الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المعهد العالي لإدارة الأعمال

قسم الإدارة المالية والمصرفية

أداء استثمارات القيمة أحادية وثنائية البعد

دراسة تطبيقيّة في بورصة عمّان

The performance of one and two dimensional Value Investment

Empirical study on Amman Stock Exchange

رسالة أُعدت لنيل درجة الماجستير في علوم الإدارة

اختصاص: ماليّة ومصارف

إعداد الطّالبة:

كارول رغيد عرنوق

إشراف:

الدكتورة غادة عبّاس

العام الدراسي٢٠١٩/٢٠٢٠

لجنة الحكم

بموجب قرار مجلس الشؤون العلمية رقم ٤-١/٢٣ تاريخ ٢٠٢٠/١٢/٧ و القرار التنفيذي رقم/٧٤٩/ تاريخ ٢٠٢٠١/١٢/١٣ القاضيان بتأليف لجنة الحكم في رسالة الماجستير البحثي في علوم الإدارة- اختصاص مالية ومصارف من السادة الأكارم:

الدكتورة غادة عباس الاستاذ المساعد في المعهد العالي لإدارة الأعمال	عضواً ومشرفاً
الدكتور راغب الغصين المدرس في المعهد العالي لإدارة الأعمال	عضواً
الدكتورة منال الموصلي المدرس في المعهد العالي لإدارة الأعمال	عضواً

الملخّص

يهدف البحث الحالي إلى مقارنة أداء استثمارات القيمة أحادية وثنائية البعد في بورصة عمَّان. وقد شملت عينة الدراسة ٨٦ شركة تم تداول أسهمها في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٨. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام مكرر الربحية ومضاعف القيمة الدفترية لتصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو. في التصنيف أحادي البعد، تم استخدام أحد المعيارين السابقين في تحديد الأسهم الّتي تدخل في تركيبة محافظ القيمة ومحافظ النمو، وفي المقابل تم استخدام المؤشرين معاً لتحديد الأسهم المكوِّنة لمحافظ القيمة ومحافظ النمو في حالة التصنيف ثنائي البعد لتقييم عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو.

توصّلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تفوق محافظ القيمة أحادية البعد المُشكّلة وفق مؤشر مكرر الربحية على كل من محافظ القيمة أحادية البعد المُشكّلة وفق مضاعف القيمة الدفترية، ومحافظ القيمة ثنائية البعد.
- تجاوز أداء محافظ القيمة مؤشر السوق، مما يدل على فعالية إدارة المحافظ الإيجابية مقارنة بالإدارة السلبية في بورصة عمَّان.
- عدم قدرة محافظ النمو أحادية البعد أو ثنائية البعد على تجاوز أداء مؤشر السوق في بورصة عمَّان.

اختُتمت الدّراسة بعدد من التوصيات أهمها: اعتماد معيار مكرر الربحية في تصنيف الأسهم عند تبني استراتيجية القيمة لأنه يسمح بتحقيق أعلى عوائد.

كلمات مفتاحية :استثمارات القيمة ، استثمارات النمو ،مكرر الربحية ،مضاعف القيمة الدفترية.

Abstract

This research aims to compare the performance of one and two dimensional Value Investment in Amman Stock Exchange.

The sample contains 86 companies which its shares have been traded in Amman Stock Exchange during the period from 2010 till 2018. Concequently, In order to identify value and growth stocks this study used price to earning ratio and price to book as indicators. Two methodological approaches were employed: first, one dimensional portfolios were formed according to each variable, and then a combination of both variables was used to form two dimensional portfolios in order to assess value and growth portfolios' returns.

The study reveals some results which are as follows:

- One dimensional value portfolios which were sorted by P/E presented higher returns compared to returns of one dimensional value portfolios which were sorted by P/B and two dimensional value portfolios.
- Value portfolios outperformed market index, thus we may conclude that active management is more efficient than passive management in Amman Stock Exchange.

- One and two dimensional Growth portfolio couldn`t outperform the market index in Amman Stock Exchange

Finally, to establish good investment strategy that allows accomplishing greater returns in Amman Stock Exchange, the study found that the best indicator is the price –to-earning ratio.

Key words: Growth investment, Value investment, price to earning ratio, price to book ratio

المصطلحات والمفاهيم المستخدمة في الدراسة

استراتيجية القيمة Value Strategy : استراتيجية لاختيار محفظة مُكوّنة من أسهم قيمة تتفوق على محفظة السوق في العوائد ،وتكون أسهم القيمة مُقيمة بأقل من قيمتها العادلة في السوق لعدة أسباب منها تقديرات المستثمرين الخاطئة لأسعار الأسهم.

استراتيجية النمو Ghrowth Startgey:استراتيجة اختيار أسهم لشركات مُقيمة بأعلى من قيمتها الجوهرية و تهدف بشكل أساسي الى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر ناتجة عن عمليات بيع وشراء بشكل أكبر من السعي الى تحقيق دخل منتظم.

القيمة الجوهرية Intrinsic Value : هي القيمة العادلة التي يُقارن معها المحلل أو المستثمر لتحديد ما إذا كان سعر السهم مُقيم في السوق بأعلى أو أقل من قيمته الحقيقة.

علاوة القيمة Value Premium : هي الفرق بين عوائد أسهم القيمة وعوائد أسهم النمو ،وتكون علاوة القيمة موجبة عند تفوق عوائد أسهم القيمة وهي الحالة الغالبة في معظم الأحيان.

هامش الأمان Margin of safty: الفرق بين القيمة و السّعر والقيمة هي القيمة الجوهرية أما السعر فيُقصد به سعر السهم المتداول في السوق.

مكرر الربحية P/E : أحد أشهر معايير تصنيف الأسهم إلى قيمة ونمو وهو حاصل قسمة السعر السوقي للسهم إلى ربحية السهم ويعطي فكرة عن التوقعات المستقبلية للعوائد ،وتُعتبر الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض أسهم قيمة والعكس هي أسهم نمو.

مضاعف القيمة الدفترية P/B : من معايير التصنيف و هو نسبة السعر السوقي للسهم إلى القيمة الدفترية الحالية وفي حال كان منخفضاً فيعتبر السهم من أسهم القيمة والعكس يكون سهم نمو.

الإهداء

إلى نور حياتي ودربي .... ربّي وإلهي

إلى ملاكي الحارس في السّماء وفخري دوماً وأبداً ..... أبي

إلى قوّتي وسندي، إلى الأم والأُخت والصّديقة، ومن انتظرت أن ترى نجاحي ..... أمي

والديَّ ..... لكما الرّوح والقلبُ والعقل

إلى طيب ذكراهم وعطرِ مثواهم ..... أرواح جدّيّ وجدتيّ

إلى من علّمتني ولم تبخل عليّ بشيء، وكانت منارة لي في درب طموحي

وحياتي ..... الدكتورة غادة عبّاس

إلى قدوتي وداعمي الأكبر، ومرشدي في عملي وحياتي، الذي أعطاني درساً في المثابرة لتثبيت

أول خُطاي في بناء مستقبلي ..... مديري أندريه لحود

الشكر والتقدير

كل الشكر والتقدير إلى أساتذتي الكرام .... السادة أعضاء لجنة التحكيم المحترمة

إلى رفيقة دربي في الماضي والمستقبل .... هبة

إلى الصديق وشريك نجاحي وحياتي..... وليد

إلى أختي الصّغيرة الحنونة ..... ناديا

إلى من أتت متأخرةً على حياتي وغمرتني بمحبّتها في هذه الأيام العصيبة..... رندة

إلى عائلتي فرداً فرداً كنتم وستبقون الدّاعم الأكبر لي.... لكم كل الإمتنان

إلى من كانوا معي بقلبهم ، أصدقائي الأعزاء أحبكم جداً

كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى زملاء عملي

فهرس المحتويات

الفصل التمهيدي: الإطار العام للبحث	١
المقدمة	١
إشكالية البحث	٣
فرضيات البحث	٤
أهمية وأهداف البحث	٥
متغيرات البحث وطرق قياسها	٦
فترة البحث ومصادر البيانات	٧
مجتمع البحث وعينته	٧
١. الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية	٨
١.١ المبحث الأول: مراجعة الأدبيات النظرية	٩
١.١.١ أولاً: مفهوم الاستثمارات وأنواعها	٩
١. ١. ١. ١ مفهوم الاستثمارات	٩
١. ١. ١. ٢ أنواع الاستثمارات	١٠
١. ١. ١. ٣ مفهوم استراتيجات الاستثمار في الأسهم	١١
١. ١. ٢ ثانياً: مفهوم أسهم النّمو وأسهم القيمة ونشأتها	١٤
١. ١. ٢. ١ مفهوم أسهم النّمو وأسهم القيمة	١٤
١. ١. ٢. ٢ نشأة أسهم القيمة وأسهم النمو	٢٠
١. ١. ٣ ثالثاً: مفهوم استراتيجة القيمة واستراتيجة النمو	٣٢
١. ١. ٤ رابعاً: معايير التّمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو	٣٦
١. ٢ المبحث الثاني: مراجعة الأدبيات التطبيقية	٤٥
١. ٢. ١ أولاً: دراسات أجنبية	٤٥
١. ٢. ٢ ثانياً: دراسات عربية	٤٩
١. ٢. ٣ ثالثاً: دراسات في سوق عمّان للأوراق الماليّة	٥٠
التعقيب على الدراسات السابقة	٥٢

٢. الفصل الثاني: الدّراسة التطبيقية على سوق عمّان للأوراق المالية ٥٦
٢. ١ المبحث الأول: لمحة عن سوق عمّان للأوراق الماليّة وأدائه ٥٦
٢. ١. ١ أولاً: تأسيس سوق عمّان للأوراق المالية ٥٦
٢. ١. ٢ ثانياً: أداء سوق عمّان للأوراق المالية ٥٨
٢. ١. ٢. ١ تطور مؤشر السوق 100ASE ٥٨
٢. ١. ٢. ٢ تطور عائد مؤشر السوق 100ASE ٦١
٢. ١. ٢. ٣ تطور أحجام التداولات في سوق عمان للأوراق المالية ٦٢
٢. ٢ المبحث الثاني: الإطار المنهجي للبحث ٦٧
٢. ٢. ١ أولاً: مجتمع البحث وعينته ٦٧
٢. ٢. ٢ ثانياً: خطوات تشكيل المحافظ ٧٣
٢. ٣ المبحث الثالث: الدراسة الوصفية ٧٦
٢. ٣. ١ الدراسة الوصفية لمعايير التصنيف ٧٦
٢. ٣. ١. ١ تطور مكرر الربحية خلال الفترة ما بين ٢٠١٠-٢٠١٨ ٧٦
٢. ٣. ١. ٢ تطور مضاعف القيمة الدفترية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ٨١
٢. ٣. ١ الدراسة الوصفية لعوائد المحافظ ٨٥
٢. ٣. ١. ١ التحليل الوصفي لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو وفق مكرر الربحية E/P ٨٥
٢. ٣. ١. ٢ التحليل الوصفي لعوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو وفق مضاعف القيمة الدفترية B/P ٨٨
٢. ٣. ١. ٣ التحليل الوصفي لعوائد المحافظ الثنائية البعد ٩٠
٢. ٣. ٢ مقارنة بين عوائد ومخاطر محافظ النمو ومحافظ القيمة وفق التصنيفات الثلاثة بين عامي ٢٠١١-٢٠١٨ ٩٣
٢. ٤ المبحث الرابع: اختبار فرضيات البحث ٩٤
٢. ٤. ١ اختبار الفرضيات ٩٤
مناقشة النتائج والتوصيات ١٠٢
أولاً: مناقشة النتائج ١٠٢
اثانياً: التوصيات ١٠٤
الآفاق المستقبلية للبحث ١٠٤
المراجع ١٠٥

فهرس الجداول

جدول ١: ملخص الدراسات السابقة ٥٣

جدول ٢: الاحصاءات الوصفية لمؤشر سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٩ ..... ٥٩

جدول ٣: الاحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٩ ..... ٦١

جدول ٤: الاحصاءات الوصفية لأحجام التداول القطاعية في سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٨ ..... ٦٥

جدول ٥: القطاعات و توزع الشركات عليها و نسبة كل منها للسوق و للعينة ٧٠

جدول ٦: معايير التصنيف وطرق احتسابها ٧١

جدول7 : عدد الأسهم الكلي موزعةً على المحافظ وفق نوعها و معيار التصنيف ٧٤

جدول ٨: الاحصاءات الوصفية لمكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للعينة ٧٩

جدول ٩:الاحصاءات الوصفية للقطاعات المدروسة وللعينة بحسب مؤشر مكرر الربحية ٨٠

جدول ١٠: الاحصاءات الوصفية لمضاعف القيمة الدفترية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للعينة ٨٣

جدول ١١:الاحصاءات الوصفية للقطاعات المدروسة وللعينة بحسب مؤشر مضاعف القيمة الدفترية ٨٥

جدول ١٢:الاحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب مكرر الربحية ٨٧

جدول ١٣: الاحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية ٩٠

جدول ١٤: الاحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي الأبعاد ٩٢

جدول ١٥: مقارنة عوائد ومخاطر كل محفظة بحسب معايير التصنيف ٩٣

جدول ١٦: مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب معيار مكرر الربحية P/E وبين عائد مؤشر السوقASE100. ..... ٩٤

جدول ١٧:مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب معيار مضاعف القيمة الدفترية P/B وبين عائد مؤشر السوقASE100... ٩٥

جدول ١٨:مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب التصنيف الثنائي وبين عائد مؤشر السوقASE100 ..... ٩٦

جدول ١٩: مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب معيار مكرر الربحية P/E وبين عائد مؤشر السوقASE100..... ٩٧

جدول ٢٠: مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب معيار مضاعف القيمة الدفترية P/B وبين عائد مؤشر السوقASE100 .... ٩٨

جدول ٢١: مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب التصنيف الثنائي وبين عائد مؤشر السوقASE100 ..... ٩٩

جدول ٢٢: مقارنة علاوة القيمة بحسب P/E معيار مكرر الربحية وعلاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي..... ١٠٠

جدول ٢٣: مقارنة علاوة القيمة بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية P/B وعلاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي ١٠١

جدول ٢٤: مقارنة علاوة القيمة بحسب معيار مكرر الربحية P/E وعلاوة القيمة بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية P/B١٠٢

فهرس الأشكال

الشكل (١): تطور مؤشر ١٠٠ASE خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩ ٨٥

الشكل (٢): تطور عوائد مؤشر السوق خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩ ٦٠

الشكل (٣): تطور أحجام التداول خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٨ ٦٢

الشكل (٤): تطور أحجام التداول القطاعية خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٨ ٦٣

الشكل (٥): تطور متوسط مكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ٧٧

الشكل (٦): تطور الفرق بين متوسط مكرر الربحية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ٧٨

الشكل (٧): تطور متوسط مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ٨٢

الشكل (٨): تطور الفرق في قيمة مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة واسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ٨٢

الشكل (٩): تطور متوسط عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو بحسب معيار مكرر الربحية ٨٦

الشكل (١٠): تطور علاوة القيمة وفقاً لمعيار مكرر الربحية ٨٦

الشكل (١١): تطور عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو وفقاً لمعيار مضاعف القيمة الدفترية ٨٨

الشكل (١٢): تطور علاوة القيمة وفقاً لمعيار مضاعف القيمة الدفترية ٨٩

الشكل (١٣):عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو ثنائية البعد ٩١

الشكل (١٤): تطور علاوة القيمة للمحافظ ثنائية البعد ٩١

الفصل التّمهيدي

الإطار العام للبحث

الفصل التمهيدي: الإطار العام للبحث

المقدّمة:

يعود الفضل في اكتشاف ظاهرة استثمارات القيمة إلى Graham حيث قدم في كتابيه: "Security Analysis" الصّادر عام١٩٣٤م، و"The intelligent investor" الصّادر عام ١٩٦٧م مجموعة من الإرشادات الّتي تساعد المستثمرين في تبنّي وتنفيذ استراتيجية استثمار القيمة. لقد بيّن Graham أنه يجب على المستثمر الإستفادة من التقلبات في الأسواق المالية لتحقيق الأرباح مع المحافظة على هامش أمان مقبول. يُميّز مفهوم استثمار القيمة الذي طرحه Graham بين قيمة السهم الّتي تُمثل القيمة الجوهريّة بناءً على خصائص هذا السهم، و سعره الذي يُمثل القيمة الّتي يتم تداوله وفقها في السوق، و الفرق بين القيمة و السّعر هو ما أُطلق عليه هامش الأمان "Margin of Safety". يتمثّل الهدف الأساسي للمستثمر في البحث عن الأسهم الّتي يقل فيها السعر عن القيمة الجوهريّة، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، يجب أن يكون هناك ارتباط موجب بين العائد والمخاطرة عموماً، لكن في استثمار القيمة تكون هذه العلاقة عكسية لأنه عندما ينخفض سعر السهم عن القيمة الجوهريّة ينخفض معه احتمال الخسارة أيضاً، و يزداد احتمال الربح نتيجة توقّع المستثمرين ارتفاع الأسعار لتعود إلى القيمة الجوهريّة.

و وفقاً لـ Graham في استثمار القيمة يتم اشتقاق القيمة الجوهرية "Intrinsic Value" لأي سهم عادي من خلال خصائص الشركة و مؤشّراتها الأساسية، مثل: أصولها، أرباحها، و توزيعات

الأرباح. وبعد تحديد هذه القيمة للسهم تتم مقارنتها بالقيمة السوقية. Benjamin Graham (1934)

و بالتالي تمثل ظاهرة "استثمار القيمة" نهجاً استثمارياً يُدقّق خلاله المستثمرون في قيم الشركات وجدارتها الائتمانية و ملاءتها المالية، وليس في حركة أسعار أسهمها كما هو الحال في التحليل الفني. فيقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات الّتي يرى أن سعرها في السوق أقل من قيمتها الجوهرية، و في المقابل يبيع سهم الشركة الّتي يرى أن سعرها السوقي تجاوز قيمتها الجوهرية.

بمعنى آخر: يقوم المستثمرون وفق هذا النهج بإجراء البحوث اللازمة لتحديد الأسهم المُقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، و من ثم شرائها على أمل أن يرتفع سعرها في نهاية المطاف ليعكس قيمتها الجوهرية.

يدخل موضوع البحث في إطار المحاولات الرّامية إلى حل واحدة من الإشكالات الّتي تُواجه بناء المحافظ الاستثمارية، ألا و هي محاولة الجمع بين زيادة عائد محفظة الأسهم مع وجود هامش أمان معقول، حيث يركز البحث الحالي على إحدى استراتيجيات تشكيل المحافظ و هي استراتيجية استثمار القيمة.

دراسات عديدة حاولت اختبار مدى وجود ظاهرة استثمار القيمة في أسواق مختلفة من العالم، وأثبتت ارتفاع عوائدها عن عوائد استثمارات النّمو، ومن هذه الدراسات Graham and Dodd (1934)، Basu(1977)، Chan Hamao and Lakonishok(1991)، Fama and French(1993)، Lakonishok et al (1994).

اعتمدت هذه الدراسات مجموعة من المعايير في تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة و أسهم نمو، هذه المعايير تم اشتقاقها من بيانات مُتعلّقة بقيمة الشركة وسماتها الأساسية. اعتمدت معظم الدّراسات على نسبة واحدة في التصنيف، حيث شكّل مكرر الربحية (P/E)النسبة الأكثر استخداماً ، و تُقاس هذه النسبة بمتوسط السعر السوقي إلى ربحية السهم، و اعتماد هذه النسبة يتطلب مراقبة سلوك السعر في سوق الأسهم، و التركيز على الأداء المالي الأساس للشركة، و تعكس تقييم المستثمرين لتطور الشركة في المستقبل.

و من النّسب المستخدمة في التّصنيف أيضاً، مضاعف القيمة الدفتريّة (P/B)، المُتمثّلة بحاصل قسمة السعر السوقي الحالي على القيمة الدّفترية للسهم. وهذه النسبة تعطي فكرة عن أداء الشركة المالي وتعكس ما إذا كانت الشركة تعاني من مشاكل ماليّة وسواها من المشاكل، وتُبيّن لنا أيضاً هذه النّسبة فيما إذا كان السهم مقيماً بأقل من قيمته العادلة (الجوهرية) أم أعلى منها. كما استُخدمت نسبة السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي(P/CF) الّتي تُتيح التأكد من وجود أموال سائلة وراء أرباح الشّركة، و هي نسبة من الصعب التّلاعب فيها و تُعدّ مفيدة في الحالات الّتي يكون فيها اختلاف كبير بين الأرباح والتدفقات النقدية.

تمّت مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة وفقاً للمعيار المستخدم في التصنيف في المبحث الثاني من الفصل الأول.

إشكالية البحث:

يُؤخذ على معظم الدّراسات السّابقة حول استثمارات القيمة اعتمادها على معيار واحد في التّمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، و حيث إنّ اعتماد معيار وحيد لتصنيف السّهم لا يأخذ بعين

الاعتبار احتمال تغير العوائد مع الزمن في نفس السوق، الأمر الذي يترتب عليه تغييُر تصنيف السهم من قيمة إلى نمو و بالعكس من فترة إلى أخرى. كما أنه بالنسبة إلى المستثمرين الدوليين، فيعدّ التّصنيف المتعدد أو الثنائي الأبعاد أكثر ملاءمة و ذلك بسبب اختلاف فعالية مقاييس القيمة من سوق إلى آخر.

ونظراً للانتقادات الّتي وُجّهت إلى الدّراسات الّتي تناولت موضوع استثمارات القيمة من ناحية اعتمادها على مؤشر وحيد، تحاول الدّراسة الحالية تجاوز هذا الانتقاد والإجابة عن التساؤلات التّالية:

- هل تسمح استراتيجية استثمار القيمة/النمو أحادية البعد بتحقيق أرباح غير عادية في بورصة عمّان ؟
- هل تسمح استراتيجية استثمار القيمة/النمو ثنائية البعد بتحقيق أرباح غير عادية في بورصة عمّان؟
- هل يوجد فارق معنوي في علاوة القيمة وفقاً لأبعاد التصنيف المستخدم (أحادي أم ثنائي)؟

فرضيات البحث:

- الفرضية الأولى: توجد فروقات معنوية بين عوائد محافظ القيمة أحادية البعد وعائد مؤشر السوق.
- الفرضية الثانية: توجد فروقات معنوية بين عوائد محافظ القيمة ثنائية البعد وعائد مؤشر السوق.

