترة ممتدة من الزمن تميل إلى تحقيق عوائد تقل في المتوسط عن عائد السوق لفترة ممتدة من الزمن أيضاً. ويحدث ذلك عندما ترتفع أسعار الأسهم بفعل بعض التوقعات التي لا يمكن دعمها فيما بعد بالأداء الفعلي للشركة. وفي هذه الأحوال ، تعمل آليات السوق على تعديل أسعار هذه الأسهم لاحقاً بما ينسجم مع المستويات الفعلية للأرباح.

ويوجه [١٦] انتقادات عديدة لأسلوب المحاكاة (Simulation) الذي استخدمه الباحثون لتكوين المحافظ الوهمية. وكان من أشد هذه الانتقادات ما يلي: أولاً ، بينما يعرف مدراء المحافظ الفعلية الأسعار التي تم دفعها بالفعل لشراء الأسهم ، يفترض الباحث أن أسعار الأفعال هي تقديرات مناسبة للأسعار الفعلية. ومع تزايد الفرق بين الأسعار الافتراضية والأسعار الفعلية (غير المنظورة) ، يزداد معدل الأداء الزائف (Spurious) للمحفظة الوهمية. زد على ذلك أن الفرق بين الأداء الزائف والأداء الفعلي يزداد بانخفاض القيمة السوقية للأسهم المشككة

للمحفظة. ويعني ذلك أن "قابلية" المحافظ الوهمية لتحقيق عوائد زائفة تزداد بانخفاض القيم السوقية للأسهم المكونة لها.

ويتركز الانتقاد الثاني على المحافظ الوهمية "للاستثمار" في الأسهم الصغيرة ذات معدلات الدوران المنخفضة والتي يعاد تشكيلها كل خمس سنوات. إن عددا كبيرا من أسهم هذه المحافظ يستوفي شروط الهجرة إلى محافظ الأسهم الكبيرة قبل انقضاء فترة الخمس سنوات. غير أن السياسة الاستثمارية طويلة الأجل لا تسمح له بالانتقال إلا بعد مرور خمس سنوات. ويعني ذلك أن معدلات الأداء التاريخي لمحافظ الأسهم الصغيرة قد تضخمت بفعل استحواد هذه المحافظ على عوائد جيدة كان ينبغي أن تكون من نصيب محافظ الأسهم الكبيرة.

وينصب آخر الانتقادات على المحافظ الوهمية "للمضاربة" في الأسهم الصغيرة ذات معدلات الدوران العالية والتي يعاد تشكيلها بصفة مستمرة لعدم أخذ مصروفات التداول (transaction cost) بعين الاعتبار. إن عدم أخذ مصروفات التداول في الحسبان يؤدي إلى تضخيم عوائد المحافظ الوهمية بالمقارنة مع عوائد المحافظ الفعلية لكل فئات القيم السوقية. غير أن تزايد عدد مرات إعادة تشكيل المحفظة يرفع معدل دورانها، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى زيادة مصروفات التداول. زد على ذلك أن مصروفات التداول تزداد في الواقع العملي مع انخفاض القيم السوقية للأسهم.

بيانات ومنهجية الدراسة

تستخدم هذه الدراسة مؤشر Global لأسعار أسهم الشركات الصغيرة ومؤشر Global لأسعار أسهم الشركات الكبيرة اللذين تعدهما شركة بيت الاستثمار العالمي. وهذان المؤشران موزونان بالقيم الرأسمالية السوقية للشركات المكونة لهما. وقد تم استخدام بيانات شهرية تغطي الفترة يونيو ١٩٩٣ م - ديسمبر ١٩٩٩ م. ويتم أعداد هذين المؤشرين من خلال قياس القيمة السوقية الإجمالية لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصة الكويت ثم ترتيب هذه الأسهم تنازليا في قائمة على أساس القيمة السوقية. ويتكون مؤشر الشركات الكبيرة من أسهم أول عشر

شركات في القائمة ، بينما يتكون مؤشر الشركات الصغيرة من أسهم آخر عشر شركات في القائمة. ويتم تغيير مكونات المؤشرين دورياً في ضوء المعلومات التي تتوافر حول تغير القيم الرأسمالية السوقية للشركات المدرجة.

