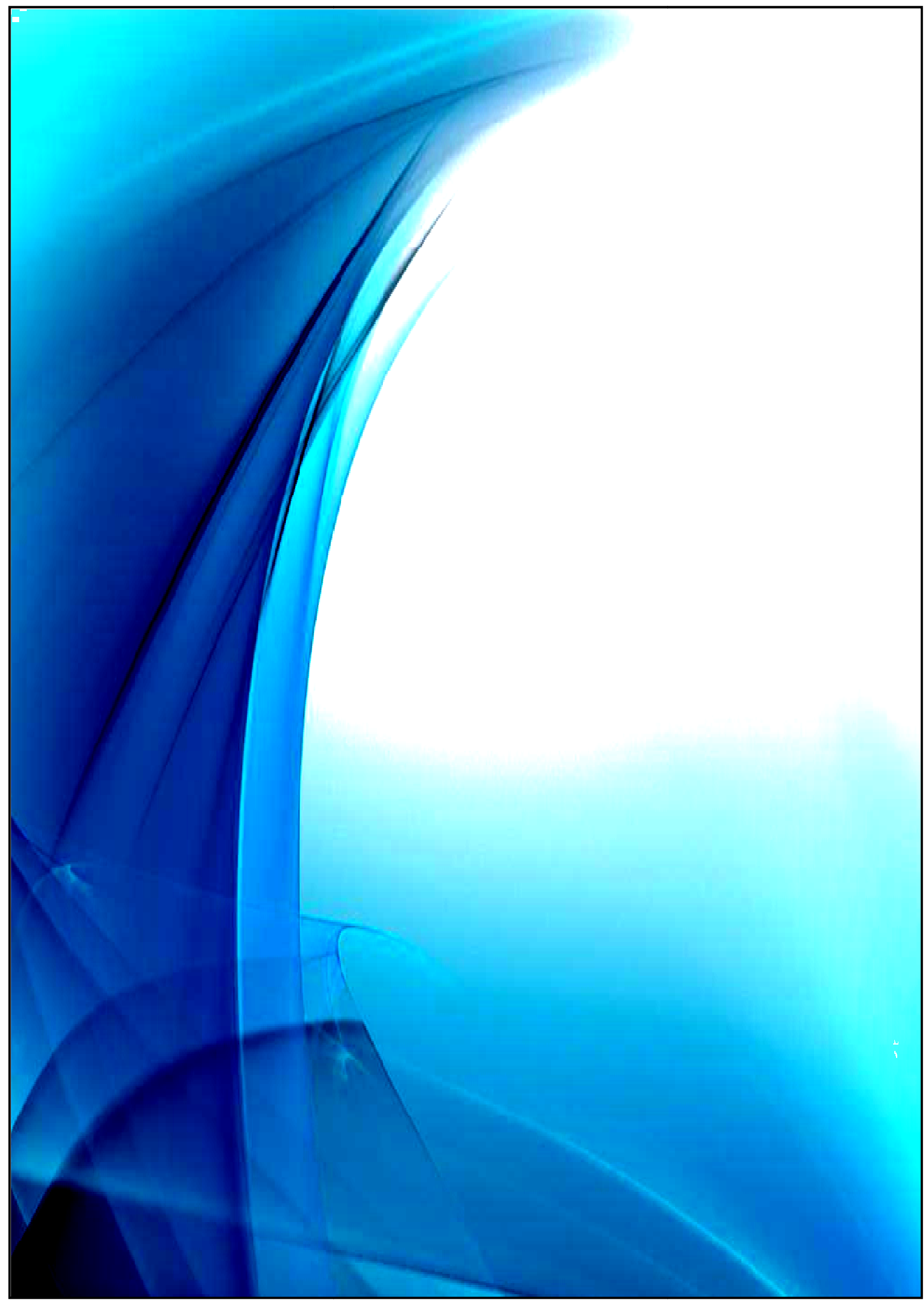






المركز الجامعي أحمد بن يحيى النشرسي
تيسمسيلت

المعيار

في الحقوق والعلوم السياسية والاقتصادية
مجلة فصلية محكمة

إصدارات المركز الجامعي تيسمسيلت

المجلد العاشر العدد 02 جوان 2019

EISSN 2602-6376

ISSN 2170-0931

المعيار

المعيار في الحقوق والعلوم السياسية والاقتصادية
مجلة فصلية أكاديمية محكمة مفهومة



المركز الجامعي أحمد بن يحيى الوشاشي قيسميلة - الجزائر -

شروط النشر وضوابطه

- المعيار مجلة علمية محكمة تنشر البحوث الأكاديمية والدراسات الفكرية والعلمية والأدبية التي لم يسبق نشرها من قبل.
- دورية تصدر مرتين في السنة عن المركز الجامعي بتيسمسيلت. الجزائر.
- تُقبل البحوث باللغات العربية والفرنسية والانجليزية.
- ضرورة وجود مختصر أو تمهيد للمقال سواء باللغة العربية أو الأجنبية.
- تخضع البحوث والدراسات المقدمة للمجلة للشروط الأكاديمية المتعارف عليها.
- تخضع البحوث للتحكيم من طرف اللجنة العلمية للمجلة.
- تُقدم البحوث والدراسات مكتوبة في ورقة على مقاس (21/29.7) بهامش 3 سنتيم عن يمين الصفحة و1.5 عن يسارها وهامش 2 سنتيم عن أعلى الصفحة وأسفلها.
- تتم الكتابة بخط (Traditional Arabic) حجم (16)، وفي الهامش بالخط نفسه حجم (14).
- تتم كتابة البحوث كاملة أو الفقرات والمصطلحات والكلمات باللغة الأجنبية داخل البحوث المكتوبة باللغة الفرنسية بخط (Times new roman) حجم (12)، وفي الهامش بالخط نفسه حجم (10).
- تكون الهوامش والإحالات في آخر الدراسة ولا يستعمل فيها التهميش الأوتوماتيكي.
- يُقدم البحث في قرص مضغوط ونسخة ورقية مطبوعة.
- لا يقل حجم البحث عن 10 صفحات ولا تتجاوز 15 صفحة.
- الأعمال المقدمة لا تُردّ إلى أصحابها سواء نشرت أم لم تنشر.
- المواد المنشورة تعبر عن آراء أصحابها، والمجلة غير مسئولة عن آراء وأحكام الكتاب. كما أن ترتيب البحوث يخضع لاعتبارات تقنية وفنية.

المدير المسئول عن النشر

أ. د. عيساني امحمد.

المعيار

المجلد العاشر العدد 02 جوان 2019

مجلة علمية محكمة تصدر عن المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي

تيسمسيلت - الجزائر

توجه جميع المراسلات باسم رئيس التحرير

عن طريق البوابة الإلكترونية www.asjp.cerist.dz

المركز الجامعي : أحمد بن يحيى الونشريسي تيسمسيلت . الجزائر.

