



الجمهورية العربية السورية  
وزارة التعليم العالي  
المعهد العالي لإدارة الأعمال  
قسم: الإدارة المالية والمصرفية

تقييم أداء أسهم القيمة وأسهم النمو  
دراسة تجريبية في سوق مسقط المالي

**Performance assessment of value and growth stocks  
an empirical study in Muscat financial market**

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في علوم الإدارة  
اختصاص: مالية ومصارف

إعداد الطالب  
أحمد محمد غزال

إشراف  
د. غادة عباس

العام الدراسي: 2016-2017

"لا يعبر هذا العمل إلا عن وجهة نظر معده، ولا يتحمل المعهد أية مسؤولية جراء هذا العمل"

## لجنة الحكم

بموجب قرار مجلس المعهد رقم 3/15 تاريخ 2017/4/6 تؤلف لجنة الحكم من السادة:

عضواً

د. علي كنعان

عضواً ومشرفاً

د. غادة عباس

عضواً

د. راغب الغصين

## المخلص

تهدف الدراسة الحالية إلى تقييم أداء الأسهم بغرض تحديد مدى تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو من خلال حساب مؤشرات العائد والعائد لكل وحدة مخاطرة، وتحديد مدى تأثير علاوة القيمة بعامل حجم الشركة، ومدى تأثيرها بعامل وضع السوق.

طبقت الدراسة على عينة مكونة من 23 شركة مدرجة في سوق مسقط المالي، خلال الفترة من 2010 إلى 2015، واعتمدت الدراسة على مؤشر مكرر الربحية لفرز الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو. وتم تشكيل المحافظ على أساس الوزن المتساوي تارةً ومثقلة بالقيمة السوقية تارةً أخرى.

أظهرت نتائج البحث تفوقاً في العائد والعائد لكل وحدة مخاطرة لمحافظ أسهم القيمة على محافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي، وبالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية فقد كان هناك فارقاً جوهرياً بين العائد لكل وحدة مخاطرة لمحافظ أسهم القيمة، والعائد لكل وحدة مخاطرة لمحافظ أسهم النمو لصالح محافظ أسهم القيمة، وقد استطاع عامل حجم الشركة تفسير علاوة القيمة، حيث أظهرت النتائج أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة، أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة لكل من المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي من جهة، والمثقلة بالقيمة السوقية من جهة أخرى. كما استطاع عامل وضع السوق تفسير الاختلاف في العوائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو.

وتوصي الدراسة بالاستثمار في أسهم القيمة في سوق مسقط المالي لما يحقق ذلك من عائد مجز، حيث ظهرت عوائد أسهم القيمة أعلى من عوائد أسهم النمو، علاوةً على أنّ الاستثمار في شركات ذات قيمة سوقية منخفضة وضمن أسهم القيمة لهذه الشركات هو الأفضل.

## **Abstract**

The present study aims to assess the performance of stocks in order to determine the extent to which the performance of the value stocks outperforms the performance of the growth stocks by calculating the return and return indicators for each risk unit, determining the impact of the value premium on the company's size factor and their impact on the market position factor.

The study was applied to a sample of 23 companies listed on the Muscat Securities Market (MSM) during the period 2010 to 2015. The study was based on the P / E index for stock indexation to value stocks and growth stocks. The portfolio was formed on the basis of equal weight and sometimes weighted by market value.

The results of the study showed an increase in yield and return per unit of risk for the value portfolios on the portfolios of growth stocks formed on the basis of equal weight. For the portfolio weighted by market value, there was a significant difference between the return per risk unit for the value-stock portfolios, The value premium for small stocks is higher than the value premium for big stocks for each of the portfolios that are formed on the basis of equal weight on the one hand and weighted by market value on the one hand Other. The market-positioning factor also explained the difference in returns between value and growth stocks.

The study recommends investing in equities in the Muscat market for a lucrative return. Value returns are higher than growth returns, and

investments in companies with low market value and value for companies are the best.

## فهرس المضمون

الصفحة	العنوان
-	الملخص باللغة العربية
-	الملخص باللغة الانجليزية
-	الفهرس
-	فهرس الأشكال
-	فهرس الجداول
1-8	الفصل التمهيدي: الإطار العام للبحث
2-3	1.1: المقدمة العامة
3	2.1: مشكلة البحث
4	3.1: فرضيات الدراسة
4	4.1: أهمية البحث وأهدافه
5-8	5.1: منهجية الدراسة
5-6	1.5.1: متغيرات الدراسة
6	2.5.1: مجتمع البحث وعينته
7	3.5.1: فترة الدراسة
7	4.5.1: مصادر الحصول على البيانات
7	5.5.1: تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو
7	6.5.1: تصنيف الأسهم إلى أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة
7	7.5.1: تحديد حالة السوق

8	8.5.1: تكوين المحافظ وحساب مؤشرات أداء هذه المحافظ
9-27	الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية
10	تمهيد
10-17	المبحث الأول: مراجعة الأدبيات النظرية
10-11	1.2: مفهوم أسهم القيمة وأسهم النمو
11-14	2.2: مؤشرات التمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو
12	1.2.2: مكرر الربحية
12	2.2.2: مضاعف القيمة الدفترية
13	3.2.2: السعر السوقي إلى التدفق النقدي للسهم
14	4.2.2: السعر السوقي إلى حصة السهم من المبيعات
15-17	3.2: معايير اختيار أسهم القيمة وأسهم النمو
18-27	المبحث الثاني: مراجعة الأدبيات التطبيقية
18-22	4.2: الأدبيات التي تناولت مقارنة أداء أسهم القيمة وأداء أسهم النمو
18	1.4.2: المنهجيات المتبعة من قبل الباحثين بهدف مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو
19-22	2.4.2: النتائج التطبيقية للدراسات التي تناولت موضوع أداء أسهم القيمة وأسهم النمو
22-24	5.2: الأدبيات التي تناولت أثر حجم الشركة في علاوة القيمة
22	1.5.2: المنهجيات المتبعة من قبل الباحثين بهدف مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو
23-24	2.5.2: النتائج التطبيقية للدراسات التي تناولت أثر حجم الشركة في علاوة القيمة
24	6.2: الأدبيات التي تناولت أثر وضع السوق في علاوة القيمة

25-27	ملخص عن الدراسات السابقة
28-84	الفصل الثاني: الدراسة العملية في سوق مسقط المالي
29	تمهيد
29-31	المبحث الأول: لمحة عن سوق مسقط المالي
32-68	المبحث الثاني: الدراسة الوصفية
69-80	المبحث الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج
80-84	المبحث الرابع: النتائج والتوصيات وآفاق البحث
85-87	المراجع

## فهرس الأشكال

الصفحة	المضمون	الرقم
30	تطور مؤشر سوق مسقط المالي خلال الفترة من الربع الرابع من العام 2009 وحتى الربع الرابع من العام 2015	1
32	تطور مكرر الربحية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة الدراسة	2
34	تطور عوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	3
38	تطور مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	4
42	تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	5
47	تطور عوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية	6
51	تطور مؤشر شارب محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية	7
55	تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة	8
59	تطور عوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة	9
61	تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم ومحافظ أسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة	10
63	تطور علاوة المخاطرة	11
64	تطور علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية	12

## فهرس الجداول

الصفحة	المضمون	الرقم
15	معايير التمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو	1
25-27	ملخص للدراسات السابقة	2
33	الإحصاءات الوصفية لمكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو	3
35	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	4
36	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو خلال الفترات الجزئية الثلاث	5
39	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة	6
40	الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترات الجزئية الثلاث	7
43	الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة	8
45	الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال الفترات الجزئية الثلاث	9
48	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة	10

49	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث	11
51	الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة	12
52	الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية	13
56	الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية	14
57	الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث	15
60	الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	16
62	الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي	17
63	الإحصاءات الوصفية لعلاوة المخاطرة	18
65	الإحصاءات الوصفية لعلاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية	19
66	المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب ومؤشر ترينور للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية	20

67	المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب ومؤشر ترينور للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية	21
69	ملخصاً إحصائياً لإختبار t لإختبار مدى وجود فروق في العائد بين محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية:	22
71	ملخصاً إحصائياً لإختبار الفارق في الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية	23
73	ملخص احصائي لإختبار مدى وجود فروق في علاوة القيمة بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية	24
74	ملخص احصائي لإختبار فيما إذا كان هناك فارق معنوي في علاوة القيمة مقاسةً بالفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة و الكبيرة	25
76	ملخص لإختبار مدى وجود فرق في العائد وعلاوة القيمة مقاسةً بالعائد ومؤشرات الأداء لكل من المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية	26
78	ملخص لإختبار مدى وجود فرق في مؤشرات الأداء بين فترات الصعود وفترات الهبوط للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلّة بالقيمة السوقية	27

الفصل التمهيدي  
الإطار العام للبحث

## 1.1: المقدمة العامة:

يسعى المستثمرون إلى انتقاء الأسهم التي تحقق لهم أعلى عائد، وهناك تصنيفات مختلفة للأسهم وفقاً للمعيار المستخدم من قبل الباحثين، لكن يعتبر تصنيف الأسهم إلى أسهم القيمة وأسهم النمو من أكثر التصنيفات جدلاً بين الباحثين والمحللين الماليين. ويتعارض مفهوم أسهم القيمة وأسهم النمو مع مفهوم كفاءة السوق المالية الذي ينص على أن سعر السهم يعكس الأخبار الواردة إلى السوق ما يعني أن هذا السهم مقيم بالقيمة العادلة، وعدم إمكانية تحقيق عوائد غير عادية، غير أن الدراسات المتتالية التي أثبتت عدم كفاءة السوق المالي ووجود اختلال في تسعير الأوراق المالية، دفعت المستثمرين والباحثين الماليين إلى إيجاد استراتيجيات استثمارية تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية، ومن هذه الاستراتيجيات الاستثمار في أسهم القيمة وأسهم النمو. ويعتبر Benjamin Graham (1934) أول من تحدث عن هذه الاستراتيجية، حيث تركز فلسفة استراتيجية أسهم القيمة على أنه من الصعب للمستثمرين أن يختاروا الأسهم التي تكون عوائدها أعلى من عوائد السوق، وينبع هذا الأمر من خطر التقديرات الخاطئة للمستثمرين لهذه الأسهم، ما يؤدي إلى تقدير الأسهم إما بأقل من القيمة العادلة أو أعلى منها، ولتخفيف خطر سوء التقدير فإنه يجب البحث عن القيمة العادلة للشركة سواء في الموجودات، والعوائد، والتوزيعات، والقوة المالية للشركات، ففي حال كان السعر السوقي أقل من القيمة العادلة فيجب شراء هكذا نوع من الأسهم لأنه من خلال قوى السوق سوف يصل سعر السهم إلى القيمة العادلة، وقرار البيع عندما يكون السعر السوقي للسهم أعلى من القيمة العادلة.

وجاءت دراسات عدة بعدها لتثبت ارتفاع عوائد هذا النوع من الاستراتيجيات ومن هذه الدراسات Basu (1977)، Fama&Frensh (1998)، Hoekjan (2011).

وإعتمد الباحثون على مؤشرات مختلفة للتمييز بين أسهم القيمة من بينها مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم. وعلى الرغم من إجماع معظم الدراسات على تفوق عوائد أسهم القيمة على عوائد أسهم النمو، إلا أن تفسير الاختلاف في العائد بين أسهم القيمة وأسهم نمو شهد اختلافاً واضحاً، فمن الدراسات من وجدت أن علاوة القيمة (الفرق في العائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو) ناجم عن حجم الشركة ومن هذه الدراسات Athanakoss

(2004)، في حين عزتها دراسات أخرى إلى عامل وضع السوق (حالة الصعود وحالة الهبوط) مثل دراسة Patel&Sweensen (2007).

هدفت الدراسة الحالية إلى معرفة فيما إذا كان المستثمر يستطيع تحقيق عوائد مجزية في سوق مسقط المالي من خلال الاستثمار في أسهم القيمة، وفي حال وجد فرق في العوائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو، محاولة تفسير هذا الفرق إما بعامل حجم الشركة، أو بعامل وضع السوق. قسمت الدراسة إلى ثلاث فصول، تضمن الفصل الأول إشكالية البحث، والفرضيات، وأهداف وأهمية البحث، والإطار المنهجي للدراسة. أما الفصل الثاني فقد تناول مراجعة للأدبيات النظرية و الأدبيات التطبيقية (دراسات أثبتت وجود أو عدم وجود علاوة قيمة، أثر حجم الشركة في علاوة القيمة، أثر وضع السوق في علاوة القيمة)، في حين ناقش الفصل الثالث الإطار العملي للدراسة والتي تضمنت الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة، واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج، والتوصيات، ومحددات البحث، والآفاق المستقبلية.

## 2.1: مشكلة البحث:

أثر التذبذب الحاصل في أسعار النفط على الأسواق المالية الخليجية على نحو سلبي منها سوق مسقط المالي، حيث بلغ متوسط عوائد السوق  $-3.74\%$  في عام 2015، ويحاول المستثمرون البحث عن الأسهم التي تعوضهم عن الخسائر الحاصلة في السوق، ومن الاستراتيجيات الاستثمارية الاستثمار في أسهم القيمة حيث بلغ متوسط عوائد أسهم القيمة  $2.89\%$ ، في حين بلغ متوسط عوائد أسهم النمو  $-3.50\%$ ، مما يعني إمكانية وجود ظاهرة أسهم القيمة وأسهم النمو، و بناءً عليه يمكن طرح مشكلة الدراسة بالسؤال التالي:

هل يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية من خلال الإستثمار في أنواع محددة من الأسهم في سوق مسقط المالي؟

ويتفرع عن هذا السؤال التساؤلات الفرعية التالية:

❖ هل يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم

النمو في سوق مسقط المالي؟

- ❖ هل يوجد فارق معنوي بين متوسط أداء محافظ أسهم القيمة ومتوسط أداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشرات ترينور، وشاريفي سوق مسقط المالي؟
- ❖ هل يمكن تفسير علاوة القيمة بعامل حجم الشركة في سوق مسقط المالي؟
- ❖ هل تتأثر علاوة القيمة بحالة السوق في سوق مسقط المالي؟

### 3.1: فرضيات الدراسة:

تتمثل فرضيات الدراسة بالآتي وذلك للمحافظ للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي والمحافظ المتقلة بالقيمة السوقية خلال فترة الدراسة:

- ❖ لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عائد محافظ أسهم النمو في سوق مسقط المالي.
- ❖ لا يوجد فارق معنوي بين متوسط أداء محافظ أسهم القيمة ومتوسط أداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب، وترينور.
- ❖ لا يوجد فارق معنوي بين متوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة ومتوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة.
- ❖ لا يوجد فارق معنوي بين متوسط علاوة القيمة للشركات الصغيرة ومتوسط علاوة القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بمؤشر ترينور.
- ❖ لا يوجد فارق معنوي في متوسط العائد بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو بين فترات الصعود وفترات الهبوط.
- ❖ لا يوجد فارق معنوي في متوسط الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشر شارب، ومؤشر ترينور بين فترات الصعود وفترات الهبوط.

### 4.1: أهمية البحث وأهدافه:

تهدف الدراسة الحالية إلى تقييم أداء الأسهم القيمة وأسهم النمو لمعرفة فيما إذا كان هناك وجود لظاهرة أسهم القيمة في سوق مسقط المالي، ومدى إمكانية المستثمر لتحقيق عوائد مجزية من خلال

الاستثمار في نوع محدد من الأسهم، كما يهدف البحث الحالي في حال وجود ظاهرة أسهم القيمة وأسهم النمو إلى تفسير هذه الظاهرة بعاملتي الحجم ووضع السوق. وتتمثل أهمية البحث من الناحية العلمية في أنه يعالج موضوعاً لم يتم التطرق إليه كثيراً في الأبحاث العربية، حيث أنه لا توجد إلا ثلاث دراسات طبقت على الأسواق المالية العربية هي سوق عمان المالي، سوق الكويت المالي، السوق المالي السعودي، وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة أنها تأخذ بعين الاعتبار خصوصية سوق مسقط مالي حيث إنه يعتبر من الأسواق الناشئة، كما أنه تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات جزئية تبعاً لحالة السوق. أما الأهمية العملية للبحث فتتمثل بالمساعدة في إنقاذ الأسهم التي تحقق للمستثمرين عوائد مجزية تعوضهم عن الخسائر الحاصلة في السوق.

### 5.1: منهجية الدراسة:

تتضمن هذه الفقرة توصيفاً للمتغيرات المدروسة وطرق احتسابها وكذلك استعراض خطوات الدراسة العملية.

#### 1.5.1: متغيرات الدراسة:

يوضح هذا الجزء متغيرات الدراسة وكيفية حسابها:

❖ مكرر الربحية: وتم اعتماد طريقة (Hoekjan,2011) في حسابه:

$$\frac{P}{E} = \left(\frac{P}{N}\right) / EPS$$

حيث أن P/N هو متوسط السعر السوقي للسهم خلال فترة ثلاثة أشهر، و EPS هي ربحية السهم. N هو عدد أيام التداول.

❖ عائد السهم:

$$Return = \frac{pt - pt - 1}{pt}$$

حيث أن P<sub>T</sub> هو متوسط السعر السوقي للسهم في الربع الحالي، P<sub>T-1</sub> هو متوسط السعر السوقي في الربع السابق.

<sup>1</sup> تم اهمال التوزيعات في علاقة العائد بنظراً لكون الباحث استخدم بيانات ربعية.

❖ العائد خالي المخاطرة: هو العائد على شهادات الإيداع لفترة استحقاق 28 يوم.

❖ علاوة القيمة :

$$\text{Value premium} = RV - RG$$

حيث أن RV هو العائد على أسهم القيمة، RG هو العائد على أسهم النمو.

❖ عائد المحفظة:

$$RP = \sum_{I=1}^N (WN * RN)$$

حيث أن W هو الوزن المنقل للسهم، r عائد السهم، مع العلم أن الوزن المنقل للسهم تم حسابه مرةً على أساس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى إجمالي القيمة السوقية للأسهم الداخلة في المحافظ (منقولةً بالقيمة السوقية)، وثارةً أخرى تم اعتبار الوزن متساوي لكل الأسهم الداخلة في المحفظة.

❖ مؤشر شارب:

$$\text{SHARPE} = \frac{rp - rf}{\sigma p}$$

❖ مؤشر ترينور:

$$\text{TREYINOR} = \frac{rp - rf}{\beta p}$$

2.5.1: مجتمع البحث وعينته:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق مسقط المالي النظامي، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة 53 شركة، أما عينة الدراسة التي تكونت من 23 شركة فهي التي استوفت الشروط التالية:

❖ استمرارية في عرض البيانات من أجل الحفاظ على استقرارية في عدد الشركات الداخلة في تكوين المحفظة.

❖ صافي ربح موجب من أجل استبعاد الشركات ذات مكرر الربحية السالب والذي يؤدي إلى

الحصول على نتائج متحيزة (الدوري & درويش، 2010).

ويتضح أن عدد الشركات الداخلة في تشكيل المحافظ بين 14-18 شركة في كل فترة.

### 3.5.1: فترة الدراسة:

تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من الربع الأول من العام 2010 وحتى الربع الرابع من العام 2015.

### 4.5.1: مصادر الحصول على البيانات:

تم الحصول على بيانات التداول والقوائم المالية من الموقع الرسمي لسوق مسقط المالي ( [WWW.MSI.COM](http://WWW.MSI.COM) ) ، في حين تمّ الحصول على العائد الخالي المخاطرة المتمثل بالعائد على شهادات الإيداع لفترة 28 يوماً من التقارير الصادرة عن البنك المركزي العماني ([www.cbo-oman.org](http://www.cbo-oman.org)).

### 5.5.1: تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو:

تمّ الاعتماد على مكرر الربحية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو. فقد تم اختيار أقل 40% من مكورات الربحية واعتبارها أسهم القيمة، واختيار أعلى 40% من مكورات الربحية وإعتبارها أسهم نمو.

### 6.5.1: تصنيف أسهم الشركات إلى أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة:

تمّ احتساب وسيط أحجام الشركات ولكل فترة على حدا، حيث أن الشركات التي تكون فيها قيمة حجم الشركة أقل أو مساويةً لوسيط حجم شركات العينة فتعتبر أسهم لشركات صغيرة، أما الشركات التي تكون فيها حجم الشركة أعلى من وسيط الحجم لشركات العينة فتعتبر شركات كبيرة.

### 7.5.1: تحديد حالة السوق:

حددت حالة السوق من خلال حساب الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي المخاطرة (والمتمثل بالعائد على شهادات الإيداع لفترة 28 يوماً)، ففي حال كان الفرق موجباً فيعتبر السوق في حالة صعود، أما في حال كان الفرق سالباً فإن السوق في حالة هبوط.

### 8.5.1: تكوين المحافظ وحساب مؤشرات أداء هذه المحافظ:

تم اتباع الخطوات التالية في تكوين المحافظ:

❖ بعد أن تم تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة، وأسهم نمو شكلت محفظتين الأولى محفظة أسهم القيمة، والثانية محفظة أسهم النمو على أساس الأوزان المتساوية، وحساب علاوة القيمة لهذه المحافظ.