- الفرضية الثالثة: توجد فروقات معنوية بين عوائد محافظ النمو أحادية البعد وعائد مؤشر السوق.
- الفرضية الرابعة: توجد فروقات معنوية بين عوائد محافظ النمو ثنائية البعد وعائد مؤشر السوق.
- الفرضية الخامسة: توجد فروقات معنوية بين علاوة القيمة للمحافظ أحادية البعد وعلاوة القيمة للمحافظ الثنائية البعد.
- الفرضية السادسة: توجد فروقات معنوية في علاوة القيمة بين المحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مكرر الربحية وبين علاوة القيمة للمحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مضاعف القيمة الدفترية.

أهميّة وأهداف البحث:

تعدّدت الدّراسات الّتي قامت باختبار استراتيجية استثمارات القيمة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة معاً، في حين أن هناك قلة بل ندرة في الدّراسات العربية المُتعلقة بهذا الموضوع، وبالتالي يكتسب البحث أهميته من كونه يُطبق في سوق عربي لم تختبر فيه استراتيجية القيمة ثنائية البعد من قبل على حد علم الباحثة وهو بورصة عمّان هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنّ قلة من الدراسات اختبرت ربحية استراتيجية استثمار القيمة باستخدام التصنيف ثنائي الأبعاد. و بالتالي يكتسب البحث أهميته من خلال دراسة موضوع استثمارات القيمة وعلاوة القيمة باستخدام تصنيف أحادي وثنائي البعد.

يهدف البحث إلى تحديد فيما إذا كانت علاوة القيمة موجودة في بورصة عمّان باستخدام التصنيف أحادي وثنائي البعد، ومن ثم مقارنة النتائج بهدف تقديم توصية للمستثمرين في سوق

عمّان للأوراق الماليّة حول إمكانية الاكتفاء بمؤشر واحد لتصنيف السهم، أو أنه يجب الاعتماد على أكثر من مؤشر، فمن الممكن في نهاية الدراسة الحالية تقديم نتائج تساعد المستثمرين ومتابعي سوق عمّان للأوراق الماليّة وكل الجهات المهتمة بالاستثمارات فيها، في تحديد معيار اختيار الأسهم لتحقيق عوائد أعلى باستخدام استراتيجة القيمة.

متغيرات البحث وطرق قياسها:

١. مكرر الربحية: و يُقاس من خلال قسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم وفقاً للعلاقة التالية:

$$\frac{P}{E} = \frac{Market\ value\ per\ share}{Earning\ per\ share}$$

حيث يتم حساب ربحية السهم بالقانون التالي:

$$EPS = \frac{Net\ Income - Preffered\ dividends}{End\ of\ period\ Common\ shares\ outstanding}$$

٢. مضاعف القيمة الدفترية ويُقاس من خلال قسمة السعر السوقي للسهم على القيمة الدفترية للسهم الواحد وفقاً لعلاقة التالي:

٣. = Share's market price/Net Book value Per Share

$$\frac{P}{B} = \frac{Market\ value\ per\ share}{Book\ value\ per\ share}$$

بحيث يتم حساب القيمة الدفترية للسهم الواحد كالتالي:

$$\text{Book value per share} = \frac{Stockholders'Equity - Preffered\ stocks}{Average\ Shares\ oustanding}$$

٤. عائد المحفظة هو $R_P = \frac{\sum \log R}{N}$

حيث log R: اللوغراتم الطبيعي لعائد المحفظة ، و N: عدد العوائد أو فترات احتساب العوائد.

فترة البحث ومصادر البيانات:

تُغطّي الدّراسة الفترة الممتدة من من عام ٢٠١٠م حتى عام ٢٠١٨م. لقد تم الحصول على البيانات السنوية من الموقع الرسمي لبورصة عمّانwww.ase.com.jo ، في حين تم الحصول على معلومات أخرى من التقارير الصادرة عن البنك المركزي في الأردن www.cbj.gov.jo

مجتمع البحث وعينته:

تم اختيار بورصة عمّان لأنه يمكن تطبيق الدراسة فيها نظراً لقدم هذه البورصة و نظراً لتوافر عدد كبير من الشركات المدرجة فيها و لفترة زمنية طويلة مما يسمح بتطبيق الدراسة من الناحية التقنية. يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية وعددها ١٨٨ شركة، لكنّ عينة الدّراسة مكونة من الشركات غير المالية (الشركات الخدمية والصناعيّة) المدرجة في بورصة عمّان وعددها ٨٩ شركة.

منهجية البحث :

استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي.

الفصل الأول:

مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية

١. الفصل الأول:

مراجعة الأدبيات النظرية والتطبيقية

تمهيد:

في هذا الفصل تمت مراجعة ومناقشة الأدبيات النظرية والتطبيقية الّتي تناولت موضوع استثمارات القيمة، حيث تم في المبحث الأول استعراض مفهوم الاستثمارات وأنواعها بشكل عام، ومن ثم التركيز على استثمارات القيمة واستثمارات النمو من حيث مفهومها ونشأتها و معايير التمييز بين نوعي الاستثمارات، في المبحث الثاني تمت مناقشة الأدبيات التطبيقية و الدراسات السابقة العربية و الأجنبية ذات الصلة .

١.١ المبحث الأول: مراجعة الأدبيات النظرية

١.١.١ **أولاً: مفهوم الاستثمارات وأنواعها**

١. ١. ١. ١ مفهوم الاستثمارات

هي عملية إداريّة لها أهدافها ووسائلها، و تتطلب استخدام استراتيجات معينة و قدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية. وكأية عملية إدارية تحتاج إلى التخطيط المالي السليم، وإلى الأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار، وأيضاً تحتاج هذه العملية إلى المتابعة وتقييم الأداء. والاستثمار "هو بشكل أبسط نشاط يقوم به الشخص بالتزام مالي أو مادي في الوقت الحاضر، مع توقّع الحصول على عائد إضافي مستقبلاً، وهذا

التّوقع ترتبط به إمكانية توزيع مقدار العائد الفعلي من الحد الأدنى إلى الحد الأعلى" (هواري، ٢٠١٣، ص٢٥)[١]، وهذا الاختلاف في العوائد يدعى "مخاطر الاستثمار". إذ إنّ كل استثمار يرتكز على أساسين، هما: العائد والمخاطرة.

١. ١. ١. ٢ أنواع الاستثمارات

تنقسم الاستثمارات من حيث المعيار النوعي أو نوع الأصل إلى نوعين: استثمارات حقيقية أو اقتصادية Real Investment واستثمارات ماليّة Financial Investment. فالاستثمارات الحقيقية هي "مجموع الاستثمارات الّتي تتمثل في إنشاء الأصول الإنتاجية بهدف تحقيق الربح، أو شراء وتملّك الأصول الرأسمالية كالأراضي والمصانع والشركات الإنتاجية" (مصدر سابق). و هذا النّوع من الاستثمارات يؤدي إلى زيادة حقيقية في النّاتج المحلي الإجمالي و إلى تكوين و تراكم رأس المال الثابت. و تتميز أيضاً بأنّ لها قيمة حقيقية و تتمتع بدرجة مخاطرة منخفضة، إلا أن درجة سيولتها منخفضة، كما أنها تتحمل نفقات نقل وتأمين وتخزين، و من أمثلتها: العقارات، السلع والمشاريع.

أما الاستثمارات الماليّة فهي: "مجموع الاستثمارات في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السّوق المالي (الأسهم والسندات) والأوراق المالّية الأخرى، بهدف اقتنائها لفترة معيّنة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها والحصول على أرباح إضافية" (محفوظ، ٢٠٠٢، ص ٣٣)[٢]. إنّ من

---

[١](١): معراج هواري (كتاب القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية)، دار كنوز المعرفة العلمية، الاردن،ط٤، ٢٠١٣

[٢](٢): جبار محفوظ، (كتاب الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية) سلسلة التعريف بالبورصة، ج ٢،الجزائر، ٢٠٠٢.

خصائص هذه الاستثمارات أنّها لا تؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي، كونها لاتمثل إنتاجاً مباشراً، و لا تؤدي إلى خلق عناصر إنتاج جديدة، بل هي عبارة عن انتقال حقوق الملكية من مستثمر إلى آخر، باستثناء حالة الإصدار الأولي للأسهم، الّتي تُعد إضافة جديدة إلى النّاتج و تؤدي إلى زيادة و تراكم رأس المال. ومن أهم خصائص الاستثمارات الماليّة أيضاً، أنّ الأوراق المالية لاتتحمل تكاليف نقل و تخزين و تكاليف تأمين. و تُصنّف الاستثمارات الماليّة:

- من حيث الأجل: طويلة الأجل، و قصيرة الأجل.
- من حيث الدخل: أدوات ذات دخل ثابت، و أُخرى ذات دخل متغيّر.
- من حيث الدين أو الملكية: تشمل أدوات الملكية: الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، أمّا أدوات الدين فتشمل: الأذونات، والسّندات.
- من حيث التداول: أدوات قابلة للتداول في أسواق النقد أو أسواق رأس المال، وأدوات غير قابلة للتداول.

١. ١. ١. ٣ مفهوم استراتيجات الاستثمار في الأسهم

أثبتت الدراسات أنّ "الاستثمارات في الأسهم هي واحدة من أفضل الاستثمارات في السّوق المالي، ويمكن الاستثمار في الأسهم على وجه التّحديد للحصول على دخل جارٍ، حيث إن عائد السهم ينقسم إلى قسمين: عائد إيرادي وهو بحسب توزيعات الأرباح للشركة المُصدرة للسهم، و عائد رأسمالي وهو ناتج عن ربح أو خسارة، وذلك بحسب تقلبات السوق والفرق بين سعر البيع والشراء"[٣].

[٣](٣):مصدر سابق

هناك عدّة استراتيجات للاستثمار في الأسهم تهدف إلى إرشاد المستثمر حول أُسلوب اختيار الأسهم، وتشكيل محفظته الاستثماريّة الخاصة به، و الهدف النهائي لإدارة المحفظة الاستثمارية هو زيادة العائد المُتوقّع للاستثمارات في ظل مستوى مُناسب من المخاطرة.

تنحصر استراتيجيات الاستثمار في الأسهم في استراتيجيات سلبية وأخرى إيجابية، ويتوقف الاختيار بينهما على عوامل عدة، منها: تفضيلات المستثمر بالنسبة إلى عنصر المخاطرة، تحديد ماهية العوائد المحققة له، إما عن طريق زيادة قيمة أصوله، و إما العوائد المحققة من توزيعات الأرباح، و بما أنّ تفضيلات المستثمر قد تتغير مع الزمن، لذا يجب عليه عندها مراجعة استراتيجيته بشكل دوري، وتحديثها بشكل يتلاءم مع ميوله وظروفه واحتياجاته الحالية و المستقبلية.

إنّ مفهوم الاستراتيجيات السلبيّة يتميز بمحاكاة أداء مؤشر السوق و ذلك بهدف توليد عوائد مماثلة للسوق، ولا تستدعي هذه الاستراتيجات جهداً كبيراً في البحث أو حتى اختيار توقيت مناسب، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على تكوين محفظة تحاكي بشكل كلي أو جزئي مؤشر السوق. ومن الأمثلة على الاستراتيجيات السلبية **استراتيجية الشراء والاحتفاظ** تُعدّ استراتيجة الشراء والاحتفاظ Buy and hold strategy من الاستراتيجيات السلبية الّتي يتبناها المستثمرون غير النّشيطين، والذين لا يتوقّعون تخطّي السوق بالعوائد، وذلك ببساطة لأنّ المستثمر فيها يُكوّن محفظة متنوعة لأهداف بعيدة عن المتاجرة، ويستمر هذا الاستثمار إلى المدى الطويل بدلاً من البيع والشراء المتكررين، ولا تحتاج إلى مراقبة مستمرة للسوق(٤) .

بالنّسبة إلى الاستراتيجيات الإيجابية، فهي تسعى إلى تشكيل محافظ يتخطى أداؤها أداء

---

[4]:(٤) Scott Smart, Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Fundamentals of Investing, 13edition,USA,2016

السوق، وتتطلب متابعة السوق ومراقبة مستمرة له وقرارات بيع وشراء متكررة، لاستغلال تقلبات الأسعار بغية تحقيق ربح أعلى من السوق. ومن أنواع الاستراتيجات الإيجابية: استراتيجية الزّخم السعري، استراتيجة الاستثمار المعاكس، واستراتيجيات القيمة والنّمو.

تقوم استراتجية **الزّخم السعري** Momentum Strategy على الاستفادة من "ظاهرة زخم العوائد" على المدى المتوسط (من ثلاثة أشهر حتى ١٢ شهراً)، وإمكانية تحقيق عوائد غير عادية، من خلال شراء (بيع) الأسهم الرابحة (الخاسرة) في تلك الفترة. تعتمد هذه الاستراتيجية على ثلاثة عناصر رئيسة، هي: الحجم والتّقلب والإطار الزمني volume, volatility and time frames. تنص إحدى فرضيات هذه الاستراتيجية على أنّ المستثمرين يتحملون مخاطر كبيرة عند اعتماد استراتيجية استثمار الزخم، لذلك تكون العوائد المرتفعة بمنزلة المكافأة على تحمل تلك المخاطر. "ومن الفرضيات الّتي يقدمها مؤيدو هذه الاستراتيجية، هي أنّ مستثمري الزخم يستفيدون من نقاط الضعف لسلوك المستثمرين الآخرين، مثل: الاستثمارات بمحافظ واسعة الشهرة والّتي تتميز بالميل إلى ظاهرة سلوكية معروفة باسم "متابعة القطيع follow the herd" ، والّتي تتكون من ثلاثة أنواع: متابعة القطيع للمعلومة Information-based herding، متابعة القطيع للسمعة Reputation-based herding، ومتابعة القطيع للتعويض Compensation-based herding. وبذلك يحققون عوائد مرتفعة".(Jagadeesh & Titman, 1993) [٥] .

أما استراتيجية **الاستثمار المعاكس** Contrarian Strategy فأساسها هو الإستفادة من ظاهرة انعكاس العوائد على المدى القصير و الطويل، و بذلك يتم تحقيق عوائد غير عاديّة من

---

[5] :(٥)Jegadeesh,Evidence of predictable behavior of security returns, the journal of finance,pp vol 48,1993

خلال شراء (بيع) الأسهم الخاسرة (الرابحة) في الفترة القصيرة (من أسبوع حتى شهر)، أو في الفترة الطويلة (من ثلاث حتى خمس سنوات). كما هو معروف فإنّه يمكن للتفاؤل أو التشاؤم المبالغ فيهما دفع أسعار الأسهم إلى الحد الأقصى، وفي هذه الاستراتيجة يتم البحث عن أسهم الشركات الّتي أخطأ السوق في تسعيرها.(DeBondt & Thaler ,1985) [٦]

وهناك **استراتيجية القيمة** Value Strategy الّتي يكون فيها التركيز على الاستثمار بأسهم شركات ذات رافعة مالية عالية ونسب نمو منخفضة، وبالتالي تكون قد بلغت مراحل النضج، والّتي يكون الاهتمام بها من قبل المستثمرين قليلاً بسبب هذا الأداء، لكن غالباً مايكون لأصولها الملموسة قيمة ليست معكوسة في سعر السهم، وبالتّالي تتوفر فرص لتحسين وضعها مستقبلاً، وبالتالي سيعكس السّوق قيمتها الجوهرية، وستتفوق عوائدها على عوائد السوق. وهي تتشابه مع استراتيجية الاستثمار المعاكس بأن أساسها البحث عن أسهم شركات مُقيمة بأقل من قيمتها الجوهرية للاستثمار فيها.

١. ١. ٢ ثانياً: مفهوم أسهم النّمو وأسهم القيمة ونشأتها

١. ١. ٢. ١ مفهوم أسهم النّمو وأسهم القيمة

١. ١. ٢. ١. ١ مفهوم أسهم النّمو

تُعّرف أسهم النّمو Growth stocks بأنها: تلك الأسهم الّتي يتم تداولها بأسعار مرتفعة مقارنةً بما يجب أن يكون عليه السّعر وفقاً لمؤشرات التحليل الأساسي، مثل: الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية و أرباح الأسهم ويُؤيّد هذا التعريف العديد من الباحثين منهم: (Capaul

[6] :(٦)Debondt&Thaler,Does the stock market overreact, journal of finance,1985

et al, 1993; Bauman et al 1998; Fama & French, 1998; Leladakis Davidson; Bourguignon & De Jong, 2003; Yen et al, 2004) وهي الأسهم الّتي يكون سعرها إلى الأرباح و/أو سعرها إلى قيمتها الدفترية و/أو السعر إلى التّدفق النقدي مرتفعاً مقارنةً بمتوسّط السوق (مؤشر السوق). تتميز أسهم النّمو بأنها تلك الأسهم الّتي تكون أرباحها المتوقعة، ومعدلات نموّها أعلى بكثير مقارنةً بما هو موجود في السوق، ومعدلات نمّوها مستمرة في الزيادة سنة تلو الأخرى. يُطلق على المستثمرين الذين يتابعون هذا النوع من الأسهم مستثمري النمو Growth investors. "تحظى أسهم النمو بشعبية كبيرة في الأسواق المالية بشكل عام، حيث يتوقع مستثمروها أنه يُمكن الحصول على عوائد مجزية عندما ترتفع القيمة السوقية لتلك الشركات، و تتميز أسهم النمو بأنها تلك الأسهم الّتي تنمو عوائدها بسرعة أكبر من مستوى النمو الاقتصادي على الرغم من أنها مرتفعة حالياً، لكنّها مستمرة في الارتفاع والسبب وراء ذلك توقعات المستثمرين".(Bourguignon & De Jong, 2003)[٧]

وبالتالي يُطلق على المحافظ المُشكّلة من أسهم النّمو محافظ النمو Growth Funds، و تضم هذه المحافظ عادة أسهماً عادية لشركات ذات مركز مالي جيد وسمعة جيدة، و هي تهدف بشكل أساس إلى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر ناتجة عن عمليات بيع وشراء بشكل أكبر من السعي إلى تحقيق دخل منتظم، ولذلك فإنّ المخاطر ستكون عالية نسبياً نظراً لتقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي.

بالتالي يمكن القول بأنّ أسهم النّمو هي: أسهم لشركات تُحقق أداءً ممتاز مقارنةً مع

---

[٧]: (٧)Bourguignon, F. & De Jong, M. Value versus growth – investor styles and stock characteristics, Journal of Portfolio Management, Vol. 29 (4), p. 71–79.2003

شركات السوق بالمجال المشابه لها، وهي مُقيمة بأعلى من قيمتها الجوهرية، ومن خصائصها بأنّ شركات أسهم النمو تحتفظ عادةً بمعظم الأرباح لإعادة استثمارها في منتجات مبتكرة، وتتميز بنمو عوائدها بسرعة أكبر من مستوى النّمو الاقتصادي، على الرغم من أنها مرتفعة حالياً، وذلك بسبب توقعات مستثمري أسهم النمو.

١. ١. ٢. ١. ٢ مفهوم أسهم القيمة

إنّ أسهم القيمة Value stocks وفقاً لـ (Graham & Dodd 1934) ، هي: الأسهم الّتي يكون سعرها إلى الأرباح و/أو السعر إلى قيمتها الدفترية و/أو السعر إلى التدفق النقدي منخفضاً مقارنةً بمتوسط السوق (مؤشر السوق). ويؤيد هذا التعريف العديد من الباحثين (Capaul et al، 1998 Leladakis & ، 1994 Fama & French،1993 Lakonishok et al Davidson،Bourguignon & De Jong 2001، Chan & Lakonishok 2003 ، 2004 Cahine). وهذا التعريف يرجع إلى الأداء الضعيف للأسهم في الماضي و يُتوقع استمرار هذا الأداء في المستقبل أي فرص نمو تلك الأسهم قليلة مستقبلاً، ومع ذلك فإن الأداء الضعيف لا يشير دائماً إلى التّراجع، "بل يُمكن أن يكون هذا إشارة إلى أن الشركة قد بلغت مرحلة أصبح فيها نمو الشركة مستقراً أي في مرحلة النضج من حياتها الإنتاجية و ستنمو بشكل ضئيل بعد ذلك، إنّ هذه الأسهم هي أسهم "غير مفضلة" من قبل بعض المستثمرين" كما يعرفه(Hillier et al 2010) [٨]. في المقابل يعتبر (Graham & Dodd 1934)[٩] بأن الأسهم أصبحت أسهماً ذات قيمة،

[8] :(٨)Hillier, D., Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. & Jordan, B.D. Corporate Finance: European Edition, McGraw-Hill - Higher Education, New York, NY, United States.2010

[9] :(٩)Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States.1934

إما بسبب النضج وعدم التذبذب في نموها، وإما بسبب أنها أسهم لشركات متعثرة أو شركات يُعاد هيكلتها بعد إعلان إفلاسها، أو أنها قد تكون أسهماً لشركات قد قُيّمت أصولها بأقل من قيمتها الجوهريّة من قبل المحلّلين، وهذا لا يعني أبداً الفشل المالي. بينما يرى(Fama &French 1998)[١٠] أنّ هناك عوامل أخرى لجعلها "غير مفضّلة" غير التعثر ومرور الشركة بضائقة ماليّة، مثل ارتفاع الرافعة المالية، أو الإفراط في الكفاءة العالية، أو عدم وضوح العوائد وعدم اليقين في الأرباح المستقبلية. كل هذه الأسباب تجعل عدداً كبيراً من المستثمرين لا يهتمون بهذا النوع من الأسهم. ويطلق على المستثمرين الذين يتابعون هذا النوع من الأسهم بمستثمري القيمة Value investors.