الهاتف/الفاكس : 046573188

www.cuniv.tissemsilt.dz

البريد الإلكتروني:

EISSN 2602-6376

ISSN 2170-0931

رئيس المجلة:

أ. د. دحدوح عبد القادر

المدير المسؤول عن النشر:

د. عيساني محمد

رئيس التحرير:

د. مرسي رشيد.

نائبا رئيس التحرير:

د. علاق عبد القادر، د. عيسى المراجي

هيئة التحرير:

أ. غربي محمد، د. بوراس محمد، أ. د. شريط عابد، د. محي الدين محمود عمر، د. خالد روشو، د. مرسي مشري، د. العيداني إلياس

الهيئة العلمية:

من المركز الجامعي تيسمسيلت: أ. غربي محمد، د. راجي بوعبد الله، د. بوراس محمد، د. علاق عبد القادر، د. روشو خالد، د. لعروسي أحمد، د. مرسي مشري، د. قززان مصطفى، د. شعشوع قويدر، د. زرقين عبد القادر، د. دراجي عيسى، د. محي الدين محمود عمر، د. العيداني إلياس، د. عيسى اسماعيل، د. بوزكري الجيلالي، د. ضويحي حمزة، د. عادل رضوان. من جامعة ابن خلدون تيارت: أ. د. بوزيان أحمد، من جامعة صفاقس، تونس: أ. د. عبد الحميد عبد الواحد، د. بوكري بن عبد الكريم، من جامعة المنصورة، مصر: د. محمد كمال سرحان، من جامعة طرابلس، ليبيا: د. أحمد شرراش، من الجامعة الأردنية، الأردن: أ. د. صادق الحايك، من جامعة الجزائر 03، الجزائر: د. فتح بلغول، من جامعة ملين دباغين، سطيف: أ. د. بوطالبي بن جدو، من جامعة وهران: أ. د. مخطار حبار، من جامعة سيدي بلعباس: أ. د. محمد بلوحي، من جامعة سعيدة: د. عبد القادر راجي، من جامعة تلمسان: أ. د. محمد عباس، أ. د. عبد الجليل مرتاض، من جامعة تيزي وزو: أ. د. مصطفى درواش، من جامعة مستغانم: د. منصور بن لكحل، من جامعة زيان عاشور، الجلفة: د. حربي سليم، من جامعة حسنية بن بوعلي، شلف: أ. د. حفصاوي بن يوسف، أ. د. موسى فريد، د. مخلوف أوسماعيل،

UNIVERSITIE PAUL SABATIER TOULOUZE 03. FRANCE: CRISTINE Mensson.

كلمة العدد

تواصل المجلة في هذا العدد السير في خطها الذي رسمته منذ بداية انطلاقها، رامية إلى تجميع البحوث والجهود العلمية الجادة والرصينة، وأن تكون منبراً لإبرازها والرفي بها. وفي هذه الكلمة نشير إلى عدد من المواضيع التي تم اعتمادها في هذا العدد والتي تمس بالواقع والراهن المعيش، نذكر منها موضوعاً عن علاقة النحو بالتراث العربي، وكذا موضوع تحليل الثورة التحريرية في القصيدة الشعرية، وموضوعات نقدية، وترجمة لمواضيع أخرى، وهي عينة ذكرناها على سبيل التمثيل فقط في معرض إشارتنا إلى اهتمام المجلة بالبحوث التي تتناول القضايا الآتية في مختلف المجالات، وهي محاولة لمسيرة الواقع الراهن.

المدير المسؤول عن النشر

أ. د. عيساني محمد

فهرس المجلة

كلمة العدد	ص. ت
- أثر التمكين النفسي في إبداع موظفي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة برج بوعريريج زروخي فيروز، جيجيق زكية، د. لجلط ابراهيم	ص 01
- أثر الثقافة التنظيمية على الأداء التسويقي بالمؤسسة الصناعية: دراسة حالة وحدة قارورات الغاز بباتنة د/اسماعيل نسرين، أ.د/ يحيوي إلهام	ص 18
- إعداد وتطبيق النموذج العشوائي ذي الفترة الواحدة مع العجز لتحديد القرارات المثلى للشراء من المواد الأولية في المؤسسة الصناعية -دراسة تطبيقية د. عيسى حجاب، د. محمد علي الجودي	ص 38
- استخدام التكنولوجيا الحديثة لتسهيل منظومة تسيير الزبائن في المؤسسة الاقتصادية - حالة الشركة الجزائرية لتوزيع الكهرباء والغاز - د. قراصي سارة، أ.د. يحيوي الهام	ص 52
- التغيير التنظيمي وإشكالية تجسيده في المنظمات نماذج نظرية وإجراءات تنفيذية أ. خبيزي سامية	ص 67
- الديمقراطية التشاركية البيئية لتحقيق التنمية المحلية في الجزائر د. عبد اللاوي جواد	ص 77
- المعاملات المصرفية عبر الهاتف المحمول في إطار الاقتصاد الرقمي - دراسة حالة البنك المحمول الأمريكي: Wingspan.com Bank د. بورقية قويدر د. عمري ريم، أ. عمري سامي	ص 91
- برامج التدريب و تنمية الابداع داخل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الصناعية الجزائرية - دراسة حالة عينة من المؤسسات الممولة من الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة ولاية عين الدفلى - د. أحمد بن يحي ربيع، د. فرحات عباس	ص 108
- تأثير تبني استراتيجية السوق الأزرق على تحقيق الميزة التنافسية استعراض تجارب بعض الشركات العالمية د. صفح صادق، د. صدوقي غريسي، د. بوشخي محمد رضا	ص 127
- تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية-	

ص 140	د. حاج قويدر قورين، د. عمر عبو، د. كمال قسول
ص 162	- عقوبة العمل للنفع العام الحل البديل من أجل تفعيل السياسة العقابية في الجزائر د/بن شنوف فيروز، د/شامي أحمد،

تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة

- دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية -

**Evaluating the performance of investment funds according to the composite indicators
- CASE STUDY OF KUWAIT STOCK EXCHANGE -**

د. حاج قويدر قورين - أستاذ محاضر (أ) - جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف.

د. عمر عبو - أستاذ محاضر (أ) - جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف.

د. كمال قسول - طالب دك توراه ب المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - بميلة.