❖ لمعرفة أثر حجم الشركة في علاوة القيمة، فقد تم تشكيل أربع محافظ على أساس الوزن المتساوي وهي محافظ (أسهم قيمة وشركات صغيرة، أسهم قيمة وشركات كبيرة، أسهم نمو وشركات صغيرة، أسهم نمو وشركات كبيرة) وحساب عوائد ومؤشرات أداء هذه المحافظ.

➤ لدراسة أثر التقليل بالقيمة السوقية على علاوة القيمة، تم إعادة تشكيل محافظ أسهم القيمة، محافظ أسهم النمو، محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة، محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة، ومحافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة) حيث أن هذه المحافظ مثقلة بالقيمة السوقية تمثل نسبة القيمة السوقية للسهم إلى إجمالي القيمة السوقية للمحفظة، وحساب عوائد ومؤشرات أداء المحافظ.

## الفصل الأول :

مراجعة الأدبيات  
النظرية والتطبيقية

## تمهيد:

يتناول هذا الفصل مراجعةً للأدبيات النظرية والتطبيقية التي تناولت موضوع أسهم القيمة وأسهم النمو، وقد قسمت إلى مبحثين الأول مراجعة الأدبيات النظرية المتعلقة بمفهوم أسهم القيمة والنمو ومعايير التمييز بينهما، والثاني مراجعة الأدبيات التطبيقية (مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو، العوامل المفسرة لعلاوة القيمة).

### المبحث الأول:

#### مراجعة الأدبيات النظرية:

تصنف الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، ومن تصنيفات الأسهم العادية التصنيف إلى أسهم قيمة وأسهم نمو. وتمّ في هذا المبحث التعرف على مفهوم أسهم القيمة وأسهم النمو. ومعايير التمييز بينهما. ثمّ مناقشة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو من خلال علاوة القيمة والذي يعبر عنه بالفرق بين عوائد أسهم القيمة، وعوائد أسهم النمو.

#### 1.2: مفهوم أسهم القيمة وأسهم النمو:

هناك عدد من التعريفات لأسهم القيمة من هذه التعريفات أنها "أسهم لشركات بلغت مرحلة النضج في دورة حياتها الانتاجية وتحظى بفرص نمو ضئيلة في المستقبل، أو أسهم لشركات متعثرة أو التي يعاد هيكلتها بعد إعلان إفلاسها، بحيث تتوفر لها فرص لتغيير أوضاعها للأفضل، أو أسهم لشركات قيمت أصولها بأقل من قيمتها الحقيقية وفق تقديرات المحللين الماليين وما زال لأصولها الملموسة قيمة قد لا تكون معكوسة في سعر السهم، ولذلك فهذه الأسهم تمتاز غالباً بنسب نمو منخفضة نتيجة لإنخفاض أرباح الشركات المصدرة لها" Basu (1977)، والبعض الآخر يعرفها على أنها "أسهم لشركات ذات الأداء الضعيف في الماضي والمتوقع أن يستمر هذا الأداء الضعيف في المستقبل، وهذا الأداء الضعيف لا يعني الفشل المالي" Graham and Dood (1934)، بينما يرى باحثون آخرون أن "شركات أسهم القيمة هي شركات في مرحلة الفشل المالي، وبالتالي تكون الرافعة المالية عالية بالإضافة إلى عدم وجود وضوح في العوائد وهذا يجعل عدداً كبيراً من المستثمرين لا يهتمون بهذا النوع من الأسهم" Fama&Frensh (1998). و"المخاطر التي تتعرض لها أسهم القيمة هي

مخاطر دورة الأعمال، وهذه المخاطر ليست منتظمة، ولذلك عند تكوين محفظة مكونة من عدد من أسهم القيمة ستظهر فائدة التنوع من خلال تحقيقها عائداً مجزياً للمستثمر " Fama&Frensh (2012).

أما بالنسبة لأسهم النمو فهي "أسهم لشركات ذات معدلات نمو عالية، حيث تنمو أرباح هذه الشركة سنة تلو الأخرى، وتتميز أسهم النمو بتحقيق عائد جيد في العوائد، واستقرار معدلات النمو" Frensh (2012) ومن "وجهة نظر المستثمر في أسهم النمو فهو يشتري الأسهم ذات التوقعات المرتفعة معتقداً أن التوقعات منخفضة، وسوف تزيد خلال الزمن بحيث تنمو عوائد هذه الأسهم بسرعة أكبر من مستوى النمو الاقتصادي، مع أنها عالية حالياً، لأن الشركات المصدرة لهذه الأسهم ستستمر في تحسين نتائجها المالية، ولذلك ترتبط هذه التوقعات بنسب النمو العالية، ولكن ليس السبب في ارتفاع أسعارها في النسب المالية وإنما في توقعات المستثمرين". Bourguignon et De Jonk (2003).

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج التالي:

➤ أسهم القيمة هي أسهم لشركات غير مرغوب بها من قبل معظم المستثمرين حيث أن هذه الشركات ذات أداء ضعيف ولكنها لم تصل لمرحلة الفشل المالي، أو أنها شركات لديها نمو ثابت في دورة حياتها الانتاجية، بينما أسهم النمو هي أسهم لشركات تحقق نسب نمو مرتفعة في أداؤها.

➤ بالنسبة لمستثمري أسهم القيمة فإنهم يؤمنون أن هناك أحداثاً سيئة تؤثر على الشركة، ولكن هذه الأحداث ستزول وبالتالي سيرتفع عائد السهم، أما مستثمرو أسهم النمو فهم وبالرغم من أن أداء الشركة عال، إلا أنهم يتوقعون استمرار الشركة في تحسين نتائجها المالية ما يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم.

## 2.2: مؤشرات التمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو:

هناك عدد من المؤشرات المستخدمة للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، ولكن المؤشرات الأكثر استخداماً من قبل الباحثين هي مكرر الربحية (P/E)، مضاعف القيمة الدفترية (P/B)، السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم (P/CF)، السعر السوقي للسهم إلى المبيعات (P/S).

## 1.2.2: مكرر الربحية (P/E RATIO):

يعرف مكرر الربحية على أنه "نسبة السعر السوقي الحالي للسهم إلى ربحية السهم الحالية، ويدل مكرر الربحية على مدى استعداد المستثمر للدفع مقابل حصوله على العائد" Bodie et al (2011)، كما أن مكرر الربحية "هو أداة للمقارنة بين سعر السهم السوقي وربحية السهم، وهو يعطي إشارة إلى توقعات المستثمرين تجاه عوائد الشركات في المستقبل، فالمؤشر المنخفض يدل على أن توقعات المستثمرين تشير إلى انخفاض العوائد المتوقعة في المستقبل، بينما المؤشر المرتفع يدل على أن توقعات المستثمرين تشير إلى إرتفاع العوائد المتوقعة في المستقبل" Bragg (2007). كما أنه " مؤشر على مدى رخص، أو غلاء سعر السهم بالنسبة لأسعار الأسهم الأخرى، فالمؤشر المنخفض لمكرر الربحية يدل على انخفاض سعر السهم بالنسبة لأسعار أسهم الشركات الأخرى، بينما المؤشر المرتفع للسهم يدل على أن سعره أعلى بالنسبة لأسهم الشركات الأخرى" Pinto et al (2010)، كما أن "الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض تصنف ضمن أسهم القيمة، بينما مكرر الربحية للأسهم المرتفع تصنف ضمن أسهم النمو" O'Shaughnessy (2005).

من خلال ما سبق يمكن القول: إنَّ مكرر الربحية هو ذلك المؤشر الذي يقارن بين السعر السوقي للسهم وربحية السهم العادي، والذي يعطي فكرة عن توقعات المستثمر حول العوائد في المستقبل، والأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض تصنف ضمن أسهم القيمة، بينما الأسهم ذات مكرر الربحية المرتفع تصنف ضمن أسهم النمو.

## 2.2.2: مضاعف القيمة الدفترية (P/B) :

هناك عدة تعريفات لمضاعف القيمة الدفترية فهو "نسبة مالية تقارن بين السعر السوقي الحالي والقيمة الدفترية الحالية" Bragg (2007). كما يعرف على أنه "نسبة السعر السوقي الحالي إلى القيمة الدفترية، ففي حال كان مضاعف القيمة الدفترية منخفضاً فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من القيمة العادلة، وبالتالي تكون الشركة تعاني مشاكل مالية وغير مالية، بينما الشركات ذات مضاعف القيمة الدفترية المرتفع يكون السهم مقيماً بأعلى من القيمة العادلة، ما يعني أنها شركات ذات مركز مالي قوي" (Bauman,1998)، وتمّ استخدام هذا المضاعف للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو "فأسهم

الشركات التي يكون لها مضاعف قيمة دفترية منخفض تصنف ضمن أسهم القيمة، بينما أسهم الشركات ذات مضاعف القيمة الدفترية المرتفع تصنف ضمن أسهم النمو " Fama&Frensh (1998). كما أن المؤشر المنخفض يدل على أن الشركات تواجه أداءً مالياً ضعيفاً، بينما المؤشر المرتفع يدل على أن هذه الشركات تملك أداءً قوياً ومن المتوقع أن يستمر هذا الأداء القوي في المستقبل" Bragg (2007).

بناءً على ما سبق يمكن القول: إن مضاعف القيمة الدفترية المنخفض يدل على أن السهم مقيم بأقل من القيمة العادلة، وبالتالي تصنف ضمن أسهم قيمة، بينما الأسهم ذات مضاعف القيمة الدفترية المرتفع يدل على أن السهم مقيم بأعلى من القيمة العادلة، وبالتالي السهم من أسهم النمو.

### 3.2.2: السعر السوقي إلى التدفق النقدي للسهم:

يعرف السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم على أنه "أداة لتقييم الأسهم من خلال مقارنة بين السعر السوقي، والتدفق النقدي الحر للسهم، ويهتم المستثمرون بارتفاع التدفق النقدي الحر، ولكن يجب أن يكون سعر هذا السهم منخفضاً، فالمؤشر المنخفض يدل على أن السهم مقيم بأقل من القيمة العادلة، وبالتالي فهو من أسهم القيمة، بينما الأسهم ذات المؤشر المرتفع يدل على أن السهم مقيم بأعلى من القيمة العادلة، وبالتالي يصنف السهم ضمن أسهم النمو" Bragg (2007)، وعند تقييم الأسهم باستخدام هذا المؤشر "فإنه من الهام تذكر أن التدفق النقدي الحر يعتمد على نحو كبير على صافي الربح، كما أن هناك قدرة للشركة للتلاعب في التدفق النقدي الحر من خلال إطالة الوقت الذي تستغرقه لدفع الفواتير، أو التأخر في شراء المخزون، وبالتالي الحفاظ على النقدية". Bodie et al (2009) ومن التعريفات الأخرى أنه "نسبة تقارن بين القيمة السوقية للسهم وإجمالي التدفق النقدي التشغيلي للشركة، ويضيف أنه على نحو مبدئي المؤشر المرتفع للسعر إلى التدفق النقدي التشغيلي يدل على أن السهم يتداول بسعر مرتفع، ولكن الشركة لا تولد تدفق نقدي تشغيلي كاف، ولكن لا يمكن الحكم على أداء الشركة من دون النظر إلى هذه النسبة في شركات القطاع التي تعمل به الشركة، ومن المفضل أن تكون هذه النسبة أصغر من الواحد" Bodie et al (2011).

من خلال ما سبق يمكن القول أن السعر إلى التدفق النقدي التشغيلي تقارن بين السعر السوقي وحصّة السهم من التدفق النقدي التشغيلي، والمؤشر المنخفض يدل على أن السهم مقيم بأقل من القيمة العادلة، وبالتالي يصنف السهم من أسهم القيمة، وبالتالي يكون سهم الشركة متداول بسعر منخفض، وفي ذات الوقت يكون لدى الشركة القدرة على توليد تدفق نقدي مرتفع، بينما الأسهم ذات المؤشر المرتفع تصنف ضمن أسهم النمو.

#### 4.2.2: السعر السوقي إلى حصّة السهم من المبيعات:

إن السعر السوقي إلى حصّة السهم من المبيعات "هو أداة لتقييم الأسهم من خلال المقارنة بين القيمة السوقية ومبيعات الشركة، والسهم الذي يكون له مؤشر منخفض يدل على أنه مقيم بأقل من القيمة العادلة، وبالتالي يصنف من أسهم القيمة، بينما الأسهم ذات المؤشر المرتفع يدل على أن السهم مقيم بأعلى من القيمة العادلة، وبالتالي السهم من أسهم النمو، ويجب أن يكون هذا التقييم ضمن كل صناعة على حدى" (Capaul et el (1993).

ومؤشر القيمة السوقية إلى المبيعات قد يكون بديلاً لمؤشر مكرر الربحية في حال كانت الشركة لا تحقق أرباحاً، وتعتبر الديون عاملاً أساسياً يجب أخذه بعين الاعتبار عند تقييم الأسهم، فالشركات التي يكون لها مؤشر منخفض ولا يوجد عليها ديون كبيرة أفضل من الشركة ذات قيمة المؤشر ذاته وعليها ديون كبيرة، لأن الشركة قد تسعى لإصدار أسهم جديدة، وبالتالي تزداد القيمة السوقية مما يؤدي إلى ازدياد مؤشر القيمة السوقية إلى المبيعات". ويضيف أن "المؤشر المنخفض والذي يكون أقل من الواحد هو استثمار جيد، إلا أن المبيعات قد لا تعطي صورة متكاملة، فقد تكون الشركة تحقق أرباحاً منخفضةً إلا أن لديها مبيعات جيدة وهناك قيود كثيرة قد تخفف من هذه المبيعات، وبالتالي يستخدم هذا المؤشر للشركات التي لا يكون لديها أرباح، وينبغي للمستثمرين أن يكونوا حذرين عند المقارنة بين الشركات في ذات القطاع حيث يجب أن يكون هيكل رأس المال متطابق، ويمثل هذا الافتراض مشكلة أساسية لأنه قد لا يوجد شركات متماثلة في هيكل رأس المال، حتى عند المقارنة بين القطاعات قد يوجد هناك فرق كبير بين هياكل رأس المال فهيكّل رأس المال في شركات صناعة الأغذية، هو مختلف بشكل كبير عن هيكل رأس المال في شركات التكنولوجيا". (Bragg (2007).

والجدول التالي يوضح معايير التمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، ومتى يتم اعتبارها أسهم قيمة أو أسهم النمو.

الجدول رقم 1: معايير التمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو

المؤشر	أسهم القيمة	أسهم النمو
مكرر الربحية	منخفض	مرتفع
مضاعف القيمة الدفترية	منخفض	مرتفع
السعر السوقي إلى المبيعات	منخفض	مرتفع
السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم	منخفض	مرتفع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

### **3.2: معايير اختيار أسهم القيمة وأسهم النمو حسب Benjamin graham:**

تعتبر استراتيجية الاستثمار في أسهم القيمة من الاستراتيجيات التي حققت عائداً مرتفعاً وهذا ما أثبتته عدد من الدراسات مثل دراسة Hoekjan (2011)، وتقوم فكرة الاستثمار في أسهم القيمة "على التركيز على القيمة المخفية سواءً في موجودات، عوائد، وتوزيعات، والقوة المالية للشركات، وترتكز فلسفة أسهم القيمة على فكرة أن هناك صعوبةً للمستثمرين أن يختاروا الأسهم التي تحقق لهم عائداً أعلى من عائد السوق، وتأتي هذه الصعوبة من خطر التقديرات الخاطئة للمستثمرين لهذه الأسهم، والتي تأتي من الأخبار الإيجابية، والسلبية التي تؤثر في السوق المالي من خلال حالات التفاؤل والتشاؤم، مما يؤدي إلى تقييم الأسهم إما بقيمة أقل أو بأعلى من القيمة العادلة، ففي حال كان السهم مقيماً بأقل من القيمة العادلة فالسهم من أسهم القيمة، بينما عندما يكون السهم مقيماً بأعلى من القيمة العادلة فالسهم من أسهم النمو" (Benjamin graham,p.62)

وبالنسبة إلى Benjamin Graham فقد قسم المستثمرين إلى نوعين (مصدر سابق الذكر، ص. 63):

### ➤ المستثمرون الدفاعيون (Defensive investors):

تشمل هذه الفئة على سبيل المثال ولا الحصر (الأطباء، والمستثمرين اليافعين الذين ليس لديهم خبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية وأطلق عليهم مستثمرو أسهم النمو ، ولا يتعلق الأمر بالرغبة بالمخاطرة، بل بمقدار الجهد الذي يبذل للوصول إلى هذه الأسهم، ويجب على المستثمرين الدفاعيين أن يقتنوا أسهم لشركات تتمتع بربحية عالية، ومركز مالي قوي، والشركات الرائدة في الصناعة على أن تكون من الشركات الكبيرة الحجم، كما اقترح أيضاً أنه على المستثمرين الدفاعيين أن يبتعدوا في استثماراتهم عن أطروحات الاكتتاب العامة.

### ➤ المستثمرون الاندفاعيون (aggressive investors):

وهذه الفئة تشمل المستثمرين الذين لديهم الخبرة، وينصح الكاتب هؤلاء الفئة من المستثمرين أن يستثمروا في أسهم الإصدارات الجديدة والشركات الصغيرة. وعلى نحو عام يمكن القول إن المعايير التي يمكن اعتمادها من قبل مستثمري أسهم النمو (المستثمرون الدفاعيون) هي:

❖ "مقياس الحجم: يجب أن يستبعد مستثمرو أسهم النمو الشركات الصغيرة، والتي يكون حجم مبيعاتها أقل من 100 مليون دولار أمريكي في الشركات الصناعية، و 50 مليون دولار أمريكي في الشركات غير الصناعية.

❖ معيار الوضع المالي: بالنسبة إلى الشركات الصناعية فيجب أن تكون الموجودات المتداولة على الأقل مرتين من المطالب المتداولة.

❖ معيار استقرار الأرباح: يجب أن يكون هناك أرباح موجبة خلال فترة خمس سنوات الأخيرة.

❖ معيار التوزيعات: يجب ان يكون هناك توزيعاً على فترة 20 سنة ماضية.

❖ معيار نمو العوائد: يجب أن يكون معدل نمو العوائد 2.9% سنوياً على الأقل وعلى مدى 10 سنوات.

❖ مكرر الربحية: يجب ألا يكون السعر السوقي أعلى من 15 مرة من العوائد.

وقد كانت هناك عدد من المعايير التي يمكن استخدامها من قبل مستثمري أسهم القيمة (المستثمرين المندفعين) والتي منها:

- ❖ **معيار الوضع المالي:** الموجودات المتداولة يجب ألا تقل عن 1.5 مرة من المطالبات المتداولة، كما يجب ألا تتجاوز نسبة الديون إلى صافي الموجودات المتداولة 110% (بالنسبة للشركات الصناعية).
- ❖ **معيار التوزيعات:** وجود بعض التوزيعات في بعض السنوات الحالية.
- ❖ **معيار مضاعف القيمة الدفترية:** يجب ألا يتجاوز السعر السوقي الحالية 1.2 من القيمة الدفترية" (مصدر سابق الذكر، ص. 73).

## المبحث الثاني:

### مراجعة الأدبيات التطبيقية:

يتناول هذا المبحث الأدبيات التطبيقية المتعلقة بموضوع أسهم القيمة وأسهم النمو وقد تم تبويبها في المحاور الثلاثة الآتية:

❖ الأدبيات التي تناولت مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو.

❖ الأدبيات المتعلقة بأثر الحجم في علاوة القيمة.

❖ الأدبيات المتعلقة بأثر وضع السوق في علاوة القيمة.

#### 4.2: الأدبيات التي تناولت مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو:

سيعرض في هذا الجزء المنهجية المتبعة من قبل الباحثين (طريقة تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، الاعتماد على الوزن المتساوي أو مثقلة بالقيمة السوقية)، النتائج التطبيقية التي توصل إليها الباحثون في مجال مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو وتفسير هذه النتائج.

#### 1.4.2: المنهجيات المتبعة من قبل الباحثين بهدف مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو:

تتمثل منهجية الدراسات في هذا الموضوع طريقة تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، وهل تمّ اعتماد الوزن المتساوي أو مثقلة بالقيمة السوقية.

#### مؤشرات تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو:

ذكر سابقاً أن هناك عدداً من المؤشرات التي تمّ استخدامها للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو منها مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم، ويعرض في هذه الفقرة المؤشرات التي تمّ استخدامها من قبل الباحثين للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، فبعض الدراسات اعتمدت على مؤشر واحد للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو مثل دراسة Troung (2009) والذي استخدم مكرر الربحية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو في سوق نيوزلاندا المالي، وفي دراسات أخرى استخدمت مضاعف القيمة الدفترية كمؤشر للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو منها Capaul et el (1993)، Fama&Frensh (1998)، Gonenc&Karan (2003)، Fama&Frensh (2012).

وفي دراسات أخرى مثل دراسات Athanassakos (2004)، Santos&Montezano (2011)،  
Bagher et el (2008)، الدوري&درويش (2010) تم استخدام مؤشرات مكرر الربحية، ومضاعف  
القيمة الدفترية معاً، أما دراسات Chan et el (1995)، Yen et el (2004)، Knopers  
(2014)، Yesica (2014)، Strahle (2011)، Hoekjan (2011) فقد استخدمت القيمة الدفترية  
إلى القيمة السوقية، السعر السوقى إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم، مكرر الربحية، في حين  
أضافت دراسات أخرى منحى التوزيعات بالإضافة إلى مؤشرات القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية،  
السعر السوقى إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم، مكرر الربحية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو  
منها دراسة Arisoy (2010).