وقد تم اتباع منهجية مماثلة للمنهجية التي اتبعها [١٠] لوجود وجهين ، على الأقل ، من أوجه التشابه بين الكويت وتايوان. أولاً ، فيما عدا النفط الخام ومشتقاته ، تستورد الكويت كل احتياجاتها الاستهلاكية وأصولها الإنتاجية تقريباً من الخارج. ثانياً ، لا يزال السوق النقدي غير نشط في الكويت بحيث يتعذر قياس سعر الفائدة الخالي من المخاطر.

وترتكز هذه المنهجية على نموذج السوق عوضاً عن نموذج CAPM العادي الذي يتطلب استخدامه توافر بيانات تاريخية لسعر الفائدة الخالي من المخاطر. ويتمثل نموذج السوق بالعلاقة الخطية البسيطة التالية :

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \mathcal{E}_i \quad (1)$$

حيث تمثل r_{it} العائد الشهري للسهم i في الشهر t . وتحسب العوائد الشهرية عن

طريق إيجاد الفروق اللوغاريتمية لأسعار الأقفال الشهرية المتتالية ($r_{it} = \text{Log} \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right)$) . وتمثل

r_{mt} عائد السوق في الشهر t . وقد تم في هذه الدراسة استخدام القيم الشهرية لمؤشر Global

العام لحساب عائد السوق.

وفي سبيل تقدير قيم معلمتي نموذج السوق ، β_i و α_i ، خلال فترة زمنية مقارنة لكل شهر تحققت فيه العوائد فوق العادية ، تم استخدام أسلوب المعادلات الانحدارية المتدرجة (rolling regressions) بنافذة سعتها ستة شهور. ويسمح هذا الأسلوب بتحديث عينة البيانات بحيث يتم تقدير معلمتي النموذج باستخدام البيانات التاريخية القريبة ويستبعد البيانات التاريخية البعيدة. ونتيجة لذلك ، تتمخض عملية التقدير عن الحصول علي سلاسل زمنية لقيم المعلمتين.

ويتم استخدام السلاسل الزمنية المقدرة للمعلمتين للحصول على تقديرات للعوائد فوق العادية A_{it} ، المحققة في كل شهر t طبقا للعلاقة التالية:

$$A_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mit}) \quad (2)$$

حيث تمثل $\hat{\alpha}_i$ و $\hat{\beta}_i$ القيم المقدرة لمعلمتي نموذج السوق.

النتائج

لو كان تأثير القيم الرأسمالية السوقية للشركات في بورصة الكويت على معدلات عائد أسهمها مشابهاً للتأثير الذي كشفت عنه الدراسات السابقة التي أجريت في السوق الأمريكي ، فمن المتوقع أن تكون العوائد المعدلة للخطر التي يحققها مؤشر Global لأصغر عشر شركات أعلى من تلك التي يحققها مؤشر Global لأكبر عشر شركات. وفي سبيل التحقق من ذلك ، تم حساب متوسط العائد وتقدير قيم معاملات بيتا ومعدلات العائد فوق العادية للمؤشرين باستخدام نموذج السوق وبيانات شهرية خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩م.

الجدول رقم (١): المتوسطات السنوية لقيم معاملات بيتا الشهرية خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩م.

السنة	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩	٩٩-٩٣
عدد الشهور	٧	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	٨٤
الشركات الصغيرة	٠.٨٩٨٣	٠.٢٧٩٧	٠.٨٠٤٦	٠.٩٥٦٣	٠.٩٨٦١	١.١٥٠٦	٠.٩٧٧٧	٠.٨٩٨٣
الشركات الكبيرة	٠.٩٣٧١	١.١٢٨٣	٠.٩٤٦٨	١.٢١٨٨	٠.٩٦١٧	٠.٨٤٥٠	٠.٩٨٢٧	١.٠٠٧١
معلمة t	٣.٩٤							