الملخص:

من خلال الورقة البحثية تناولنا أهم النماذج المركبة لتقييم أداء صناديق الاستثمار التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وذلك لإعطاء صورة للمستثمرين عند اتخاذ القرار الاستثماري المناسب. توضح هذه المؤشرات العلاقة بين المخاطر الكلية والمنتظمة في السوق ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق، وعليه تم تطبيق هذه النماذج على عينة من الصناديق في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث شهد هذا الأخير عدة أزمات خلال فترة الدراسة من سنة 2007 إلى غاية 2016، كانت أول أزمة تأثر بها سوق الكويت للأوراق المالية هي الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالإضافة إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية والأحداث التي مر بها الوطن العربي (الربيع العربي) خلال سنة 2011، وبداية تداعيات أزمة انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014، كما شهدت استمرارية انخفاض أسعار النفط الخام خلال سنتي 2015 و 2016 كل هذه الأزمات أثرت على أداء السوق سواء من حيث القيمة السوقية أو حجم وقيمة التداول بالإضافة تأثيرها على أداء الصناديق مما انعكس على تزايد مخاوف المتعاملين في السوق.

الكلمات الدالة: سوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن.

Abstract

Through this research paper, we discussed the most complex models for assessing the performance of investment funds traded in the stock market in order to give investors an image when making the right investment decision. These indicators show the relationship between systemic and systemic risk in the market and investment risk in these funds. These models were applied to a sample of funds on the Kuwait Stock Exchange. The latter witnessed several crises during the period from 2007 to 2016. The impact of the Kuwait Stock Exchange is the global financial crisis for the year 2008 in addition to the repercussions of the Greek sovereign debt crisis and the events experienced by the Arab world (Arab Spring) in 2011, and the beginning of the repercussions of the oil price decline in the fourth quarter of 2014, Prices of Aft crude during the years 2015 and 2016 all these crises have affected the performance of the market both in terms of market value or trading volume and value as well as its impact on the performance of the funds, which reflected the growing fears of traders in the market.

Keywords: Kuwait Stock Exchange, Sharpe Index, Tannor Index, Jensen Index

مقدمة

تعتبر صناديق الاستثمار أحد أدوات المالية التي يتم تداولها داخل سوق الأوراق المالية، إذ تلعب دوراً في جلب وتجميع المدخرات من عند المستثمرين وخاصة المستثمرين الصغار، حيث تتيح لهم الفرصة للولوج إلى داخل السوق من أجل الاستثمار تحت إشراف وتسيير من طرف جهات متخصصة في إدارة الاستثمار، وذلك من أجل الحصول على عائد مقبول في ظل مخاطر متدنية. وعليه يتم تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار وفق نماذج مختلفة سواء كانت هذا التقييم بسيط أو مركب على عينة من الصناديق التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية الكويتية. إذ يعتبر هذا الأخير من بين أقدم الأسواق المالية في الوطن العربي، كما أنه يتميز بتنوع وتعدد الأدوات المالية المتداولة فيه، بالإضافة إلى أنه من بين أوائل الأسواق المالية المتداولة في الوطن من حيث حجم وقيمة التداول. وكانت حدود دراستنا من سنة 2007 إلى 2016.

إشكالية الدراسة: كيف يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة في سوق الكويت للأوراق المالية؟

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- عرض المفاهيم والنماذج المتعلقة بالصناديق الاستثمار.
- تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة مع دراسة حالة الكويت.
- أقسام الدراسة:** يمكن الإجابة على الأشكال المطروح بتقسيم هذه الورقة البحثية إلى:
- المحور الأول:** نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار؛
- المحور الثاني:** أداء سوق الأوراق المالية الكويتي؛
- المحور الثالث:** نتائج تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة.

المحور الأول: نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار

يمكن التمييز بين أسلوبين لتقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار إلى أسلوبين:

أولاً- النموذج البسيط: بمقتضاه يتم اختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائياً، ويقوم هذا الأسلوب على فرض أساسي وهو أن المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمارات تنخفض كلما تنوعت الاستثمارات التي تضمها المحفظة، على أساس أن توزيع المبلغ المتاح على عدد أكبر من الاستثمارات يُمكن إلى حد ما تجنب بعض المخاطر الاستثمارية. ويقوم هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك باعتماد على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة. وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد¹ وتوضح المعادلة التالية كيفية حسابه²:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_C}{P_0}$$

P_0 : قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء) ؛ P_1 قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)
 D : توزيعات الأرباح ؛ D_C : معدل العائد على الاستثمار ؛ $(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية.
 وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله، مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

ثانيا: الأساليب الكمية (الأسلوب المزدوج)

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر، ولتجنب هذا العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار، تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ومن أبرز هذه النماذج ما يلي:

1- نموذج شارب Sharpe Model (أسلوب المخاطر الكلية): قدم وليم شارب (Sharpe 1966) مؤشر Sharpe's Index لقياس أداء محفظة الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)، وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد³.

ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط⁴:

- معدل العائد الخالي من المخاطر
- متوسط معدل العائد للصندوق
- المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة δ الانحراف المعياري، وبذلك يقاس المؤشر لكل صندوق كما يلي⁵:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث:

S : تمثل مؤشر شارب ؛ R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق
 R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر ؛ δ_p : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق.

2- نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة) Treynor's Performance Model 1965:

قدم ترينور نموذج يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة⁶، ويمكن صياغة معادلة النموذج على النحو التالي:⁷

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

حيث : T : تمثل قيمة المؤشر؛ R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر

ويحسب β بالمعادلة التالية⁸:

$$\beta = \frac{\text{cov } R_p R_m}{\delta_m^2}$$

R_m : تمثل عائد السوق ؛ δ_m : تمثل الانحراف المعياري لعائد السوق ؛ β : مقياس مخاطر السوق

3- نموذج جنسن: Jensen's Alpha: قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف "بمعامل ألفا"، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد⁹:

• **المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي؛

• **المقدار الثاني:** فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة خطر السوق.

وإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

وعليه يمكن صياغة المعادلة على النحو التالي¹⁰:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta (R_m - R_f)$$

حيث:

R_p : عائد الصندوق ؛ R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر ؛ R_m : تمثل عائد السوق

وتشير المعادلة إلى أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن ، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

4- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) RiskAdjusted Performance

قدم (Leah&francoMadigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M^2)، نسبة إلى الأحرف الأولى من أسميهما، حيث أن مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار الاستثمارية، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمراً صعباً، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمراً سهلاً¹¹. ويمكن صياغة معادلته كما يلي¹²:

$$RAP = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$$

حيث:

RAP : معامل الأداء المعدل بالمخاطر؛ R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر؛ $\bar{R}_p$: متوسط عائد المحفظة δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق؛ δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم ويعكس المقدار $\left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم. بينما يشير $(\bar{R}_p - R_f)$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في اضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات ، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

المحور الثاني: أداء سوق سوق الكويت للأوراق المالية

أولاً: عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

الجدول رقم (1): عدد الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية 2007-2016

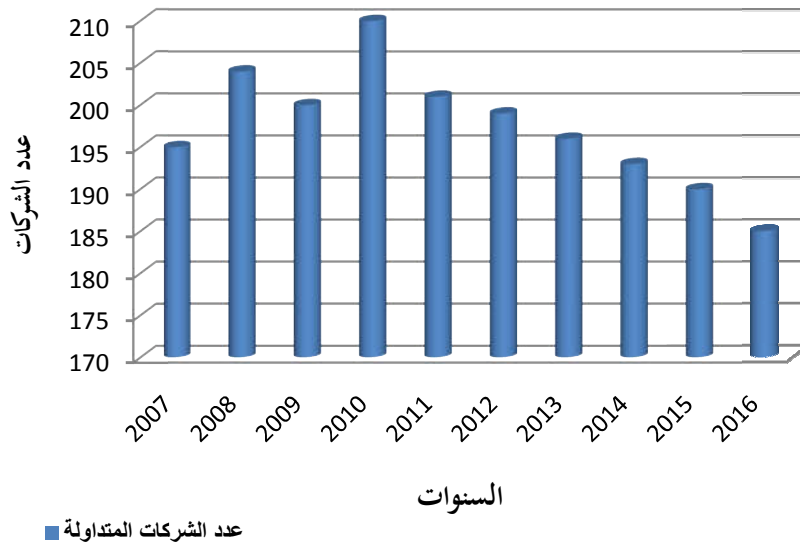
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
185	190	193	196	199	201	210	200	204	195	عدد الشركات
2.63-	1.55-	1.53-	1.51-	1.00-	4.29-	5.0	1.96-	4.62	-	نسبة

									التغير %
--	--	--	--	--	--	--	--	--	----------

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي (2007-2011)، ص 17، (2012-2014)، ص 1،

الشكل رقم (1): عدد الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة

2016-2007



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (1)

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن :

هناك تذبذب في عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث كانت سنة 2007 عدد الشركات 195 شركة ولكن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أدت إلى انخفاض الشركات المدرجة سنة 2009 إلى 200 شركة بنسبة انخفاض قدر بـ 2%، كما شهد السوق انخفاض سنة 2011 إلى 201 شركة بعدما كانت سنة 2010 تقدر بـ 210 شركة وذلك نتيجة لتداعيات الأزمة الديون السيادية اليونانية وأيضاً إلى الأحداث التي شهدتها الدول العربية (الربيع العربي) حيث انخفضت إلى 4.3%، ووصل تراجع عدد الشركات المدرجة والمتداولة في السوق حتى إلى غاية 2016 حيث وصل إلى 185 شركة ويرجع سبب ذلك إلى انسحاب اختياري لسبع شركات من السوق مما انعكس في الإحجام النسبي عن التداول في تلك الأسهم مما أدى إلى تراجع مؤشرات السوق الرئيسية.

ثانياً- حجم التداول:

جدول رقم (2): مؤشرات التداول لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2016-2007

السنوات	قيمة الأسهم (مليون دينار)	نسبة التغير %	عدد الأسهم (مليون سهم)	نسبة التغير %
2007	37009,5	-	70438,0	-
2008	35747,1	-3,4	80850,8	14,8
2009	21828,9	-38,9	106331,7	31,5
2010	12526,3	-42,6	74691,5	-29,8
2011	6068,3	-51,6	38423,0	-48,6
2012	7215,9	18,9	82805,7	115,5
2013	11389,4	57,8	126507,2	52,8
2014	6087,045	-45,56	52986,1	-58,1
2015	3943,7	-35,21	41509,7	-21,66
2016	2872,7	-27,16	30318,1	-26,96

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي 2014، الكويت، ص 27

البنك المركزي الكويتي، التقرير الاقتصادي لسنة 2015، الكويت، 2015، ص 136

البنك المركزي الكويتي، التقرير الاقتصادي لسنة 2016، الكويت، 2016، ص 112

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول

أن قيمة الاسهم المتداولة في السوق انخفضت بسبب الأزمة المالية العالمية حيث انخفضت إلى 3.4%، وواصلت تداعيات الأزمة خلال سنتي 2009 و 2010 بنسبة انخفاض يقدر بـ 38.9% و 42.6% على التوالي، أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة في السوق فقد شهدت سنتي 2008 و 2009 نسبة زيادة تقدر بت 14.8% و 31.5% على التوالي نتيجة الذعر لدى المستثمرين مما أدى إلى زيادة عمليات البيع والشراء في السوق. كما شهد السوق سنة 2011 انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة حيث وصلت نسبة الانخفاض إلى 51.6% وذلك بسبب تداعيات أزمة الديون السيادية لليونان، ثم انتعش السوق خلال سنتي 2012 و 2013 سواء من حيث قيمة الأسهم المتداولة أو من خلال عدد الأسهم المتداولة، إلا أن السوق شهد انخفاض سنة 2014 حيث وصلت قيمة الأسهم المتداولة إلى حدود -45.56%، بالإضافة إلى انخفاض مسجل في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 58.1%، وذلك نتيجة تداعيات الأزمة أنخفاض أسعار النفط خلال الربع الأخير من السنة. حيث استمرت موجة الانخفاضات في مؤشر السوق حتى 2016 بسبب ما شهدته من انخفاض نسبي في أسعار النفط الخام في بداية 2016، بالإضافة إلى تزايد التكهّنات حول آفاق العجز المتوقع في الموازنة العامة للدولة مما انعكاس على مؤشرات التداول والأسعار في السوق.