#### الاعتماد على أسلوب الوزن المتساوي أو متقلاً بالقيمة السوقية:

اعتمدت أغلب الدراسات السابقة الذكر على أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية، في حين اعتمدت  
دراسات أخرى على تشكيل المحافظ مكونة من محافظ متساوية الأوزان مثل دراسة Bagher et el  
(2008)، Athanassakos (2004)، Athanassakos (2009).

#### 2.4.2: النتائج التطبيقية للدراسات التي تناولت موضوع أداء أسهم القيمة وأسهم النمو:

سيتم عرض النتائج التطبيقية تبعاً لما خلصت إليه هذه الدراسات، وقسمت إلى مجموعتين الأولى  
تضمنت الدراسات التي أثبتت أن أداء أسهم القيمة أفضل من أداء محافظ أسهم النمو منها Chan &  
Lakonishok (1991)، Capaul et el (1993)، French&Fama (1998)،  
Athanassakos (2004)، Yen et el (2004)، Truong (2009)، Arisoy (2010)،  
Santos&Montezano (2011)، Strahle (2011)، Brailsford et el (2012)،  
Fama, French (2012)، الدوري&درويش (2011)، bager et el (2008)، Hoekjan  
(2011).

ويمكن تقسيم دراسات المجموعة الأولى حسب السوق الذي طبقت فيه الدراسة:

#### علاوة القيمة على مستوى الأسواق المالية العالمية:

ففي دراسات Capaul et el (1993)، French&Fama (1998)، Hoekjan (2011) تم مقارنة الأداء على عدة أسواق مجتمعةً فقد طبق Capaul et el (1993) دراسته على عدة أسواق منها فرنسا ألمانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1981-1992، وحققت علاوة قيمة قدرها 0.29%، وهي ذات دلالة معنوية، وعزى هذا الاختلاف إلى عامل المخاطرة حيث بلغت معامل بيتا لمحافظ أسهم القيمة القيمة 0.25 في حين بلغ لمحافظ أسهم 0.10 في حين بلغت علاوة القيمة حسب Fama&Frensh (1998) والذي طبق دراسته على عينة من الشركات المدرجة في 13 سوق مالي منها اليابان وأستراليا وكندا خلال الفترة من 1985 إلى 1996 7.09% وبانحراف معياري قدره 16.33%. وفي دراسة Hoekjan (2011) والذي طبق دراسته على عينة من الشركات المدرجة في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، فرنسا، الصين، والمملكة المتحدة) مستخدماً مؤشر ترينور ومعامل جنسن لقياس أداء محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو ووجد أن الفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو 0.175 وهي ذات دلالة احصائية.

#### علاوة القيمة في الأسواق المالية المتقدمة:

من هذه الدراسات Athanassakos والذي طبق دراسته على السوق المالية الكندية خلال الفترة من 1985 إلى 2002، وقد بلغت علاوة القيمة 12.4% وعزى الباحث ذلك إلى عامل وضع السوق، فقد بلغت علاوة القيمة خلال فترات الصعود 10.36%، في حين بلغت خلال فترات الهبوط 18.86%، ما يعني تفضيل المستثمرين للاستثمار في أسهم القيمة كونهم يعتقدون خلال فترة الهبوط فهم يرون أن هذه الأسهم سوف تتحسن بعد زوال حالة الهبوط. وفي دراسة Yen et el (2004) طبقوا دراستهم على الشركات المدرجة في سوق سنغافورة المالي خلال الفترة من 1975 إلى 1997، فقد سجلت الدراسة علاوة قيمة بلغت 0.48%، وهي ذات دلالة احصائية، وفسر الباحث هذا التفوق بعامل المخاطرة فقد بلغ الانحراف المعياري لمحافظ أسهم القيمة 1.63%، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.95%، أما دراسة Toung (2009)، والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في سوق نيوزلندا

المالي خلال الفترة من 1997 إلى 2007، وقد أظهرت النتائج تفوقاً لمحافظ أسهم القيمة على محافظ أسهم النمو، حيث بلغت علاوة القيمة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو 21.48%، وهي ذات دلالة إحصائية وقد عزتها إلى عامل المخاطرة. أما دراسة Arisoy (2010) الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الفرنسية خلال الفترة من 1997 إلى 2007، حيث بلغت علاوة القيمة 0.46%، وهي ذات دلالة إحصائية وقد عزى الباحث ذلك إلى رد الفعل المغالى فيه. أما دراسة Strahle (2011) فقد هدفت إلى مقارنة عوائد أسهم القيمة، وأسهم النمو للشركات المدرجة في السوق المالية السويدية خلال الفترة من 1989 إلى 2010، وقد وجد أن متوسط عوائد أسهم القيمة 12.95% بينما بلغ متوسط عوائد أسهم النمو 8.03% وبالعلاوة قيمة قدرها 4.92%، وقد عزى الباحث هذا التفوق لعوائد أسهم النمو إلى عامل المخاطرة حيث بلغ معامل بيتا لمحافظ أسهم القيمة 1.10، في حين بلغ هذا المعامل لمحافظ أسهم النمو 0.81.

#### علاوة القيمة في الأسواق المالية النامية:

ومن هذه الدراسات دراسة Bagher et el، الدوري & درويش، ففي دراسة Bagher et el والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في إيران خلال الفترة من 2001 إلى 2008 توصل الباحث إلى أن عوائد أسهم القيمة البالغة 44.03% أعلى من عوائد أسهم النمو البالغة 27.91%، وقد عزى الباحث ذلك إلى عامل المخاطرة فقد بلغ الانحراف المعياري لمحافظ أسهم القيمة 19.23%، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 15.01%، أما دراسة الدوري & درويش والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1984 إلى 2003، وجد أن أداء محافظ أسهم القيمة أعلى من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.149 في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.064، وقد عزى الباحث هذا الأمر إلى رد فعل المستثمرين المبالغ فيه.

#### علاوة القيمة في الأسواق المالية الناشئة:

من الدراسات التي طبقت على الأسواق المالية الناشئة Chan & Lakonishok والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في سوق طوكيو المالي خلال الفترة من 1971 إلى 1988، حيث بلغت علاوة القيمة حسب مكرر الربحية 0.35% وقد عزى الباحث هذا التفوق إلى رد الفعل المغالى فيه.

وفي دراسة Santos&Montezano الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية البرازيلية وجد أن هناك علاوة قيمة بلغت 2.17%.

أما المجموعة الثانية من الدراسات فهي التي أثبتت عدم وجود فارق جوهري بين أداء أسهم القيمة وأداء أسهم النمو ومن هذه الدراسات Gonenc&Karan الذي طبق دراسته على عينة من الشركات المدرجة في سوق اسطنبول المالي خلال الفترة من 1993 إلى 1998، ودراسة Yesica والذي طبق دراسته على عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي الهندي، وقد يعزى عدم وجود فرق إلى أن الفترة قليلة مثل دراسة Gonenc&Karan، أو عينة الدراسة قليلة مقارنةً بعدد الشركات المدرجة في السوق المالي مثل دراسة Yesica.

## 5.2: الأدبيات التي تناولت أثر حجم الشركة في علاوة القيمة:

سيعرض في هذا الجزء المنهجية المتبعة من قبل الباحثين (طريقة تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، الاعتماد على الوزن المتقل أو الوزن المتساوي)، النتائج التطبيقية التي توصل إليها الباحثون في أثر حجم الشركة في علاوة القيمة وتفسير هذه النتائج.

### 1.5.2: المنهجيات المتبعة من قبل الباحثين بهدف مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو:

تتمثل منهجية الدراسات في هذا الموضوع طريقة تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، وهل تمّ اعتماد الوزن المتساوي أو مثقلاً بالقيمة السوقية.

مؤشرات تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو وأسلوب تشكيل المحافظ:

ذكر سابقاً أن هناك عدداً من المؤشرات التي تمّ استخدامها للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو منها مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم، ويعرض في هذه الفقرة المؤشرات التي تمّ استخدامها من قبل الباحثين للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو،

فبعض الدراسات اعتمدت على مؤشر واحد للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو مثل دراسات

Fama&Frensh، (2013) Nitschka، (2002) micheal&madu، (2010)Chou et el

Mun et el (1992)، Brailsford et el (2012)، الذين استخدموا مكرر الربحية. كما استخدم

(2008) السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي للسهم، مضاعف القيمة الدفترية، مكرر الربحية. واستخدمت الدراسات السابقة أسلوب التثقيف بالقيمة السوقية.

#### 2.5.2: النتائج التطبيقية للدراسات التي تناولت أثر حجم الشركة في علاوة القيمة:

أشارت معظم الدراسات إلى أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة، ومن هذه الدراسات Chou et el الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الأمريكية حيث تم تشكيل 25 محفظة فقد تم تصنيف الأسهم إلى خمس مجموعات الأولى أسهم القيمة أما الخامسة أسهم نمو، وكل مجموعة من الأسهم صنفت إلى خمس مجموعات الأولى تمثل الشركات الصغيرة، في حين تمثل الخامسة الشركات الكبيرة، وقد توصلت الدراسة إلى أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.60% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.27% وهي ذات دلالة احصائية، وفي دراسة Micheal&madu (2002) طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة من 1991 إلى 1999 وتوصلت الدراسة أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة 15.22% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 1.57%، وفي دراسة Athanassakos طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الكندية خلال الفترة من 1985 إلى 2002 وعند عدم إدخال عامل حجم الشركة بلغت علاوة القيمة 12.4%، بينما عند إدخال عامل حجم الشركة وجد أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 14% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 5%، وفي دراسة Mun et el (2008) الذي طبق دراسته على الأسواق المالية الأمريكية خلال الفترة من 1963 إلى 2004 وجد أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة (الفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة ومحافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة) أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة (الفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة ومحافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة). وبالنسبة إلى دراسة nitschka (2013) الذي طبق دراسته على عينة من الشركات المدرجة في 23 سوق مالي خلال الفترة من 1990 إلى 2012، فبلغت علاوة القيمة للشركات الصغيرة 0.94% وهي أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.12%، وفي دراسة Fama&Frensh (1992) فقد طبق دراسته على الشركات المدرجة في

السوق المالية الأمريكية خلال الفترة من 1963 إلى 1990 ووجد أن علاوة القيمة دون الأخذ بعين الاعتبار عامل حجم الشركة بلغت 0.99%، وعند إدخال عامل حجم الشركة وجد أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 1.22%، في حين بلغت علاوة القيمة للشركات الكبيرة 0.29%. وجاءت دراسة Brailsford et el (2012) الذي طبق على الشركات المدرجة في السوق المالية الاسترالية خلال الفترة من 1982 إلى 2006 لتجد أن علاوة القيمة 0.95%، وعند إدخال عامل حجم الشركة وجد أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.59% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.13% وهي ذات دلالة احصائية، أما المجموعة الثانية من الدراسات فهي التي تضمنت أن علاوة القيمة للشركات الكبيرة أعلى من علاوة القيمة للشركات الصغيرة ففي دراسة Bauman (1998) وجد أن علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 8.2% أعلى من علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.10% وذلك للشركات المدرجة في كندا خلال الفترة من 1970 إلى 1992.

## **6.2: الأدبيات التي تناولت أثر وضع السوق في علاوة القيمة:**

ستعرض هذه الدراسات ضمن مجموعتين الأولى الدراسات التي أثبتت أنه يوجد فارق جوهري في علاوة القيمة بين فترات الصعود، وفترات الهبوط ومن هذه الدراسات Patel & Sweensen (2007)، (2007) Petersen & Arnsted، (2010) strahle، (2011) Santos & Montezano، (2011) Sweensen، (2007) Petersen & Arnsted، (2010) اللذان طبقا دراستهما على السوق المالية الأمريكية الأولى استخدمت مؤشرات ستاندر آند بوورز لأسهم القيمة وأسهم النمو، وذلك خلال الفترة من 2000 إلى 2007 وتوصلت الدراسات إلى أن علاوة القيمة خلال فترات الهبوط البالغة 3.27%، بينما بلغت في حالة الصعود 0.70%، أما الثانية فقد استخدمت مكرر الربحية ومضاعف القيمة الدفترية للتمييز بين أسهم القيمة، وأسهم النمو خلال الفترة من 1974 إلى 2009 وتوصلت أن علاوة القيمة خلال فترات الهبوط البالغة 4.22% أعلى منها في فترات الصعود البالغة 2.25%. أما دراسة Strahle (2011) والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية السويدية خلال الفترة من 1983 إلى 2010 مستخدماً مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية للتمييز بين اسهم القيمة وأسهم النمو فقد وجد أن علاوة القيمة خلال فترات الصعود

البالغة 21% أعلى منها في فترات الهبوط البالغة 8.39%، ووجدت دراسة Santos&Montezano (2011) أن علاوة القيمة خلال فترات الهبوط البالغة 17.68% أقل من علاوة القيمة خلال فترات الصعود البالغة 79.88%.

أما المجموعة الثانية من الدراسات فهي التي تضمنت أنه لا يوجد فرق جوهري في علاوة القيمة بين فترات الصعود وفترات الهبوط، ففي دراسة Athanassakos للعام 2009 الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الكندية خلال الفترة من 1985 إلى 2005 مستخدماً مكرر الربحية ومضاعف القيمة الدفترية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو حيث بلغت علاوة القيمة 3.64%، وعند التمييز بين فترات الصعود وفترات الهبوط بلغت علاوة القيمة خلال فترات الصعود 4.07% بينما بلغت خلال فترات الهبوط 5.22% ولم يكن هذا الفرق ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 5%، أما دراسة Bratland&Maki والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية السويدية خلال الفترة من 2005 إلى 2013 مستخدماً ذات المؤشرات التي استخدمتها دراسة Athanassakos للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، وقد سجلت الدراسة عدم وجود فرق جوهري بين علاوة القيمة (الفرق في مؤشر شارب بين أسهم القيمة وأسهم النمو) خلال فترات الصعود والبالغة 0.35، وهذه العلاوة خلال فترات الهبوط البالغة 0.30.

#### الجدول رقم 2: ملخص الدراسات السابقة:

التفسير		علاوة القيمة %	معايير التصنيف				أسلوب التنقيط		العينة	اسم الباحث
			منحني التوزيعات	السعر السوقي إلى التدفق النقدي	مضاعف قيمة دفترية	مكرر ربحية	مثقلة بالقيمة	متساوية الأوزان		
عوامل أخرى	حالة السوق	عامل حجم	صغيرة	كبيرة	صاعد	هابط				
✓							✓	✓	عدة أسواق	Capaul

✓					7.09			✓		✓		13 سوق مالي	Fama&frensh
✓					17.5		✓	✓	✓	✓		أسواق عدة منها الصين	Hoekjan
	✓				12.4			✓	✓		✓	كندا	Athanakoss
✓					0.48		✓	✓	✓	✓		سنغافورة	Yen et
✓					21.48				✓	✓		نيوزلاندا	Toung
✓					0.46	✓	✓	✓	✓	✓		فرنسا	Arisoy
✓					4.92		✓	✓	✓	✓		السوق المالية السويدية	Strahle
✓					16.12			✓	✓		✓	إيران	Bagher et el
✓					21.3			✓	✓	✓		الأردن	الدوري&درويش
✓					0.35		✓	✓	✓	✓		طوكيو	Chan& lakonishok
✓					0.12					✓		اسطنبول	Gonenc&karan
				✓	1.21				✓	✓		الولايات المتحدة الأمريكية	Chou et el,
				✓	22.41				✓	✓		ماليزيا	Micheal&madu
				✓	12.4						✓	كندا	Athanassakos
				✓	4.25		✓	✓	✓	✓		أمريكا	Mun et el
				✓	1.06				✓	✓		23 سوق	Nitschka

				✓	0.99				✓	✓		أمريكا	Fama&Frensh
				✓	0.95				✓	✓		أستراليا	Brailsford et el
			✓		6.22							أمريكا	Bauman
	✓				4.25							أمريكا	Patel&sweensen
	✓				7.23			✓	✓	✓		أمريكا	Petersen&Amsted
		✓			2.17		✓	✓	✓	✓		السويد	Santos&Montezano
✓					3.64			✓	✓	✓		كندا	Athanakoss

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

الفصل الثاني:  
الدراسة العملية في سوق مسقط المالي

## تمهيد:

قسم الفصل العملي إلى أربع مباحث، حيث تناول المبحث الأول نبذة عن سوق مسقط المالي والذي تضمن عدد الشركات المدرجة، كيفية حساب مؤشر السوق، تطور مؤشر سوق مسقط المالي خلال فترة الدراسة، في حين تناول المبحث الثاني الوصف الإحصائي لكل من (مكرر الربحية، عوائد وأداء محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة تارةً على أساس الوزن المتساوي، وتارةً منقّلةً بالقيمة السوقية، عوائد وأداء محافظ أسهم الشركات الصغيرة، وأسهم الشركات الكبيرة لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو المشكّلة على تارةً على أساس الوزن المتساوي، علاوة المخاطرة، علاوة القيمة)، وفي المبحث الثالث تمّ اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج. وفي المبحث الرابع خلصنا إلى توصيات الدراسة، ومحدداتها، وآفاقها المستقبلية.

## المبحث الأول

### لمحة عن سوق مسقط المالي

#### 1.3: نبذة تاريخية عن سوق مسقط المالي:

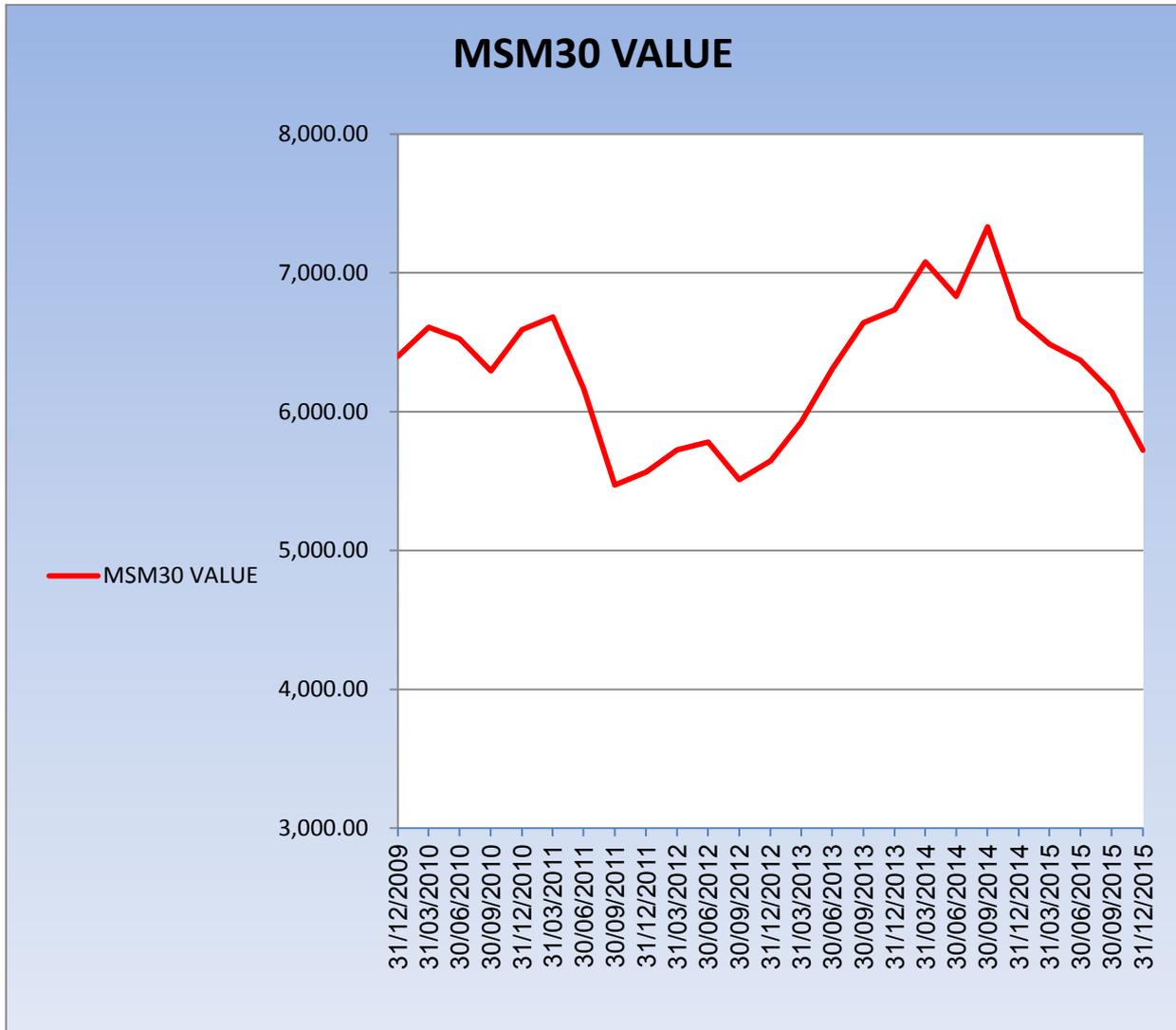
أنشأ مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية في عام 1992م . واختلف عدد الشركات المكونة لعينة المؤشر منذ ذلك التاريخ ليستقر حالياً عند أنشط 30 شركة على مستوى السوق ككل. اعتمد مؤشر سوق مسقط 30 منذ تأسيسه على طريقة الترجيح بالقيمة السوقية الإجمالية للشركات في إحتسابه حتى الأول من حزيران من العام 2009 حيث تم اعتماد الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات "Free Float" ، وهو الأسلوب المعتمد في معظم المؤشرات حالياً إلى جانب مؤشر سوق مسقط 30 هناك ثلاث مؤشرات قطاعية تضم أنشط 15 شركة في كل قطاع، وهي مؤشر القطاع المالي ومؤشر قطاع الصناعة ومؤشر قطاع الخدمات، وفي عام 2013 انطلق المؤشر الشرعي والذي يضم 15 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

والجدير بالذكر أن مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية اعتمد منذ إنشائه على رقم 100 كرقم قياسي لسنة الأساس، إلا انه ابتداء من العام 2004 ميلادي تم تغيير هذا الرقم إلى 1000، وبذلك فإن مؤشر سوق مسقط (30) تغير من 3 منازل عشرية إلى 4 منازل عشرية.