في النتيجة إن أسهم القيمة "هي أسهم الشركات الرّابحة الّتي يتم بيعها بسعر معقول مقارنة مع القيمة الجوهريّة لها، والّتي يُؤمن متتبعو استثمار القيمة بأن هناك أحداثاً سيئة تؤثر في الشركة، ولكن هذه الأحداث ستنزول، وبالتالي سيرتفع عائد السهم". [١١]

بناءً على ما سبق نجد أن أسهم القيمة هي أسهم تقل قيمتها عن القيمة الجوهرية أي هي أسهم مُقيّمة بأقل من قيمتها وتكون غير محبذة من قبل المستثمرين بسبب قلّة الطلب عليها في السوق المالي، ويتوقع المستثمرون فيها بأنّ أداء الشركة سيرتفع حتماً، ومعه سيرتفع سهم الشركة في النهاية، ليطابق أخيراً قيمته الجوهرية.

---

[10] :(١٠)Fama, E. F. & K.R. French . Value versus growth: the international evidence, Journal of Finance Vol. 53,1998

[١١](١١): مصدر سابق

١. ١. ٢. ١. ٢ مقارنة بين أسهم النمو وأسهم القيمة

هناك مجموعة من الفروقات الّتي يُمكن توثيقها بين أسهم القيمة و أسهم النمو، و بين سلوك المستثمرين في هذه الأسهم، تعود هذه الفروقات إلى مدة الاستثمار ومخاطره ونمو العوائد والربح.

من حيث مدة الاستثمار Investment duration: إن مستثمري النّمو يختارون الشركات على المدى الطويل استناداً إلى توقّع أنّ هذه الشركات من المحتمل أن تتغير هيكليتها وتنمو بشكل كبير، بينما يختار مستثمرو القيمة الشركات على المدى القصير للاستفادة من زخم الأسعار المتوقع.

من حيث الخطورة Risk: تنتمي أسهم القيمة إلى الشركات الّتي تتمتع بوضع جيد من حيث الربحية، ولكن تم تقييمها بأقل من القيمة الجوهريّة مؤقتاً، لذلك يتوقع المستثمرون أن يكتشف السوق هذا الخطأ في التسعير، وأن يزيد سعر السهم بحيث يقترب من القيمة الجوهرية." يُتابع المستثمرون في أسهم القيمة تطّور القيمة اليوميّة للشّركة دون توقع نمو هائل أو تغيير رئيسي في ربحية الشركة" (Dubinsky 2006)[١٢] ، لهذا السبب يتمتع هؤلاء المستثمرون بدائرة أمان أعلى من المستثمرين في أسهم النمو الّتي تحقق نمو عوائد مرتفع مقارنة مع السوق، مع الإشارة إلى أنه عند ارتفاع العوائد تزداد الخطورة، والعكس صحيح، و في هذا السّياق هناك منظوران للتحليل يدعمان البحث في أسهم القيمة مقابل أسهم النمو: الأول على أساس وجهة نظر (Fama and French, 1996) بأن استثمار القيمة يقدم أرباحاً أعلى من استثمار النمو، لتعويض مستوى

[12] :(١٢)Andrew Dubinsky, Value Investing Retrospective, A Heilbrunn Center for Graham & Dodd Investing Research Project,Columbia Business school,2006

المخاطرة العالي الموجود في استثمار القيمة[١٣]، والثاني يعتمد على حجة (Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994)، ومفادها أنّ أسهم القيمة تُحقق أرباحاً أعلى نظراً لأن المستثمرين متفائلون جداً بشأن التّوقعات بأن الأداء الجيد سيحدث حتماً في المستقبل، أما أسهم النمو فتُغري المستثمرين بسبب ارتفاع الطلب عليها، وبالتالي ستقل أرباحهم الحقيقية [١٤].

من حيث نمو العوائد Growth Revenue: مستثمرو النّمو يهتمون بنمو العوائد الكبير السريع الحالي والمتوقع على عكس مستثمري القيمة الذين لا يهتمون بالعوائد لدرجة أنهم قد يستثمرون بسهم لديه نمو للعوائد سالب سنوياً. حيث يُركز الاستثمار في أسهم النّمو على الشركات الّتي تشهد أو قد تشهد درجة عالية من النمو، فتكون معدلات نموّها مستمرة في الزيادة سنة تلو الأخرى. هذه الشركات عادة ما تكون أعلى في مستويات P/E من تلك الأسهم الّتي اختارها مستثمرو القيمة.

من حيث الربح Profitability : مستثمرو النمو لا يهتمون بالربحية على عكس مستثمري القيمة الذين تكون أرباح الشركة هي العامل الأساسي، بحيث يُركزون على دراسة الميزانية، و المركز المالي للشركة من حيث ديونها ونقديتها وحتى يتم دراسة مجلس إدارتها و مراجعة قراراتهم، وبالتالي شركات القيمة هي الشركات الّتي غالباً ما تُوزع أرباحها على المساهمين على شكل توزيعات أرباح، على عكس شركات النمو الّتي تعيد استثمار أرباحها (في حال وجدت) في الشركة

---

[١٣](١٣): مصدر سابق

[١٤](١٤):Lakonishok, Shleifer and Vishny, Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, Vol49, Issue5,1994 :14

وتطوّرها للحصول على معدلات نمو أعلى.

١. ١. ٢. ٢ نشأة أسهم القيمة وأسهم النمو

ترتكز فلسفة استراتيجية أسهم القيمة بشكل أساسي على أنّه من الصّعب على المستثمرين أن يختاروا الأسهم الّتي تكون عوائدها أعلى من عوائد السّوق، و ينبع هذا الأمر من خطر التقديرات الخاطئة لمستثمري هذه الأسهم، مما يؤدي إلى تقدير الأسهم إما بأقل من القيمة الجوهرية وإما أعلى منها، ولتخفيف خطر سوء التقدير هذا فإنه يجب البحث عن القيمة الجوهرية لسهم الشركة في دراسة الأصول، العوائد، التوزيعات، والمركز المالي لها، وبالتالي يكون قرار البيع عندما يكون السعر السوقي للسهم أعلى من القيمة الجوهرية.

وسنتعرف بشكل مفصّل على دراسات استراتيجة القيمة وتطورها وأيضاً على أنواع المستثمرين من وجهة نظر مؤسسها بينجامين غراهام.

١. ١. ٢. ٢. ١ استثمارات القيمة لدى غراهام

يعود الفضل في اكتشاف ظاهرة استثمارات القيمة إلى بينجامين غراهام الذي قدم في كلا كتابيه الشهريين، حيث قدم في كلا الكتابين: "Security Analysis" الصادر عام١٩٣٤م، و"The intelligent investor" الصادر عام ١٩٦٧م، مجموعة من الإرشادات الّتي تساعد المستثمرين في تبنّي كيفية تنفيذ استراتيجية استثمار القيمة. يُعدّ غراهام أول من اختبر فكرة أن المتغيرات المتعلقة بالقيمة قد تُفسر انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، فقد وجد علاقة إيجابية قوية بين السعر ومتوسط عوائد الأسهم الأمريكية الّتي لا يمكن تفسيرها بوساطة CAPM، وقد وثقت الدراسات اللاحقة ذلك.

يُعتبر غراهام مؤيداً لنظرية كفاءة السوق لأنه يعتمد في منهجية استثمار القيمة على ظاهرة العودة إلى المتوسط Mean reversion، الّتي تنص على أن سعر السوق و القيمة الجوهرية سيتقاربان حتماً مع مرور الوقت حتى يعكس السهم قيمته الجوهرية أخيراً. وهذا ما يحدث في سوق يتّسم بالكفاءة Efficiency على الرّغم من عدم عقلانية المستثمرين، حيث أنّ آلية السوق والمراجحة ستؤديان بشكل تلقائي إلى زوال الفروقات بين القيمة السوقية والقيمة الجوهرية، حتى يستقر السوق عند وضع التوازن.

فيما يلي أهم مبادئ غراهام لاستثمارات القيمة والّتي تُعد حجر الأساس لمتتبعي هذا النهج حتى الوقت الحالي، ومن أشهرهم: الملياردير وارن بافت Warren Buffett.

إنّ أهم تلك المبادئ: علاوة القيمة، والقيمة الجوهرية، وهامش الأمان.

١) علاوة القيمة

عندما يتفوق أداء أسهم القيمة على أسهم النمو أي عندما تكون عوائد أسهم القيمة أعلى من عوائد أسهم النمو، تكون علاوة القيمة موجبة، ولقد تم الاعتراف بـ " أثر القيمة Value– Effect" لأول مرة من قبل (Graham & Dodd 1934) ، حيث قاما بتتبّع ومراقبة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة الكساد الكبير، ووجدا أنّ عوائد كل من أسهم القيمة وأسهم النّمو تأثرت بالكساد، لكن بقيت علاوة القيمة موجودة على الرغم من التراجع الحاصل في الاقتصاد ككل ومن هنا بدأت فكرة أنّ أسهم القيمة تتأثر بشكل أقل في الأزمات الاقتصادية. "وتُشير علاوة القيمة إلى الفرق الموجب بين عوائد المحافظ الّتي تتكون من أسهم القيمة والمحافظ المكوّنة من أسهم النّمو، وكلما ارتفعت علاوة القيمة ازدادت احتمالية تفضيل المستثمرين لأسهم القيمة بسبب عوائدها

المُرتفعة مقارنة بأسهم النمو" (Bird & Casavvechia, 2007)[١٥] . "فعندما يكون احتمال تفضيل المستثمرين لأسهم القيمة قريباً من الصفر، فإنه يشير إلى اللامبالاة بشأن شراء أسهم القيمة أو أسهم النمو، وعندما يكون هذا الاحتمال أقل من الصفر، فإنّه يدل على وجود خصم للقيمة "Value Discount"، مما يعني أن أسهم النمو تُوفّر عوائد أعلى من أسهم القيمة وبمعنى آخر تكون علاوة القيمة سالبة أمّا عندما تكون علاوة القيمة أكبر بكثير وبشكل جوهري من عائد السوق (على سبيل المثال، ضعف عائد السوق) فسيكون هناك احتمال كبير لتشكل فقاعة bubble في السوق ".(Brown et al,2008) [١٦]

من المحتمل أن ينعكس الاختلاف بين عوائد أسهم القيمة وأسهم النمو، على قيمة معامل بيتا الذي يمثل علاوة المخاطر السوقية، ويمكن القول إن هناك "علاوة بيتا"، فيجب أن تكون قيم علاوة بيتا في حالات السوق الصاعد مرتفعة، بينما قيم علاوة بيتا في حالات السوق الهابط منخفضة. درس (Petkova & Zhang, 2005)[١٧] المخاطر لكل من أسهم القيمة و أسهم النمو بناءً على الارتباط مع مخاطر السوق المتوقعة، بدلاً من عائد مؤشر السوق المُحقق، و وجدوا أن المخاطر المتغيرة بمرور الوقت تُفسّر علاوة القيمة الموجبة، بحيث تميل بيتا القيمة إلى أن يكون ارتباطها إيجابياً مع علاوة مخاطر السوق المتوقعة على عكس بيتا النمو.

---

[15] :(١٥)Ron Bird & Lorenzo Casavecchia,. "Sentiment and Financial Health Indicators for Value and Growth Stocks The European Journal of Finance, Taylor & Francis Journals, vol. 13(8),2007

[16] :(١٦)Brown, S., Rhee, G.S. & Zhang, L. The return to value in Asian stock markets, Emerging,Markets Review, Vol. 9 (2008)

[17](١٧): Petkova, R. & Zhang, L. Is value riskier than growth?, Journal of Financial Economics, Vol. 79,.2005

إذاً إنّ وجود علاوة القيمة له وجهتا نظر، فبعض الدراسات تربط وجودها بأخطاء التسعير وسلوكيات الأشخاص بحيث يُبالغ المستثمرون في تسعير أسهم النمو، والعكس صحيح لأسهم القيمة، أما الدّراسات الأخرى فتستند إلى ربطها بالمخاطرة، بحيث تكون شركات أسهم القيمة هي الشركات ذات المخاطر المُرتفعة.

ويُمكن تمييز جانبين لعلاوة القيمة:

أولاً: علاوة القيمة والمخاطر

هناك ثلاث خصائص ذات صلة بوجود معاملات ارتباط مرتفعة High correlations في المحافظ المشكلة بحسب مضاعف القيمة الدفترية (P/B) Ratio في دراسة (Chen, Nai-fu & Zhang, Feng, 1998) [١٨] وهي:

١. تقلبات عالية في الأرباح.

٢. ارتفاع نسبة الدين إلى حقوق الملكية.

٣. تقلبات كبيرة في العوائد.

تمت هذه الدراسة على ستة أسواق حول المحيط الهادي، هي: الولايات المتحدة واليابان وهونج كونج وماليزيا وتايوان وأخيراً تايلند. وتوصلت الدّراسة إلى أنه في حال كانت هذه الخصائص الثلاث السابقة موجودة كانت العائدات أكبر، وإلى أن أسعار أسهم القيمة كانت

---

[18] :(١٨)Nai-fu Chen and Feng Zhang, Risk and Return of Value Stocks,The Journal of Business, 1998, vol. 71,Chicago,, issue 4,

منخفضة لأن شركاتها تتجه نحو أزمة وتواجه شكوكاً كبيرة في الأرباح المستقبلية، مع ارتفاع نسبة الرفع المالي والمخاطر، الأمر الذي نتج عنه حالة عدم يقين من الأرباح المستقبلية، وبالتالي عوائد أعلى بسبب المخاطر العالية بما يتوافق مع افتراض المقايضة بين العائد والمخاطرة.

ثانياً: علاوة القيمة وحالات الاقتصاد:

توصّلت دراسة (Lu Zhang, 2002)[١٩] إلى أن علاوة القيمة يُمكن تفسيرها بالخطر غير المتكافئ Asymmetric Risk لأسهم القيمة. حيث كانت مخاطر أسهم القيمة أعلى من مخاطر أسهم النمو في حالات التراجع الاقتصادي bad economic times، ولكنها أقل مخاطرة من أسهم النمو في حالات الازدهار الاقتصادي good economic times بمعنى آخر: تُحاول الشركات بشكل عام في أوقات التراجع الاقتصادي تقليص حجمها وخاصة شركات القيمة، لكن هذا يُعد أكثر صعوبة بالنسبة إليها من شركات النمو. يُوضّح الباحث أن الخطر غير المتكافئ هو: مفهوم المخاطرة الّتي ستنتج عائداً يفوق بكثير المخاطر الّتي يتم التّعرض لها، وهذا موجود في شركات القيمة لأنها تكون عادة شركات ذات رأس مال غير منتج unproductive capital companies، والعكس صحيح، فمن مزايا شركات النّمو أن استثمار رأس المال فيها لارجوع عنه أي تم استخدامه للطاقة الإنتاجية كلها في فترة معينة على عكس شركات القيمة، حيث وجد إنه في حالات التراجع الاقتصادي، عانت شركات القيمة من تقلّب سلبي أكبر في الأرباح، بسبب زيادة عبء الطاقة الإنتاجية غير المستخدمة، وعدم قدرة شركات القيمة على التكيف بسرعة، وهذا مايزيد من مخاطرها وبالتالي من عوائدها.

---

[19] :(١٩)Lu Zhang Ohio State University, The Value Premium,Simon School of Business Working Paper No. FR 02-19,2002

وفي دراسة " The Value Premium and Economic Activity – Long-run evidence from the United States". قد اختبر المؤلفون[٢٠]العلاقة بين علاوة القيمة ومتغيرات الاقتصاد الكلي macroeconomic variables، مثل: الإنتاج الصناعي، التضخم، والعرض النقدي، وأسعار الفائدة في الولايات المتحدة. توصّلت الدراسة إلى أن أسهم القيمة كانت أكثر حساسية للأخبار الاقتصادية السيئة. من أسهم النمو، وتُظهر الدراسة أنه بين عامي ١٩٢٧ و٢٠٠٩م، قد بلغ المتوسط الشهري لعلاوة القيمة ٠.٤٦% خلال فترات الانتعاش الاقتصادي، بينما بلغت قيمته ٠.١٣% خلال فترات التراجع الاقتصادي.

بناءً على نتائج هذه الدراسة يمكن القول: إن أسهم القيمة أكثر حساسية للأخبار الاقتصادية السيئة، في حين أن أسهم النمو تكون أكثر حساسية في الظروف الاقتصادية الجيدة، وتفسير ذلك هو أن أسهم القيمة يتم شراؤها عادةً من قبل المستثمرين الذين يهتمون بأرباح السهم. وعلى النقيض من ذلك يتم شراء أسهم النمو الّتي سيتولد منها العائد المتوقع من النمو مستقبلاً من قبل الأفراد الذين قد يتبنون استراتيجيات "مطاردة الاتجاه Trend-chasing". ففي أوقات التراجع الاقتصادي تصبح أسهم القيمة أكثر مخاطرة مقارنة بأسهم النمو، وبالتالي ينخفض سعر أسهم القيمة بشكل أسرع من انخفاض سعر أسهم النمو.

كانت هناك علاقة إيجابية بين علاوة القيمة وأسعار الفائدة، لذلك فإنّ مع ارتفاع أسعار الفائدة على المدى الطويل أصبحت الأسهم أقل جاذبية من السندات، وبالتالي انخفضت أسعار الأسهم،

---

[20] :(٢٠)Angela J Black, Bin Mao & David G McMillan, The value premium and economic activity: Long-run evidence from the United States, Journal of Asset Management,2009

بحيث كان انخفاض سعر سهم القيمة بشكل أسرع من سعر أسهم النمو، وأدى ذلك إلى زيادة علاوة القيمة، والعكس صحيح.

٢)القيمة الجوهرية وهامش الأمان

شدد غراهام في كتابه المستثمر الذكي The intelligent Investor على التحليل الأساسي Fundamentals Analysis للشركة على المدى الطويل، والذي يركز على تحليل المعلومات النوعية والكمية الأساسية الّتي تحدد الأداء المالي أو الاقتصادي والتقييم المالي لشركة ما، وبالتالي لسهم الشركة. وهنا نجد أن المعلومات النوعية مثل: التدفق النقدي، والعائد على الأصول، وتوليد الأرباح، وإدارة رأس المال، تلعب دوراً أساسياً في تحديد القيمة الجوهرية للسهم، وقد تتضمن عناصر لا يُمكن قياسها مباشرة، مثل، الخبرة الإدارية، لذلك يستخدم المستثمر التحليل الكمي القياسي أي الرياضيات والإحصاء لفهم تطور سعر السهم والتنبؤ بحركته مستقبلاً.

وفقاً لغراهام يجب على المستثمرين الذين يتبعون منهجية الاستثمار في أسهم القيمة القيام بالآتي: شراء الأسهم الّتي قيمتها السوقية دون قيمتها الجوهرية، بذلك سيكون هناك هامش أمان أفضل للمستثمرين، وما عدا ذلك يجب تجاهل الأسعار المغرية المعروضة في السوق نظراً لأن الاستثمار في الأسهم يعني التعامل مع التقلبات. وبدلاً من البحث عن مخارج للهرب خلال أوقات الضغط في الأسواق، فإنّ المستثمر الذكي يستقبل الانكماشات كفرص للعثور على استثمارات كبيرة.

وقد أوضح غراهام ذلك من خلال تشبيه "مستر ماركت" Mr. Market الذي هو الشريك التجاري الخيالي لكل مستثمر،" فهو يُقدم للمستثمرين عرض أسعار يومي، فيقوم إما بالشراء من

المستثمر، وإما ببيع حصته له. في بعض الأحيان سيكون متفائلاً بشأن آفاق العمل المستقبلية، ويقدم سعراً مرتفعاً، وفي أحيان أخرى يشعر بعدم التفاؤل، ويقدم سعراً منخفضاً. لكن غراهام شدد على ألا يهتم المستثمر بآراء "مستر ماركت"، والتركيز فقط على الفحص السليم والعقلاني للحقائق والوقائع للشركات أولاً ولأسهمها ثانياً. ولذا فهو كان يرى أن المستثمر الذّكي لا يتأثر بطبيعة السوق سواء كان في وضع صاعد أم هابط".[٢١]

ويُمكن للمستثمرين تحقيق هامش من الأمان أيضاً عن طريق شراء الأسهم من الشركات ذات العائدات والأرباح العالية ونسب الديون المنخفضة إلى حقوق الملكية، مع عدم إهمال تنويع محافظهم الاستثمارية لأنه وفي حال إفلاس الشركة فإن هامش الأمان سيُخفف من الخسائر الّتي قد يتعرض لها المستثمر، فكان هذا المحور الرئيسي لنجاح غراهام، فقد كان يشتري غراهام عادةً أسهم تتداول بثلثي صافي القيمة الصافية وذلك لتحقيق هامش أمان جيد.

"كانت الصيغة الأولية لغراهام للقيمة الجوهرية كالتالي (عام ١٩٣٤م):

$$V = EPS * (8.5 + 2g)$$

حيث كانت:

V: هي القيمة الجوهرية .Intrinsic Value

EPS: هي ربحية السهم للسنة الماضية من الدراسة.

٨.٥: هو الثابت الذي يُمثل نسبة مكرر الربحية المناسب لشركة لا تنمو كما وضعه غراهام.

g: هو نمو أرباح الشركة المُتوقع على المدى الطويل (لخمس سنوات).