ثالثاً- القيمة السوقية وعدد الصفقات لسوق الكويت للأوراق المالية

الجدول رقم (3) القيمة السوقية للأسهم المصدرة وعدد الصفقات المنفذة خلال 2007-2016

العام	القيمة السوقية (مليون دينار)	نسبة التغير %	عدد الصفقات (صفقة)	نسبة التغير %
2007	33837,2	-	2101699	-
2008	30725,7	-9,20%	1997661	-4,95%
2009	27722,4	-9,77%	1938987	-2,94%
2010	33678,8	21,49%	1254143	-35,32%
2011	24052,5	-28,58%	618368	-50,69%
2012	29376,4	22,13%	1204934	94,86%
2013	31154,7	6,05%	2252744	86,96%
2014	30193,46	-3,09%	1226739	-45,54%
2015	26409,106	-12,53%	988073	-19,46%
2016	26542,83	0,51%	719196	-27,21%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011، ص 28، 2014، ص 24، 2016، ص 01

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول أن

انخفاض في القيمة السوقية للسوق حيث وصلت سنة 2008 إلى حدود 30.725 مليون دينار بانخفاض قدره 9.2% مقارنة بسنة 2007 وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وقد وصلت تداعيات الأزمة لسنة 2009 حيث وصل مقدار الانخفاض إلى 9.77% ثم تحسنت القيمة السوقية للسوق خلال سنة 2010 وصلت إلى 33.67 مليون دينار، أما فيما يخص عدد الصفقات المنفذة في السوق فشهدت هي الأخيرة انخفاض نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية حيث وصلت إلى حدود 35.32% سنة 2010، لكن سنة 2011 شهدت انخفاض يقدر بـ 28.58% في القيمة السوقية للسوق وأيضاً عدد الصفقات المنفذة في السوق قدر نسبة الانخفاض فيها بـ 50.69% وذلك بسبب تداعيات أزمة الديون السيادية وتدابير الأزمات التي شهدتها الوطن العربي. كما شهد السوق تحسن في القيمة السوقية وعدد الصفقات المنفذة، إلا أنه خلال سنة 2014 شهد انخفاض في القيمة السوقية وعدد الصفقات المنفذة على التوالي بـ 3.09% و 45.54% نتيجة انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع لسنة 2014، كما شهدت سنة 2015 انخفاض بشكل ملموس في مؤشرات التداول داخل السوق وخاصة في الربع الرابع من 2015 متأثراً باستمرار تراجع أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية مما ترك آثاراً سلبية على المتداولين في السوق وتأثرها على سياسة الإنفاق الحكومي، والعجز الموازنة العامة للدولة وذلك بتسجيل أول عجز في الموازنة العامة للدولة خلال السنة المالية 2015-2016 لتمويل العجز المتوقع، مما أدى إلى عزوف في تداولات المستثمرين في

السوق، بالإضافة إلى استمرار زيادة التوترات في المنطقة خاصة انطلاق العمليات العسكرية لقوات التحالف العربي في اليمن. وفي سنة 2016 قامت وكالة موديرز للتصنيف الائتماني بتخفيض النظرة المستقبلية للتصنيف السيادي لدول الكويت من مستقر إلى سلبي.

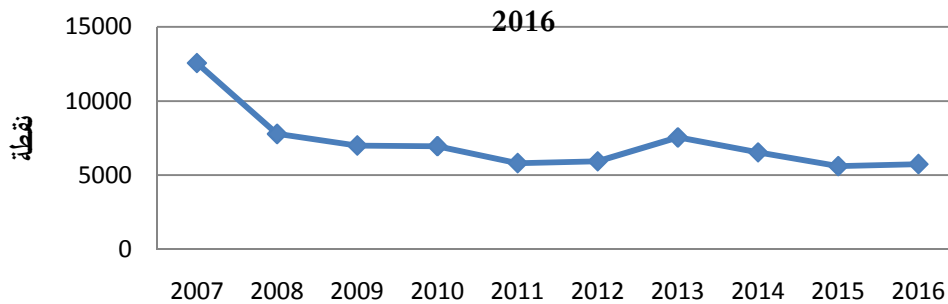
رابعاً-مؤشر السوق:

جدول رقم (4): تطور مؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المؤشر العام (نقطة)	12558,9	7782,6	7005,3	6955,5	5814,2	5934,3	7549,5	6535,7	5615,12	5748,1
نسبة التغير %	-	-38,0	-10,0	-0,7	-16,4	2,1	27,2	-13,4	14,09	2,37

المصدر: البنك الكويتي المركزي، إصدارات إحصائية فصلية (الربع الرابع 2012)، ص 1، (2014)، ص 1

الشكل رقم (2): تطور المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (4)

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن: المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية شهد انخفاض خلال الفترة (2008-2011) نتيجة لتداعيات الأزمة المالية بالإضافة إلى تداعيات الأزمة الديون السيادية اليونانية حيث وصل المؤشر إلى حدود 5814.2 نقطة أي بنسبة انخفاض وصل إلى حدود 16.4%، ثم شهد السوق تحسن في قيمة المؤشر خلال سنتي 2012 و 2013، أما خلال سنة 2014 فقد شهدت انخفاض وصل إلى حدود 6535.7 نقطة، أما فيما يخص 2015 و 2016 فقد شهد استمرار العجز في الموازنة العامة مما صاحب ذلك لظهور مخاوف حول تمويل العجز المسجل من مصادر التمويل المختلفة سواء كانت داخلية أو خارجية مما انعكس على الأوضاع المالية للشركات المدرجة في السوق، بالإضافة إلى استمرار التوترات في المنطقة وزيادة حدتها.

خامساً: تطور الصناديق المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

جدول رقم (5): تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الصناديق	79	99	100	100	95	94	93	89	85	78
نسبة التغير (%)	1	25.3	1.0	0.0	-5.0	-1.1	-1.1	-4.3	-4.5	-8.2

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية (2008-2014)، سوق الكويت للأوراق المالية وإصدارات إحصائية فصلية لبنك المركزي الكويتي، الجزء الثاني شركات الاستثمار، 2016، ص 1

التحليل: نلاحظ من خلال الجدول أن هناك زيادة في عدد الصناديق المدرجة في السوق وصلت سنة 2010 إلى حدود 100 صندوق مدرج، كما شهدت السوق بداية من سنة 2011 إلى غاية سنة 2014 انخفاض في عدد الصناديق المدرجة في السوق نتيجة لعدم الإفصاح على نتائج الدورية للصندوق مما أدى إلى توقيف تداول بعض الصناديق بالإضافة إلى تداعيات الأزمة الديون السيادية اليونانية وأزمة انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من سنة 2014، بالإضافة استمرارية انخفاض عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى ما شهدته سنتي 2015 و 2016 من استمرارية انخفاض في أسعار النفط الخام والعجز الموازي والتغيرات الجيوسياسية في المنطقة.