### 2.3: تطور مؤشر سوق مسقط المالي خلال فترة الدراسة:

يوضح الشكل التالي تطور قيمة مؤشر سوق مسقط المالي خلال الفترة من الربع الرابع من العام 2009 وحتى الربع الرابع من العام 2015:

**الشكل رقم 1: تطور مؤشر سوق مسقط المالي خلال الفترة من الربع الرابع من العام 2009 وحتى الربع الرابع من العام 2015:**



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في اكسل

يتضح من خلال الشكل أعلاه أنه خلال الفترة من الربع الرابع من العام 2009 وحتى الربع الرابع من العام 2011 كان ما زال سوق مسقط المالي تحت تأثير آثار الأزمة المالية العالمية. في حين سيطرت

حالة الصعود على تداولات السوق خلال الفترة من الربع الأول من العام 2012 وحتى الربع الرابع من العام 2013، إلا أنه نتيجة تذبذب أسعار النفط أثر ذلك على نحو سلبي في السوق، حيث كانت حالة الهبوط مسيطرة بالغالب خلال الفترة من الربع الأول من العام 2014 وحتى الربع الرابع من العام 2015.

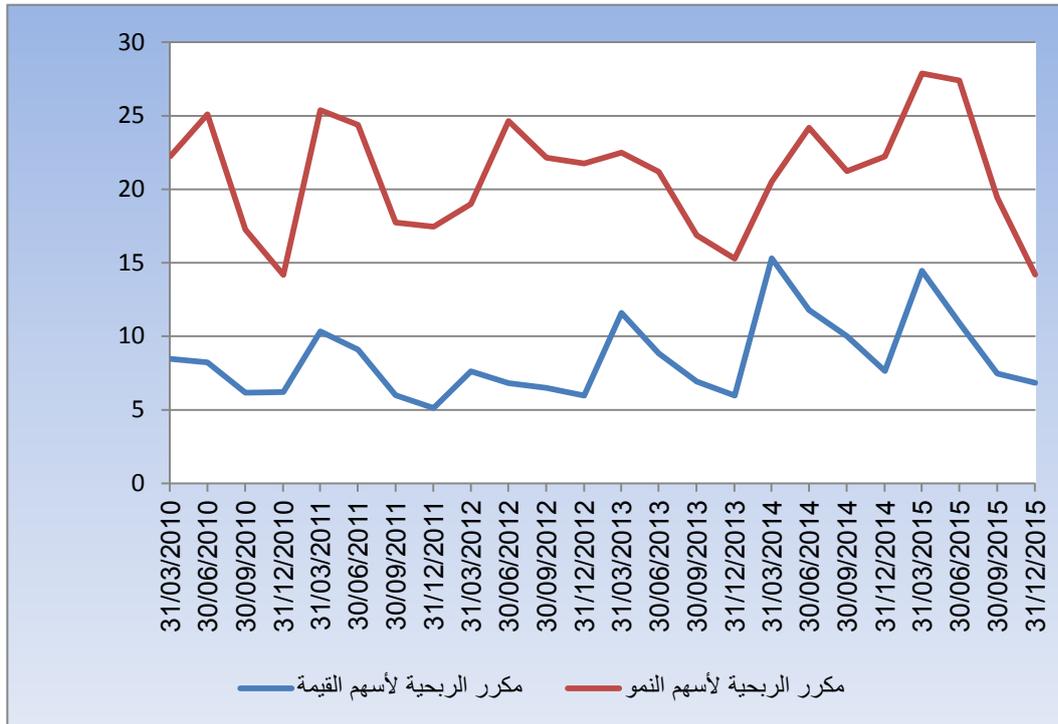
## المبحث الثاني:

### الدراسة الوصفية

#### 1.4: الإحصاءات الوصفية لمكرر الربحية:

يوضح الشكل التالي تطور مكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة الدراسة:

**الشكل رقم 2: تطور مكرر الربحية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة الدراسة:**



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

يتضح من خلال الشكل السابق أن أسهم القيمة هي الأسهم التي يكون فيها مكرر الربحية منخفض حيث تراوحت قيمة مكررات الربحية لها بين 5.13، و 15.3 مرة، في حين أن أسهم النمو هي الأسهم ذات مكررات الربحية المرتفعة حيث تراوحت بين 16.18 مرة و 27.89 مرة.

كما يبين الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمكررات الربحية لكل من أسهم القيمة والنمو:

الجدول رقم 3: يوضح الإحصاءات الوصفية لمكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو:

sig	قيمة اختبار k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط	مكرر الربحية	
0.523	0.813	0.67	1.12	15.3	5.13	3.11	8.68	قيمة	كامل
0.963	0.502	-0.76	-0.13	27.89	16.18	7.5	24.02	نمو	الفترة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في برنامج spss

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن:

❖ مكررات الربحية لأسهم القيمة كانت محصورة خلال فترة الدراسة بين 5.13 و 15.3، كما بلغ متوسط مكرر الربحية 8.68، بانحراف معياري قدره 3.11، وصغر قيمة الانحراف المعياري مقارنة بالمتوسط يدل على عدم تشتت كبير في البيانات، كما تدل قيمة معامل الالتواء البالغة 1.12 على وجود التواء نحو اليمين، وهذا يعني وجود قيم كبيرة تجذب المتوسط نحوها، كما تشير قيمة معامل التفرطح إلى أن منحنى التوزيع لقيم مكررات الربحية لأسهم القيمة منبسط، ويمكن القول إن هناك توزيعاً طبيعياً لمكررات الربحية لأسهم القيمة حيث بلغت قيمة sig 0.523 وهي أعلى من 0.05.

❖ مكررات الربحية لأسهم النمو كانت محصورة خلال فترة الدراسة بين 16.18 و 27.89، كما بلغ متوسط مكرر الربحية 24.02، بانحراف معياري قدره 7.5، وصغر قيمة الانحراف المعياري مقارنة بالمتوسط يدل على عدم تشتت كبير في البيانات، كما يشير معامل الالتواء ومعامل التفرطح على توزيع أقرب للطبيعي، وهذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار k-s البالغة 0.963 وهي أكبر من 0.05.

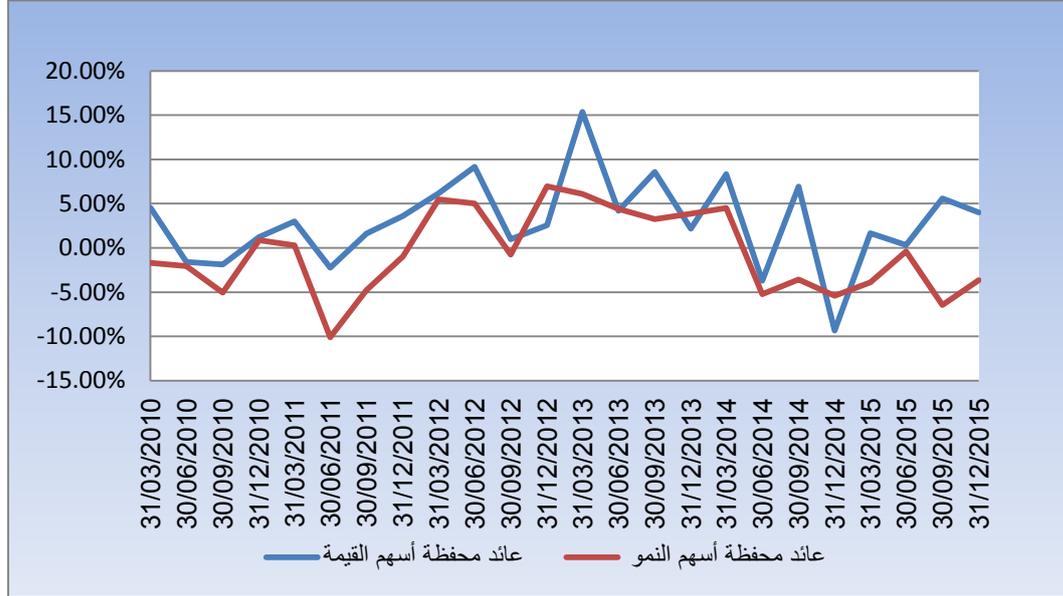
2.4: الإحصاءات الوصفية لمؤشرات أداء محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو على أساس الوزن

المتساوي، ومنقلةً بالقيمة السوقية:

يوضح الشكل التالي تطور عوائد أسهم القيمة، وأسهم النمو للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن

المتساوي:

الشكل رقم 3: تطور عوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في اكسل

يتضح من خلال الشكل السابق أن هناك تذبذباً في عوائد أسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة الدراسة الممتدة بين الربع الأول من العام 2010 والربع الرابع من العام 2015، فحتى نهاية العام 2011 كانت ما زالت الأسواق المالية العالمية تخضع لآثار الأزمة المالية العالمية منها سوق مسقط المالي، وسيطرة المخاطرة المنتظمة على هذه الأسواق، وبالتالي تعرضت أسهم النمو لخسائر ناجمة عن المخاطر المحيطة بأسهم النمو المتمثلة بالمخاطر المنتظمة، حيث بلغت أعلى خسائرها في الربع الثاني من العام 2011 ووصلت إلى 10.09%، وبالرغم من تأثير الأزمة العالمية على أسهم القيمة على نحو سلبي إلا أن الخسائر الناجمة في أسهم القيمة خلال هذه الفترة كانت أقل من خسائر أسهم النمو فقد بلغت خسائر أسهم القيمة في الربع الثاني من العام 2011 2.25% فقط، بينما بلغت خسائر أسهم النمو 10.09% كما ذكر سابقاً.

ويوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

الجدول رقم 4: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على

أساس الوزن المتساوي:

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	عائد المحفظة
0.98	0.469	1.43	0.01	%15.36	-%9.3	1.68	%5.00	%2.97	قيمة
0.845	0.614	-0.93	-0.02	%6.98	-%10	-8.47	%4.66	%-0.55	نمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق:

❖ أن متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة البالغ 2.97% أعلى من متوسط عوائد محافظ أسهم

النمو البالغ 0.55%-، وبفارق قدره 3.52%.

❖ يحقق الاستثمار في محافظ أسهم القيمة عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم

النمو، حيث بلغ معامل الاختلاف لمحافظ أسهم القيمة 1.68، في حين بلغ لمحافظ أسهم

النمو -8.47.

❖ إن أعلى الخسائر التي حققتها محافظ أسهم القيمة البالغة 9.36%- قريبة من أعلى الخسائر

التي حققتها محافظ أسهم النمو البالغة 10.09%-، إلا أن هناك فرقاً واضحاً بين أعلى عائد

وصلت إليه أسهم القيمة البالغ 15.36%، وأعلى عائد وصلت إليه أسهم النمو البالغ

6.98%.

❖ بلغ معامل الالتواء لعوائد محافظ أسهم القيمة 0.01، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو

0.02 - وهي قريبة من الصفر، ما يعني توزيعاً طبيعياً لعوائد محافظ أسهم القيمة، وعوائد

محافظ أسهم النمو.

❖ ويشير معامل التفرطح، والذي بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.43 أن منحنى توزيع عائد محافظ

أسهم القيمة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي مفرطح، بينما بلغ معامل التفرطح لعوائد

محافظ أسهم النمو -0.93 ما يعني أن منحنى توزيع العائد مفرطح أيضاً.

❖ تشير القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار k-s البالغة لمحافظ أسهم القيمة 0.98، ولمحافظ أسهم النمو 0.845 إلى أنّ هناك توزيعاً طبيعياً لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.

ولتمييز وضع العائد خلال الفترات الجزئية الثلاث، تمّ إجراء الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي، والجدول التالي يوضح هذا الأمر:  
الجدول رقم 5: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو خلال الفترات الجزئية الثلاث:

	عائد المحفظة	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	أدنى قيمة	أعلى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفرطح	k-s	Sig	
الفترة الأولى	أسهم القيمة	%1.04	%2.48	2.38	-%2.25	%4.51	-0.11	-1.83	0.604	0.859	
	أسهم النمو	-%2.9	%3.60	-1.15	-%10	%0.86	-1.17	1.292	0.622	0.833	
الفترة الثانية	أسهم القيمة	%6.15	%4.76	0.77	%0.98	%15.36	0.999	0.713	0.449	0.988	
	أسهم النمو	%4.30	%2.37	0.55	-%0.75	%6.98	-1.47	2.91	0.572	0.899	
الفترة الثالثة	أسهم القيمة	%1.72	%5.92	3.44	-%9.36	%8.32	-0.94	0.361	0.442	0.99	
	أسهم النمو	-%3	%3.53	-1.17	-%6.45	%4.52	1.628	2.681	0.881	0.419	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول أعلاه:

❖ إن عوائد محافظ أسهم القيمة خلال الفترة الأولى البالغة %1.04 أعلى من عوائد محافظ أسهم النمو البالغة %2.93-، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الإستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم النمو، حيث بلغ

لمحافظ أسهم القيمة 2.38، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -1.15، ويظهر من خلال معامل الالتواء أن التوزيع متمائل لعوائد محافظ أسهم القيمة، في حين يشير معامل الالتواء لمنحنى توزيع العائد لمحافظ أسهم النمو أن هناك قيمة كبيرة سالبة تجذب المتوسط نحوها، ويشير معامل التفرطح إلى أن منحنى التوزيع لقيم العائد لمحافظ أسهم القيمة مفرطح، وكذلك الحال بالنسبة إلى توزيع منحنى عائد محافظ أسهم النمو. وهناك توزيع طبيعي للمتغيرين وهذا ما تؤكدته القيمة الاحتمالية لاختبار k-s لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو حيث بلغت على التوالي 0.859، 0.833.

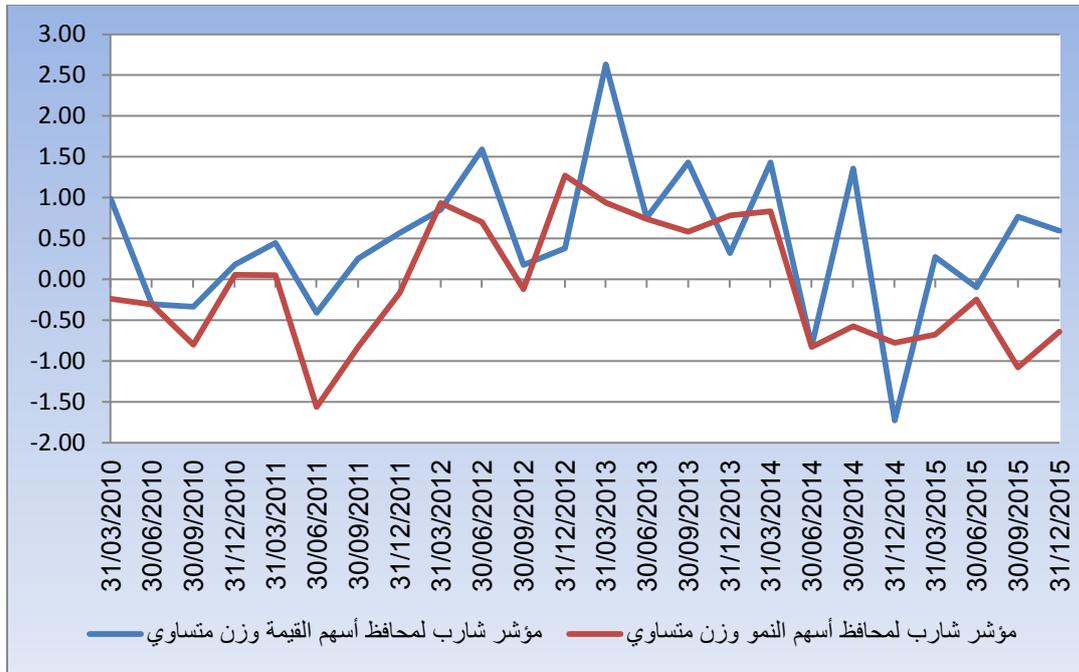
❖ إن عوائد محافظ أسهم القيمة خلال الفترة الثانية البالغة 6.15% أعلى من عوائد محافظ أسهم النمو البالغة 4.30%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم النمو يحقق عائداً عجزياً أكثر من العائد الناجم عن الاستثمار محافظ أسهم القيمة حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.77، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.55، ويشير معامل الالتواء لمحافظ أسهم القيمة البالغ 0.999 أن هناك قيمة موجبة تجذب المتوسط نحوها، في حين بلغ معامل الالتواء لعوائد محافظ أسهم النمو -1.47، ما يعني وجود قيم كبيرة سالبة تجذب المتوسط نحوها. وبالنظر إلى معامل التفرطح لعوائد محافظ أسهم القيمة البالغ 0.713 فيلاحظ إن منحنى توزيع العائد لمحافظ أسهم القيمة مقعر، وعلى نحو عام يمكن القول أن هناك توزيعاً طبيعياً لعوائد محافظ أسهم القيمة، وعوائد محافظ أسهم النمو حيث بلغت القيم الاحتمالية المقابلة لاختبار k-s لكل من عوائد محافظ أسهم القيمة وعوائد محافظ أسهم النمو على التوالي 0.988، 0.899.

❖ إن عوائد محافظ أسهم القيمة خلال الفترة الثالثة البالغة 1.72% أعلى من عوائد محافظ أسهم النمو البالغة -3.01%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 3.44، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -1.17، و، وبالنسبة إلى معامل التفرطح فيشير إلى أن منحنى التوزيع لقيم العائد لمحافظ أسهم القيمة مفرطح، وكذلك الحالة بالنسبة إلى توزيع منحنى عائد محافظ

أسهم النمو. كما أن هناك توزيعاً طبيعياً لعوائد هذين النوعين من المحافظتين. وهذا ما يتضح من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار k-S لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو البالغة على التوالي 0.99، 0.419.

إن العائد لا يأخذ بعين الإعتبار لذلك تمّ حساب مؤشرات العائد المعدلة بالمخاطر (مؤشر شارب، ومؤشر ترينور)، فبالنسبة إلى مؤشر شارب فالشكل التالي يوضح تطور مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

#### الشكل رقم 4: تطور مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

يتضح من خلال الشكل السابق أن مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة أعلى من مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو خلال 20 من 25 فترة، كما يتضح أنه خلال الفترة من الربع الأول من العام 2014، وحتى الربع الرابع للعام 2015 كان أداء محافظ أسهم القيمة أفضل من أداء محافظ أسهم النمو ويأتي هذا الفرق في الأداء إلى سيطرة المخاطرة المنتظمة ما أدّى إلى تأثير سلبي في العوائد، ونتج عنه أداء ضعيف لمحافظ أسهم النمو، وخلال الفترة الثانية لوحظ عدم وجود فرق معنوي في الأداء بين محافظ

أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشر شارب. ويبين الجدول أدناه الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لكل من محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي: الجدول رقم 6: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة:

مؤشر شارب									
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.87	0.6	1.33	-0.037	2.63	-1.73	1.89	0.89	0.47	أسهم القيمة
0.74	0.68	-1.01	0.77	1.27	-1.56	-9.63	0.77	-0.08	أسهم النمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في اكسل

يتضح من خلال الجدول السابق أن:

- ❖ أداء محفظة أسهم القيمة أفضل من أداء محفظة أسهم النمو خلال كامل الفترة حسب مؤشر شارب، حيث بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.47، في حين بلغ لأسهم النمو -0.08، ويدل مؤشر شارب على مدى التنوع في المحفظة ما يعني أن التنوع في محافظ أسهم القيمة أفضل منه في محافظ أسهم النمو.
- ❖ بالرغم من عدم وجود فارق جوهري بين الانحراف المعياري لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو إلا أن معامل الاختلاف أظهر فرقاً واضحاً حيث بلغ العائد لكل وحدة مخاطرة لمحافظ أسهم القيمة 1.89 بينما بلغ العائد لكل وحدة مخاطرة لمحافظ أسهم النمو -9.63. ما يعني أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً أكثر منه في محافظ أسهم النمو.

❖ إن أقل قيمة وصلت لها محافظ أسهم القيمة  $-1.73$ ، وهي قريبة من أقل قيمة وصلت لها محافظ أسهم النمو البالغة  $-1.56$ ، إلا أن هناك فرقاً واضحاً بين أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة البالغ  $2.63$ ، وأفضل أداء وصلت له محافظ أسهم النمو البالغ  $1.27$ .

❖ يشير معامل الالتواء والذي بلغت قيمته لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة  $-0.037$  أن هناك توزيع متمائل لكل منهما، ويشير معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مفرطح. ومن خلال القيمة الاحتمالية لاختبار  $k-s$  نجد أن هناك توزيعاً طبيعياً لمؤشر شارب لكل من محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.