---

[21]:(٢١) Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States. Page 195, 1934

في عام ١٩٧٤م تمّ تعديل الصّيغة لتشمل معدلاً خالياً من المخاطر يبلغ ٤.٤ والذي كان متوسط العائد على سندات الشركات عالية الجودة في عام ١٩٦٢م والعائد الفعلي على سندات الشركات ذات التصنيف AAA مُمثلة بالحرف Y، فكانت الصّيغة على النحو التالي:

$$V = EPS * (8.5 + 2g) * \frac{4.4}{Y}$$

ولاحقاً تم تطوير المعادلة لتصبح معروفة باسم "صيغة بنجامين غراهام"، لتُستخدم بشكل كبير لتقييم الأسهم وهي Relative Graham value (RGV)، والّتي يتم حسابها بنسبة القيمة الجوهرية للسهم (V*) إلى سعره الحالي(P) :

$$RGV = \frac{V*}{P}$$

فتكون النسبة أقل من واحد للأسهم المُبالغ في تقييمها، أي المقيّمة بأكثر من قيمتها الجوهرية، بينما أكبر من واحد للأسهم الأقل من القيمة الجوهرية."[٢٢]

تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد معيار واحد مُتّفق عليه لحساب القيمة الجوهرية للشركة، لكن العديد من المحللين الماليين يبنون نماذج تقييم تستند إلى جوانب الأعمال الّتي تشمل العوامل النوعية والكمية والمعرفية." ونقصد بالعوامل النوعية هي تلك العناصر الخاصة بما تفعله الشركة، مثل، نموذج الأعمال والحوكمة والأسواق المستهدفة. أما معنى العوامل الكمية، فهي الموجودة في التحليل الأساسي، وتتضمن النّسب المالية وتحليل القوائم المالية، وتُشير هذه العوامل إلى مقاييس جودة أداء العمل. وأخيراً العوامل المعرفية الإدراكية المرتبطة بتقدير تصورات المستثمرين لقيمة

[٢٢](٢٢): مصدر سابق

الأصل وعكسها بأرقام ويتم ذلك عن طريق التحليل الفني"[٢٣]، بحيث يُعطي كل محلل ومستثمر وزناً لهذه العوامل كلها في نموذج التقييم بحسب افتراضاته الشخصية، ثم يُقارن المحلل القيمة المُستمدّة من هذا النموذج مع سعر السوق الحالي للسهم، لتحديد ما إذا كان الأصل أي السهم مبالغاً في قيمته أو مُقيماً أقل من قيمته ليأخذ القرار الاستثماري المناسب بحسب ذلك.

١. ١. ٢. ٢. ٢ أنواع المستثمرين

يُميّز غراهام بين مجموعتين من المستثمرين في كتابه "المستثمر الذكي": المستثمرون الدفاعيون "defensive" والمستثمرون المغامرون "aggressive or enterprising"، ولا يتم التمييز بين هاتين المجموعتين بمقدار المخاطرة الّتي هم على استعداد لتحملها فقط، بل من خلال مقدار "الجهد الذكي" الذي هم راغبون وقادرون على تحمله. وهي كالتالي:

المستثمرون الدّفاعيون:[٢٤] لقد وضع غراهام مجموعة محددة من القواعد للمستثمرين الدفاعيين (مستثمرو النمو) كالتالي:

- "الحجم المناسب: استبعد الشركات الصغيرة الّتي تقل مبيعاتها السنوية عن ١٠٠ مليون دولار للشركات الصناعية و٥٠ مليون دولار من إجمالي المبيعات للمرافق العامة. (لكن هذه الأرقام كانت في عام ١٩٧٢).
- معيار المركز المالي: بالنسبة إلى الشركات الصناعية يجب أن تكون الأصول المتداولة (النقدية والحسابات المدينة و المخزون) على الأقل ضعف الالتزامات المتداولة (الدين قصير الأجل)،

---

[٢٣](٢٣): مصدر سابق

[24](٢٤): The Additional Aspects of Security Analysis, page 704, Columbia University Sixth Edition

ويجب ألا يتجاوز الدين طويل الأجل صافي الأصول المتداولة (صافي رأس المال العامل، أو الأصول المتداولة ناقص الالتزامات المتداولة). أما بالنسبة إلى المرافق العامة، فإنّه يجب ألا يتجاوز الدين ضعف حقوق المساهمين (إجمالي الأصول ناقص إجمالي الالتزامات).

- معيار استقرار الأرباح: أرباح موجبة وعدم التعرض لمشكلات في العوائد للسنوات الخمس الماضية على الأقل.
- معيار التوزيعات: توزيعات أرباح متواصلة على مدى السنوات الـ ٢٠ الماضية على الأقل.
- نمو العوائد: الحد الأدنى للزيادة بمقدار الثلث على الأقل في أرباح السهم خلال السنوات العشرة الماضية (أن يكون معدل نمو العائد ٢.٩% سنوياً على الأقل على مدى ١٠ سنوات).
- نسبة السعر إلى الأرباح: يجب ألا يزيد السعر الحالي عن ١٥ ضعف متوسط الأرباح للسنوات الثلاث الماضية.
- نسبة مضاعف القيمة الدفترية: يجب ألا يزيد السعر السوقي عن ١.٥ مرة عن آخر قيمة دفترية تم الإبلاغ عنها. أشار غراهام إلى أن نسبة السعر إلى الأرباح أقل من ١٥ يُمكن أن تُبرر ارتفاع نسبة السعر إلى القيمة الدفترية"[٢٥].

كان غراهام يهدف من معاييره المذكورة سابقاً إلى تحريف وإبعاد محفظة المستثمر الدفاعي بعيداً عن أسهم القيمة، والّتي اعتبرها أكثر عرضة للخطر، وهذه الفئة تشمل المستثمرين الذين ليس لديهم خبرة في الاستثمار. كما أن المعايير السابقة تميل إلى استبعاد الشركات الّتي لديها أصول غير ملموسة كبيرة في شكل شهرة، براءات اختراع، برامج، امتيازات، إلخ، قد يشمل ذلك الشركات

[25] :(٢٥)Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States.1934

الموجودة في قطاعي الكمبيوتر. إنّ المستثمر الدفاعي هو الذي يُركّز على أسهم الشركات الّتي تُقدم خدمات ومنتجات محل طلب مستمرين، وتكون أسعارها مستقرة وشركات ذات حجم كبيرة ومعروفة بمركزها المالي القوي وبربحيتها العالية. ورأى غراهام أن على المستثمر الدفاعي أن يتجنب أية شركات جديدة، وأن تقتصر ممتلكاته على أسهم الشركات المهمة ذات السجل الطويل من العمليات المربحة والّتي تتمتع بوضع مالي قوي، ونعني بكلمة "مهم" شركات ذات حجم كبير وتحتل مكانة رائدة في مجالها.

المستثمرون المغامرون (الاندفاعيون)[٢٦]: إنه من الضروري أن يميز المستثمرون المغامرون بين الأسهم المتدنية القيمة، وتلك الّتي تُباع بشكل صحيح بأسعار منخفضة مقارنةً بالقيمة الجوهرية. لهذا السبب اقترح غراهام على المستثمرين المغامرين أن يبحثوا أيضاًعن استقرار معقول للأرباح على مدى العقد الماضي، مع عدم وجود سنوات من الأرباح السلبية، وحجم وقوة مالية كافية تسمح للشركة بالاستمرار والاستدامة خلال أية انتكاسات محتملة في المستقبل.

يعتقد غراهام أن "المستثمرين المغامرين يمكن أن يجدوا نجاحاً في الاستثمار في الشركات الثانوية، وعرّف الشركة الثانوية على أنها شركة غير مُحبذة في صناعة مهمة، أو شركة كبرى في صناعة غير محبذة. وأشار غراهام إلى أن العديد من الشركات المدرجة مُتوسطة الحجم تناسب هذا التعريف. وبشكل عام شعر غراهام أن سوق الأسهم يميل إلى التقليل من قيمة هذه الشركات، فهو يعتقد أن هذه الشركات كانت كبيرة بما يكفي لإعالة نفسها خلال ظروف اقتصادية مختلفة، مع القدرة على كسب عائد عادل على رأس المال المستثمر، وبالتالي سوف يستفيد المستثمرون من

---

[٢٦](٢٦): مصدر سابق.

الأرباح المدفوعة وتلك الّتي أعيد استثمارها. وأشار إلى أنه في الأسواق الصاعدة غالباً ما يرتفع سعر سهم هذه الشركات إلى القيمة الجوهرية".[٢٧]

وهذه الفئة تشمل المستثمرين الذين لديهم الخبرة وينصح غراهام هؤلاء الفئة بأن يستثمروا في أسهم الإصدارت الجديدة والشركات الصغيرة. وعلى نحو عام يمكن القول: إن المعايير الّتي يمكن اعتمادها من قبل المستثمري (أسهم القيمة) المغامرون هي كالآتي:

- معيار المركز المالي: بالنسبة إلى الشركات الصناعية، يجب ألا تقل الأصول المتداولة عن ١.٥ مرة من الالتزامات المتداولة (الدين قصير الأجل)، كما يجب ألا تتجاوز نسبة الدين إلى صافي الأصول المتداولة ١١٠%.
- معيار التوزيعات: وجود بعض التوزيعات في بعض السنوات السابقة الأخيرة.
- نسبة مضاعف القيمة الدفترية: يجب ألا يتجاوز السعر السوقي الحالي ١.٢ مرة من آخر قيمة دفترية تم الإفصاح عنها.

١. ١. ٣ ثالثاً: مفهوم استراتيجة القيمة واستراتيجة النمو

إنّ أية استراتيجية استثمار ناجحة تتطلب قبل أي شيء فهم المستثمر لهدفه الشخصي بغض النظر عمّا هو حوله وشائع، وتتطلب أيضاً تبنّي التحليل السليم العقلاني مع إبقاء المشاعر بعيداً خارج الاستثمار، وذلك لتحديد الخيارات المتاحة وعوائد ومخاطر كل منها، وبالتالي اختيار استثمار يجمع فيه بين تخفيض معامل الخطورة والحفاظ على رأس المال طبعاً، وفي استراتيجة استثمارت القيمة، إضافة إلى ما سبق يجب أن يكون سعر الشراء أقل من القيمة الجوهرية الحالية أو

---

[٢٧](٢٧): مصدر سابق

المستقبلية الناتجة عن الدراسات التحليلية الشخصية، والّتي لا تتأثر بالعوامل المتغيرة للأسواق، بل يتم التركيز على قيمة السهم أساساً.

هناك طريقتان مختلفتان تحاولان تسويغ وجود علاوة القيمة الّتي هي الفرق بين عوائد أسهم القيمة وأسهم النمو. يجادل Fama & French (1995) بأن استراتيجيات القيمة تتفوق على استراتيجيات النمو لأنها أكثر خطورة، وبالتالي يُكافأ المستثمرون في الأسهم ذات القيمة العالية على المخاطرة الأعلى، فمخاطرها هي مخاطر دورة أعمال أي ليست منتظمة، وبالتالي يُمكن تكوين محفظة أسهم قيمة متنوعة لتحقيق عائد مُجدٍ. ومن ناحية أخرى يُشير النّهج السلوكي (LA PORTA et al., 1997) إلى أن استراتيجيات القيمة تحقق أرباحاً أعلى بسبب عدم عقلانية المستثمرين، وبناءً على ذلك من خلال المبالغة في تقدير أداء الشركات في الماضي، فإن المستثمرين يبالغون في تقدير قيمة أسهم النمو، ويقللون من تقدير قيمة أسهم القيمة، مما يُبرر الأرباح المستقبلية الأكبر للأخيرة. وبغض النظر عن الآراء المختلفة فيما يتعلق بأداء أسهم القيمة مقابل أسهم النمو، فقد تم اختبار العديد من المتغيرات من أجل تفسير الاختلافات في متوسط ربح كل منهما.

تتضمن **استراتيجية النمو** البحث عن الأسهم الّتي لديها إمكانات نمو حيث يرتفع سعر السهم في أوقات معينة، وإنّ الدافع الرئيس للاستثمار في أسهم النمو هو الاستثمار في شركة بهدف الأرباح المستقبلية المُتوقعة عند تطور أداء الشركة ككل. حيث يسعى مستثمرو النمو إلى الاستثمار في أسهم الشركات الّتي حققت نمواً أعلى من المستوى المتوسط خلال الفترات الماضية، وبالتالي لديهم إمكانات كبيرة للنمو الآن. ويعتقد أنصار نهج النمو أن ميزته الرئيسة هي الاستحواذ

على الأسهم الّتي من المتوقع أن تنمو بمعدل سريع، ويُحاول مستثمرو النمو تحديد الشركات الّتي لم تصل بعد إلى مرحلة النضج، وهم في حالة بحث مُستمرة عن الشركات الّتي نمت باستمرار بشكل أعلى من نمو متوسط السوق، ويهدف هؤلاء المستثمرون إلى شراء هذا النوع من الأسهم الّتي تتميز بارتفاع مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية ونسبة السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي. تؤدي الربحية العالية والنمو المتوقع المرتفع مع انخفاض الناتج المتوقع إلى ارتفاع نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) لأسهم النمو والّتي تُعد من أسهل الطرق لمتتبعي هذا النهج.

فيما يتعلق **باستراتيجية القيمة** الّتي يتم استخدامها من قبل المستثمرين الذين يبحثون عن الأسهم الّتي تم تقييمها بأقل من قيمتها الجوهرية، إنّ نهج القيمة يُركز على التحليل الأساسي للشركات، ويُشار إلى هذا النهج أيضاً باسم "منهج غراهام"، وفيه يُلاحظ المستثمرون القيمة اليومية للشركة دون توقع نمو هائل، والعنصر الرئيسي لديهم هو ربحية الشركة Profitability في الماضي والمتوقعة في المستقبل. ينتمي سهم القيمة إلى الشركات الّتي تتمتع بحالة جيدة من حيث الربحية دون التركيز على الإيراد Revenue، ولكن تم تقييمها بأقل من قيمتها مؤقتاً، لذلك يتوقع أن يكتشف السوق هذا الخلل في التسعير وأن يرتفع سعرها. بمعنى آخر يُركز المستثمرون في هذا النهج على القيمة السوقية للشركة، دون توقع نمو ملحوظ، ثم يقومون بشراء الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة والّتي تتميز بانخفاض مكرر الربحية، مضاعف القيمة الدفترية ونسبة السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي، وتكون فرصة نموها منخفضة نسبياً بالنسبة إلى السوق.

إذاً إنّ استثمار القيمة هو باختصار البحث عما قلّ ثمنه وكانت قيمته الجوهرية عالية، ثم

الاستحواذ عليه واستثماره بانتظار الفرصة المؤاتية لبيعه، ونعني بالفرصة تلك الّتي يكون فيها سعر السهم يساوي قيمته الجوهرية أو يزيد عنها.

على الرغم من عدم وجود إجماع كامل بشأن أي الاستراتيجيتين هي الأفضل، إلا أنه يبدو معظم الأدبيات الأكاديمية تميل نحو استراتيجية القيمة.

فيما يلي مقارنة بسيطة بين الاستراتيجيتين[٢٨] من حيث:

نمو الإيراد Growth revenue: إنّ مستثمري القيمة لا يهتمون بها، على عكس مستثمري النمو، فهم يبحثون عن شركات ذات معدل نمو إيراد حده الأدنى ١٥%، إذاً الإيراد هو العامل الأهم بالنسبة إلى مستثمري النمو.

الربح Profit: الربح هو العامل الأساس الذي يدرسه مستثمرو القيمة عند اختيار الشركات في محافظهم، فهو الأساس الذي ينتج عنه نسبة مكرر ربحية منخفضة، أما مستثمرو النمو فلا يهتمون بالربح أبداً وخاصة على المدى القصير، حتى أنه من الممكن أن يستثمروا في شركات قد خسرت في الماضي القريب أو البعيد.

الميزانية Balance Sheet: يُركز مستثمرو القيمة على دراسة قوائم المركز المالي الربعية والسنوية لشركات القيمة، دراسة الديون ونسبة السيولة وعدة نسب مالية أخرى، بعكس مستثمري النمو تماماً.

وأخيراً يهتم مستثمرو القيمة بتوزيعات الأرباح، أعضاء مجلس الإدارة، المدير التنفيذي وأي

---

[28](٢٨)John Wiley, New Jersey ,USA Robert G. Hagstrom , The Warren Buffeitt way ,2005, 6 edition,

قرار جديد في الإدارة على العكس تماماً من مستثمري النمو.

١. ١. ٤ رابعاً: معايير التّمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو

يوجد العديد من المعايير والأسس الّتي تُتخذ أساساً لتصنيف الأسهم، فالأسهم تتنوع وتختلف بحسب الزاوية الّتي يُنظر منها إلى السهم. فإذا كان النظر من زاوية حقوق الملكية فإن الأسهم تنقسم إلى: أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وإذا كان النظر من زاوية نمط الشركة فتنقسم الأسهم العادية إلى: أسهم الدخل وأسهم القيمة، وأسهم النمو.

إنّ الدافع وراء استخدام المعايير لتصنيف الأسهم، هو أن سعر سهم الشركة يُمثل التقييمات الّتي قام بها المستثمرون فيما يتعلق بكيفية أداء الشركة في المستقبل، ومن أهم المعايير:

- P/ E: السعر إلى ربحية السهم
- P/ B: مضاعف القيمة الدفترية
- P/ CF:السعر السوقي للسهم إلى التدفق النقدي
- P/ D : سعر السهم السوقي إلى توزيعات الأرباح
- P/ S: سعر السهم السوقي إلى المبيعات
- D/ E: الدين إلى حقوق الملكية
- معامل المخاطر السوقية Beta
- PVGO القيمة الحالية لفرص النمو

فيما يخص **معامل بيتا** كمعيار للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو، لقد بيّن (Fama & French, 2007) أن معامل بيتا له علاقة بفرق العوائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو،" وكان

هذا الفرق أكبر في الأسواق الصاعدة منه في الأسواق الهابطة، وقد كانت هذه الدراسة لبيان العلاقة بين مخاطر كل من نوعي الأسهم مع حالة السوق وليس لعلاوة القيمة. وتوصلت الدراسة إلى أن بيتا أسهم القيمة، علاقتها إيجابية مع مخاطر السوق المتوقعة، أما بيتا أسهم النمو، فعلاقتها سلبية مع علاوة مخاطر السوق المتوقعة".[٢٩]

بالنسبة إلى **معيار القيمة الحالية لفرص النمو PVGO** والّتي اقترحها (Pinto et al, 2010) يتم حساب هذه النسبة "عن طريق حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الّتي تتوقعها الشركة أن تتولد من فرص استثمارية معينة مثل: إطلاق منتج جديد أو دخول أسواق جديدة. ويُحسب سعر السهم من خلال الربط بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، والقيمة الحالية لربحية السهم وفق العلاقة الآتية:

$$P = \frac{EPS}{r} + PVGO$$

حيث r هو معدل العائد، وتُشير هذه المعادلة إلى سعر السهم بعد الاستثمار في فرصة نمو Growth Opportunities، إذاً أصبح سعر السهم أعلى أو أقل من بعدها. وهذه الفكرة تعني بشكل أساسي أن النمو في حد ذاته يؤدي إلى خلق قيمة فقط إذا كان مشروع الشركة المستقبلي يولد NPV صافي قيمة حالية، وهو ما يشير إلى أسهم النمو"[٣٠].أما عندما تكون فرص النمو هذه غير موجودة أو تساوي صفراً فإن قيمة سهم الشركة تساوي أرباح الأسهم المدفوعة مقسومة على تكلفة الأسهم، وهو ما يشير إلى أسهم القيمة .

[29](٢٩): Fama-Miller Center for Research in Finance The University of Chicago, Booth School of Business, The Value Premium, No. 20-01, 2019

[30]مصدر سابق :(٣٠)

لكن المعايير السابقة كانت الأقل استخداماً، فقد اعتمدت أغلب الدراسات على مجموعة من المعايير في تصنيف أسهم القيمة، وهذه المعايير عبارة عن نسب يتم اشتقاقها من البيانات المالية المتعلقة بقيمة وسمات الشركة الأساسية. فمُعظم الدراسات اعتمدت في معاييرها على سعر السهم السوقي، حيث كانت النسبة الأكثر استخداماً لتصنيف أسهم الشركات هي مكرر الربحية (P/E) وتُمثل نسبة متوسط السعر السوقي إلى ربحية السهم.اعتماد هذه النسبة يتطلب مراقبة سلوك السعر في سوق الأسهم والتركيز على الأداء المالي الأساسي للشركة، وهي تعكس تقييم المستثمرين لتطور الشركة في المستقبل.

ومن النّسب المُستخدمة في التّصنيف أيضاً، مضاعف القيمة الدفتريّة (P/B) الممثلة بحاصل قسمة السعر السوقي الحالي على القيمة الدفترية للسهم، وهذه النسبة تعطي فكرة عن أداء الشركة المالي، واذا كانت تعاني من مشكلات مالية وسواها من المشكلات، وتُبين لنا هذه النسبة اذا كان السهم مقيماً بأقل من قيمته العادلة (الجوهرية) أو أعلى منها.

وهناك نسبة السعر السوقي إلى التدفق النقدي (P/CF)، والّتي تتيح لنا التأكد من وجود أموال سائلة ناتجة عن أرباح الشركة، وهي نسبة من الصعب التلاعب فيها ومفيدة في الحالات الّتي يكون فيها اختلاف كبير بين الأرباح والتدفقات النقدية .

السمة الأساسية لأسهم القيمة (النمو)، هي أن أسعار السوق منخفضة (مرتفعة) مقارنة بالقيمة الأساسية، فعلى الرغم من وجود العديد من المعايير الّتي يمكن استخدامها لتصنيف الأسهم على أنها قيمة أو نمو، إلا أنه يتم استخدام ثلاث نسب بشكل متكرر من قبل أغلب الباحثين وهذه المضاعفات هي السعر السوقي إلى الربحية (P/E)، السعر السوقي إلى القيمة الدفترية (P/B)،

والسعر إلى التدفق النقدي (P/CF).