المحور الثالث: تقييم أداء عينة من الصناديق الاستثمارية لسوق الكويت للأوراق المالية (أنظر الملحق رقم 2)

سوف يتم تطبيق نماذج التقييم المركبة على عينة مختارة من الصناديق المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية

أولاً: تطبيق مؤشر شارب على سوق الكويت للأوراق المالية

• حساب مؤشر شارب لسوق الأوراق المالية الكويتي

- المتوسط السنوي لعوائد سوق الكويت بلغت - 3.63 %

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.18 %

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 18.51 %

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الأوراق المالية الكويتي خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

التحليل: نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب لسوق الأوراق المالية الكويتي أن السوق استطاع تحقيق عائد إضافي سالب عن كل وحدة مخاطرة كلية (-0.259) وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية السوق المرجحة بالمخاطر الكلية إلى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة التذبذبات القوية التي حصلت في السوق خاصة سنة 2008 (الأزمة المالية العالمية) حيث وصل العائد إلى 38.03%، وكذلك سنة 2011 (الربيع العربي) جعل انخفاض العائد على السوق ليصل إلى -16.41%، ثم ارتفع سنتي 2012 و2013 ليصل إلى 2.07% و27.22% على التوالي، إلا أن ما شهدته سنة 2014 من تراجع أسعار النفط في الربع الأخير من السنة تأثير على السوق فانخفض معدل العائد إلى -13.43%. وأيضاً استمرار انخفاض أسعار النفط خلال سنتي 2015 و2016 بالإضافة إلى تداعيات العجز الموازي والتغيرات الجيوسياسية في المنطقة وخاصة حرب اليمن.

ثانياً: تطبيق مؤشر شارب على عينة من صناديق الاستثمار الكويتية

1. مؤشر شارب لصندوق الرائد للاستثمارات (الشركة الكويتية للاستثمارات)

• حساب قيمة مؤشر شارب لصندوق الرائد للاستثمارات

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت -1.839%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.18%
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 16.00%
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

التحليل: أي أن العائد الإضافي السالب الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.188 وحدة عائد، حيث نلاحظ أن هناك انخفاض في معدلات عائد المخاطرة في صندوق الرائد للاستثمارات على معدلات المخاطرة في سوق الأوراق المالية الكويتي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق، حيث نجد أن هناك فارق يقدر بـ (-0.071) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق (16.00%) أقل من المخاطر الكلية للسوق (18.51%). وأن ارتفاع متوسط العائد على الصندوق قدر بـ (-1.839%) أكبر من متوسط العائد على السوق الذي قدر بـ (-3.63%)، ويرجع سبب ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق إلى طبيعة الاستثمارات في الصندوق، وذلك عن طريق استثمار أموال الصندوق في أسهم الشركات الكويتية وغير الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والصناديق الإستثمارية والاستثمار في الودائع والأوراق المالية.

1- مؤشر شارب لصندوق فرصة المال (شركة المركز المالي الكويتي)

• حساب مؤشر شارب لصندوق فرصة المال

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت -3.920%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.18%

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 17.72%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

التحليل: أي أن العائد الإضافي السالب الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.287 وحدة عائد، حيث نلاحظ أن هناك انخفاض في معدلات عائد المخاطرة في صندوق فرصة المال على معدلات المخاطرة في سوق الأوراق المالية الكويتي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق، حيث نجد أن هناك فارق يقدر بـ (-0.027) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق (17.72%) أقل من المخاطر الكلية للسوق (18.51%). وأن متوسط العائد على الصندوق قدر بـ (-3.920%) أقل من متوسط العائد على السوق الذي قدر بـ (-3.63%)، ويرجع سبب انخفاض عائد الصندوق على عائد السوق إلى طبيعة الاستثمارات في الصندوق، وذلك بسبب استثمار أموال الصندوق في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عن طريق سوق الخيارات والمشتقات المالية.

2- نتائج تطبيق مؤشر شارب لصندوق الدرة الاسلامي (بيت الاستثمار العالمي "جلوبل")

• حساب مؤشر شارب لصندوق الدرة الاسلامي

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت -3.6%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.18%

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 19.86%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

التحليل: أي أن العائد الإضافي السالب الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.240 وحدة عائد، حيث نلاحظ أن هناك ارتفاع في معدلات عائد المخاطرة في صندوق الدرة الاسلامي على معدلات

المخاطرة في سوق الأوراق المالية الكويتي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق، حيث نجد أن هناك فارق يقدر بـ (0.019-) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق (19.86%) أكبر من المخاطر الكلية للسوق (18.51%). وأن متوسط العائد على الصندوق قدر بـ (-3.60%) أكبر من متوسط العائد على السوق الذي قدر بـ (-3.63%)، ويرجع سبب ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق إلى طبيعة الاستثمارات في الصندوق، بسبب استثمار أموال الصندوق في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية.

3- نتائج تطبيق مؤشر شارب الدار للأوراق المالية (شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية "أدام")

• حساب مؤشر شارب لصندوق الدار للأوراق المالية

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت -5.50%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.18%
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 17.31%
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

التحليل: أي أن العائد الإضافي السالب الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.385 وحدة عائد، حيث نلاحظ أن هناك انخفاض في معدلات عائد المخاطرة في صندوق الدار للأوراق المالية على معدلات المخاطرة في سوق الأوراق المالية الكويتي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أقل من قيمة معدل شارب لسوق، حيث نجد أن هناك فارق يقدر بـ (0.126-) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق تقدر بـ (17.31%) أقل من المخاطر الكلية للسوق (18.51%). وأن متوسط العائد على الصندوق قدر بـ (-5.5%) أقل من متوسط العائد على السوق الذي قدر بـ (-3.63%)، ويرجع سبب انخفاض عائد الصندوق على عائد السوق إلى طبيعة الاستثمارات في الصندوق، بسبب استثمار أموال الصندوق في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ودول مجلس التعاون الخليجي.

ثانياً: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من الصناديق الاستثمارية

1- مؤشر M^2 لصندوق الرائد للاستثمارات• حساب مؤشر M^2 لصندوق الرائد للاستثمارات

- الانحراف المعياري لسوق الكويت يقدر بـ 18.51%؛
 - الانحراف المعياري لصندوق الرائد للاستثمارات يقدر بـ 16.00%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%؛
 - متوسط العائد لصندوق الرائد للاستثمارات يقدر بـ -1.839%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = -2.31\%$$

التحليل: نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح -2.31% بدلا من -1.839% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق. وعلى الرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق فإنه نلاحظ أن عوائد الصندوق (-1.839%) تبقى أكبر من عوائد السوق (-3.63%)، ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوق.

2- مؤشر M^2 لصندوق فرصة المال• حساب مؤشر M^2 لصندوق فرصة المال

- الانحراف المعياري لسوق الكويت يقدر بـ 18.51%؛
 - الانحراف المعياري لصندوق فرصة المال يقدر بـ 17.72%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%؛
 - متوسط العائد لصندوق فرصة المال يقدر بـ -3.920%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = -4.15\%$$

التحليل: نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح -4.15% بدلا من -3.92% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة

الاستثمار المباشر في السوق. وعلى الرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق فإنه نلاحظ أن عوائد الصندوق (-4.15%) تبقى أقل من عوائد السوق (-3.63%) ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوق.