ولغرض دراسة أداء هذه المحافظ حسب مؤشر شارب خلال الفترات الجزئية الثلاث، يوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال الفترات الجزئية الثلاث:

الجدول رقم 7: الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترات الجزئية الثلاث:

	مؤشر شارب	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	أدنى قيمة	أعلى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفرطح	k-s	Sig
الفترة الأولى	أسهم القيمة	0.1738	0.4994	2.87	-0.41	0.99	-0.059	-1.0780	0.599	0.870
	أسهم النمو	-0.475	0.554	-1.16	-1.56	0.06	-1.136	0.875	0.685	0.736
الفترة الثانية	أسهم القيمة	1.0162	0.827	0.82	0.18	2.63	1.096	0.816	0.579	0.891
	أسهم النمو	0.7275	0.400	0.55	-0.12	1.27	-1.285	3.166	0.655	0.785
الفترة الثالثة	أسهم القيمة	0.2213	1.0815	4.90	-1.73	1.43	-0.773	0.011	0.404	0.997
	أسهم النمو	-0.50	0.5878	-1.17	1.08-	0.83	1.99	4.549	0.858	0.453

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في اكسل

يتضح من خلال الجدول السابق:

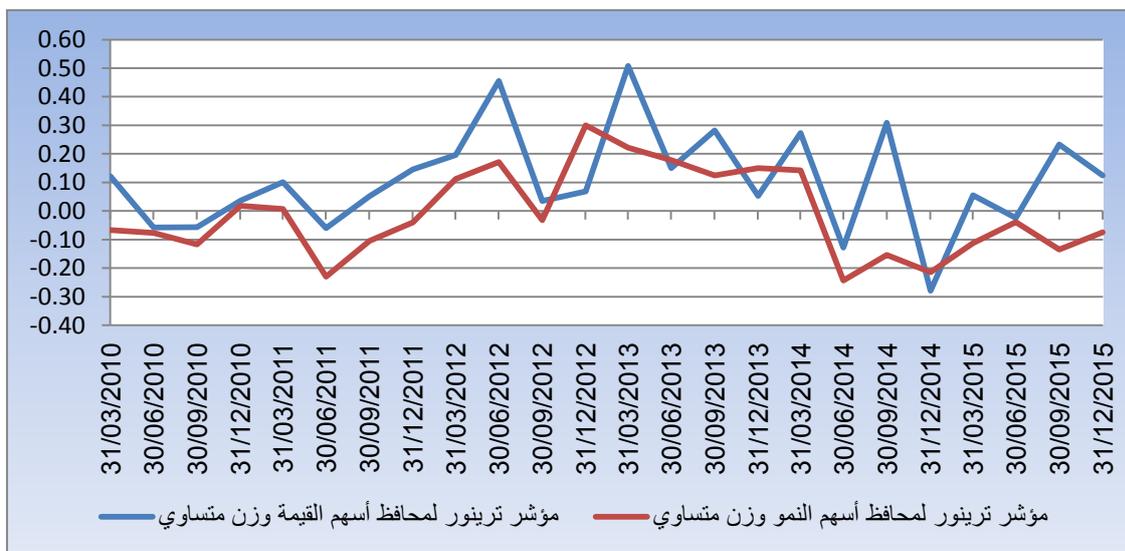
❖ خلال الفترة الأولى كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.1738، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.475، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يعد مجزياً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 2.87، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -1.16، وكان أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة البالغ 0.99، أعلى من أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم النمو البالغ 0.06، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم النمو البالغ -1.136 أن هناك إلتواءً نحو اليسار ما يعني أن هناك قيمةً كبيرةً تجذب المتوسط نحوها، ويشير معامل التفرطح لكل من محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم أن منحى التوزيع لهما مفرطح، وعلى نحو عام يمكن القول أن هناك توزيعاً طبيعياً لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو وهذا ما يتضح من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار k-s.

❖ خلال الفترة الثانية كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.0162، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.7275، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يعد مجزياً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.82، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.55، وكان أسوأ أداء سجلته أسهم القيمة البالغ 0.18، أقل من أسوأ أداء لمحافظ أسهم النمو البالغ -1.56، وبالنسبة إلى أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة بلغ 2.63، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 1.27، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم النمو البالغ -1.285 أن هناك إلتواءً نحو اليسار ما يعني أن هناك قيمةً كبيرةً تجذب المتوسط نحوها، كما يتضح من خلال معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغة 0.816 أن منحى التوزيع منبسط، بينما يشير معامل التفرطح لمحافظ أسهم النمو 3.166 إلى أن منحى التوزيع معتدل.

❖ خلال الفترة الثالثة كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.2213، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.5013، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يعد مجزياً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 4.90، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -1.17، وأسوأ أداء سجلته أسهم القيمة البالغ -1.08، قريب من أسوأ أداء لمحافظ أسهم القيمة البالغ -1.73، بينما كان أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة 1.43، وهو أعلى من أفضل أداء سجلته محافظ أسهم النمو البالغة 0.83، وعند النظر إلى معامل الالتواء لمحافظ أسهم النمو البالغ 1.99 يشير إلى أن منحى توزيع مؤشر شارب ملتو نحو اليمين ما يعني أن هناك قيمةً كبيرةً تجذب المتوسط نحوها، كما أن منحى التوزيع لمؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو مقعر، وهذا ما يتضح من خلال قيمة معامل التقطح البالغ 4.549، وهناك توزيع طبيعي لمؤشري شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو وهذا ما يتضح من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار k-s

أما المؤشر الآخر فهو مؤشر ترينور والذي يأخذ بعين الإعتبار المخاطر المنتظمة، ويوضح الشكل أدناه تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو:

### الشكل رقم 5: تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في اكسل:

يتضح من خلال الشكل السابق أنه بالنسبة إلى مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي هناك تفوق لمحافظ أسهم القيمة على محافظ أسهم النمو خلال 20 من 25 ربع ، كما يتضح أن مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو أسوأ من مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة خلال الفترة الثالثة ويأتي ذلك كنتيجة للتذبذب الحاصل في أسعار النفط خلال هذه الفترة ما أدى إلى زيادة قيمة معامل بيتا نتيجة سيطرة حالة المخاطر المنتظمة خلال هذه الفترة ومع خسائر كبيرة لأسهم النمو يؤدي ذلك إلى مؤشرات ترينور منخفضة لمحافظ أسهم النمو. ويوضح الجدول أدناه الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور محافظ أسهم القيمة، وأسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة:

الجدول رقم 8: الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو

المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة:

مؤشر ترينور									
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.91	0.56	0.593	0.3	%51	-%28	1.64	%18	%11.00	أسهم القيمة
0.73	0.69	-0.81	0.34	%3	-%24	-18.07	%15	-%0.83	أسهم النمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل:

يتضح من خلال الجدول والشكل السابقين:

❖ إن أداء محظة أسهم القيمة أفضل من أداء محظة أسهم النمو خلال كامل الفترة حسب مؤشر ترينور، حيث بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 11% بينما بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.83%.

❖ بالرغم من عدم وجود فارق جوهري بين الانحراف المعياري لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو إلا أن معامل الاختلاف أظهر فرقاً واضحاً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.64 بينما بلغ لمحافظ أسهم النمو 18.07-. ما يعني أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق أداءً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم النمو.

❖ إن أقل قيمة وصلت لها محافظ أسهم القيمة 28%-، قريبة من أقل قيمة وصلت لها محافظ أسهم النمو البالغة 24%-، إلا أن هناك فرقاً واضحاً بين أفضل أداء لمحافظ أسهم القيمة وصلت إليه حسب هذا المؤشر البالغ 51%، وأفضل أداء وصلت لها محافظ أسهم النمو البالغ 3%.

❖ يتضح من خلال معامل الالتواء لكل من محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو أن منحني التوزيع متماثل، كما يتضح من خلال معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ 0.593 ولمحافظ أسهم النمو 0.81- أن منحني التوزيع منبسط.

❖ يتضح من خلال القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار k-s لكل من مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة، ومؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو البالغة على التوالي 0.91، 0.7 أن التوزيع طبيعي لكلا المتغيرين.

ولغرض توصيف هذا المتغير تم إجراء المؤشرات الوصفية الإحصائية له، ويبين الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال الفترات الجزئية الثلاث:

الجدول رقم 9: الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة

على أساس الوزن المتساوي خلال الفترات الجزئية الثلاث:

مؤشر ترينور											
	Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	مؤشر شارب	
الفترة الأولى	0.976	0.479	-0.947	0.742	%51	%4	0.83	%18.11	%21.88	أسهم القيمة	
الفترة الثانية	0.897	0.574	1.791	0.583-	%30	-%3	0.62	%9.53	%15.25	أسهم النمو	
الفترة الثالثة	0.976	0.479	-0.863	0.012	%22	-%6	1.07	%18.11	%16.88	أسهم القيمة	
الفترة الأولى	0.897	0.574	1.127	0.023-	%12	%3	1.29	%9.53	%12.25	أسهم النمو	
الفترة الثانية	0.989	0.443	-0.645	-0.392	%31	-%28	2.94	%20.6	%7	أسهم القيمة	
الفترة الثالثة	0.964	0.500	2.057	0.023	%14	-%24	- 1.17	%11.8	-%10.1	أسهم النمو	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في SPSS

يتضح من خلال الجدول أعلاه:

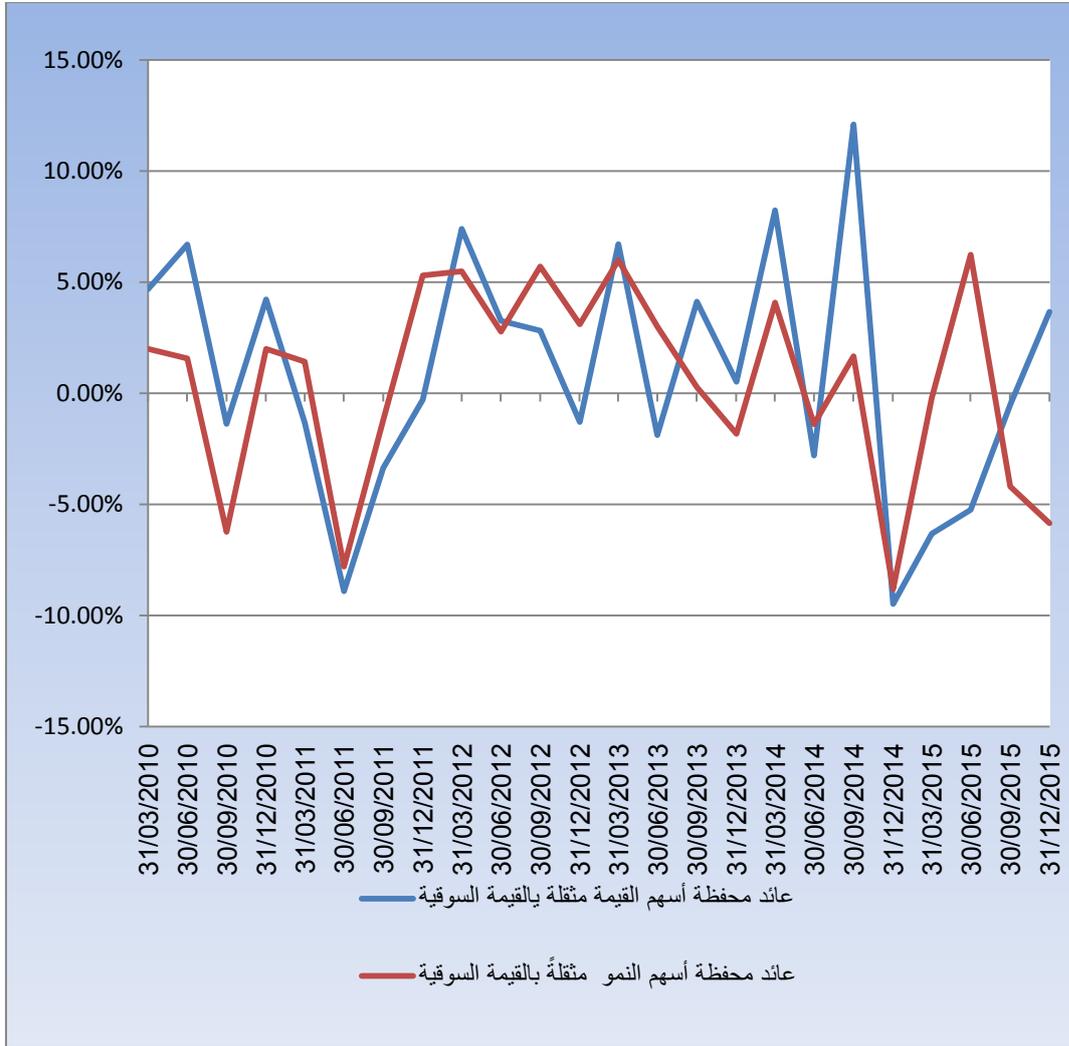
❖ خلال الفترة الأولى كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر ترينور أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 21.88%، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 15.25%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم النمو يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم القيمة حيث بلغ معامل الاختلاف لمحافظ أسهم النمو 0.62، في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.83، وكان أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة البالغ 51% أعلى من أفضل أداء الذي سجلته محافظ أسهم النمو البالغ 3-%، ويتضح من خلال معامل الالتواء لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة وأسهم النمو أن التوزيع متماثل حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.742، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.583-، كما يشير معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ 0.947-، ومعامل التفرطح لمحافظ أسهم النمو 1.791 أن منحني التوزيع لهما منبسط، ومن خلال القيمة الاحتمالية لإختبار k-s يتضح أن هناك توزيعاً طبيعياً للمتغيرين.

❖ خلال الفترة الثانية كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر ترينور أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 16.88%، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 12.25%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم النمو حيث بلغ معامل الاختلاف لمحافظ أسهم القيمة 1.07، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 1.29، وكان أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة البالغ 22% أفضل من أعلى الأداء الذي سجلته محافظ أسهم النمو البالغ 12%، ويتضح من خلال معامل الالتواء لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة وأسهم النمو أن التوزيع متماثل حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.012، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.023، ومن خلال القيمة الاحتمالية لإختبار k-s يتضح أن هناك توزيعاً طبيعياً للمتغيرين.

❖ خلال الفترة الثالثة كان أداء محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر ترينور أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 7%، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -10.12%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم النمو حيث بلغ معامل الاختلاف لمحافظ أسهم القيمة 2.94، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -1.17، كما أن أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة البالغ 31% أفضل من الأداء الذي سجلته محافظ أسهم النمو البالغ 14%، ويشير معامل الالتواء لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة وأسهم النمو أن التوزيع متماثل حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 0.742، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.583، ويشير معامل التفرطح لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة البالغ -0.645، ومعامل التفرطح لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو 2.057 أن منحني التوزيع لهما منبسط، ومن خلال القيمة الاحتمالية لإختبار k-s يتضح أن هناك توزيعاً طبيعياً للمتغيرين.

أما بالنسبة إلى عوائد المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية فالشكل التالي يوضح تطورها خلال كامل الفترة

الشكل رقم 6: تطور عوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في إكسل.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أنه وبالرغم من تفوق عوائد محافظ أسهم القيمة على عوائد محافظ أسهم النمو خلال 13 من 25 ربع إلا أن هذا الفرق لم يكن جوهرياً حيث بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة 0.90% في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.55%. ولدراسة أثر اعتماد الوزن المثقل على مؤشرات العائد والأداء تمّ حساب الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقل بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 10: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو منقّلة بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:

العائد (%)									
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.982	0.465	-0.4	-0.07	12.1	-9.5	6.1	5.49	0.90	قيمة
0.559	0.791	-0.39	-0.71	6.23	-8.8	8.15	4.48	0.54	نمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss.

يتضح من خلال الجدول والشكل السابقين أن:

- ❖ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة البالغ 0.90% أعلى من متوسط عوائد محافظ أسهم النمو البالغ 0.54%، وبفارق قدره 0.36%.
- ❖ يحقق الاستثمار في محافظ أسهم القيمة عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم النمو، حيث بلغ معامل الاختلاف لمحافظ أسهم القيمة 6.10، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 8.15.
- ❖ أعلى الخسائر التي حققتها محافظ أسهم القيمة البالغة 9.5%- قريبة من أعلى الخسائر التي حققتها محافظ أسهم النمو البالغة 8.8%-، إلا أن هناك فرقاً واضحاً بين أعلى عائد وصلت إليه أسهم القيمة البالغ 12.10%، وأعلى عائد وصلت إليه أسهم النمو البالغ 6.23%.
- ❖ كما يشير معامل الالتواء لعوائد محافظ أسهم القيمة ولمحافظ أسهم النمو أن هناك توزيعاً متماثلاً لعوائد محافظ أسهم القيمة، وعوائد محافظ أسهم النمو.
- ❖ ويشير معامل التفرطح والذي بلغ لعوائد محافظ أسهم القيمة 0.40- ولعوائد محافظ أسهم النمو 0.39- إلى إن منحنى توزيع العائد مقعر.
- ❖ تشير القيمة الاحتمالية لإختبار k-s البالغة لمحافظ أسهم القيمة 0.982، ولمحافظ أسهم النمو 0.559 إلى أن هناك توزيعاً طبيعياً لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.

ولدراسة العائد خلال الفترات الجزئية الثلاث، فيوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لعوائد

محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث:

الجدول رقم 11: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة

السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث:

العائد										
الفترة الأولى	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	معامل	أدنى قيمة	أعلى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفرطح	k-s	Sig
أسهم القيمة	%4.25	%5.06	1.91	-8.91%	6.69%	-0.435	-0.027	0.484	0.973	
أسهم النمو	-%0.37	%4.48	-12.11	-7.80%	5.31%	-0.824	-0.353	0.793	0.556	
الفترة الثانية	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	معامل	أدنى قيمة	أعلى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفرطح	k-s	Sig
أسهم القيمة	%2.71	%3.43	1.27	-1.88%	7.40%	-0.004	-1.253	0.391	0.998	
أسهم النمو	%3.07	%2.76	0.90	-1.82%	5.99%	-0.735	-0.224	0.590	0.877	
الفترة الثالثة	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	معامل	أدنى قيمة	أعلى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفرطح	k-s	Sig
أسهم القيمة	-%4.75	%7.50	-1.58	-9.49%	12.10%	0.525	-0.889	0.425	0.994	
أسهم النمو	-%1.06	%5.09	-4.8	-8.81%	6.23%	-0.090	-0.883	0.302	1	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية ما يلي::

❖ إن عوائد محافظ أسهم القيمة خلال الفترة الأولى البالغة 4.25% أعلى من عوائد محافظ أسهم

النمو البالغة -0.37%، كما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم

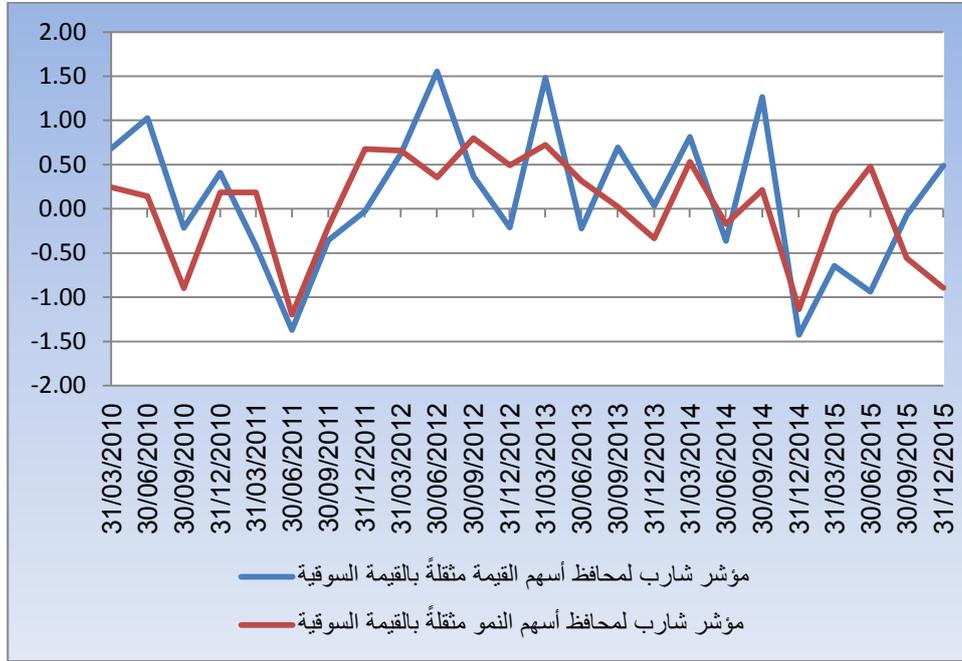
القيمة يحقق عائداً مجزياً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.91، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 12.11-، وبالنسبة إلى معامل التفرطح فيشير إلى أن منحني التوزع لقيم العائد لمحافظ أسهم القيمة منبسط، وكذلك الحال بالنسبة إلى توزيع منحني عائد محافظ أسهم النمو. وهناك توزيع طبيعي لكلا المتغيرين وهذا ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار k-S لعوائد محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو حيث بلغت على التوالي 0.973، 0.556.

❖ إن عوائد محافظ أسهم القيمة خلال الفترة الثانية البالغة 3.43% أعلى من عوائد محافظ أسهم القيمة البالغة 2.76%، بينما يتضح من خلال معامل الاختلاف أن الاستثمار في محافظ أسهم النمو يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار في محافظ أسهم القيمة حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.27، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.90، ومن خلال معامل الالتواء يتضح أن التوزيع متمائل لكلا المتغيرين حيث بلغ هذا المعامل لعوائد محافظ أسهم القيمة -0.004، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.735، ويتضح من خلال معامل التفرطح لعوائد محافظ أسهم القيمة البالغ -1.253، ومعامل التفرطح لعوائد محافظ أسهم النمو البالغ -0.224 أن منحني التوزيع لهما مقعر.