السعر السوقي إلى ربحية السهم اي مكرر الربحية P/E : إنّ نسبة السعر السوقي إلى الأرباح هي نسبة تُقارن سعر سهم الشركة في السوق مع ربحية السهم الواحد. تُعد هذه النسبة مهمة لأن المقارنة بين الأرباح وسعر السهم تُعطي بحسب (Bodie et al, 2009)" تمثيلاً عالمياً لتصورات المستثمر نحو عوائد الشركة المستقبلية وتوقُعاتها. يُشير انخفاض مؤشر مكرر الربحية إلى أن التوقعات بشأن الأرباح المستقبلية ستكون أيضاً مُنخفضة، وبالتالي تتميز الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض بأنها أسهم ذات قيمة عالية، أي أنها أسهم قيمة، بينما يتم وصف الأسهم ذات المكرر المرتفع بأنها أسهم نمو. وإنّ انخفاض مؤشر نسبة السعر إلى الربحية يعطي المستثمرين إشارة إلى أنهم يدفعون أقل مقابل الأرباح، وبالتالي يُمكن أن تكون مؤشراً على مدى ارتفاع أو انخفاض سعر سهم الشركة"[٣١]. قد يشير السهم الذي يمتلك مكرر ربحية مرتفعاً إلى أن المستثمرين يعتقدون ويتوقعون أن تكون أرباح الشركة المستقبلية مقبولة. وجد (Athanassakos, 2009) أنّ محافظ القيمة المصنفة على أساس هذا المؤشر لديها ميل لأداء متفوق وأكثر انتظاماً بالنظر إلى محددات أسهم القيمة، وبالتالي تمتلك علاوة قيمة أكبر بالمقارنة مع محافظ القيمة المشكلة وفقاً لمؤشر السعر إلى القيمة الدفترية.

مما سبق نستخلص أن مكرر الربحية هو ذلك المؤشر الذي يُقارن بين السعر السوقي لسهم وربحيته، والذي يعطي فكرة عن توقعات المستثمرين حول العوائد في المستقبل، حيث إن الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض تُصنف ضمن أسهم القيمة، بينما الأسهم ذات مكرر الربحية المرتفع تُصنف ضمن أسهم النمو.

---

[31](٣١) مصدر سابق:

مضاعف القيمة الدفترية للسهم (P/B) أصبح هذا المؤشر شائعاً بعد دراسة Fama & French في أوائل التسعينيات، وذلك كمؤشر للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو. بينما سابقاً كان قد شرح غراهام هذا المضاعف كمقياس للعائد المتوقع على الأسهم. لكن لاحقاً أصبحت تُعد هذه النسبة مهمة نظراً لأن المستثمرين يقومون باستخدام هذا المضاعف لتحليل ما إذا كان سعر السوق للسهم يتجاوز أو يقل عن القيمة الدفترية. وتوصلت أغلب الدراسات إلى أن الأسهم الّتي لديها نسبة مضاعف قيمة دفترية منخفض بأنها أسهم ذات قيمة عالية (أي أسهم قيمة)، بينما تتميز الأسهم الّتي لديها نسبة مضاعف قيمة دفترية عالية بأنها (أسهم نمو). وقد تُشير نسبة مضاعف قيمة دفترية المنخفضة إلى أن الشركة تُواجه مشكلات فيما يتعلق بأساسيات الشركة وبأنها تعاني من مشكلات مالية وقد تكون غير مالية، بينما قد يُشير ارتفاع المضاعف إلى أنّ المستثمرين لديهم توقعات كبيرة فيما يتعلق بالأداء المستقبلي للشركة وأنها ذات مركز مالي قوي (٣٢)

أظهرت دراسة (Fama & French,1998) أنّ محافظ القيمة المصنفة على أساس مضاعف القيمة الدفترية في السوق تُوفر عائدات أعلى وأكثر انتظاماً بشكل ملحوظ من المحافظ المُصنفة على أساس نسب أخرى. تم العثور على هذه النتيجة أيضاً في دراسة(shailesh & Michail,2016) [٣٣]حيث يجادل هؤلاء الباحثون أيضاً بأن النسبة هذه هي واحدة من أكثر المتغيرات التفسيرية السائدة نحو عوائد مدروسة في الولايات المتحدة مقارنة مع مكرر الربحية،

[32](٣٢): John S Brush, Value and growth theory and practice,The journal of portfolio Management,Vol31 No1, Columbia,2007

[33](٣٣): Shailesh Rana & G. Michael Phillips (2016) Are U.S. growth and value stocks similarly integrated with the world markets? A test across business cycles,

ونسبة السعر إلى التدفق النقدي.

من خلال ما تم ذكره يمكن القول: إنّ نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية المنخفضة لسهم ما تعني أن السهم مُقيم بأقل من القيمة الجوهرية أي هو من أسهم القيمة، والعكس صحيح في حال كان المضاعف مرتفعاً، وبالتالي يندرج السّهم ضمن أسهم النمو.

السعر السوقي إلى التدفق النقدي(P/CF) بالنظر إلى مقدار التدفق النقدي التشغيلي الذي تولده شركة معينة ومقارنته مع السعر السوقي للسهم، فهو يعد مؤشراً آخر يستخدمه المستثمرون لتقييم أداء الشركة . كما بيّن (Chan and Lakonishok, 2004)، أن هذه النسبة "أصبحت شائعة للغاية لتصنيف أسهم القيمة والنمو لأنها تنظر إلى أداء الشركة من زاوية مختلفة، من زاوية التدفقات النقدية الداخلة والخارجة مقارنة بأرباح الشركة"[٣٤]. فتعد نسبة السعر السوقي إلى التدفق النقدي التشغيلي عبارة عن مؤشر يقيس منظور السوق فيما يتعلق بسلامة وأداء الشركة المستقبلية من الناحية المالية والّتي تتيح لنا التأكد من وجود تدفق نقدي مقابل أرباح الشركة، بناءً على ذلك تتميز الأسهم ذات النسبة المنخفضة بأنها مقيمة بأقل من القيمة الجوهرية، فهي أسهم ذات قيمة عالية (أسهم قيمة)، بينما يتم وصف الأسهم ذات النسبة المرتفعة بأنها أسهم نمو، وهي مقيمة بأعلى من القيمة الجوهرية. تُعدّ نسبة السعر إلى التدفق النقدي مكملة لنسبة السعر إلى ربحية السهم، حيث إنّ كلا النسبتين تُعدّان مؤشراً فيما يتعلق بالأداء الحالي والمستقبلي للشركات (Yen et al, 2004)[٣٥] ، كما تُعتبرّ هذه النسبة مهمة حيث تُستخدم في السوق المالية لتحديد السعر

[34](٣٤): Chan and Lakonishok,Value & Growth investing review and update,Financial analyssts journal,2004

[35](٣٥): Journal of Multinational Financial Management,September2004,Singapore, Jenn Yaw Yen, Qian Sun ,Yuxing Yan,

الذي من الممكن أن يبلغه السهم عند تحقيق الشركة لمستوى معين من التدفق النقدي التشغيلي. تجدر الإشارة إلى أن التدفق النقدي يعتمد بشكل كبير على صافي ربح الشركة، ولكن يجب الانتباه إلى أنه لدى الشركة قدرة على التلاعب في هذا التدفق من خلال التأخر في دفع الفواتير أو التأخر في شراء المخزون، وبالتالي الحفاظ على النقدية وينعكس ذلك في القوائم المالية للشركة. لذلك للحكم من خلال هذا المؤشر، فإنّه يجب النظر إلى هذه النسبة في شركات القطاع الّتي تنتمي إليه الشركة، وذلك لتكون المقارنة دقيقة ويُفضّل أن تكون هذه النسبة أصغر من الواحد (Bodie et al, 2009). [٣٦]

بناءً على ذلك يمكن القول أن: نسبة السعر إلى التدفق النقدي التشغيلي تُقارن بين السعر السوقي وحصة السهم من التدفق النقدي التشغيلي، والمؤشر المنخفض يدلّ على أن السهم مقيّم بأقل من القيمة الجوهرية، وبالتالي هو من أسهم القيمة، وفي ذات الوقت يكون لدى الشركة القدرة على توليد تدفق نقدي تشغيلي مرتفع، بينما الأسهم ذات المؤشر المرتفع تُصنف ضمن أسهم النمو.

إنّ النسب الثلاثة السابقة هي الأكثر استخداماً كمعايير في التمييز بين أسهم النمو وأسهم القيمة في الأدبيات التطبيقية، وهي معتمدة أساساً على سعر السهم السوقي، فهي توفر معلومات عدة عن الشركة وأدائها وتطور سعر السهم السوقي.

تفترض بعض الدراسات أن مكرر الربحية ومكرر القيمة الدفترية يتأثران بالأساليب المحاسبية لكل من الاهتلاك والمخزون، لذلك تقترح تلك الدراسات استخدام **السعر السوقي إلى**

---

[36](٣٦): Bodie, Nancy L"The Great Abyss? International Moral Dilemmas and Reasoning Differences Between Entrepreneurs and the Nonbusiness Public", *Boise State University*,2009

حصة السهم من المبيعات P/S وبشكل خاص عندما لا تكون الشركة قد حققت أرباحاً، ويُستخدم هذا المؤشر كأداة لتقييم الأسهم من خلال المقارنة بين القيمة السوقية ومبيعات الشركة، فالسهم الذي يكون له مؤشر منخفض، يدل ذلك على أنه مُقيم بأقل من القيمة الجوهرية، وبالتالي يُصنّف ضمن أسهم القيمة، والعكس عندما يكون لديه مؤشر مرتفع، فيكون تصنيف السهم من أسهم النمو (Capaul et el, 1993)[٣٧] ." يرى مستثمرو القيمة الذين يعتمدون على دراسة أساسيات الشركة أن النسبة المنخفضة أكثر إيجابية وجاذبية لأنها تُشير إلى أن الشركة لديها قدر كبير من الإيرادات وسعرها عادل، بينما يرى مستثمرو النمو الذين يعتمدون على التحليل الفني وتحليل الطلب في السوق وتقلباته ولا يعتمدون على القيمة الجوهرية بأن النسبة المرتفعة أكثر إيجابية لأنها تُشير إلى أن سعر السهم قد ارتفع، ومن المُرجح أن يستمر في الزيادة[٣٨] . ويُؤخذ على هذا المؤشر أن المبيعات قد لا تعطي صورة متكاملة، فهناك قيود كثيرة قد تخفف من هذه المبيعات، فقد تكون الشركة قد حققت أرباحاً منخفضة إلا أن لديها مبيعات جيدة، بسبب وجود ضرائب وفوائد تخفض من صافي الربح هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى يجب على المستثمر عند استخدام هذا المؤشر والمقارنة بين الشركات، ويجب أن تكون الشركات متماثلةً من حيث هيكل رأس المال، كما تكمن الصعوبة في استخدام هذا المعيار في أنه لا يمكن المقارنة بين القطاعات لأن تركيبة هيكل رأس المال تختلف من قطاع لآخر بحسب طبيعة العمل الأساسية لذلك هو قليل الاستخدام للتحليل

من المؤشرات المُستخدمة للتمييز بين أسهم القيمة وأسهم النمو نسبة **السعر السوقي إلى توزيعات الأرباح(P/D)** ويُستخدم عادة للمقارنة بين الشركات، وهي نسبة شائعة أيضاً في تقييم

---

[37](٣٧): Capaul, C., Rowley, I., & Sharpe, International Value and Growth Stock Returns. Financial Analysts Journal, 27-36. 1993

[38]مصدر سابق:(٣٨)

الأسهم وتحديد فيما إذا كان السهم مقيماً بالقيمة الجوهريّة أم لا، وتتميز أسهم القيمة بانخفاض نسبة السعر السوقي إلى توزيعات الأرباح، وإنّ ارتفاعها يعني أنها أسهم نمو. هناك جدل بين الباحثين بأن استخدام مؤشر السعر السوقي إلى توزيعات الأرباح P/D كمعيار للتصنيف، ينتج عنه عوائد غير منتظمة، كما أنه يحد من عدد الأسهم الّتي يمكن إضافتها إلى المحفظة لأن عدد الشركات الّتي تدفع توزيعات الأرباح تنخفض بشكل كبير في أوقات الأزمات والركود، حيث من المحتمل أن تدفع الشركات في هذه الفترات الزمنية توزيعات أقل، أو قد لا تدفع أبداً من أجل تعزيز مراكز رأس المال أو لتغطية الخسائر المحتملة لها، لذلك فإن هذا المعيار لا يُستخدم بشكل كبير في الدراسات.

نسبة الديون إلى حقوق الملكية (D/E) إنّ احتساب نسبة الدين إلى حقوق الملكية للشركة يكون بقسمة الديون طويلة الأجل على حقوق الملكية." وتُشير نسبة الدين إلى حقوق الملكية المرتفعة إلى تمويل بالدين كبير للغاية أو تاريخ من الخسائر الكبيرة وإلى أرباح متقلبة للغاية، وتُصنّف الأسهم أسهم نمو، أما عندما تكون نسبة الدين إلى حقوق الملكية مُنخفضة فهي تُشير إلى تمويل متحفظ ومخاطر منخفضة أي تكون الأسهم أسهم قيمة، وإلى احتمالات قليلة للخسائر الكبيرة، أو إلى المكاسب الكبيرة في الأرباح".[٣٩]

[39](٣٩):R M Hoekjan,the performance of value VS growth stocks during financial crisis,Uniersity of Twente,2011

١. ٢ المبحث الثاني: مراجعة الأدبيات التطبيقية

يتناول هذا المبحث الدراسات التطبيقية السابقة المتعلقة بموضوع أسهم القيمة وأسهم النمو، وتم تقسيمها إلى ثلاثة محاور:

أولاً: دراسات أجنبية.

ثانياً: دراسات عربية .

ثالثاً: دراسات طُبقت على سوق عمّان للأوراق المالية.

١. ٢. ١ أولاً: دراسات أجنبية

- دراسة W.Scott Buman & others[٤٠] لعام ٢٠٠١ بعنوان " The Performance of Growth Stocks and Value Stocks in the Pacific Basin".

هدفت الدراسة لمعرفة فيما إذا كانت هناك علاوة قيمة في منطقة المحيط الهادئ نظراً لأن سلوك أسواق الأسهم يختلف بين المناطق الجغرافية وبحسب تطور السوق، وامتدت فترة الدراسة من ١٩٨٦ حتى ١٩٩٦. وتم استخدام مؤشر مضاعف القيمة الدفترية (P/B) فقط في التصنيف، لقد شملت عينة الدراسة أسواق ستة بلدان مُطلة على المحيط الهادي (استراليا، هون كونغ، اليابان، ماليزيا، نيوزيلاندا وسنغفورة). وفي هذه الدراسة تم احتساب المضاعف لكل سهم على أنه سعر السوق بعد ستة أشهر من نهاية السنة المالية مقسوماً على القيمة الدفترية للسهم الواحد في نهاية السنة المالية السابقة.

[40](٤٠): Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 4, No. 2 (2001) 95–108, World Scientific Publishing Company

النتيجة كانت تفوق أسهم القيمة بشكل عام على أسهم النمو على مدى فترة السنوات العشر، بالإضافة إلى ذلك، فقد تفوقت الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة على الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة بقيمة أعلى لعلاوة القيمة. وعندما تفوقت أسهم النمو في بعض الأحيان على الأسهم ذات القيمة، كان هامش الاختلاف يميل إلى أن يكون صغيراً.

- دراسة Yen, J. Y., Sun, Q. & Yan, Y[٤١] لعام ٢٠٠٤ بعنوان " Value versus growth stocks in Singapore"

هدفت الدراسة إلى تحديد مدى وجود علاوة القيمة في سوق سنغفورة المالي، باستخدام كل من المقاييس الثلاثة تدفق السعر السوقي إلى الأرباح P/E، والسعر السوقي إلى القيمة الدفترية P/B، والسعر السوقي إلى التدفق النقدي P/CF من عام ١٩٧٥ حتى ١٩٩٧. وتوصلت الدراسة إلى تفوق أسهم القيمة على أسهم النمو. كما أوضحت أن معدل نمو العائد والعائد على حقوق الملكية المنخفضين يُعبران عن أسهم القيمة وفي الحالة المعاكسة تكون أسهم نمو. كما بينت الدراسة أن تصنيف أسهم القيمة والنمو يتحدد بشكل أساسي من خلال السعر السوقي وحالة السوق وتقديرات المستثمرين للقيمة الجوهرية التي تُعتبر عامل أساسي .

- دراسة Athanassakos, G[٤٢] لعام ٢٠٠٩ بعنوان " Value versus growth stock returns and the value Premium: The Canadian experience"

هدفت الدّراسة لمعرفة المعيار الأفضل في تشكيل محافظ القيمة ومحافظ النمو وذلك بمقارنة

---

[41](٤١): Journal of Multinational Financial Management,September2004,Singapore, Jenn Yaw Yen, Qian Sun ,Yuxing Yan,

[42](٤٢): Canadian Journal of Administrative Sciences Revue canadienne des sciences de l'administration 26: 109–121 (2009), The University of Western Ontario

كل من مكرر الربحية P/E ومضاعف القيمة الدفترية P/B، فقامت بدراسة كل تصنيف على حدى لعدد مشاهدات وعددها كان ٥٣٨ وذلك بعد إقصاء كل الشركات ذات النسب السلبية من المعياريين، وطبقت بين فترة ١٩٨٥-٢٠٠٥ على الشركات الكندية. وكانت نتيجة الدراسة أن المعيار الأفضل للتصنيف هو مكرر الربحية الذي يولد علاوة قيمة ملحوظة أكثر من تصنيف مضاعف القيمة الدفترية.

- دراسة Leandro & Roberto Marcos[٤٣] لعام٢٠١١ بعنوان " Value and growth stocks in Brazil: risks and returns for one- and two-dimensional portfolios under different economic conditions".

هدفت الدراسة إلى مقارنة أداء استثمارات القيمة والنّمو في ظل اختلاف معايير وأسلوب التصنيف المستخدم، حيث تم استخدام تصنيف أحادي وثنائي البعد، صُنّفت أولاً بحسب مكرر الربحية P/E ومضاعف القيمة الدفترية P/B ثانياً كل على حدى، ومن ثم تم دمجهما معاً، لتكوين تصنيف ثنائي البعد لمحافظ القيمة والنمو، وذلك لمعرفة أي من الطرق الثلاثة يحقق أعلى عائد بخطر قليل. طُبقت الدراسة على الشركات البرازيلية مستثنى منها المؤسسات المالية وامتدت فترة الدراسة من عام ١٩٨٨ حتى عام ٢٠٠٩ مقسمة إلى مرحلتين، الأولى: من ١٩٨٨-١٩٩٤، والثانية: ما بعد ١٩٩٤ الّتي هي مرحلة أكثر استقراراً.

خلُصت الدراسة إلى أنّ متوسط عوائد المحافظ أحادية البعد المشكلة وفق معيار السعر إلى ربحية السهم P/E هو الأعلى (٢٥.٣٨%)، ويأتي بعده التصنيف الثنائي بمتوسط مقداره (١٩.٢٢%)،

[43](٤٣): R. Cont. Fin. – USP, São Paulo, v. 22, n. 56, p. 189-202, Grupo IBMEC Educacional S.A. 2011

وأخيراً عوائد المحافظ المشكلة وفق معيار السعر إلى القيمة الدفترية P/B بمتوسط مقداره (١٨.٣%) أي أن محافظ القيمة المشكلة وفق معيار مكرر الربحية هي الأفضل أداء. أظهرت الدراسة تفوق محافظ القيمة في كل حالات الاقتصاد. كما أثبتت الدراسة أن معامل بيتا لم يكن مقياس خطر مناسب، حيث إنه لم يكن هناك فرق جوهري بين معامل بيتا لأسهم القيمة ومعامل بيتا لأسهم النمو، على الرغم من التفوق الكبير لعوائد أسهم القيمة. وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة Fama and French's (1992) الّتي أظهرت بأن هذا التفوق لأسهم القيمة له علاقة أيضاً بمسائل سلوكية وإدارية.

- دراسة Hoekjan[٤٤] لعام ٢٠١١ بعنوان " The performance of value vs. growth stocks during the financial crisis"

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء أسهم النمو والقيمة خلال الأزمة ٢٠٠٧-٢٠١٠ ضمن الأسواق الخمسة الأكثر تأثيراً على النطاق العالمي (الولايات المتحدة، ألمانيا، فرنسا، الصين والمملكة المتحدة)، واستخدمت الدراسة في تصنيف الأسهم كل من المقاييس الثلاثة: السعر السوقي إلى الأرباح P/E، والسعر السوقي إلى القيمة الدفترية P/B، والسعر السوقي إلى التدفق النقدي P/CF. وخلصت الدراسة إلى أن عائد أسهم القيمة ليس أعلى من عوائد أسهم النمو.

- دراسة Federico Gaglioli & Gabriele Cardullo لعام ٢٠٢٠[٤٥] بعنون " Value Stocks and Growth stocks: a study of Italian Market"

[44](٤٤): Robin Hoekjan,2011, University of Twente ,Master Thesis in Financial Management,Netherlands

[45](٤٥): Federico Gaglioli & Gabriele Cardullomuniversity of Genoa, Italy,2020

ركّزت هذه الدراسة على السوق الإيطالي خلال فترة بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠١٨ في محاولة لفهم ما إذا كان هناك فارق من حيث العائد بين أسهم القيمة وأسهم النمو، وقد تمت الدراسة على ١١٠ سهم باستخدام مؤشر تصنيف وحيد هو مضاعف القيمة الدفترية (P/B)

ووجدت الدراسة أنه في مطلع القرن الحادي والعشرين كانت علاوة القيمة في أعلى قيمها لكن انخفضت تدريجياً بسبب الأزمة العالمية عام ٢٠٠٨.وكان تفوق العوائد ملحوظاً في الشركات ذات رأسمال الصغير.وأيضاً أشارت الدراسة إلى أن أسهم القيمة ليست أكثر خطورة من أسهم النمو وأن سوء التسعير في السوق الايطالية هو المُفسر لوجود علاوة قيمة .

١. ٢. ٢ ثانياً: دراسات عربية

- دراسة الزلزلي (٢٠١٣) بعنوان (تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية)[٤٦]

تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة أسهم عادية مُختارة على أساس مؤشرات النّمو كمحفظة أسهم نمو، ومن ثم قياس تأثير هذه المحفظة على خصائص الاستثمار من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة، ومن خلال المقارنة مع محفظة السوق كمؤشر مرجعي أساسي. وطُبقت الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية، و تم اختيار ثلاثة مؤشرات أساسية لتصنيف الأسهم كلاً على حدى، هي مكرر الربحية(P/E)، ومؤشر القيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية PVGO، وأخيراً مؤشر نسبة احتجاز الأرباح Retention Ratio. شملت العينة ٣٠ سهماً، وكانت قد وزّعت على قطاعات السوق الرئيسة بين فترة ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٢. وتوصّلت الدراسة إلى تفوق أداء محافظ النمو الّتي قُسمت على أساس مؤشر PVGO على محافظ النمو الّتي استخدمت

(٤٦)[46] صابرين جمال جلال الزلزلي تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية العراق ٢٠١٣:

المؤشرات الأخرى، وتوصلت أيضاً إلى تباين مستوى الخطر بين القطاعات الذي أدى إلى تباين العائد أيضاً. فكانت معدلات العائد الأعلى في قطاعات الاستثمار المالي والمصارف والتأمين وذلك بسبب الخطر الأعلى مقارنة بقطاعي الزراعة والخدمات.