3- مؤشر M^2 لصندوق الدرة الاسلامي

• حساب مؤشر M^2 لصندوق الدرة الاسلامي

- الانحراف المعياري لسوق الكويت يقدر بـ 18.51%؛
 - الانحراف المعياري لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ 19.86%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%؛
 - متوسط العائد لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ -3.60%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = -3.27\%$$

التحليل: نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح -3.27% بدلا من -3.6% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق. وعلى الرغم من خفض درجة المخاطر الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق فإنه نلاحظ أن عوائد الصندوق (-3.27%) تبقى أكبر من عوائد السوق (-3.63%) ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوق.

4- مؤشر M^2 لصندوق الدار للأوراق المالية

• حساب مؤشر M^2 لصندوق الدار للأوراق المالية

- الانحراف المعياري لسوق الكويت يقدر بـ 18.51%؛
 - الانحراف المعياري لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ 17.31%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%؛
 - متوسط العائد لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ -5.5%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = -5.96\%$$

التحليل: نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح -5.96% بدلا من -5.5% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق. وعلى الرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق فإنه نلاحظ أن عوائد الصندوق (-5.96%) تبقى أقل من عوائد السوق (-3.63%) ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوق.

ثالثا: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق الاستثمارية

1- مؤشر ترينور لصندوق الرائد للاستثمارات

- حساب مؤشر ترينور لصندوق الرائد للاستثمارات
- متوسط العائد لصندوق الرائد للاستثمارات يقدر بـ -1.839%
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق الرائد للاستثمارات يقدر بـ 0.755

التحليل: أي أن العائد السالب الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -3.99 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta = 0.755$ ($\beta < 1$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من -1.839% إلى -3.99% في ظل المخاطر المنتظمة.

2- مؤشر ترينور لصندوق فرصة المال

- حساب مؤشر ترينور لصندوق فرصة المال
- متوسط العائد لصندوق فرصة المال يقدر بـ -3.92%
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق فرصة المال يقدر بـ 0.842

التحليل: أي أن العائد السالب الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -6.05 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق

بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.842$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من -3.92% إلى -6.05% في ظل المخاطر المنتظمة.

3- مؤشر ترينور لصندوق الدرة الاسلامي

• حساب مؤشر ترينور لصندوق الدرة الاسلامي

- متوسط العائد لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ -3.6%
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق الدرة الاسلامي يقدر بـ 0.947

التحليل: أي أن العائد السالب الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -5.04 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.973$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من -3.6% إلى -5.04% في ظل المخاطر المنتظمة.

4- مؤشر ترينور لصندوق الدار للأوراق المالية

• حساب مؤشر ترينور لصندوق الدار للأوراق المالية

- متوسط العائد لصندوق الدار للأوراق المالية يقدر بـ -5.5%
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.18%
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق الدار للأوراق المالية يقدر بـ 0.836

التحليل: أي أن العائد السالب الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -7.99 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.862$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من -5.5% إلى -7.99% في ظل المخاطر المنتظمة.

خاتمة

من خلال ما تقدم في الورقة البحثية يمكن التوصل إلى النتائج التالية:

- تأثر سوق الكويت للأوراق المالية بعدة أزمات خلال فترة الدراسة 2007-2014 بداية من الازمة المالية العالمية لسنة 2008، بالإضافة إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وتأثيراتها على أسواق الأوراق المالية العالمية، بالإضافة إلى تداعيات الأحداث التي مرت بها الدول العربي (الربيع العربي)، وأخيراً تداعيات انخفاض أسعار النفط خلال الربع الرابع من سنة 2014، كما شهد السوق انخفاض خاصة في سنتي 2015 و2016 وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط الخام في الأسواق العالمية، بالإضافة إلى قيام وكالة موديز للتصنيف الائتماني بتخفيض النظرة المستقبلية لتصنيف السيادي لدولة الكويت مما أثر على قرارات المستثمرين في هذا السوق، وأيضاً إلى انسحاب سبعة شركات سنة 2016 من السوق وكان هذا الانسحاب اختياري لهم مما أثر على أداء التداول في السوق
- حقق مؤشر شارب لسوق الأوراق المالية الكويتية عائد اضافي سالب، ذلك نتيجة ارتفاع المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وأيضاً تداعيات الأزمة الديون السيادية لليونان بالإضافة إلى الأحداث التي حصلت في الوطن العربي (الربيع العربي)، كما تأثر السوق بتداعيات انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014، وأيضاً خلال سنة 2015 قام دولة الكويت بالتمويل بالعجز الموازي مما أثر على توقعات تراجع في مؤشرات الأسعار والتداول داخل السوق، وأيضاً تأثير تداعيات زيادة التوترات الإقليمية وبداية العمليات العسكرية لقوات التحالف العربي في اليمن ؛
- مؤشر شارب لصندوق الرائد للاستثمارات حقق عائد اضافي سالب، نتيجة لتداعيات الأزمات التي مر بها السوق بالإضافة إلى السياسات الاستثمارية المنتهجة من طرف الصندوق، بالإضافة إلى المخاطر الكلية للصندوق كانت أكبر من المخاطر الكلية للسوق؛
- أما فيما يخص مؤشر شارب لصندوق فرصة المال فقد حققت عائد اضافي سالب من كل وحدة مخاطرة كلية، ويعود السبب في ظل إلى تداعيات الأزمات التي مر بها السوق بالإضافة إلى استثمارات الصندوق خاصة في سوق الخيارات والمشتقات المالية؛
- فيما يخص مؤشر شارب لصندوقي الدرة الاسلامي وصندوق الدار للأوراق المالية فقد حققا عائد اضافي سالب في ظل مخاطرة كلية؛
- فيما يخص تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطرة للصناديق محل الدراسة فنجد أنها حققت عوائد سالبة وذلك في رفع معدل المخاطرة الكلية لكل صندوق إلى نفس المخاطرة الكلية للسوق في حالة الاستثمار المباشر في السوق، وعلى الرغم من ذلك نجد أن عوائد الصناديق تبقى أكبر من عوائد السوق ما عدا صندوق الدار للأوراق المالية نجد أن عوائدها أقل من عوائد السوق.
- في مجمل التحليل نلاحظ أنه عند تقييم أداء الصناديق وفق المؤشرات المركبة لاحظنا ان هناك تأثير نتيجة التغيرات التي حدثت على مستوى سوق الأوراق المالية الكويتي، بالإضافة إلى مختلف الأزمات التي مر بها السوق أثرت على أداء الصناديق.