يتضمن الجدول رقم (١) المتوسطات السنوية لقيم معاملات بيتا الشهرية المقدرة بواسطة أسلوب المعادلات الانحدارية المتدرجة للمؤشرين ومعلمة t لمعنوية الفرق بين متوسطي قيم

معاملات بيتا خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م. ويتبين من الجدول أن المخاطرة النظامية للشركات الصغيرة أقل من المخاطرة النظامية للشركات الكبيرة. ويعني ذلك أن عوائد الشركات الكبيرة تتأثر (صعوداً وهبوطاً) أكثر بتحركات عائد السوق ككل بالمقارنة مع عوائد الشركات الصغيرة. وتتفق هذه النتائج مع النتائج التي تم الحصول عليها في كثير من الدراسات المشابهة.

الجدول رقم (٢): متوسط معدل العائد الشهري خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م.

السنة	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩	٩٩-٩٣
عدد الشهور	٧	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	٨٤
الشركات الصغيرة	٠.٠١٥٢	-٠.٠٠٦٣	٠.٠٠٤٦٣	٠.٠٢٣٨	٠.٠٦٣١	-٠.٠٤٢٠	-٠.٠١٣٣	٠.٠١٥٢
الشركات الكبيرة	٠.٠١٤١	-٠.٠٠١٧	٠.٠١٣٦	٠.٠٢٢٣	٠.٠٠٧٧	-٠.٠٢٤٠	٠.٠٠٨٣	٠.٠٠٥٢
معلمة t	٥.٤٥							

ويتضمن الجدول رقم (٢) المتوسطات السنوية لمعدلات العائد الشهرية المحسوبة للمؤشرين ومعلمة t لمعنوية الفرق بين معدلي العائد خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م. وتشير النتائج إلى أن معدلات عوائد الأسهم الصغيرة أعلي من معدلات عوائد الأسهم الكبيرة ، حيث حققت الأسهم الصغيرة خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م، في المتوسط ، معدل عائد شهري قدره ٠.٠١٥٢ ، أي ما يعادل ١٨٪ سنويا ، في حين أن ما حققته الأسهم الكبيرة يقل عن ٧٪ سنويا.

الجدول رقم (٣). المتوسطات السنوية لمعدلات العائد فوق العادية الشهرية خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م.

السنة	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦	٩٧	٩٨	٩٩	٩٩-٩٣
عدد الشهور	٧	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	٨٤
الشركات الصغيرة	٠.٠٠٢٨	-٠.٠٠٦١	٠.٠٠٤٥	٠.٠٠٣٤	٠.٠١٢٧	٠.٠٠٠١	٠.٠٠١٩	٠.٠٠٢٨
الشركات الكبيرة	٠.٠٠١١	-٠.٠٠١١	-٠.٠٠٠٧	-٠.٠٠١٨	-٠.٠٠٢٢	٠.٠٠٠٩	-٠.٠٠٣٥	-٠.٠٠١٢
معلمة t	٤.١٢							

ويتضمن الجدول رقم (٣) المتوسطات السنوية لقيم العوائد فوق العادية (المعدلة للمخاطرة) الشهرية للمؤشرين ومعلمة t لمعنوية الفرق بين متوسطي قيم العوائد فوق العادية خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م. ويتبين من الجدول أن الأسهم الصغيرة حققت عوائد فوق عادية تتجاوز ٣٪ سنويا. وعلى النقيض من ذلك ، حققت الشركات الكبيرة عوائد فوق عادية سالبة. ويعني ذلك أن التراجع في عوائد الأسهم الكبيرة يتجاوز الحدود التي يملها حجم مخاطرها النظامية. ويتضح من النتائج أيضا أن الأسهم الصغيرة تفوقت في المتوسط على الأسهم الكبيرة خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م ، كما أنها تفوقت بشكل مطلق على الأسهم الكبيرة في خمس سنوات من أصل سبع سنوات غطتها الدراسة.