❖ إن خسائر محافظ أسهم النمو خلال الفترة الثالثة البالغة 1.06%- أقل من خسائر محافظ أسهم النمو البالغة 4.75%-.

ويبين الشكل التالي الوصف تطور مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:

الشكل رقم 7: تطور مؤشر شارب محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في إكسل

يتضح من خلال الشكل السابق أن هناك تفوقاً في الأداء لصالح محافظ أسهم القيمة خلال 12 من 24 فترة. كما يوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 12: الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:

مؤشر شارب

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.99	0.5	-0.44	-0.1	1.55	-1.43	6.15	0.81	0.13	قيمة
0.56	0.8	-0.31	-0.8	0.8	-1.2	24.43	0.59	0.02	نمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية:

❖ أداء محظة أسهم القيمة أفضل من أداء محفظة أسهم النمو خلال كامل الفترة حسب مؤشر شارب، حيث بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.13، بينما بلغ لأسهم النمو 0.02، ويدل مؤشر شارب على مدى التنوع في المحفظة ما يعني أن التنوع في محافظ أسهم القيمة أفضل منه في محافظ أسهم النمو.

❖ بالرغم من عدم وجود فارق جوهري بين الانحراف المعياري لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة وأسهم النمو إلا أن معامل الاختلاف أظهر فرقاً واضحاً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 6.15 بينما بلغ لمحافظ أسهم النمو 24.43. ما يعني أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق أداءً مجزياً.

❖ إن أسوأ أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة بلغت -1.43، قريب من أسوأ أداء وصلت له محافظ أسهم النمو البالغ -1.2، إلا أن هناك فرقاً واضحاً بين أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة البالغ 1.55، وأفضل أداء وصلت له محافظ أسهم النمو البالغة 0.80.

ويبين الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلة بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث (الجدول رقم 13)

مؤشر شارب										
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	مؤشر شارب	
0.961	0.504	0.362	-0.372	1.03	-1.37	-18.75	0.75	-0.04	أسهم القيمة	الفترة الأولى
0.567	0.786	-0.132	-0.899	0.68	-1.20	-5.73	0.63	-0.11	أسهم النمو	
0.805	0.641	-1.046	0.800	1.55	-0.22	1.57	0.72	0.46	أسهم القيمة	الفترة الثانية
0.995	0.420	-0.705	-0.286	0.8	-0.33	1.27	0.38	0.30	أسهم النمو	
1	0.337	-1.014	0.135	1.26	-1.43	8.36	0.92	-0.11	أسهم القيمة	الفترة الثالثة
0.996	0.408	-1.268	-0.355	0.53	-1.14	-3.05	0.61	-0.20	أسهم النمو	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق:

❖ خلال الفترة الأولى كان متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة  $-0.04$ ، في حين بلغ متوسط هذا المؤشر لمحافظ أسهم النمو  $-0.11$ ، ما يعني أنه بالرغم من الأداء السيء للمحفظتين إلا أن أداء محافظ أسهم القيمة يبقى أفضل، وعند النظر إلى معامل الاختلاف وجد أن الاستثمار في محافظ أسهم النمو أقل مخاطرة من الاستثمار في محافظ أسهم القيمة، كما بلغ أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب البالغ  $1.03$ ، أعلى من أفضل أداء حققته محافظ أسهم النمو البالغ  $0.68$ ، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم القيمة  $-0.372$ ، ولمحافظ أسهم النمو  $-0.899$  ما يدل على أن منحنى التوزيع متماثل، وبالنسبة إلى معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ  $0.362$ ، ولمحافظ أسهم النمو البالغ  $-0.132$  فإن منحنى التوزيع لكل منهما منبسط. ويؤكد التوزيع الطبيعي لمتغيري مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو نتائج إختبار  $k-s$  حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لإختبار  $k-s$  لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة  $0.961$ ، في حين بلغت لمؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو  $0.567$ .

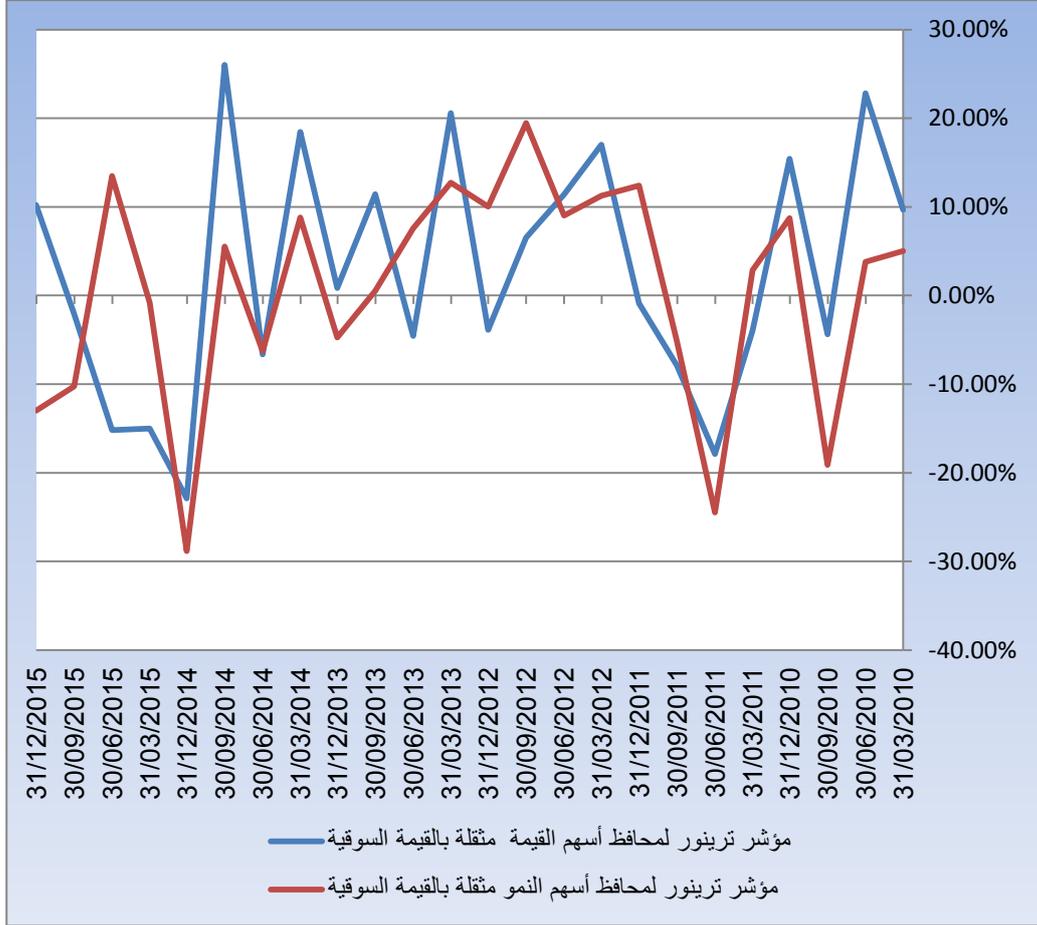
❖ خلال الفترة الثانية كان متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة  $0.46$ ، في حين بلغ متوسط هذا المؤشر لمحافظ أسهم النمو  $0.30$ ، ما يعني أن أداء محافظ أسهم القيمة أفضل من أداء محافظ أسهم النمو، إلا أنه عند النظر إلى معامل الاختلاف وجد أن الاستثمار في محافظ أسهم النمو أقل مخاطرة من الاستثمار في محافظ أسهم القيمة، كما بلغ أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب  $1.55$ ، وهو أعلى من أفضل أداء حققته محافظ أسهم النمو حيث بلغ مؤشر شارب لها  $0.80$ ، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم القيمة  $0.800$ ، ولمحافظ أسهم النمو البالغ  $-0.286$  أن منحنى التوزيع متماثل، وبالنسبة إلى معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ  $-1.046$ ، ولمحافظ أسهم النمو البالغ  $-0.705$  فإن منحنى التوزيع لكل منهما منبسط. وتؤكد نتائج إختبار  $k-s$  التوزيع الطبيعي لمتغيري مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو حيث بلغت القيمة

الاحتمالية المقابلة لإختبار k-s لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.805، في حين بلغت لمؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو 0.995.

❖ خلال الفترة الثالثة كان متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة -0.11، في حين بلغ متوسط هذا المؤشر لمحافظ أسهم النمو -0.20، ما يعني أنه بالرغم من الأداء السيء للمحفظتين إلا أن أدا محافظ أسهم القيمة يبقى أفضل، وعند النظر إلى معامل الاختلاف وجد أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة أقل مخاطرة من الاستثمار في محافظ أسهم النمو، كما بلغ أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر شارب 1.26، وهو أعلى من أفضل أداء حققته محافظ أسهم النمو حيث بلغ مؤشر شارب 0.53، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم القيمة 0.135، وبلغ لمحافظ أسهم النمو -0.355 ما يدل على أن منحني التوزيع متماثل، وبالنسبة إلى معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ -1.014، ولمحافظ أسهم النمو البالغ 1.268- فإن منحني التوزيع لكل منهما منبسط. ويؤكد التوزيع الطبيعي لمتغيري مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو نتائج إختبار k-s حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لإختبار k-s لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 1، في حين بلغت لمؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو 0.996.

ويبين الشكل التالي تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:

الشكل رقم 8: تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلةً  
بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في إكسل

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن هناك تفوقاً لأداء محافظ أسهم القيمة على أداء محافظ أسهم النمو

حسب مؤشر ترينور خلال 15 من 24 ربع.

كما يوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم

النمو مثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 14: الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو متقلة بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة:

مؤشر ترينور									
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.93	0.6	-0.929	-0.05	26.0%	23%	5.04	13.7%	2.71%	أسهم القيمة
0.65	0.7	0.23	-0.92	19.5%	-29%	16.30	12.6%	0.77%	أسهم النمو

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية:

- ❖ أداء محطة أسهم القيمة أفضل من أداء محفظة أسهم النمو خلال كامل الفترة حسب مؤشر ترينور، حيث بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 2.71%، بينما بلغ لمحافظ أسهم النمو 0.77%.
- ❖ بالرغم من عدم وجود فارق جوهري بين الانحراف المعياري لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو إلا أن معامل الاختلاف أظهر فرقاً واضحاً حيث بلغ لمحافظ أسهم القيمة 5.04 بينما بلغ لمحافظ أسهم النمو 16.30. ما يعني أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة يحقق عائداً مجزياً أكثر منه في محافظ أسهم النمو.
- ❖ إن أقل قيمة وصلت لها أداء محافظ أسهم القيمة 23% هي أعلى من أدنى قيمة وصلت لها محافظ أسهم النمو البالغة 29%-، كما أن هناك فرقاً واضحاً بين أفضل أداء وصلت إليه محافظ أسهم القيمة البالغ 26%، وأفضل أداء وصلت له محافظ أسهم النمو البالغة 19.50%.
- ❖ يشير معامل الالتواء والذي بلغت قيمته لمحافظ أسهم القيمة -0.05، في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.92 أن التوزيع متمائل، كما يشير معامل التفرطح إلى أن منحني توزيع مؤشر

ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو منبسط. ويتضح من خلال القيمة الاحتمالية لإختبار k-s أن هناك توزيعاً طبيعياً لمؤشر ترينور لكل من محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.

كما يبين الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو متقلّة بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث:

الجدول رقم 15: الإحصاءات الوصفية لمؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو متقلّة بالقيمة السوقية خلال الفترات الجزئية الثلاث:

مؤشر ترينور										
Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	مؤشر شارب	
0.909	0.563	-0.619	0.321	%22.80	-%17.88	8.3	%13.36	%1.61	أسهم القيمة	الفترة الأولى
0.614	0.758	-0.495	-0.935	%12.40	-%24.47	-6.65	%13.30	-%2.0	أسهم النمو	
0.976	0.479	-0.560	0.581	%20.57	-%4.57	1.66	%8.77	%5.29	أسهم القيمة	الفترة الثانية
0.897	0.574	-0.504	0.057	%19.45	-%4.76	1.15	%7.84	%6.82	أسهم النمو	
0.981	0.467	-1.254	0.410	%26.03	-%22.90	19.66	%17.50	-%0.89	أسهم القيمة	الفترة الثالثة
0.999	0.367	0.171	-0.613	%13.49	-%28.84	-3.48	%13.69	-%3.93	أسهم النمو	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه:

❖ خلال الفترة الأولى كان متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 1.61%، في حين بلغ متوسط هذا المؤشر لمحافظ أسهم النمو 2%-، ما يعني أن أداء محافظ أسهم القيمة أفضل من أداء محافظ أسهم النمو حسب مؤشر ترينور، وعند النظر إلى معامل الاختلاف وجد أن الاستثمار في محافظ أسهم القيمة أقل مخاطرةً من الاستثمار في محافظ أسهم النمو، كما بلغ أفضل أداء سجلته محافظ أسهم القيمة مقاساً بمؤشر ترينور 22.80%، وهو أعلى من أفضل أداء حققته محافظ أسهم النمو البالغ 12.40%، كما يتضح من خلال معامل الالتواء لمحافظ أسهم القيمة 0.321، ولمحافظ أسهم النمو -0.935- أن منحني التوزيع متماثل، وبالنسبة إلى معامل التفرطح لمحافظ أسهم القيمة البالغ 0.362، ولمحافظ أسهم النمو البالغ -0.132- فإن منحني التوزيع لكل منهما منبسط. ويؤكد التوزيع الطبيعي لمتغيري مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة، ومحافظ أسهم النمو نتائج إختبار k-s حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة لإختبار k-s لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 0.909، في حين بلغت لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو 0.614.

❖ خلال الفترة الثانية بلغ مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 5.29%، في حين بلغ هذا المعامل لمحافظ أسهم النمو 6.82%، ما يعني عدم وجود فارق جوهري في الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو، وكان الاستثمار في محافظ أسهم النمو يحقق عائداً مجزياً أكثر من الاستثمار لمحافظ أسهم القيمة حيث بلغ معامل الاختلاف لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو 1.15، في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة 1.66، ويشير معامل الالتواء لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة البالغ -0.560، ومعامل الالتواء لمحافظ أسهم النمو البالغ -0.504- أن منحني التوزيع متماثل، وأشار معامل التفرطح لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة 0.479، ومعامل التفرطح لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو البالغ 0.574 إلى أن منحني التوزيع لكل منهما منبسط، وعند النظر إلى القيمة الاحتمالية المقابلة لإختبار k-s لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة البالغ 0.976، ولمحافظ أسهم النمو البالغ 0.897.

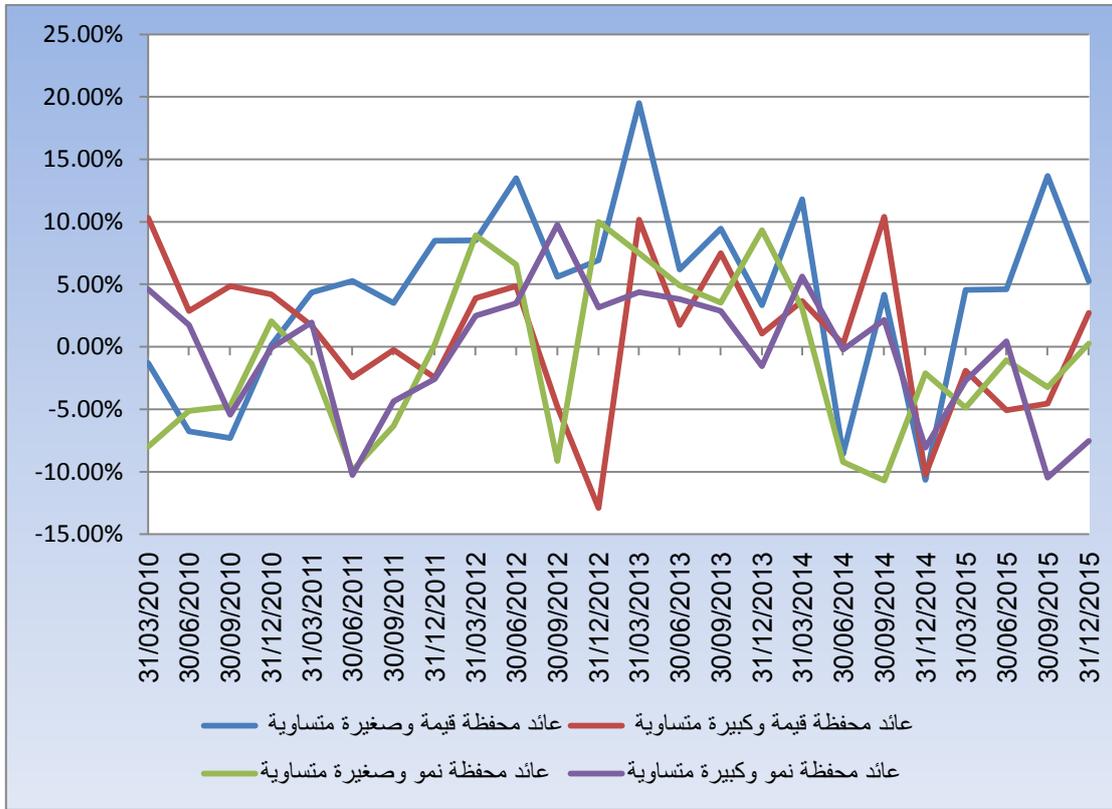
3.4: الإحصاءات الوصفية لمؤشرات أداء محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة

والشركات الكبيرة على أساس الوزن المتساوي:

يوضح الشكل التالي تطور عوائد محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة متقلبةً بالقيمة السوقية خلال كامل الفترة.

الشكل رقم 9: تطور عوائد محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة

والشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن هناك تفاوتاً لعوائد محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة على

محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة خلال 17 من 24 ربع.

ويوضح الجدول الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات

الصغيرة والكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

الجدول رقم 16: الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو لكل من الشركات

الصغيرة والكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	العائد	
0.32	0.95	0.205	-0.355	%19.5	-%10.7	1.69	%7.32	%4.34	قيمة/صغيرة	كامل الفترة
0.98	0.47	0.230	-0.460	%10.4	-%12.9	5.63	%5.97	%1.06	قيمة/كبيرة	
0.96	0.50	0.211	-0.254	%10	-%10.7	-8.03	%6.51	-%0.81	نمو/صغيرة	
0.64	0.74	0.10	0.268	%9.75	-10.5	-18.09	% 5.23	-%0.29	نمو/كبيرة	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الشكل والجدول أعلاه أن:

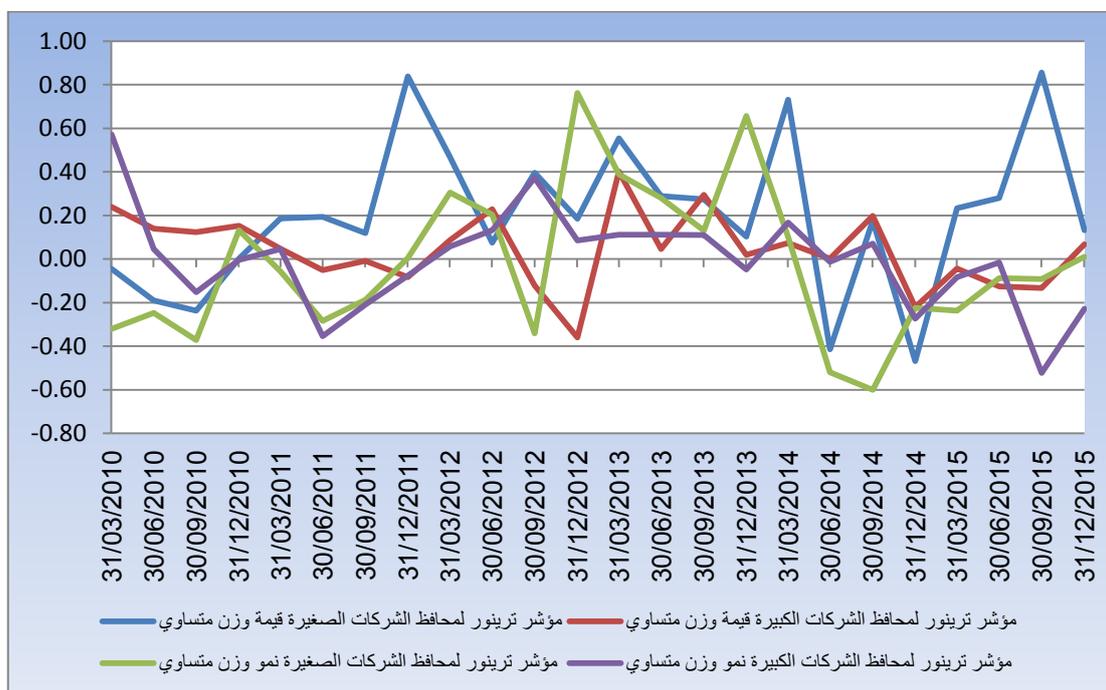
- ❖ عوائد محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة البالغة 4.34% أعلى من عوائد محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة التي بلغت على التوالي 1.06%، -0.81%، -0.29%.
- ❖ يعد الاستثمار في محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة استثماراً مجزياً حيث بلغ معامل الاختلاف لهذه المحافظ 1.69، في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة البالغة على التوالي 5.63، -8.03، -18.09.
- ❖ بالرغم من أن خسائر كافة المحافظ متقاربة، إلا أن أعلى عائد محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة هو الأعلى حيث بلغ 19.5%، في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة شركات كبيرة، محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة، ومحافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة على التوالي 10.4%، 10%، 9.75%.
- ❖ يتضح من خلال معامل الالتواء لكل من عائد محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة البالغة -0.355، محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة البالغة -0.460، محافظ أسهم النمو

للشركات الصغيرة -0.254، محافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة البالغة 0.268 أن منحني التوزيع لهذه المتغيرات توزيع متماثل.