الهوامش والمراجع:

- 1- أنظر: - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص 320
منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 382. (بتصرف).
- 2- منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 316.
- 3- دريد كامل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 322.
- 4- أنظر: - عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 339.
- محمد صالح الخناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 240.
- إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر المزني، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية، دراسة قياسية 92-02"، مذكر ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1424هـ، 2004م، ص 16.
- 5-Megrdadtamiz, raniaZ.azmi, Dylan jones, "selecting portfilios based on sharpe, treynor and coal programming methodologies: applications to mutual funds in the UK and Egypt", arab journal of administrative sciences, vol 18, N° 3, Kuwait, 2011, p502
- 6- محمد صالح الخناوي، جلال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 240.
- 7- أنظر: - الياس خضير الحمدوني، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 321.
- Heshammerdad, M. kabirhassan, Yasser alhenawi, "Islamic versus conventional mutual funds performance in Saudi Arabia: a case study", journal King Abdel Aziz University, Islamic economics, vol 23, N° 2, Saudi Arabia, 2010, p173.
- 8- مؤيد عبد الرحمن الدوري، مروان جمعة درويش، "الأداء الاستثماري لحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية- دراسة اختيارية في بورصة عمان"، المجلة العربية للإدارة، مج 30، ع 2، الأردن، 2010، ص 142.
- 9- نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، بدون دار النشر، بدون بلد النشر، 2007، ص 267-268.
- 10- الياس خضير الحمدوني، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 322.
- 11- جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 02، سبتمبر 2005، ص 25.
- 12-Rulahanihalaseh, "the impact of hedging strategy with straddle on the portfolio risk and return", journal Mu'tahlil- buhuth wad dirasat, humanities and social sciences series, Vol 28, N°5, Jordan, 2013, p26.

الملحق رقم 1

الانحراف المعياري لمؤشر لبورصة الكويت				
السنوات	Rm	Rm°	Rm-Rm°	(Rm-Rm°)*(Rm-Rm°)
2007	0,2475	-0,03625519	0,2837	0,080506775
2008	-0,3803	-0,03625519	-0,3441	0,118375068
2009	-0,0999	-0,03625519	-0,0636	0,00404769
2010	-0,0071	-0,03625519	0,0291	0,000849506
2011	-0,1641	-0,03625519	-0,1278	0,01634071
2012	0,0207	-0,03625519	0,0569	0,00323892
2013	0,2722	-0,03625519	0,3084	0,095132498
2014	-0,1343	-0,03625519	-0,0980	0,009610243
2015	-0,1409	-0,03625519	-0,1046	0,010950536
2016	0,0237	-0,03625519	0,0600	0,003594625

المجموع	-0,3626	0,342646571
الانحراف المعياري	18,51%	
تباين السوق	0,03426466	

معدل عائد أذون الخزينة في الكويت			
السنوات	ثلاثة أشهر	سنة أشهر	12 شهر
2007	-	-	5,271
2008	-	-	2,224
2009	0,915	1,176	1,828
2010	0,633	-	1,281
2011	0,842	-	1,25
2012	0,74	-	1,125
2013	-	-	1
2014	-	-	1
2015	-	0.898	0.771
2016	-	1.146	1.042
المجموع	3,13	3,22	16,792
معدل عائد أذون الخزينة	0,7825	1,073	1,6792
مجموع معدل العائد أذون الخزينة	1,18		

الملحق رقم 2

1- عائد صندوق الرائد للاستثمارات (الشركة الكويتية للاستثمارات)

السنوات	Rp	Rp°	Rp-Rp°	(Rp-Rp°)*(Rp-Rp°)
2007	0,2143	- 0,01839	0,23269	0,054144636
2008	-0,3827	-0,01839	-0,36431	0,132721776
2009	-0,0977	-0,01839	-0,07931	0,006290076
2010	0,1488	-0,01839	0,16719	0,027952496
2011	-0,1324	-0,01839	-0,11401	0,01299828
2012	0,0782	-0,01839	0,09659	0,009329628
2013	0,0779	-0,01839	0,09629	0,009271764
2014	-0,0269	-0,01839	-0,00851	7,24201E-05
2015	-0,07	-0,01839	-0,05161	0,002663592
2016	0,0066	-0,01839	0,02499	0,0006245
المجموع				0,256069169
الانحراف المعياري للصندوق				16,00%

2- عائد صندوق فرصة المال (شركة المركز المالي الكويتي)

السنوات	Rp	Rp°	Rp-Rp°	(Rp-Rp°)*(Rp-Rp°)
2007	0,203	-0,0392	0,2422	0,05866084
2008	-0,451	-0,0392	-0,4118	0,16957924
2009	-0,098	-0,0392	-0,0588	0,00345744
2010	0,155	-0,0392	0,1942	0,03771364
2011	-0,167	-0,0392	-0,1278	0,01633284
2012	0,037	-0,0392	0,0762	0,00580644
2013	0,082	-0,0392	0,1212	0,01468944
2014	-0,043	-0,0392	-0,0038	0,00001444
2015	-0,115	-0,0392	-0,0758	0,00574564
2016	0,005	-0,0392	0,0442	0,00195364
المجموع				0,3139536
الانحراف المعياري				0,17718735847

3- عائد صندوق الدرة الاسلامي (بيت الاستثمار العالمي جلوبل)

السنوات	Rp	Rp°	Rp-Rp°	(Rp-Rp°)*(Rp-Rp°)
2007	0,328	-0,036	0,364	0,132496
2008	-0,465	-0,036	-0,429	0,184041
2009	-0,202	-0,036	-0,166	0,027556
2010	0,097	-0,036	0,133	0,017689
2011	-0,118	-0,036	-0,082	0,006724
2012	0,063	-0,036	0,099	0,009801
2013	0,082	-0,036	0,118	0,013924
2014	-0,049	-0,036	-0,013	0,000169
2015	-0,078	-0,036	-0,042	0,001764
2016	-0,018	-0,036	0,018	0,000324
المجموع				0,394488
الانحراف المعياري				0,19861721980

4- عائد صندوق الدار للأوراق المالية (شركة الدار لإدارة الأصول الاستثمارية "أدام")

السنوات	Rp	Rp°	Rp-Rp°	(Rp-Rp°)*(Rp-Rp°)
2007	0,2029	-0,05501111	0,25791111	0,066518141
2008	-0,3617	-0,05501111	-0,30668889	0,094058075
2009	-0,2346	-0,05501111	-0,17958889	0,032252169

2010	-0,0469	-0,05501111	0,00811111	6,57901E-05
2011	-0,1357	-0,05501111	-0,08068889	0,006510697
2012	-0,0186	-0,05501111	0,03641111	0,001325769
2013	0,2071	-0,05501111	0,26211111	0,068702234
2014	-0,0442	-0,05501111	0,01081111	0,00011688
2015	-0,0634	-0,05501111	-0,00838889	7,03735E-05
2016	-	-	-	-
المجموع				0,269620129
الانحراف المعياري				0,17308319415