- دراسة غزال (٢٠١٨) بعنوان (تقييم أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في سوق مسقط المالي)[٤٧]

هدفت الدراسة إلى مدى تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو من خلال حساب مؤشرات العائد والعائد لكل وحدة مخاطرة، وتحديد مدى تأثر علاوة القيمة بعامل حجم الشركة وبعامل وضع السوق. طُبقت الدراسة لمعرفة إمكانية وجود ظاهرة أسهم القيمة والنمو في سوق خليجي عربي هو سوق مسقط المالي، وكانت على عينة مكونة من ٢٣ شركة مدرجة في سوق مسقط المالي، وفترة الدراسة كانت بين عامي ٢٠١٠ و ٢٠١٥م والبيانات المُستخدمة ربعية، واعتمدت على مكرر الربحية P/E في تصنيف المحافظ إلى محافظ قيمة ومحافظ نمو، وأظهرت نتائج الدراسة تفوقاً لمحافظ أسهم القيمة، حيث بلغ متوسط عوائد أسهم القيمة (٢.٨٩)، في حين كان متوسط عوائد أسهم النمو(-٣.٥٠) ، وقد استطاع كل من عاملي حجم الشركة (شركات صغيرة وشركات كبيرة)، ووضع السوق (حالة الصعود وحالة الهبوط) تفسير علاوة القيمة هذه.

١. ٢. ٣ ثالثاً: دراسات في سوق عمّان للأوراق الماليّة

- دارسة درويش(٢٠٠٥) بعنوان (الأداء الاستثماري لمحافظ النمو ومحافظ القيمة وعلاقته بكفاءة

---

(٤٧)[47]عزال، أحمد ، تقييم أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في سوق مسقط المالي،المعهد العالي لادارة الأعمال،سوريا:

الأسواق المالية)[٤٨]

هدفت هذه الدارسة الى تقييم أداء محافظ القيمة، ومحافظ النمو في سوق عربية هي بورصة عمّان، ومحاولة تفسير أسباب الاختلاف في الأداء بين نوعي المحافظ ومقارنة نتائج الدراسة مع الدراسات في الأسواق الأخرى، مع مراعاة الاختلاف في بيئات التداول، وسلوك المستثمرين في هذه الأسواق والأخذ بعين الاعتبار خصوصية السوق المدروس من حيث ضعف التداول ولا خطية العوائد. طُبقت الدراسة خلال الفترة (١٩٨٤– ٢٠٠٤) م، قام الباحث بتشكيل ثلاثة أنواع من المحافظ متساوية الأوزان حسب كل نسبة من النسب الثلاثة الآتية: (P/E)، مكرر الربحية والقيمة الدفترية إلى قيمة السهم الاسمية (B/M)، وتوزيعات الأرباح إلى السعر السوقي (D/P) بحيث رتبت هذه النسب تنازليا وفقاً لكل نسبة محسوبة. مثلت المجموعة الأولى منها محفظة القيمة والمجموعة الثالثة محفظة النمو، بالإضافة إلى محفظة وسطية تمثلها المجموعة الثانية.

توصلت الدراسة إلى تفوق أداء محافظ القيمة على أداء محافظ النمو، مع استمرار هذا التفوق عند الأخذ بالحسبان المخاطرة. وبينت الدراسة عجز نموذج تسعير الأصول المالية CAPM في صورته الأولية فقط عن تفسير العوائد غير العادية، وأنه من المفيد إدخال عوامل فاما وفرنش والعوائد السوقية مع فترة إبطاء واحدة.

- دراسة الجوازة وحراشنة (٢٠٠٧) بعنوان (اختبار كفاءة بورصة عمّان باستخدام استراتيجيات

[٤٨] (٤٨) الدوري&درويش ،مؤيد &مروان مفالةلأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة السوق،عمان، ٢٠١٠ المجموعة٣٠ عدد٢

القيمة والنمو)[٤٩]

هدفت إلى التحقق من كفاءة بورصة عمان، ومدى قدرتها على عكس كافة المعلومات بشكل تام وآني بما يمنع تحقيق عوائد غير عادية بما في ذلك استراتيجيات القيمة والنمو. غطت الدراسة الفترة الممتدة بين عامي ١٩٩٥ و٢٠٠٥، وشملت العينة ٢٠ شركة مدرجة، وتم تقسيم هذه العينة عدة تقسيمات ومن أحدى التقسيمات إلى محفظتين محفظة قيمة ومحفظة نمو بالاعتماد على نفس النّسب التي تم استخدامها في دراسة درويش (٢٠٠٥).و أظهرت الدراسة تفوق أداء محفظة القيمة على أداء محفظة النمو، وأكدت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية باتباع استراتيجية القيمة، وبالتالي دحض فرضية كفاءة بورصة عمان.

التعقيب على الدراسات السابقة:

معظم الدراسات السابقة ركزت على معيار واحد في تشكيل محافظ القيمة، وقلة من الدّراسات استخدمت أكثر من معيار بشكل عام وبشكل خاص الأبحاث باللغة العربية الّتي يمكن الجزم بأنها غير موجودة، كما أن الدراسات الّتي استخدمت أكثر من معيار لم تقارن أثر الأبعاد (أحادية أم متعددة) المستخدمة في التصنيف على نتائج التحليل، وبالتالي على قرار المستثمر، مما يشكل القيمة المضافة ونقطة التميز للبحث المطروح. وما يُميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة كونها أول دراسة ستحاول تلافي الانتقادات للدراسات السابقة الّتي اعتمدت على معيار وحيد، وستدرس مدى وجود ظاهرة استثمار القيمة في بورصة عمّان باستخدام معيار تصنيف متعدد

[49](٤٩) Al-jawazneh, B. and Harahasheh, M. 2007. Testing the Market Efficiency Hypothesis Using The Strategies of the Value and Growth in the Amman Stock Exchange.Journal of the Social Sciences, 35(4): 11-30

الأبعاد (ثنائي)، فإنّ قلة من الدراسات الّتي تناولت الموضوع استخدمت تصنيف ثنائي الأبعاد عند دراسة عوائد استثمارات القيمة. وبالتالي يكتسب البحث أهميته من خلال دراسة موضوع استثمارات القيمة وعلاوة القيمة باستخدام تصنيف أحادي وثنائي البعد معاً.

الجدول (١): ملخص الدراسات السابقة

إسم الدراسة	السنة	المعيار المستخدم في تمييز أسهم القيمة والنمو	سوق الدراسة	فترة الدراسة	النتائج التي توصل إليها الدراسة
The Performance of Growth Stocks and Value Stocks in the Pacific Basin	٢٠٠١	P/B	أسواق ستة بلدان مُطلة على المحيط الهادي الهادي (استراليا، هون كونغ، اليابان، ماليزيا، نيوزيلاندا وسنغفورة)	١٩٨٦-١٩٩٦	تفوقت الأسهم ذات رؤوس الأموال الصغيرة على الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة
Value versus growth stocks in Singapore	٢٠٠٤	P/E & P/B & P/CF	بورصة سنغفورة	١٩٧٥ - ١٩٩٧	تفوق أسهم القيمة على أسهم النمو
Value versus growth stock returns and the value Premium: The Canadian experience	٢٠٠٩	P/B & P/E كلاً على حدى	سوق كندا للأوراق المالية	١٩٨٥-٢٠٠٥	المعيار الأفضل للتصنيف هو مكرر الربحية الذي يولد علاوة قيمة أعلى منالتصنيف بحسب المضاعف
Value and growth stocks in Brazil: risks and returns for one- and two-dimensional portfolios under different economic conditions	٢٠١١	P/B & P/E كلاً على حدى ومن ثم معاً	الشركات البرازلية عدا المالية	١٩٨٨-٢٠٠٩	محافظ القيمة المشكلة وفق معيار مكرر الربحية هي الأفضل أداء.و تفوقت محافظ القيمة في كل حالات الاقتصاد

The performance of value vs. growth stocks during the financial crisis	٢٠١١	P/E & P/B & P/CF	الولايات المتحدة، ألمانيا، فرنسا، الصين والمملكة المتحدة أي نطاق عالمي	٢٠١٠-٢٠٠٧	لا يوجد علاوة قيمة موجبة
Value Stocks and Growth stocks: a study of Italian Market	٢٠٢٠	P/B	بورصة إيطاليا	٢٠١٨-٢٠٠١	علاوة القيمة في أعلى قيمها لكن انخفضت تدريجياً بسبب الأزمة العالمية وكانت العلاوة أعلى لدى الشركات الصغيرة
تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية	٢٠١٣	هي مكرر الربحية، ومؤشر القيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية ، ومؤشر نسبة احتجاز الأرباح	سوق العراق	٢٠١٢-٢٠٠٥	تفوق أداء محافظ النمو الّتي قُسمت على أساس مؤشر PVGO على محافظ النمو
تقييم أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في سوق مسقط المالي	٢٠١٨	مكرر الربحية	سوق مسقط المالي	٢٠١٥-٢٠١٠	تفوقاً لمحافظ أسهم القيمة والتفسير كان لعاملي الحجم ووضع السوق
الأداء الاستثماري لمحافظ النمو ومحافظ القيمة وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية	٢٠٠٥	مكرر الربحية والقيمة الدفترية إلى قيمة السهم الاسمية (B/M)، وتوزيعات الأرباح إلى السعر السوقي	سوق عمّان للأوراق الماليّة	٢٠٠٤-١٩٨٤	تفوق أداء محافظ القيمة على أداء محافظ النمو، مع استمرار هذا التفوق عند الأخذ بالحسبان المخاطرة
اختبار كفاءة بورصة عمّان باستخدام استراتيجيات القيمة والنمو	٢٠٠٧	مكرر الربحية والقيمة الدفترية إلى قيمة السهم الاسمية (B/M)، وتوزيعات الأرباح إلى السعر السوقي	سوق عمّان للأوراق الماليّة	٢٠٠٥-١٩٩٥	تفوق أسهم القيمة على أسهم النمو

الفصل الثاني:

الدّراسة التطبيقية على سوق عمّان

للأوراق المالية

٢. الفصل الثاني:

الدّراسة التطبيقية على سوق عمّان للأوراق المالية

تمهيد

تم في هذا الفصل التعريف بمجتمع البحث وعينته، ومن ثم تقديم لمحة عن سوق عمّان للأوراق المالية، كما تم شرح خطوات تشكيل محافظ القيمة والنمو بما يحقق أهداف الدارسة، ومن ثم القيام بتحليل وصفي وإحصائي للبيانات، وأخيراً تم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

٢. ١ المبحث الأول: لمحة عن سوق عمّان للأوراق الماليّة وأدائه

في هذا المبحث تم عرض لمحة مختصرة عن تأسيس السوق ونشأته، ومن ثم استعراض أهم مؤشرات أداء السوق متمثلةً بتطور كل من المؤشر ASE100، وتطوّر أحجام التداولات القطاعية فيه، إضافةً إلى تطور عائد مؤشر السوق.

٢. ١. ١ أولاً: تأسيس سوق عمّان للأوراق المالية

باشر السوق الأردني أعماله بتاريخ ١٩٧٨/١/١، وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك، وهي القيام بدورين أساسيين، وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يُعرف بـ Securities and Exchange Commission SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange.

وفي عام ١٩٩٧ صدر قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ الذي كان من أهم معالم التطور، فكان

يعتبر نقلة نوعية ونقطة تحول هامة، وتضمن إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:

١. هيئة الأوراق المالية .Jordan Securities Commission

٢. بورصة عمان / سوق الأوراق المالية . Amman Stock Exchange

٣. مركز إيداع الأوراق المالية .Securities Depository Center

تأسست بورصة عمان في ١١ آذار ١٩٩٩ كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح، ومصرحاً لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن. وفي ٢٠ شباط ٢٠١٧ تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعدّ شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان، وذلك بهدف تعزيز المنفعة الاقتصادية الّتي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيُمكّنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة، ومتعاملين جدد، والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً. وتُدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء، ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تهدف شركة بورصة عمان إلى ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم الواضح والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية، وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات الّتي تقدمها الشركة.

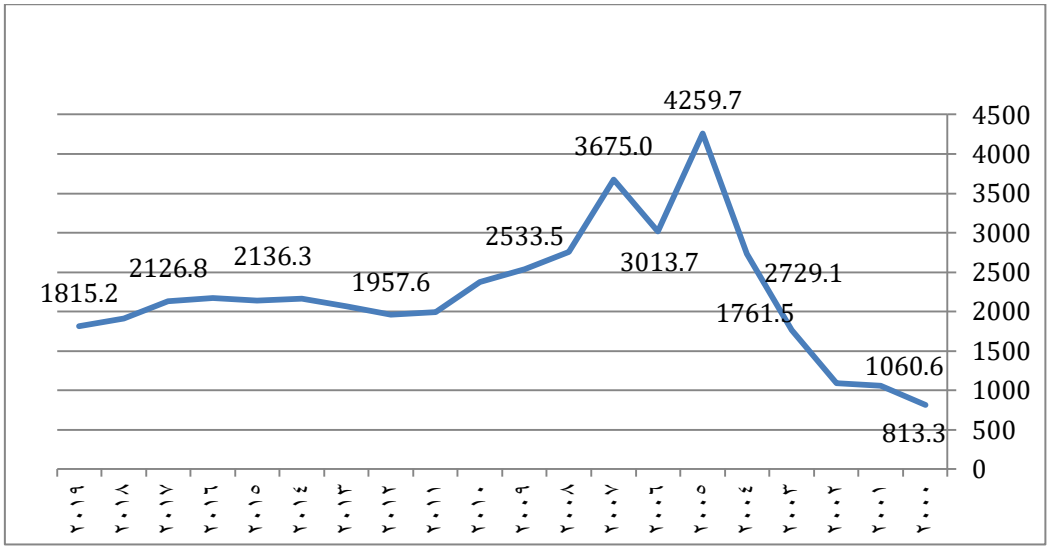
٢. ١. ٢ ثانياً: أداء سوق عمّان للأوراق المالية

لقد شهد السّوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمّان تطوراً ملحوظاً، حيث ارتفع عدد الشركات المُدرجة من (٦٦) شركة لعام ١٩٧٨ الى (١٨٨) شركة في عام ٢٠١٨، وفي هذا الجزء تم تحليل تطور مؤشرات أداء سوق عمَّان المالي متمثلةً بتطوّر المؤشر، وتطور أحجام التداولات، وتطور عائد المؤشر الذي سيستخدم لاحقاً في دراسة وتحليل أداء محافظ القيمة والنمو المُشكّلة.

٢. ١. ٢. ١ تطور مؤشر السوق **ASE100**

يُوضح الشكل التالي تطور قيمة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية ASE100 خلال الفترة الممتدة بين ٢٠٠٠-٢٠١٩.

الشكل (١): تطور مؤشر **ASE**١٠٠ خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

ويتبيّن من الشّكل أعلاه أنه بعد انضمام المملكة الأردنية الهاشمية عام ٢٠٠١ لمنظمة التّجارة العالمية قد بدأ مؤشر السوق يأخذ منحى تصاعدياً، بحيث تبع ذلك انتعاش للسوق والاقتصاد ككل،

ثم في عام ٢٠٠٦ انخفض المؤشر عن قيمته الأعلى في عام ٢٠٠٥ بنسبة (٢٩.٣%)، وكان ذلك نتيجةً لانخفاض الرقم القياسي المرجح على مستوى القطاعات أغلبها وانخفاض أسعار الأسهم، وأيضاً نتيجة ازدياد عدد الشركات المدرجة وقيام عدد من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها، وبالتالي انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة.

وأيضاً نلاحظ أنّ أزمة الرهونات العالمية عام ٢٠٠٨ قد أثرت في المؤشر وبدأ المؤشر نتيجةً لذلك بالانخفاض وذلك حتى عام ٢٠١٣ ليرتفع قليلاً ويستقر على مستوى معين بمجال بين ٢٠٠٠ نقطة و٢١٠٠ نقطة، وذلك الاستقرار كان حتى عام ٢٠١٨ الذي تبين فيه أن نسبة الانخفاض عن عام ٢٠١٧ تساوي (١٠%) بحسب الشكل رقم (١).

الجدول (٢): الإحصاءات الوصفية لمؤشر سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٩

مؤشر السوق ASE100	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
	2220.53	813.3	4259.7	812.14	0.67	1.19

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

يظهر من الجدول رقم (٢) أن مؤشر السوق ASE100 على كامل المدة لشركات السوق المدرجة في المؤشر كانت محصورة بين (٨١٣.٣) في عام ٢٠٠٠ و(٤٢٥٩.٧) في عام ٢٠٠٥، كما وقد بلغ المتوسط الحسابي مؤشر السوق (٢٢٢٠.٥٣) بانحراف معياري (٨١٢.١٤)، مما يشير إلى وجود تشتت وتذبذب خفيف في قيمة مؤشر السوق ASE100.

تُشير قيمة معامل الالتواء لمؤشر السوق الّتي بلغت (٠.٦٧) إلى وجود التواء نحو اليمين أي أن العدد الأكبر من الأرقام المدروسة لتطور مؤشر السوق خلال الفترة المدروسة تركزت دون

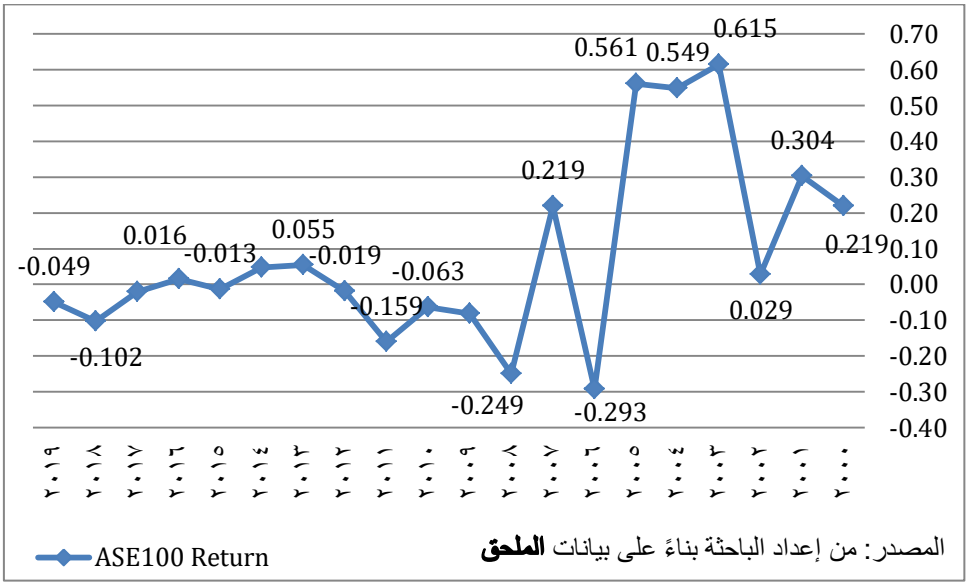
المتوسط، بينما تدل قيمة معامل التفرطح (١.١٩) على أن منحنى التوزع متفرطح والقيم متوزعة بعيدة عن المتوسط.

٢. ١. ٢. ٢ تطوّر عائد مؤشر السوق ASE100

يظهر الشكل رقم (٢) تطور عوائد مؤشر سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩ ويمكن تقسيم التحليل إلى مرحلتين:

المرحلة الأولى من٢٠٠٠ وحتى ٢٠٠٨ ، فترة تقلبات شديدة لعائد مؤشر السوق مع اتخاذ منحنى هابط على المدى الطويل، لكن عام ٢٠٠٣ سجّل عائد مؤشر السوق أعلى قيمة له على كامل فترة الدراسة بقيمة(٠.٦١)، أما المرحلة الثانية ٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٩، فقد شهدت فترة استقرار منخفضة بعوائد أغلبها سالبة مقارنة بالمرحلة الأولى، وكان أعلى عائد للمؤشر فيها عام ٢٠١٣ ويساوي (٠.٠٦) وذلك بسبب أزمة الرهونات العالمية الّتي انعكس أثرها السلبي على جميع البورصات العالمية والمستثمرين فيها، وامتد أثرها إلى البورصات العربية .

الشكل (٢): تطور عوائد مؤشر السوق خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات **الملحق**

يظهر من الجدول رقم (٣) أنّ عوائد مؤشر السوق ASE100 على كامل المدة لشركات السوق، كانت محصورة بين (-٠.٢٩) في عام ٢٠٠٦ و(٠.٦١) في عام ٢٠٠٣، كما وقد بلغ المتوسط الحسابي لعوائد مؤشر السوق (٠.٠٧) بانحراف معياري (٠.٢٦) مما يشير إلى وجود تشتت كبير وتذبذب في عوائد مؤشر السوق ASE100، وبالتّالي ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذا السوق.

تُشير قيمة معامل الالتواء لعوائد مؤشّر السوق الّتي بلغت (١.٠١) إلى وجود التواء نحو اليمين أي أن عدداً كبيراً من العوائد كانت أقل من المتوسط خلال فترة الدراسة، بينما تدلّ قيمة معامل التفرطح (٠.٢٣) على أن منحنى التوزع متفرطح.