❖ يتضح من خلال معامل التفرطح لكل من عائد محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.205، محافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.230، محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة 0.211، محافظ أسهم النمو للشركات الكبيرة البالغة 0.10 أن منحني التوزيع لهذه المتغيرات توزيع منبسط.

أما بالنسبة إلى المؤشرات الإحصائية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

**الشكل رقم 10: تطور مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو لكل من الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي خلال كامل الفترة:**



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

كما يوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو:

الجدول رقم 17: الإحصاءات الوصفية لمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي:

مؤشر ترينور								
sig	قيمة k-s	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	مؤشر ترينور	
0.715	0.698	%86	-%47	1.73	%34.12	%19.70	قيمة/صغيرة	كامل الفترة
0.999	0.369	%40	-%36	4.25	%17.16	%4.04	قيمة/كبيرة	
0.965	0.498	%70	-%60	13.7-	%34.24	-%2.50	نمو/صغيرة	
0.643	0.74	%57	-%52	51.39-	%22.61	-%0.44	نمو/كبيرة	

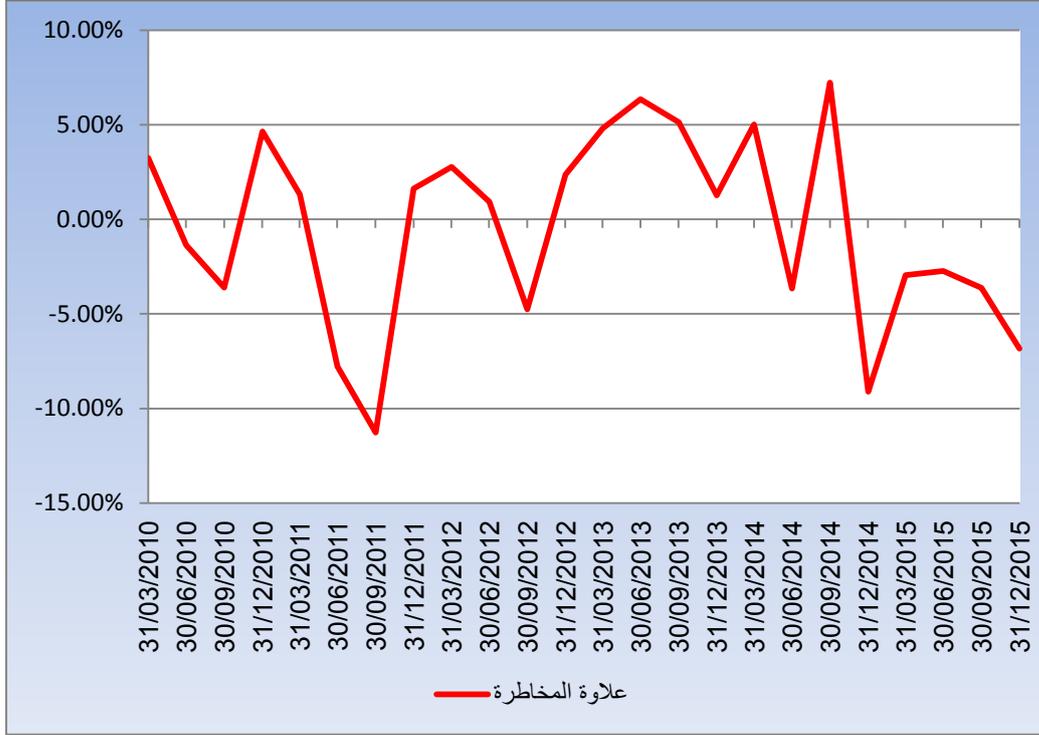
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن أداء محافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة هو الأفضل حسب مؤشر ترينور حيث بلغ هذا المؤشر 19.70% في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة، أسهم النمو للشركات الصغيرة، أسهم النمو للشركات الكبيرة 4.04%، -2.50%، -0.44%. كما أن معامل الاختلاف لمحافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة كانت الأقل حيث بلغ معامل الاختلاف لها 1.73 في حين بلغ لمحافظ أسهم القيمة للشركات الكبيرة، أسهم النمو للشركات الصغيرة، أسهم النمو للشركات الكبيرة على التوالي 4.25، -13.7، -51.39، وكانت خسائر محافظ أسهم النمو للشركات الصغيرة الأعلى البالغة -60% هي الأعلى، بالمقابل كان مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة للشركات الصغيرة هو الأعلى حيث بلغ هذا المؤشر 86%، ويتضح من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار k-s لكافة مؤشرات ترينور لكافة المحافظ أن هناك توزيعاً طبيعياً لها.

#### 4.4: الإحصاءات الوصفية لعلاوة المخاطرة:

يوضح الشكل التالي تطور علاوة المخاطرة خلال فترة الدراسة:

#### الشكل رقم 11: تطور علاوة المخاطرة خلال فترة الدراسة:



ويوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لعلاوة المخاطرة:

#### الجدول رقم 18: الإحصاءات الوصفية لعلاوة المخاطرة:

Sig	قيمة اختبار k-s	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	الفترة
0.67	0.724	%7.22	-%11.27	-11.20	%5.15	-%0.46	كامل الفترة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول والشكل أعلاه أنه عند دراسة علاوة المخاطرة خلال كامل الفترة بلغ المتوسط 0.46% -، في حين بلغ الانحراف المعياري 5.15% ما يدل على تذبذب كبير في علاوة المخاطرة، وعند دراستها خلال الفترات الجزئية الثلاثة وجد أنه خلال الفترتين الأولى والثالثة بلغ متوسط علاوة المخاطرة على التوالي 1.65% -، 2.08% -، ما يدل على سيطرة الاتجاه الهبوطي

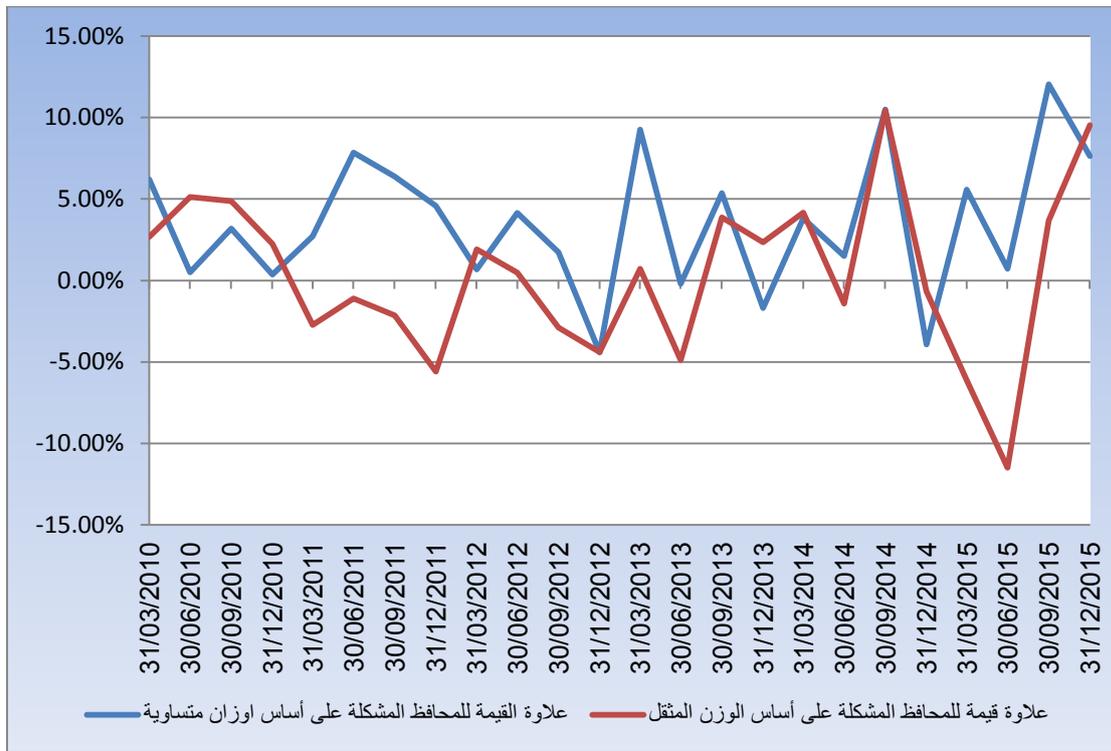
على هاتين الفترتين، بينما بلغ متوسط علاوة المخاطرة خلال الفترة الثانية 2.36% وبانحراف معياري قدره 3.45% ما يدل على سيطرة الاتجاه الصعودي على هذه الفترة.

#### 5.4: الإحصاءات الوصفية لعلاوة القيمة:

يوضح الشكل التالي تطور علاوة القيمة وذلك للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

### الشكل رقم 12: تطور علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي

#### ومثقلةً بالقيمة السوقية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

كما يوضح الجدول التالي المؤشرات الإحصائية الوصفية لعلاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 19: الإحصاءات الوصفية لعلاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي

ومتقلّة بالقيمة السوقية:

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.998	0.388	-0.374	0.080	%12.03	-%4.4	%4.26	%3.52	متساوي
0.992	0.431	0.354	-0.12	%10.43	-%11.48	%5.03	%0.36	نسبي

يتضح من خلال الجدول والشكل السابقين أن:

❖ علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الأوزان المتساوية البالغة %3.52 أعلى من علاوة

القيمة للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية البالغة %0.36.

❖ أدنى قيمة لعلاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي البالغة %4.4-، وهي

أقل من أدنى قيمة للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية البالغة %11.48-.

❖ معامل الالتواء لكل من علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي البالغ

0.080 وللمحافظ مثقلّة بالقيمة السوقية البالغ -0.12 أن منحني التوزيع متماثل.

❖ معامل التفرطح لكل من علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي البالغ

-0.374 وللمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية البالغ 0.354 أن منحني التوزيع منبسط.

❖ القيمة الاحتمالية لإختبار k-s أن التوزيع طبيعي لكل من علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على

أساس الوزن المتساوي، وعلاوة القيمة للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية.

ويوضح الجدول التالي المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب للمحافظ المشكّلة على

أساس الوزن المتساوي والمثقلة بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 20: المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب ومؤشر ترينور للمحافظ

المشكلة على أساس الوزن المتساوي ومتقلة بالقيمة السوقية:

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط	الفرق في	
0.997	0.404	-0.39	-0.10	1.93	-0.95	0.77	0.55	مؤشر شارب	متساوي
0.848	0.612	0.720	0.040	%46	-%23	%15.10	%11.71	مؤشر ترينور	
0.967	0.495	-0.56	-0.07	1.38	-1.42	0.71	0.11	مؤشر شارب	متقل
0.460	0.853	-0.03	-0.52	%23	-%29	%12.9	%2.04	مؤشر ترينور	

يتضح من خلال الجدول السابق أنه:

❖ بالنسبة إلى مؤشر شارب فإن الفرق في مؤشر شارب بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي البالغ 0.55 هو أعلى من الفرق في مؤشر شارب بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي البالغ 0.11، كما أن منحني التوزيع للفرق في مؤشر شارب بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي حيث بلغ معامل الالتواء له -0.10، وكذلك الحال بالنسبة إلى منحني التوزيع للفرق في مؤشر شارب بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المتقلة بالقيمة السوقية حيث بلغ معامل الالتواء له -0.07، ومن خلال معامل التفرطح أن لكلا المتغيرين توزيعاً منبسطاً، وتدل نتائج اختبار k-s إلى أن هناك توزيعاً طبيعياً لكلا المتغيرين.

❖ بالنسبة إلى مؤشر ترينور فإن الفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكلة على أساس الوزن المتساوي البالغ 11.71 هو أعلى من الفرق في مؤشر

ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي البالغ 2.04، كما أن منحى التوزيع للفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي حيث بلغ معامل الالتواء له 0.04 متماثل، وكذلك الحال بالنسبة إلى منحى التوزيع للفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مثقلة بالقيمة السوقية حيث بلغ معامل الالتواء له -0.52، ومن خلال معامل التفرطح أن لكلا المتغيرين توزيعاً منبسطاً، وتدل نتائج اختبار k-s إلى أن هناك توزيعاً طبيعياً لكلا المتغيرين.

ويوضح الجدول التالي المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي والمثقلة بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 21: المؤشرات الإحصائية الوصفية بالفرق في مؤشر شارب ومؤشر ترينور للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلة بالقيمة السوقية:

Sig	k-s	معامل التفرطح	معامل الالتواء	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الاختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	علاوة القيمة	
0.902	0.570	-0.81	-0.13	%16.92	-%8.54	1.37	%7.05	%5.15	الشركات الصغيرة	متساوي
0.488	0.835	0.472	-1.25	%10.30	-%16.04	4.84	%6.53	%1.35	الشركات الكبيرة	
0.850	0.679	0.946	0.602	%21.94	-%7.84	1.48	%6.82	%4.60	الشركات الصغيرة	نسبي
0.850	0.611	0.075	-0.60	%10	-%14.11	40.31	%6.45	%0.16	الشركات الكبيرة	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى:

❖ المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي بلغت علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة

5.15% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 1.35%، كما أن معامل الاختلاف

لعلاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 1.37 أقل من معامل الاختلاف لعلاوة القيمة

للشركات الكبيرة البالغ 4.84، ما يدل على تذبذب أقل لصالح علاوة القيمة للشركات

الصغير، كما يشير معامل الالتواء إلى أن منحني التوزيع متماثل لكلا المتغيرين، كما أن منحني التوزيع منبسط، وهناك توزيع طبيعي للمتغيرات وهذا ما تؤكدته نتائج إختبار k-S.

❖ المحافظ المنقّلة بالقيمة السوقية بلغت علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 4.60% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.16%، كما أن معامل الاختلاف لعلاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 1.48 أقل من معامل الاختلاف لعلاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغ 40.31، ما يدل على تذبذب أقل لصالح علاوة القيمة للشركات الصغيرة، كما يشير معامل الالتواء إلى أن منحني التوزيع متماثل لكلا المتغيرين، كما أن منحني التوزيع منبسط، وهناك توزيع طبيعي للمتغيرات وهذا ما تؤكدته نتائج إختبار k-S.

## المبحث الثالث

### إختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

#### تمهيد

يتناول هذا المبحث إختبار الفرضيات خلال كامل الفترة ومناقشة النتائج وفق التالي:

الفرضية الأولى : لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد

محافظ أسهم النمو في سوق مسقط المالي.

وقد تم اختبار هذه الفرضية على المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي والمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية، بناءً عليه تتفرع هذه الفرضية إلى الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط

عائد محافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي في سوق مسقط المالي خلال

فترة الدراسة.

❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فارق جوهري بين عائد محافظ أسهم القيمة وعائد محافظ

أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية في سوق مسقط المالي خلال فترة الدراسة.

يوضح الجدول التالي ملخصاً إحصائياً لاختبار مدى وجود فروق جوهرية في عوائد أسهم وعوائد أسهم

النمو للمحافظ المكونة على أساس الوزن المتساوي، ومثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 22: يوضح ملخصاً إحصائياً لإختبار t لإختبار مدى وجود فروق في العائد بين محافظ

أسهم القيمة وأسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي				
القيمة الاحتمالية	الانحراف المعياري لأسهم النمو	الانحراف المعياري لأسهم القيمة	متوسط عوائد أسهم النمو	متوسط عوائد أسهم القيمة
0.015	%4.65713	%5.00752	-%0.5483	%2.9675

المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية				
0.806	%4.4371	%5.49299	%0.5450	%0.9008

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي فإن هناك فارقاً جوهرياً بين عائد محافظ أسهم القيمة البالغ 2.97% وعائد محافظ أسهم النمو البالغ 0.55%- حيث بلغت قيمة sig 0.015 وهي أقل من مستوى الدلالة 5%، ما يعني أنه:

"يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم النمو للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي".

أما بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية فإنه لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عائد محافظ أسهم القيمة البالغ 0.90% وعائد محافظ أسهم النمو البالغ 0.5450% المشكّلة على أساس الوزن المتقل حيث بلغت قيمة sig 0.806 وهي أعلى من 0.05 ما يعني أنه:

"لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم النمو مثقلةً بالقيمة السوقية في سوق مسقط المالي".

الفرضية الثانية: لا يوجد فارق معنوي بين متوسط أداء محافظ أسهم القيمة ومتوسط أداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب، وترينور:

وقد تم تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فارق معنوي بين أداء محافظ أسهم القيمة وأداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب، وترينور المشكّلة على أساس الوزن المتساوي.

❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فارق معنوي بين أداء محافظ أسهم القيمة وأداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب وترينور مثقلةً بالقيمة السوقية.

تبين من خلال الفرضية السابقة أنه يوجد فارق جوهري بين عائد محافظ أسهم القيمة وعائد محافظ أسهم النمو دون النظر إلى عامل المخاطرة، وبالتالي تختبر هذه الفرضية فيما إذا كان هناك فارق جوهري في العائد عند الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة والذي تم قياسه بالمؤشرات التاليمؤشري شارب

وترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي و ، والجدول التالي يوضح ملخصاً إحصائياً لإختبار t لعينتين مستقلتين لإختبار فيما إذا كان هناك فارق جوهري في الأداء بين محافظ أسهم القيمة مثقلةً بالقيمة السوقية وعلى أساس الوزن المتساوي ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 23: يوضح ملخصاً إحصائياً لإختبار الفارق في الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

مؤشر شارب (محافظ على أساس الوزن المتساوي)				
محافظ أسهم القيمة	الانحراف المعياري/نمو	الانحراف المعياري/قيمة	محافظ أسهم النمو	القيمة الاحتمالية
0.4704	0.76806	0.89225	-0.0829	0.026
مؤشر ترينور (محافظ على أساس الوزن المتساوي)				
%10.79	%15.006	%17.820	-0.83%	0.018
مؤشر شارب (محافظ مثقلة بالقيمة السوقية)				
محافظ أسهم القيمة	الانحراف المعياري/نمو	الانحراف المعياري/قيمة	محافظ أسهم النمو	القيمة الاحتمالية
0.1317	0.59234	0.81259	0.0238	0.602
مؤشر ترينور (محافظ مثقلة بالقيمة السوقية)				
%2.7117	12.54706	13.66488	%0.7708	0.611

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى مؤشر شارب فقد كان هناك فارق جوهري بين متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة والبالغ 0.4704 ومتوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو البالغ -0.0829 المشكّلة على أساس الوزن المتساوي حيث بلغت قيمة sig 0.026 وهي أقل من 0.05، كما

أنه يوجد فارق جوهري بين مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة البالغ 10.79% ومؤشر ترينور لأسهم النمو البالغ 0.83%- حيث بلغت قيمة sig 0.018 وهي أقل من 0.05.

بناءً على ما سبق يمكن القول أنه "يوجد فارق معنوي بين أداء محافظ أسهم القيمة وأداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب، وترينور المشكّلة على أساس الوزن المتساوي".

أما بالنسبة إلى المحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية، فيتضح من خلال الجدول السابق أنه بالنسبة إلى مؤشر شارب فلم يكن هناك فارق جوهري بين متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة والبالغ 13.17% ومتوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو البالغ 2.38% حيث بلغت قيمة sig 0.602 وهي أعلى من 0.05

وبالتالي فإنه "يوجد فارق معنوي بين أداء محافظ أسهم القيمة وأداء محافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشري شارب، وترينور مثقلةً بالقيمة السوقية".

الفرضية الثالثة: لا يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة وعلاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة:

وجد من خلال إختبار الفرضيات السابقة أن هناك فرقاً معنوياً في العائد ومؤشر شارب ومؤشر ترينور، وتختبر هذه الفرضية فيما إذا كان الفرق في العائد والأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو يعزى إلى عامل حجم الشركة، وقد تمت تجزئة الفرضية الثالثة إلى الفرضيات الفرعية التالية:

❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة وعلاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي.

❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة للشركات الكبيرة للمحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية

يوضح الجدول التالي الوصف الإحصائي لإختبار فيما إذا كان هناك فرق في علاوة القيمة بين محافظ أسهم لشركات الصغيرة ومحافظ الشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية

الجدول رقم 24: ملخص احصائي لاختبار مدى وجود فروق في علاوة القيمة بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة وأسهم الشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

علاوة القيمة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي				
الشركات الصغيرة	الشركات الكبيرة	الانحراف المعياري/صغيرة	الانحراف المعياري/مكبيرة	القيمة الاحتمالية
%5.142	%1.3483	%7.0484	%6.5273	0.058
علاوة القيمة للمحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية				
%4.5971	%0.1625	%6.8160	%6.4527	0.025

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة البالغ 5.15% ومتوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة البالغ 1.35% وذلك للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي حيث بلغت قيمة sig 0.058 وهي أقل من مستوى الدلالة المعنوية 10% ما يعني أنه "يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة للشركات الكبيرة للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي في سوق مسقط المالي خلال فترة الدراسة".