الخلاصة

قامت هذه الدراسة بالمقارنة بين أداء الأسهم الصغيرة وأداء الأسهم الكبيرة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٩ م. وقد بينت النتائج أن محافظ الأسهم الصغيرة تحقق عائدا معدلا للمخاطر أعلى بكثير من ذلك الذي تحققه محافظ الأسهم الكبيرة. ويدعو ذلك إلى الاعتقاد بأن القيم الرأسمالية السوقية تلعب دورا في تحديد معدل العائد الذي تحققه الأسهم العادية. غير أن نظريات التمويل لا تزال تخلو من أي أساس نظري يمكن استخدامه لتفسير هذا الدور. وفي ظل ذلك تقترح الدراسة الحالية التفسيرات التالية. أولا ، قد لا يكون للقيمة الرأسمالية السوقية دور "حقيقي" في توليد العائد ، بل ربما تكون لها علاقة ارتباط قوية مع عناصر مخاطرة حقيقيه ملغاة من نموذج CAPM. وقد ورد في [١٧] دليل يشير إلى وجود مثل هذه العناصر في السوق الكويتي. إذ تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن مستوى العوائد المعدلة للخطر يتناسب تناسباً عكسياً مع حجم مضاعف P/E.

وقد يدعو ذلك إلى الاعتقاد بأن نموذج CAPM ربما لا ينطبق على سوق الأسهم في الكويت. غير أن قصر الفترة الزمنية التي غطتها الدراسة قد لا يسمح بإعطاء هذا الاستنتاج قدرا كبيرا من الثقة بقدر ما يدعو إلى إجراء المزيد من الدراسات في هذا المجال. ثانيا ، يمكن تفسير هذا

الدور في ضوء الدليل التجريبي لدراسات اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية (انظر ، على سبيل المثال ، [١٨] و [١٩] و [٢٠] و [٢١] و [٢٢]). لقد أوردت هذه الدراسات نتائج لا تدعم فرضية الكفاءة المعلوماتية للسوق خلال الثمانينات والتسعينات. وأخيراً ربما يكون هذا الدور غير حقيقي ومبني على نتائج ترتبت على استفادة الأسهم الصغيرة ذات الطبيعة المضاربية من فترات استثنائية قصيرة أمد مر بها السوق الكويتي (الفترة التي قامت الحكومة خلالها ببيع حصصها من أسهم الشركات الكويتية المدرجة ، على سبيل المثال) أو قد يكون سبب هذه النتائج عدم أخذ هذه الدراسة مصروفات التداول بعين الاعتبار.

إن محاولة تفسير نتائج هذه الدراسة قد أسفرت فيما يبدو عن إثارة المزيد من التساؤلات التي ينبغي الإجابة عنها. لذا ، يجب توجيه الجهود البحثية نحو اختبار صحة نموذج CAPM في السوق الكويتي بشكل عام وتحليل العلاقة السببية (causality analysis) بين القيمة الرأسمالية السوقية ومتغيرات أخرى مثل معدل العائد ومضاعف P/E والعائد الجاري (dividend yield) خلال فترات مختلفة وباستخدام قواعد بيانات ومنهجيات متنوعة.

المراجع

- [١] Banz, R.W. *Limited Diversification and Market Equilibrium: An Empirical Analysis*. Ph.D. Dissertation. University of Chicago, Chicago, IL, 1978.
- [٢] Reinganum, Marc R. "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values". *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), 19-46.
- [٣] Fama, E.F. and French, K.R. "The Cross-section of Expected Returns". *Journal of Finance*, 47 (1992), 427-65.
- [٤] Basu, Sanjoy. "The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Returns for NYSE Common Stocks". *Journal of Financial Economics*, 12 (1983), 126-156.
- [٥] Jensen, Gerald R., Johnson, Robert R. and Mercer, Jeffrey M. "The