الجدول (٣): الإحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٩

عوائد مؤشر السوق ASE100	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
	0.07	-0.29	0.61	0.26	1.01	0.23

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

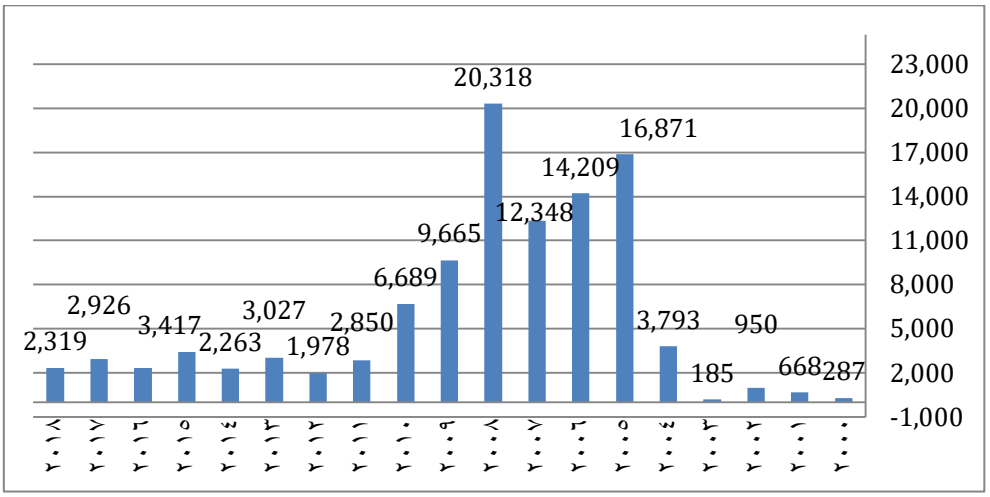
٢. ١. ٢. ٣ تطور أحجام التداولات في سوق عمان للأوراق المالية

تمّ تحليل تطور أحجام التّداول في سوق عمّان للأوراق المالية بحسب القطاعات الكبرى في السّوق وأيضاً من حيث أحجام التداولات بشكل عام، وذلك للتعرف على نشاط المستثمرين في بورصة عمّان خلال فترة الدراسة ولبيان هيكلية السوق والفرق بين القطاعات من حيث التداول ومن حيث الأهمية.

٢. ١. ٢. ٣. ١ تطور أحجام التداول في سوق عمان للأوراق المالية

يظهر الشكل رقم (٣) تطور أحجام التداولات سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين ٢٠٠٠ – ٢٠١٨ أنه يمكن تقسيم التحليل إلى مرحلتين: المرحلة الأولى من عام ٢٠٠٠ وحتى الأزمة المالية العالمية، والمرحلة الثانية من عام ٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٨.

لشكل (٣): تطور أحجام التداول خلال الفترة ٢٠٠٠–٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

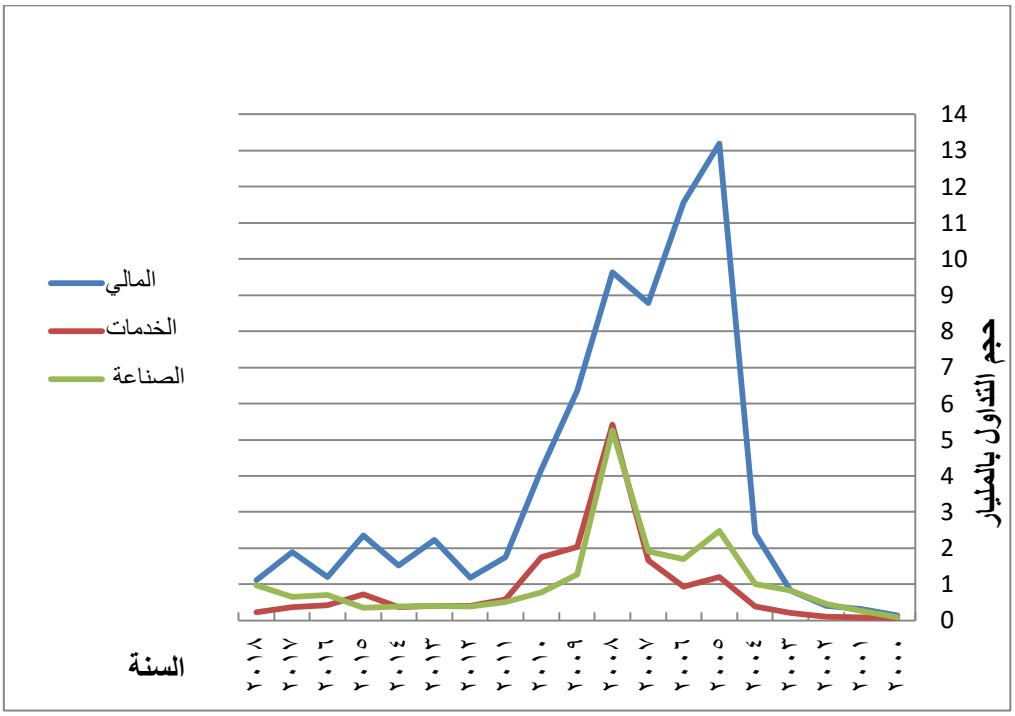
المرحلة الأولى من ٢٠٠٠ عام وحتى ٢٠٠٨ م فترة انتعاش لتسع سنوات ببعض التقلبات في السوق بسبب ارتفاع أسعار النفط والإصلاحات الّتي شرعت بها الحكومة الأردنية.

أما المرحلة الثانية بين عامي ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٨م فكانت فترة أزمة الرّهونات العالمية قد وصلت إلى المملكة الأردنية الهاشمية عام ٢٠٠٩م ولذلك تمت ملاحظة تراجع كبير في أحجام التداولات في القطاعات الرئيسة كلها بنسبة ٤٧% بين المرحلتين ماقبل الأزمة وما بعدها، حيث كانت أحجام التداولات في أعلى معدلاتها ٢٠٠٨ و وصلت إلى ٢٠ مليار دينار أردني، لكن عام ٢٠٠٩ انخفضت بشكل كبير لتصل إلى ٩ مليار دينار.

٢. ١. ٢. ٣. ١ تطور أحجام التداولات بحسب القطاعات الرئيسة

يبين الشكل رقم (٤) تطور أحجام التداول في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠٠٠-٢٠١٨م، وذلك للقطاعات الرئيسة الثلاثة: القطاع المالي، القطاع الخدمي، وأخيراً قطاع الصناعة.

الشكل (٤): تطور أحجام التداول القطاعية خلال الفترة ٢٠٠٠- ٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

يبدو واضحاً سيطرة القطاع المالي وتفوقه على بقيّة القطاعات من حيث حجم تداولاته خلال فترة الدراسة هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يُلاحظ التأثّر الكبير لهذا القطاع بأزمة الرهونات العقارية، حيث شهد تدهوراً كبيراً مقارنةً بباقي القطاعات، إلا أن حجم تداولاته بقيت الأعلى بين القطاعات المختلفة. بشكل عام يُمكن تقسيم تحليل أحجام التداول في سوق عمّان للأوراق المالية

إلى ثلاث مراحل بالنسبة إلى القطاعات الثلاثة الرئيسة وفقاً للشكل أعلاه:

المرحلة الأولى من ٢٠٠٠ عام وحتى ٢٠٠٥ فترة انتعاش لست سنوات في السوق بسبب ارتفاع أسعار النّفط، حيث شهدت أحجام التداولات منحى تصاعدياً للقطاعات، ويُعزى ذلك إلى الاستقرار السياسي وعدد من الإصلاحات الّتي شرعت بها الحكومة الأردنية، أهمها كان دخول البلاد كعضو في منظمة التجارة العالمية عام ٢٠٠١م، وبذلك تحولت عمّان إلى مركز إقليمي آمن لرجال الأعمال ومركز مرغوب للاستثمار في المنطقة.

المرحلة الثانية بين عامي ٢٠٠٦ حتى ٢٠١٠ م فترة أزمة ما قبل أزمة الرهونات وخلالها، بحيث كان هناك أولاً في بداية الفترة أي عام ٢٠٠٦، تراجعاً في التداولات في القطاعات الرئيسة كلها بنسبة ١٥% فقط عن السنة الماضية أي عام ٢٠٠٥. وهذا التّراجع في عام ٢٠٠٦ م تمت ملاحظته أيضاً عند دراسة مؤشر السوق ASE100، بسبب تراجع سوق النفط العالمية، وانخفاض عدد الشركات المساهمة فقد أدى ذلك كله إلى تباطؤ مسيرة الاستثمار في السوق، وانعكس مباشرة على سوق عمان عام ٢٠٠٩م، ومشاريع التنمية بشكل عام حيث تراجعت أحجام التداولات بشكل كبير عن عام ٢٠٠٨ م بنسبة ٥٢%، حيث كان مجموع أحجام التداولات في عام ٢٠٠٩ يساوي ٢٠ مليار دينار أردني، أما في عام ٢٠٠٨ كان ١٢ مليار دينار أردني، واستمر هذا التراجع .

المرحلة الأخيرة من عام ٢٠١١ وحتى ٢٠١٨ فترة تراجع كبير وذلك للنصف في حجم التداولات، وخاصة للقطاع المالي، حيث كانت الأزمة المالية الاقتصادية قد وصل أثرها إلى سوق الأردن عام ٢٠٠٩م، لكن الانحدار والأثر الأكبر كان عام ٢٠١١، لكن ٢٠١٣ كان عام تعافٍ نوعي حيث بدأ التركيز من قبل الحكومة على التنويع المفيد للاقتصاد الوطني، وبذلت الحكومة

جهوداً حثيثة لجذب المستثمرين الأجانب بغية تنمية الاقتصاد في المملكة الأردنية الهاشمية، فقد أنشأت الحكومة عدداً من المناطق الحرة الجديدة، وأعلنت عن إعفاءات ضريبية كنوع من الحوافز. ويظهر الشكل رقم (٤) أن تداولات قطاع الصناعة والخدمات السنوية لم تتخطَ المليار على مدى الفترة الأخيرة كلها، لكن بالنّظر سنوياً وبالتدقيق تم ملاحظة ازدياد تدريجي عام بعد عام [٥٠]

وبالمقارنة وجدت الدراسة أنه في المرحلة الأخيرة الّتي كانت لمدة ثمان سنوات، قد بلغت التداولات ٢١ مليار دينار أردني، في حين قد وصلت فقط خلال الخمس سنوات الّتي هي المرحلة الثانية إلى ٥٦ مليار دينار أردني أي بانخفاض نسبته ٦٢ % مع تقدم الزمن.

الجدول (٤): الإحصاءات الوصفية لأحجام التداول القطاعية في سوق عمّان للأوراق المالية بين فترتي ٢٠٠٠ و٢٠١٨

أحجام التداول القطاعية	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
الشركات المالية	3,740,044,315	138,597,000	13,200,688,000	4,086,051,584	1.315	0.427
الشركات الخدمية	913,353,368	58,156,000	5,422,241,000	1,240,582,613	2.953	10.124
الشركات الصناعية	1,072,249,634	91,042,000	5,256,835,000	1,186,598,378	2.579	6.538

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

يظهر من الجدول رقم (٤) أن أحجام التداول للقطاع المالي كانت قيمها محصورة بين ١٣ مليار دينار أردني في عام ٢٠٠٥، وأصغر قيمة تداول كانت ١٣٨ مليون دينار لعام ٢٠٠٠، كما وقد بلغ متوسط التداولات لها ٣.٧ مليار دينار أردني بانحراف معياري مقداره ٤ مليار دينار، يشير ارتفاع قيمة الانحراف المعياري في القطاع المالي إلى وجود تشتت كبير في البيانات خلال فترة

[٥٠] (٥٠) الأرقام من التقرير السنوي الصادر عام ٢٠١٢ من بورصة عمّان للأوراق المالية

الدراسة.

تُشير قيمة معامل الالتواء ١.٣١٥ إلى وجود التواء موجب بالمنحنى، وبالتالي تركز القيم في الجزء الأدنى من المتوسط، بينما تدل قيمة معامل التفرطح ٠.٤٢٧ على أن منحنى التوزع التكراري متفرطح.

أما أحجام التداول للقطاع الخدمي على كامل المدة، فقد كانت محصورة بين ٥٨ مليون دينار أردني في عام ٢٠٠٠ وأكبر قيمة تداول كانت ٥.٤ مليار لعام ٢٠٠٨، كما بلغ متوسط التداولات لها ٩١٣ مليون دينار أردني بانحراف معياري مقداره ١.٢ مليار، ويشير ارتفاع قيمة الانحراف المعياري في القطاع المالي إلى تذبذب وتباعد البيانات عن المتوسط الحسابي.

تُشير قيمة معامل الالتواء ٢.٩٥ إلى وجود التواء نحو اليمين في شكل التوزيع والقيم متركزة دون المتوسط، بينما تدل قيمة معامل التفرطح (١٠.١٢) على أن منحنى التوزع التكراري مدبب.

وبالنسبة إلى أحجام التداول للقطاع الصناعي على كامل المدة،فإنها كانت محصورة بين ٩١ مليون في عام ٢٠٠٠ و ٥.٢ مليار في عام ٢٠٠٨ تماماً كسنوات القطاع الخدمي، كما أنه قد بلغ متوسط التداولات لها ١.٠٧ مليار دينار أردني، بانحراف معياري مقداره ١.١ مليار دينار، ويشير ارتفاع قيمة الانحراف المعياري في القطاع الصناعي على تذبذب وتباعد البيانات عن المتوسط الحسابي لها.

تُشير قيمة معامل الالتواء لعوائد مؤشر السوق الّتي بلغت ٢.٥ إلى وجود التواء كبير نحو اليمين أي أن عدداً كبيراً من العوائد كانت أقل من المتوسط خلال فترة الدراسة، بينما تدل قيمة معامل التفرطح (٦.٥٣) على أن منحنى التوزع مدبب.

٢. ٢ المبحث الثاني: الإطار المنهجي للبحث

في هذا المبحث تم التعريف بمجتمع البحث وعينته وأسباب اختيارهما، ومن ثم تم شرح خطوات تشكيل محافظ القيمة، ومحافظ النمو، وأخيراً تم عرض الدراسة الوصفية.

٢. ٢. ١ أولاً: مجتمع البحث وعينته

نظراً لصعوبة تطبيق الدراسة على سوق دمشق للأوراق المالية كونها سوقاً حديثة نسبياً، فهي لا تسمح بالتطبيق في الوقت الحالي، فقد تم اختيار بورصة عمّان، حيث يُمكن تطبيق الدراسة فيها نظراً لتوافر عدد كبير من الشركات المدرجة في السوق ولفترة زمنية طويلة.

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة عمّان وعددها تقريباً ١٨٨ شركة، لكنّ عينة الدراسة مكونة من الشركات غير المالية (أي الشركات الخدمية والصناعيّة) المدرجة في بورصة عمّان وعددها ٨٩ شركة. علماً أنه تم استبعاد المؤسسات المالية والعقارية بسبب خصوصية هذه المؤسسات من حيث اختلاف طبيعة نشاطها، واختلاف هيكل أصولها والتزاماتها عن باقي أنواع الشركات في قطاعات أخرى.

استخدمت الدراسة الحالية البيانات المالية السنوية لتسع وثمانين شركة من كلا القطاعين الخدمي والصناعي فقط، وبتفريعاتهما المتعددة واللذين يمثلان نسبة ٤٧% من سوق عمّان أي تم استثناء القطاع المالي والعقاري. ويتكون القطاع الخدمي من ثمانية تصنيفات للشركات الخدمية، وهي:

١. شركات خدمات تجارية.

٢. شركات خدمات تعليمية.

٣. شركات خدمات صحية.

٤. فنادق وسياحة.

٥. إعلام.

٦. تكنلوجيا واتصالات.

٧. مواصلات ونقل.

٨. طاقة ومنافع.

أما القطاع الصناعي فيتكون من عشرة تصنيفات من الشركات الصناعية، وهي على الشكل التالي:

١. شركات صناعات كيميائية.

٢. شركات صناعات كهربائية.

٣. الصناعات الهندسية والإنشائية.

٤. الأغذية والمشروبات.

٥. الصناعات الاستخراجية والتعدينية.

٦. الورق والكرتون.

٧. الأدوية.

٨. الطباعة والتغليف.

٩. الملابس والجلود والنسيج.

١٠. التبغ والسجائر.

وقد تمّ الحصول علي بيانات العينة السنوية من الموقع الرسمي لسوق عمّان للأوراق الماليّة للفترة الممتدة من عام ٢٠١٠ م وحتى عام ٢٠١٨م. والّتي حققت الشروط الآتية:

- أن لا يكون مكرر الربحية سالب خلال فترة الدراسة.
- عدم التوقف عن التداول في السوق خلال فترة الدراسة.
- أن يكون هناك استمرارية في صدور البيانات خلال فترة الدراسة.

و نجد الجدول أدناه يُلخص سوق عمان للأوراق المالية وشركاته بحسب القطاعات الأربعة المكونة له ،و تفاصيل كل قطاع على حدى مع نسبته من السوق وأخيراً شركات العينة المدروسة من القطاعين الخدمي والصناعي.

الجدول (٥): قطاعات السوق وشركاتها ونسبة كل منها للسوق وللعينة

القطاعات		عدد الشركات		نسبة القطاع من السوق	عدد شركات العينة	نسبة القطاع من العينة
القطاع المالي	البنوك	15	66	35%	0	**0%**
	شركات التأمين	21				
	شركات الخدمات المالية المتنوعة	30				
قطاع العقارات		33		18%	0	**0%**
قطاع الخدمات	الخدمات الصحية	4	45	24%	4	**50.5%**
	الخدمات التعليمية	5			5	
	الفنادق والسياحة	9			9	
	النقل	9			9	
	التكنلوجيا والاتصالات	2			2	
	الإعلام	1			1	
	الطاقة والمنافع	5			5	
	الخدمات التجارية	10			10	
قطاع الصناعة	الأدوية والصناعات الطبية	6	44	23%	6	**49.5%**
	الصناعات الكيماوية	4			4	
	الأغذية والمشروبات	8			8	
	التبغ والسجائر	2			2	

	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	10			10	
	الصناعات الإنشائية والهندسية	5			5	
	الصناعات الكهربائية	3			3	
	الورق والكرتون	1			1	
	الطباعة والتغليف	1			1	
	صناعة الملابس والجلود والنسيج	4			4	
مجموع الشركات		**188**		**100%**	**89**	**100%**

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

وأما بالنسبة إلى معايير التصنيف وطريقة احتسابها فالجدول التالي يبين لنا المؤشرات المُستخدمة:

الجدول (٦): معايير التصنيف وطريقة احتسابها

المؤشر	الرمز	طريقة حسابه
مكرر الربحية	P/Eps	السعر السوقي للسهم /عائد السهم
مضاعف القيمة الدفترية	P/BVps	السعر السوقي للسهم / القيمة الدفترية للسهم الواحد لحقوق المساهمين

المصدر: من إعداد الباحثة

أ- مكرر الربحية أو نسبة سعر السهم إلى ربحه: من أشهر النسب المالية المستخدمة في تقييم قيمة الشركة، هي نسبة سعر السهم إلى ربحه Price-Earning (P/E)، حيث تعدّ هذه النسبة

من النسب الّتي تظهر دائماً في النشرات المالية اليومية، ويتم احتساب هذه النسبة بقسمة سعر سهم الشركة الحالي على نصيبه من الأرباح المحققة (EPS).

ويُصنف المحللون الماليون الأسهم ذات نسبة (P/E) مكرر ربحية مرتفعة كأسهم نمو Growth Stock، وبشكل عام، فإنّ الشركات الّتي يتوقع لها نمواً أعلى في الأرباح المستقبلية، سوف يكون لها نسبة أعلى، وهذا يُفسر سبب تسمية الأسهم ذات نسبة (P/E) العالية بأسهم النمو.

أما بالنسبة إلى الأسهم ذات نسبة مكرر ربحية منخفضة، فتسمى أسهم القيمة Value Stocks ويعودالسبب في ذلك إلى أنه ينظر إلى سعر هذه الأسهم على أنه رخيص "Cheap" بالنسبة إلى ربحه الحالي، وهذا يعني أن هذه الأسهم يمكن أن تكون فرصة استثمارية جيدة، حيث إنها غير مكلفة.

ب. مضاعف القيمة الدفترية أو نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية: وتسمى هذه النسبة في بعض الأحيان نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وتُحسب هذه النسبة (P/B) بقسمة القيمة السوقية لسهم الشركة على قيمته الدفترية، وتبرز أهمية هذه النسبة لكون القيمة الدفترية في أساسها مبينة على أساس التكلفة التاريخية، وسعر السهم هو مؤشر على القيمة الحالية ، وبالتالي فإن نسبة (P/B)، تقيس كم تبلغ قيمة الملكية اليوم بالنسبة إلى تكلفتها، فإذا كان المؤشر أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يدل على نجاح الشركة في خلق قيمة للمساهمين، أما إذا كان المؤشر أقل من الواحد الصحيح، فإن هذا يدل على أن الشركة ذات قيمة أقل من تكلفتها.

٢. ٢. ٢ ثانياً: خطوات تشكيل المحافظ

طُبقت الدراسة على مرحلتين، في المرحلة الأولى تم استخدام أحد مؤشرين مكرر الربحية أو مضاعف القيمة الدفترية كل منهما بشكل منفرد وذلك لتصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو ومن ثم احتساب علاوة القيمة، وفي المرحلة الثانية تم استخدام المؤشرين معاً، لتصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو، واحتساب علاوة القيمة بمعنى آخر، في المرحلة الثانية حتى يدخل السهم في تركيبة المحفظة، يجب أن يكون سهم قيمة، أو سهم نمو، وفق المؤشرين معاً، ليدخل في تركيبة إحدى المحفظتين.

المرحلة الأولى: تصنيف الأسهم أحادي البعد:

التصنيف وفق معيار مكرر الربحية:

تم احتساب قيمة مكرر الربحية للشركات كافة لكل سنة، ومن ثمّ ترتيب مكررات الربحية في كل سنة على حدى، من الأكبر وحتى الأصغر، ومن ثم حساب الوسيط للمكررات الموجبة فقط . ثمّ اختيار الشركات الـ ٤٠% الأعلى من الوسيط مكرر ربحية، واعتبارها محفظة نمو Growth portfolios والشركات الـ ٤٠% الأدنى من الوسيط، واعتبارها محافظ قيمة Value portfolios، بعد ذلك تمّ احتساب عوائد تلك المحافظ ومخاطرها لكل سنة، وتحديد فيما إذا كانت هناك علاوة قيمة وذلك لكامل العينة وحسب القطاع.