كما يتضح أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة البالغ 4.60% ومتوسط علاوة القيمة لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة البالغ 0.16% وذلك للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية حيث بلغت قيمة sig 0.025 وهي أقل من 0.05 ما يعني أنه "يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة للشركات الكبيرة للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية".

**"الفرضية الرابعة: لا يوجد فرق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة**

**للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور.**

تفرعت عن هذه الفرضية الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فرق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة

القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي.

❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فرق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة

القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور للمحافظ منقّلة بالقيمة السوقية

يوضح الجدول التالي ملخصاً إحصائياً لإختبار فيما إذا كان هناك فرق معنوي في علاوة القيمة مقاساً

بالفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة ومحافظ أسهم الشركات الكبيرة على أساس الوزن المتساوي ومنقّلة بالقيمة السوقية.

الجدول رقم 25: ملخص احصائي لإختبار فيما إذا كان هناك فرق معنوي في علاوة القيمة مقاساً

بالفرق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة و الكبيرة

علاوة القيمة (الفرق في مؤشر ترينور) للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي				
الشركات الصغيرة	الشركات الكبيرة	الانحراف المعياري/صغيرة	الانحراف المعياري/كبيرة	القيمة الاحتمالية
%22.29	%4.50	%39.675	%22.514	0.041
علاوة القيمة (الفرق في مؤشر ترينور) للمحافظ المنقّلة بالقيمة السوقية				
%32.21	%1.13	%59.645	%16.126	0.018

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق أنه يوجد فرق جوهري في متوسط علاوة القيمة مقاسة بمؤشر ترينور

بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة ومحافظ أسهم الشركات الكبيرة المشكّلة على أساس الوزن

المتساوي، فبلغ متوسط علاوة القيمة مقاساً بمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة 22.29% وهي أعلى من متوسط علاوة القيمة مقاساً بمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة البالغ 4.50% المشكّلة على أساس الوزن المتساوي حيث بلغت قيمة sig 0.041 وهي أقل من 0.05، كما أنه يوجد فارق جوهري في متوسط علاوة القيمة مقاسة بمعامل جنسن فبلغ متوسط علاوة القيمة مقاساً بمعامل جنسن لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة 14.17% وهي أعلى من متوسط علاوة القيمة مقاساً بمعامل جنسن لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة البالغ 0.79% المشكّلة على أساس الوزن المتساوي وبلغت قيمة sig 0.038 وهي أقل من 0.05

بناءً على ما سبق فإنه "يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي".

أما بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية فيتضح أنه يوجد فارق جوهري في متوسط علاوة القيمة مقاسة بمؤشر ترينور بين محافظ أسهم الشركات الصغيرة ومحافظ أسهم الشركات الكبيرة، فبلغ متوسط علاوة القيمة مقاساً بمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الصغيرة 32.21% وهي أعلى من متوسط علاوة القيمة مقاساً بمؤشر ترينور لمحافظ أسهم الشركات الكبيرة البالغ 1.13% حيث بلغت قيمة sig 0.018 وهي أقل من 0.05

بناءً على ما سبق يمكن القول أنه "يوجد فارق معنوي بين علاوة القيمة للشركات الصغيرة وعلاوة القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور للمحافظ المثقلة بالقيمة السوقية".

الفرضية الخامسة: لا يوجد فارق معنوي في العائد بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو

بين فترات الصعود وفترات الهبوط.

اتضح من خلال اختبار الفرضية السابقة أن الاختلاف في العوائد بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو يعزى إلى عامل حجم الشركة، وتختبر هذه الفرضية فيما إذا كان هذا الفرق في العوائد بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو يعزى إلى حالة السوق وقسمت هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

❖ الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد فرق معنوي في علاوة القيمة تبعاً لحالة السوق للمحافظ

المشكّلة على أساس الوزن المتساوي في سوق مسقط المالي خلال فترة الدراسة.

❖ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد فرق جوهري في علاوة القيمة تبعاً لحالة السوق للمحافظ

مثقلةً بالقيمة السوقية.

يوضح الجدول التالي ملخصاً لاختبار فيما إذا كان هناك فرق جوهري في علاوة القيمة مقاساً بالعائد

بين فترات الصعود وفترات الهبوط لكل من المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية.

الجدول رقم 26: ملخص لاختبار مدى وجود فرق في العائد وعلاوة القيمة مقاساً بالعائد ومؤشرات

الأداء لكل من المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

عائد محفظة أسهم القيمة وأسهم النمو (محافظ مثقلة بالقيمة السوقية)					
Sig	عائد محفظة أسهم النمو خلال فترات الهبوط	عائد محفظة أسهم النمو خلال فترات الصعود	Sig	عائد محفظة أسهم القيمة خلال فترات الهبوط	عائد محفظة أسهم القيمة خلال فترات الصعود
0.006	-2.0109	2.7146	0.009	-2.0918	3.5754
عائد محفظة أسهم القيمة وأسهم النمو (الوزن المتساوي)					
Sig	عائد محفظة أسهم النمو خلال فترات الهبوط	عائد محفظة أسهم النمو خلال فترات الصعود	Sig	عائد محفظة أسهم القيمة خلال فترات الهبوط	عائد محفظة أسهم القيمة خلال فترات الصعود
0.029	-5.4409	3.0331	0.001	-0.3209	6.0423

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق:

❖ أنه بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 3.5754%، في حين بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط 2.0918%-، وهذا الفارق جوهري حيث بلغت قيمة sig 0.009 وهي أقل من 0.05. كما بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم النمو خلال فترات الصعود 2.7146 % في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط 2.0109%-، وهذا الفارق جوهري حيث بلغت قيمة sig 0.006 وهي أقل من 0.05.

❖ وبالنسبة إلى المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 6.0423%، في حين بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط 0.3209%-، وهذا الفارق جوهري حيث بلغت قيمة sig 0.001 وهي أقل من 0.05. كما بلغ متوسط عوائد محافظ أسهم النمو خلال فترات الصعود 3.0331 % في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط 5.4409%-، وهذا الفارق جوهري حيث بلغت قيمة sig 0.029 وهي أقل من 0.05.

بناءً على ما سبق يمكن القول أنه بالنسبة إلى المحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية:

*"يوجد فارق معنوي في العائد بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو بين فترات الصعود وفترات الهبوط للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية"*

الفرضية السادسة: لا يوجد فارق معنوي في متوسط الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم

النمو مقاساً بمؤشر شارب، ومؤشر ترينور بين فترات الصعود وفترات الهبوط:

يوضح الجدول التالي نتائج إختبار T لعينتين مستقلتين لإختبار مدى وجود فارق جوهري في الأداء

للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلةً بالقيمة السوقية:

الجدول رقم 27: ملخص لاختبار مدى وجود فرق في مؤشرات الأداء بين فترات الصعود وفترات

الهبوط للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي ومثقلة بالقيمة السوقية

مؤشر شارب (المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية)					
SIG	مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو في فترات الهبوط	مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو في فترات الصعود	SIG	مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة في فترات الهبوط	مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة في فترات الصعود
0.005	-0.4200	0.2377	0.013	-0.3818	0.4000
مؤشر شارب (الوزن المتساوي)					
Sig	مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو في فترات الهبوط	مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو في فترات الصعود	Sig	مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة في فترات الهبوط	مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة في فترات الصعود
0.000	-0.8045	0.3823	0.001	-0.2382	0.9085
مؤشر ترينور (المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية)					
Sig	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو في فترات الهبوط	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو في فترات الصعود	Sig	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة في فترات الهبوط	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة في فترات الصعود
0.007	-0.0855	0.0492	0.013	-0.0618	0.0715
مؤشر ترينور (وزن متساوي)					
Sig	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو في فترات الهبوط	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو في فترات الصعود	Sig	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة في فترات الهبوط	مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة في فترات الصعود
0.030	-0.4136	0.0938	0.002	-0.0255	0.1808

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في spss

يتضح من خلال الجدول السابق:

❖ أنه بالنسبة إلى المحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 0.40، في حين بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط -0.3818، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.013 وهي أقل من 0.05. كما بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو خلال فترات الصعود 0.2377 في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط -0.42، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.005 وهي أقل من 0.05.

❖ أنه بالنسبة إلى المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 0.9085، في حين بلغ هذا المتوسط لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط -0.2382، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.001 وهي أقل من 0.05، كما بلغ متوسط مؤشر شارب لمحافظ أسهم النمو خلال فترات الصعود 0.3823 في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط -0.8045، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.000 وهي أقل من 0.05.

❖ أنه بالنسبة إلى المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 7.15%، في حين بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط -6.18%، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.013 وهي أقل من 0.05. كما بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو خلال فترات الصعود 4.92% في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط -8.55%، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.007 وهي أقل من 0.05.

❖ وبالنسبة إلى المحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الصعود 18.08%، في حين بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم القيمة خلال فترات الهبوط -2.55%، وهذا الفارق جوهرى حيث بلغت قيمة sig 0.002 وهي أقل من 0.05. كما بلغ متوسط مؤشر ترينور لمحافظ أسهم النمو خلال فترات

الصعود 9.38% في حين بلغ هذا المتوسط خلال فترات الهبوط 41.36%-، وهذا الفارق جوهري حيث بلغت قيمة sig 0.030 وهي أقل من 0.05.

وبالتالي فإنه يوجد فارق معنوي في متوسط الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشر شارب، ومؤشر ترينور بين فترات الصعود وفترات الهبوط

### المبحث الرابع

### النتائج والتوصيات وآفاق الدراسة

خلصت الدراسة إلى:

1. وجود فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم النمو، للمحافظ المشكّلة على أساس الوزن المتساوي مما يدل على تفضيل المستثمرين في سوق مسقط المالي للاستثمار في أسهم القيمة، وبالتالي فإنهم يتوجهون نحو الاستثمار في الشركات التي تكون فيها القيمة السوقية أقل من القيمة العادلة، كما يدل ذلك على أن المستثمرين يرون أن هذه الشركات وضعها ضعيف ويمكن أن يتحسن في المستقبل، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار أسهم القيمة. وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسات سابقة مثل دراسة **Athanakoss (2004)** والذي استخدم مكرر الربحية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو في السوق المالية الكندية معتمداً على الوزن المتساوي في تشكيل محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو والتي توصلت بدورها إلى أن هناك فارقاً جوهرياً بين عوائد محافظ أسهم القيمة وعوائد محافظ أسهم النمو حيث بلغت علاوة القيمة 12.40%.

2. أما بالنسبة إلى نتائج المحافظ المثقلة بالقيمة السوقية فقد توافقت مع نتائج دراسة **Yesica (2014)** والذي استخدم مكرر الربحية والقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، معتمداً على التنقيط بالقيمة السوقية في تشكيل المحافظ، وقد توصل إلى عدم وجود علاوة قيمة، في حين خالفت نتائج دراسة **الدوري&دورويش (2010)** والذي استخدم القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ربحية

السهم إلى سعره السوقي للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو وقد شكلت المحافظ بناءً على الوزن المثقل بالقيمة السوقية، متوصلاً إلى أن هناك علاوة قيمة بلغت حسب نسبة ربحية السهم إلى سعره السوقي 1.6048% وهي ذات دلالة إحصائية.

3. وجود فارق جوهري في متوسط الأداء بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو مقاساً بمؤشر شارب ومؤشر ترينور، مما يدل على أن خاصية التنويع واضحة سواءً للمحافظ مثقلةً بالقيمة السوقية أو على أساس الوزن المتساوي، ويدل ارتفاع قيمة مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة على أن هذا النوع من التنويع جيد، ويحقق لهم عائداً مجزياً، ويأتي ضعف عوائد وأداء محافظ أسهم النمو من كون أن المخاطرة المحيطة بالسوق خلال الفترة من 2010-2011، 2013-2015 كانت بمعظمها في حالة هبوط ما يعني وجود المخاطر المنتظمة، وبالتالي حساسية أسهم النمو للسوق مرتفعة، ما يؤدي بدوره إلى أداء ضعيف لمحافظ أسهم النمو، كما لوحظ أن هناك تقارباً في العائد والعائد لكل وحدة مخاطرة خلال الفترة من 2012-2013 كون أداء السوق كان في حالة صعود. وهذه النتيجة تتوافق مع عدة دراسات منها دراسة **الدوري & درويش (2010)** والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من 1984 إلى 2003، ووجد أن أداء محافظ أسهم القيمة أعلى من أداء محافظ أسهم النمو حيث بلغ مؤشر شارب لمحافظ أسهم القيمة 0.149 في حين بلغ لمحافظ أسهم النمو -0.064، كما تتوافق نتائج هذه الدراسة مع دراسة **Toung (2009)** والذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في سوق نيوزلندا المالي خلال الفترة من 1997 إلى 2007، وقد أظهرت النتائج تفوقاً لمحافظ أسهم القيمة على محافظ أسهم النمو، حيث بلغت علاوة القيمة مقاساً بالفارق في مؤشر ترينور بين محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو 21.48%.

4. تبين أن هناك فارقاً جوهرياً بين متوسط علاوة القيمة للشركات الصغيرة ومتوسط علاوة القيمة للشركات الكبيرة، وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج عدة دراسات خلصت إلى أن

علاوة القيمة للشركات الصغيرة أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة، ما يعني أن المستثمرين يرون أن الشركات التي تصنف ضمن الشركات التي تكون فيها القيمة السوقية أقل من القيمة العادلة ذات القيمة السوقية المنخفضة تحقق أداءً جيداً أكثر من باقي أنواع المحافظ، وتتوافق نتيجة هذه الدراسة مع دراسات عدة منها Chou et el الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الأمريكية حيث تبين أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.60% أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 0.27% وهي ذات دلالة معنوية، ودراسة Micheal&Madu (2002) التي طبقت على الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة من 1991 إلى 1999 وتوصلت إلى أن علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 15.22% هي أعلى من علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 1.57%، في حين جاءت نتائج هذه الدراسة مخالفةً لنتائج دراسات أخرى مثل دراسة Bauman et el (1998) الذي وجد أن علاوة القيمة للشركات الكبيرة البالغة 8.2% أعلى من علاوة القيمة للشركات الصغيرة البالغة 0.10% وذلك للشركات المدرجة في سوق كندا المالي خلال الفترة من 1970 إلى 1992. وقد يكون الاختلاف بين نتيجة الدراسة الحالية ودراسة Bauman et el (1998) في السوق المالية الكندية أن المستثمرين يتوجهون نحو الاستثمار في أسهم الشركات الكبيرة كون هذه الشركات ستستمر بإعطاء مزيد من نسب النمو المرتفعة.

5. تبين أن هناك فارقاً جوهرياً بين متوسط علاوة القيمة للشركات الصغيرة ومتوسط علاوة القيمة للشركات الكبيرة مقاساً بالفرق في مؤشر ترينور.

6. تبين أن هناك فارقاً معنوياً في العائد والعائد لكل وحدة خطر لكل من محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو بين فترات الصعود وفترات الهبوط وهذه النتيجة تتوافق مع دراسات Petersen&Arnsted (2007)، Patel& Sweensen (2007) وفي دراستي Petersen&Arnsted (2010) اللذان طبقا دراستهما على السوق المالية الأمريكية الأولى استخدمت مؤشرات ستاندر أند بوروز لأسهم القيمة

وأسهـم النمو وذلك خلال الفترة من 200 إلى 2007 وتوصلت الدراسات إلى أن علاوة القيمة خلال فترات الهبوط البالغة 3.27%، بينما بلغت في حالة الصعود 0.70%، أما الثانية فقد استخدمت مكرر الربحية ومضاعف القيمة الدفترية للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة من 1974 إلى 2009 وتوصلت أن علاوة القيمة خلال فترات الهبوط البالغة 4.22% أعلى منها في فترات الصعود البالغة 2.25%. في حين اختلفت مع نتائج دراسة Athanassakos للعام 2009 الذي طبق دراسته على الشركات المدرجة في السوق المالية الكندية خلال الفترة من 1985 إلى 2005 وجد أنه لم يكن هناك فارق جوهري في العائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو.

#### 3.4: التوصيات:

على ضوء ما سبق وما خلصت إليه الدراسة من نتائج يوصي الباحث بالتالي:

- ❖ أن تقوم إدارة سوق مسقط المالي بإعداد مؤشرات لتحديد أسعار أسهم القيمة وأسهم النمو في السوق المذكور أسوةً بما هو معمول به في السوق المالي الأمريكي والأسواق المالية الأخرى.
- ❖ بما أن عوائد أسهم القيمة كانت أعلى من عوائد أسهم النمو في السوق المذكورة، لذلك يوصي الباحث الاستثمار في أسهم القيمة، لما يحقق ذلك من عائد مجز.
- ❖ رغم المؤشرات التي ظهرت إبان فترة الركود في سوق مسقط المالي، إلا أن عوائد أسهم القيمة بقيت أعلى من عوائد أسهم النمو وهذا يعزز من قناعة المستثمرين مستقبلاً في الاستثمار في أسهم القيمة.
- ❖ التوجه نحو الاستثمار في شركات ذات قيمة سوقية منخفضة وضمن أسهم القيمة لهذه الشركات.

وتمثلت محددات الدراسة بالتالي:

- ❖ قلة الأبحاث العربية في موضوع مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو.
- أما بالنسبة إلى آفاق الدراسة فيمكن أن يتم إجراء الدراسات التالية:
- ❖ مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في الأسواق الخليجية الأخرى.
- ❖ محددات أداء محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.
- ❖ مقارنة للعوائد المحققة من الاستراتيجيات الاستثمارية الأخرى بما هو محقق بالاستثمار في أسهم القيمة.

## 1 المراجع:

أولاً: الكتب باللغة الإنجليزية:

1. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.J. (2009). Investments, 8th Ed., McGraw-Hill, New-York, NY, United States.
2. Bragg, S.M. (2007). Accounting Best Practices, 5th Ed., Wiley, Hoboken, NJ, United States.
3. Pinto, J.E., Henry, A., Robinson, T.R. & Stowe, J.D. (2010). Equity Asset Valuation, CFA Institute. John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, United States

ثانياً: المقالات باللغة العربية:

- الدوري & درويش، مؤيد & مروان، 2010، الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة السوق المالي - دراسة اختبارية في بورصة عمان -، المجموعة 30، العدد 2

ثالثاً: المقالات باللغة الإنجليزية:

1. Arisoy, y, 2010, volatility risk and the value premium: Evidence from the French market, journal of banking & finance, 9.75-983.
2. Athanassakos, G, 2009, Value versus growth stock returns and the value Premium: The Canadian experience 1985-2005. Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol. 26, p. 109-121.
3. Athanassakos, 2004, Value versus growth stock returns and the value Premium: The Canadian experience 1985-2005. Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol. 26, p. 109-121.
4. Basu, S , 1977. The investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis, Journal of Finance, Vol. 32, p. 663-682.

5. Bauman, W.S., Scott, Conover, C.M. & Miller, R.E, 1998, Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets, *Financial Analysts Journal*, Vol. 54 (2), p. 75–89.
6. Bourguignon, F. & De Jong, M, 2003, Value versus growth – investor styles and stock characteristics, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 29 (4), p. 71–79.
7. Capaul, C., Rowley, I. & Sharpe, W.F, 1993, International value and growth stock returns, *Financial Analysts Journal*, 1993, January–February, p. 27–36
8. Chan, L.K.C. & Lakonishok, J, 2004, Value & growth investing: Review and Update, *Financial Analysts Journal*, Vol. 60 (1), p. 71–86.
9. Chou, P.–H., Ko, K.–C., Lin, S.–J., 2011, Factors, Characteristics and Endogenous Structural Breaks: Evidence from Japan.,  
– Fama, E. F. & K.R. French 1998, Value versus growth: the international evidence, *Journal of Finance* Vol. 53
10. Gonenc, H. & Karan, M.B, 2003, Do value stocks earn higher returns than growth stocks in an emerging market? Evidence from the Istanbul stock exchange, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14 (1), p. 1–25.
11. Hoekjan R, 2011, The performance of value vs. growth stocks during the financial crisis. Master Thesis, University of Twente.
12. Knopers, Frank, 2014, Value investing: evidence from the Dutch stock market, master thesis, University of Twente.

13. O'Shaughnessy, J.P, 2005, What Works on Wall Street: a guide to the best-performing investment strategies of all time, McGraw-Hill, New-York, NY, United States.
14. Patel, J.B. and R.B. Swensen, 2007, Comparative performance of value and growth stock indexes. *J. Wealth Manage.*, 9: 51-61.
15. Santos&Montezano, Leandro&Roberto, 2011, Value and growth stocks in Brazil: risks and returns for one- and two-dimensional portfolios under different economic conditions, *R.Cont,Finm, USP, sao Paulo*, v.22, n.56, p.189-202.
16. Strahle, Mikael, 2011, value and growth stocks on the Swedish stock market, Master thesis, Copenhagen business school.
17. Yen, J. Y., Sun, Q. & Yan, Y,2004, Value versus growth stocks in Singapore, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, p. 19-34.
18. Yesica, Elma, 2014, value vs growth stocks returns on the Indonesia stock exchange –study to company listed on Indonesia 2003-2013 period, Bachelor Thesis , Diponegoro University.