- Inconsistency of Small-firm and Value Stock Premiums are not Simply a Function of Time". The *Journal of Portfolio Management*, Winter (1998), 27-36.
- Banz, R.W. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks". *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), 3-18. [٦]
- Klein, Roger W. and Bawa, Vijay S. "The Effect of Limited Information and Estimation Risk on Optimal Portfolio Diversification". *Journal of Financial Economics*, 5 (1977), 89-111. [٧]
- Latan'e, H.A. and Jones, C.P. "Measuring and Using Standardized Unexpected Earnings" *American Finance Association, Annual Meeting* in New York, 1977. [٨]
- Latan'e, H.A., Jones, C.P. and Rieke, R.D. "Quarterly Earnings Reports and Subsequent Holding Period Returns". *Journal of Business Research*, No.2 (1974), 119-132. [٩]
- Huang, Yen-Sheng. "The Size Anomaly on the Taiwan Stock Exchange". *Applied Economic Letters*, 4 (1997), 7-12. [١٠]
- Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long-run*. Chicago: Richard D. Irwin, 1994. [١١]
- Gustafson, Keith E. and Miller, James D. "Where Has the Small-stock Premium Gone?" *The Journal of Investing*. Fall (1999), 45-53. [١٢]
- Lee, C.W. *The Stock Price Behavior and Size Effect: An Empirical Investigation of the Taiwan Stock Market*. Ph.D. Dissertation, National Chengchi University, Taipei, Taiwan, ROC, 1988. [١٣]
- Chou, S.R. and Johnson, K.H. "An Empirical Analysis of Stock Market Anomalies: Evidence from the Republic of China in Taiwan". In: *Pacific-Basin Capital Market Research*. Rhee, S.G. and Chang, R. (Eds.), North-Holland, 1990, 283-312. [١٤]
- Ma, T. and Shaw, T.Y. "The Relationships between Market Value, P/E Ratios, Trading Volume and Stock returns of Taiwan Stock Exchange". In: *Pacific-Basin Capital Markets Research*. Rhee, S.G. and Chang R.. (Eds.), North-Holland, . 1990, 313-35. [١٥]
- Fouse, William L. "The Small Stocks' Hoax". *Financial Analysts Journal*, July/August 1989, 12-15. [١٦]

- Al-Loughani, N.E. and Matar, M.H. "The Investment Performance of Growth and Value Stocks in the Kuwaiti Stock Market". *The Journal of Administrative Sciences*, (Forthcoming). [١٧]
- Al-Loughani, N.E., "Random Walk in Thinly Traded Stock Markets: The Case of Kuwait". *Arab Journal of Administrative Sciences*, 3 (1995), 189-209. [١٨]
- Al-Loughani, N.E., "Recent Trends and Market Inefficiency in the Kuwait Stock Exchange: Evidence from the post – liberation Era". In: *Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance* Dahel Riad (Ed.), The Arab Planning Institute, Kuwait, The American University in Cairo Press, (2000a), 63- 73. [١٩]
- Al-Loughani, N.E. "The Analysis of the Causal Relationship between Stock Prices and Trading Volume in the Kuwaiti Stock Market." *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 15 (2000b), 25-47. [٢٠]
- Al-Loughani, N.E. and Chappell, D. "Modelling the Day-of-the-Week Effect in the Kuwait Stock Exchange: A Non-linear GARCH Representation". *Applied Financial Economics*, (2000) (Forthcoming). [٢١]
- Al-Loughani, N.E. and Moosa, I. "Testing the Efficiency of an Emerging Stock Market Using Trading Rules: The Case of Kuwait". *Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies*, 24, No. 95 (1999), 217 – 237. [٢٢]

The Performance of Small Firm and Large Firm Stocks in the Kuwait Stock Exchange

Nabeel E. Al-Loughani

*Department of Finance and Financial Institutions, College of Administrative Sciences,
Kuwait University, P.O. Box 5486, Safat 13055, Kuwait*

(Received 9-8-1421H.; accepted for publication 16-1-1422H.)

Abstract. This paper examines the empirical relationship between the return and the total market value of Kuwaiti listed companies. Using the market model to estimate the returns of the global small-cap and large-cap indexes, this study finds that smaller firms have had higher risk adjusted returns, on average, than larger firms. These results suggest that wither the capital asset pricing model (CAPM) does not accurately describe the Kuwaiti stock market or the Kuwaiti market is inefficient. The evidence documented in the literature, however, points to the likelihood that this anomaly is being generated by market inefficiency.