التصنيف وفق معيار مضاعف القيمة الدفترية:

تم تكرار المراحل السابقة مع استبدال معيار التصنيف، بحيث تم تصنيف الأسهم وفقاً لمعيار

مضاعف القيمة الدفترية، ومن ثم تم احتساب الوسيط، وبالتالي تُسمّى الشركات الـ ٤٠% التي أعلى من الوسيط محافظ نمو Growth portfolios والشركات الـ ٤٠% الأدنى منه محافظ قيمة Value portfolios، ومن ثم تم حساب عوائد تلك المحافظ ومخاطرها، وتحديد علاوة القيمة.

المرحلة الثانية: تصنيف الأسهم ثنائي البعد:

في هذه المرحلة حتى تُصنّف الشركات أسهم نمو، يجب أن يكون قد تم تصنيفها في المرحلة الأولى أسهم نمو وفقاً لمكرر الربحية، ووفقاً لمضاعف القيمة الدفترية معاً، ومنها تتشكل محافظ النمو، أما الأسهم الّتي حصلت على تصنيف أسهم قيمة وفقاً للمعيارين السابقين معاً، فتُصنف أسهم قيمة ومنها تتشكل محافظ القيمة. ومن ثم تُحتسب عوائد تلك المحافظ ومخاطرها وأخيراً علاوة القيمة.

فيما يلي نجد جدولاً ملخصاً، يوضح فيه عدد الأسهم الكلي في المحافظ الّتي تمت دراستها وفق كل معيار:

الجدول (٧): عدد الأسهم الكلي موزعةً على المحافظ وفق نوعها ومعيار التصنيف

السنة	حجم العينة ٨٩ شركة						
	محافظ ذات تصنيف أحادي P/E			محافظ ذات تصنيف أحادي P/B			محافظ ذات تصنيف ثنائي
	أسهم نمو	أسهم قيمة	المجموع من العينة	أسهم نمو	أسهم قيمة	المجموع من العينة	أسهم نمو	أسهم قيمة
2010	23	23	46	35	35	70	–	6
2011	21	21	42	35	35	70	–	8

2012	27	27	54	35	35	70	12	8
2013	25	25	50	35	35	70	10	8
2014	26	26	52	35	35	70	-	8
2015	26	26	52	35	35	70	-	10
2016	25	25	50	35	35	70	10	9
2017	23	23	46	35	35	70	-	8
2018	23	23	46	35	35	70	-	9

المصدر من إعداد الباحثة

إنّ أثر التصنيف على عدد الأسهم في كل محفظة كان واضحاً في التصنيف الأحادي البعد، حيث نلاحظ أن عدد الأسهم في كل محفظة وفق معيار مكرر الربحية قد تفاوت بين ٢١ و٢٧ سهم خلال سنوات الدراسة، بينما عدد الأسهم في كل محفظة بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية (P/B) قد بقي ثابتاً عند ٣٥ سهماً لكل محفظة، وقد نتج عنه العدد الأكبر من الشركات المكونة للمحافظ أي ٧٠ شركة من أصل إجمالي العينة المقبولة ٨٩ شركة (سهم) على مدى الفترة الممتدة من ٢٠١٠ عام وحتى عام ٢٠١٨ في سوق عمان للأوراق المالية أي فترة الدراسة.

وتمت ملاحظة الأثر بشكل خاص في الفرق بين المحافظ أحادية البعد وثنائية البعد بمعنى أنه كان أكبر عدد أسهم مستوفية للمعيارين في المحفظة الثنائية البعد هو ١٢ سهماً، ويشير ذلك إلى وجود أثر للمعيار المستخدم في التصنيف على تركيبة المحفظة، وبالتالي على أدائها وهذا ما سيتم إثباته لاحقاً.

٢. ٣ المبحث الثالث: الدراسة الوصفية

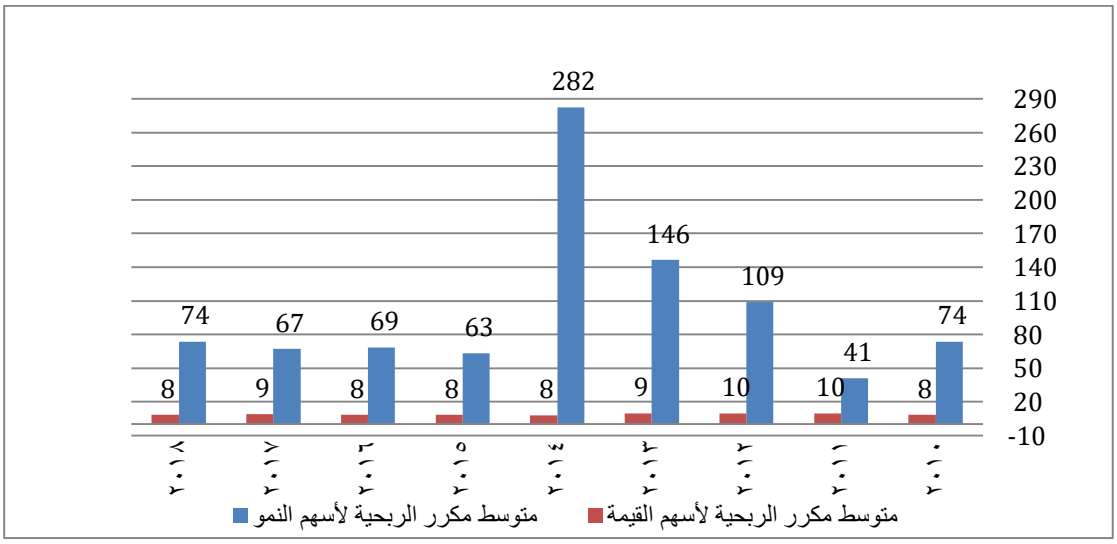
٢. ٣. ١ الدراسة الوصفية لمعايير التصنيف

٢. ٣. ١ .١ **تطور مكرر الربحية خلال الفترة بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٨**

٢. ٣. ١. ١. ١ أولاً: تطور مكرر الربحية لأسهم القيمة والنمو خلال الفترة مابين ٢٠١٠-٢٠١٨

يتضح من خلال الشكل أدناه أن متوسط مكرر الربحية لأسهم النمو أعلى من متوسط مكرر الربحية لأسهم القيمة على كامل مدة الدراسة، وأن متوسطات المكرر لأسهم القيمة أخذت منحى مستقراً، وكانت قيمها وسطياً تتراوح بين ٨ و١٠ مرات. في حين أنّ متوسطات مكرر أسهم النمو الّتي هي الأسهم ذات المكررات المرتفعة، تراوحت قيمة متوسطاتها بين (٤١ و٢٨٢) مرة، ومنه يُمكن التمييز بين مرحلتي تطورها، ففي الأعوام الخمسة الأولى اتخذ متوسط المكرر منحى تصاعدياً حتى عام ٢٠١٤، وانخفض بعد ذلك ليستقر في المرحلة الثانية في مستوٍ يقارب (٦٧) مرة حتى نهاية الفترة المدروسة حيث ارتفع ليصل ٧٤ مرة كما كان في بداية الفترة المدروسة.

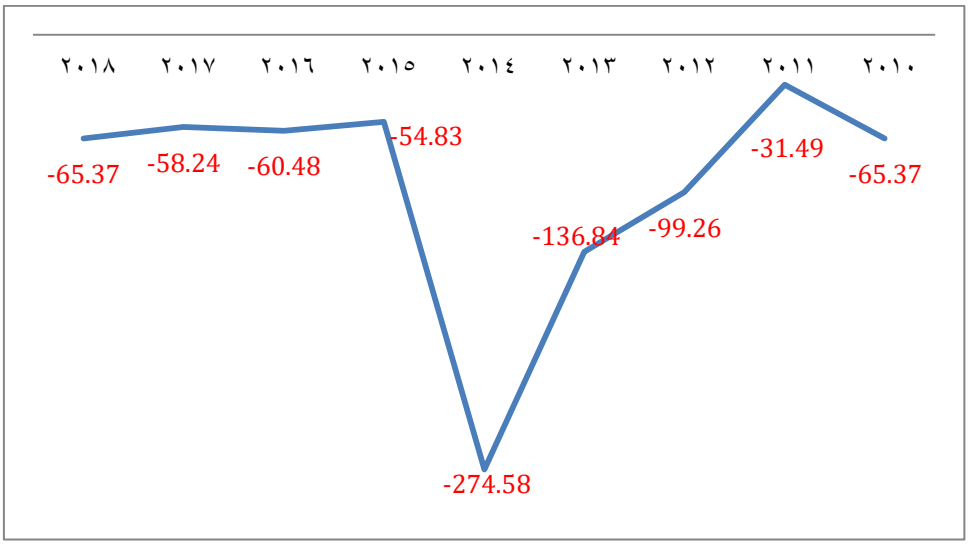
الشكل (٥): تطور متوسط مكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

وبحسب الشكل رقم (٦) نجد بأن الفارق في متوسطي المكررات بين نوعي الأسهم، قد أخذ منحى تصاعدياً خلال الفترة الممتدة بين عامي ٢٠١١حتى ٢٠١٤، وذلك بسبب ارتفاع قيمة مكرر الربحية لأسهم النمو خلال الفترة المذكورة، وقد وصل حده الأعلى عام ٢٠١٤ إلى(٢٨٢) مرة، وهذه القيمة المرتفعة كانت بسبب مكرر ربحية لشركة UTOB أي مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر، حيث لوحظ أن ربحية الشركة في هذا العام كانت صفراً، ومن ثم أصبحت سالبة في السنوات اللاحقة، مما انعكس على قيمة مكرر الربحية الّتي أصبحت متضخمة بشكل كبير مقارنة بالسنوات السابقة.

الشكل (٦): تطور الفرق بين متوسط مكرر الربحية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

يتضح من الجدول رقم (٨) أنّ:

متوسط مكررات الربحية لأسهم النمو كانت قيمه محصورة بين(٤١.٠٧) في عام ٢٠١١ و(٢٨٢.٤٩) مرة في عام ٢٠١٤، كما بلغ المتوسط لها(١٠٢.٧) بانحراف معياري مقداره (٧٣.٩٧)، وهذا يشير إلى وجود تشتت وتذبذب كبير في قيمة المكرر لأسهم النمو خلال فترة الدراسة. وتُشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود التواء كبير نحو اليمين (٢.١٦) أي أن عدداً كبيراً من أسهم القيمة ذات مكرر ربحية أقل من المتوسط . بينما تدل قيمة معامل التفرطح(٤.٩٩)على أن منحنى التوزع التكراري مدبب.

متوسط مكررات الربحية لأسهم القيمة كانت قيمه محصورة بين (٨.٠١ و١٠ مرة)، كما بلغ المتوسط لها(٨.٦٦) بانحراف معياري مقداره(٠.٧١)يُشير انخفاض قيمة الانحراف المعياري إلى استقرار في مكرر الربحية لأسهم القيمة. أما قيمة معامل الالتواء فتدل على وجود التواء بسيط

نحو اليمين أي أن عدداً كبيراً من أسهم النمو ذات مكرر ربحية أقل من المتوسط. بينما تدل قيمة معامل التفرطح السالبة على أن منحنى التوزع التكراري متفرطح.

الجدول (٨): الإحصاءات الوصفية لمكرر الربحية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للعينة

مؤشر مكرر الربحية P/E	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
أسهم النمو	102.7	41.07	282.49	73.97	2.16	4.99
أسهم القيمة	8.66	8.01	10.00	0.71	0.46	-2.02

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على تحليل البيانات في برنامج **SPSS**

٢. ٣. ١. ١. ٢ ثانياً: تطور مكرر الربحية للعينة والقطاعات المُكونة لها خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨

التحليل الوصفي لقطاع الخدمات:

نلاحظ من الجدول رقم (٩) أدناه أنّ متوسط مكرر الربحية P/E على كامل مدة الدراسة لشركات الخدمات قد وصل إلى حده الأعلى عند (٢٠١.٠١) لشركة ABMS البلاد للخدمات الطبية، وحده الأدنى كان (٢.٠٤) لشركة PRES أي المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي. وقد بلغ المتوسط الحسابي لمكرر الربحية (٣٣.٥٥) بانحراف معياري مقداره (٤٧.١٩)، مما يشير إلى وجود تشتت وتذبذب كبير في بيانات المكرر للشركات الخدمية.

أما معامل الالتواء فقد بلغت قيمته (٢.٧٩)، مما يدل على وجود التواء موجب أي أن معظم قيم المعامل أقل من المتوسط، وأخيراً وصلت قيمة معامل التفرطح إلى (٧.٣٢) وهذا يشير إلى أن

منحنى التكرار مدبب لقطاع الخدمات.

التحليل الوصفي لقطاع الصناعة:

نلاحظ من الجدول رقم (٩) أن متوسط مكرر الربحية P/E على كامل مدة الدراسة لشركات القطاع الصناعي وصل إلى حده الأعلى عند (٤٥٣.٩١) لشركة UTOB مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر، وحده الأدنى كان (٠.٣٦) لشركة JPHM الأردنية لإنتاج الأدوية. وقد بلغ المتوسط الحسابي لمكرر الربحية (٤١.٤١) بانحراف معياري (٨٦.٤٩) مما يشير إلى وجود تشتت وتذبذب كبير في بيانات المكرر لقطاع الصناعة.

أما معامل الالتواء فقد بلغ (٣.٩٣) أي الالتواء موجب أي أن قيمة المعامل لمعظم الشركات كانت أقل من المتوسط، وبلغ معامل التفرطح (١٦.٩٥)، وهذا ما يشير إلى أن شكل منحنى التكرار مدبب لقطاع الصناعة.

الجدول (٩): الإحصاءات الوصفية للقطاعات المدروسة وللعينة بحسب مؤشر مكرر الربحية

مؤشر مكرر الربحية P/E	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
الشركات الخدمية	33.55	2.04	201.01	47.19	2.79	7.32
الشركات الصناعية	41.41	0.36	453.91	86.49	3.93	16.95

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

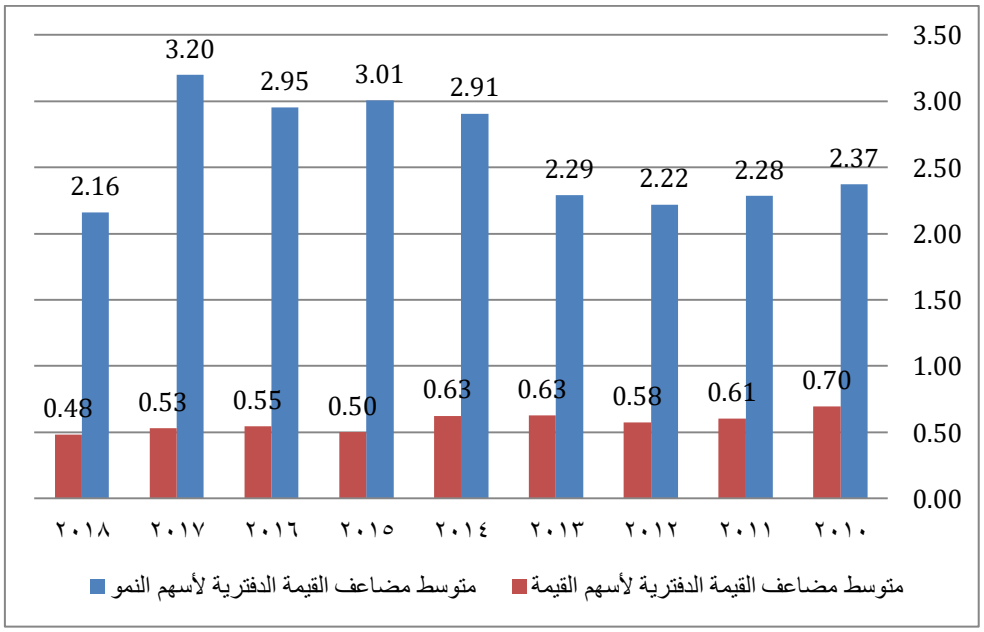
٢. ٣. ١. ٢ تطور مضاعف القيمة الدفترية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨

٢. ٣. ١. ٢. ١ أولاً: تطور مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة والنمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨

يتضح من خلال الشكل رقم (٧) أن متوسط مضاعف القيمة الدفترية لأسهم النمو أعلى من متوسط مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة على كامل مدة الدراسة، و أنّ متوسطات المضاعفات لأسهم القيمة أخذت منحى مستقراً فتراوحت القيم بين(٠.٤٨ و٠.٧٠ مرة). في حين أنّ متوسطات مضاعفات أسهم النمو الّتي هي الأسهم ذات المضاعفات المرتفعة كانت قد تراوحت قيمتها بين (٢.١٦ و٣.٢٠ مرة).

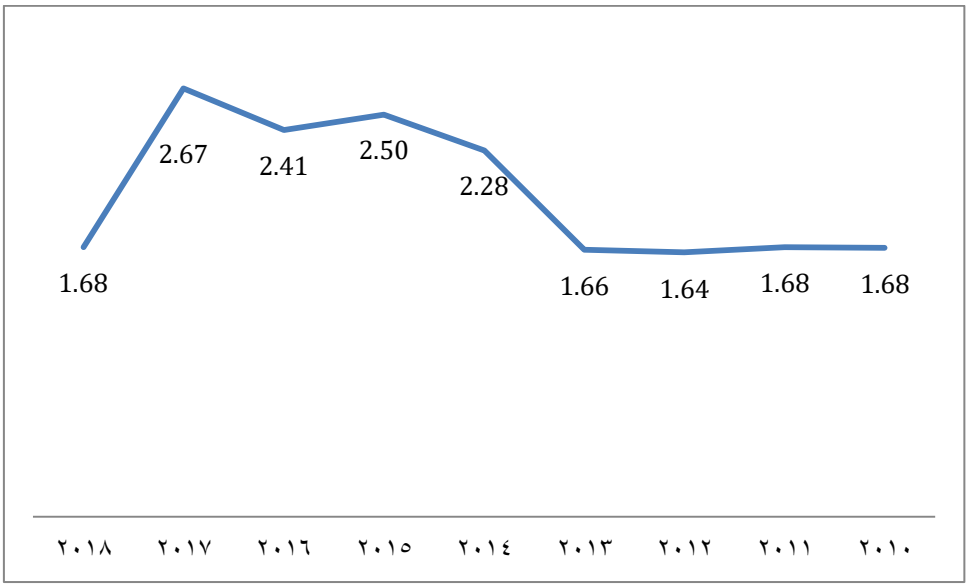
يظهر من الشكل رقم (٨) بأن الفارق في متوسطي المضاعفات بين نوعي الأسهم المدروسة قد أخذ منحى تصاعدياً خلال الفترة الممتدة بين ٢٠١٢-٢٠١٧، وقد وصل حده الأعلى عام ٢٠١٧ إلى (٢.٦٧) مرة ، و قد وصل حده الأدنى على كامل فترة الدراسة وكان يساوي(١.٦٤) في عام ٢٠١٢.

الشكل (٧): تطور متوسط مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

الشكل (٨): الفرق في قيمة مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القيمة واسهم النمو خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تحليل البيانات في إكسل

يتضح من الجدول أدناه رقم (١٠) أنّ:

مضاعفات القيمة الدفترية لأسهم النمو كانت قيمها محصورة بين (٢.١٦) مرة في عام ٢٠١٨و(٣.٢) مرة عام ٢٠١٧، كما وقد بلغ متوسط مضاعفات القيمة الدفترية (٢.٥٩) بانحراف معياري مقداره(٠.٤)، مما يشير إلى عدم وجود تشتت في بيانات المضاعف لأسهم النمو خلال فترة الدراسة. وتُشير قيمة معامل الالتواء إلى وجود التواء طفيف نحو اليمين أي أن عدداً قليل من أسهم النمو ذات مضاعف قيمة دفترية كانت أقل من المتوسط. بينما تدل قيمة معامل التفرطح على أن منحنى التوزع التكراري متفرطح الشكل.

بالنسبة إلى مضاعفات القيمة الدفترية لأسهم القيمة كانت قيمها محصورة بين(٠.٤٨)عام ٢٠١٨ و(٠.٧٠مرة)عام ٢٠١٠، وكان قد بلغ متوسط مضاعفات القيمة الدفترية لها (٠.٥٧) بانحراف معياري مقداره(٠.٠٧)، مما يشير إلى عدم وجود تشتت في بيانات المضاعف لأسهم القيمة خلال فترة الدراسة. أما قيمة معامل الالتواء فتُشير إلى وجود التواء طفيف نحو اليمين أي أن عدداً من أسهم القيمة ذات مضاعف قيمة دفترية أقل من المتوسط. بينما تدل قيمة معامل التفرطح البالغة (-٠.٦١) على أن منحنى التوزع متفرطح الشكل.

الجدول (١٠): الإحصاءات الوصفية لمضاعف القيمة الدفترية لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو للعينة

مؤشر مضاعف القيمة الدفترية P/B	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
أسهم النمو	2.59	2.16	3.2	0.4	0.34	2.04
أسهم القيمة	0.57	0.48	0.70	0.07	0.21	-0.61

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على تحليل البيانات في برنامج SPSS

٢. ٣. ١. ٢. ٢ ثانياً: تطور مضاعف القيمة الدفترية للعينة والقطاعات المكونة لها خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨

التحليل الوصفي لقطاع الخدمات:

نلاحظ من الجدول رقم(١١) أن متوسط مضاعف القيمة الدفترية P/B على كامل فترة الدراسة لشركات القطاع الخدمي وصل حده الأعلى عند (٤.٢١) لشركة IREL كهرباء محافظة أربد نسبةً إلى ارتفاع سعر السهم السوقي لها سنوياً مقارنةً مع الشركات المماثلة لها، وحده الأدنى كان (٠.٣٢) لشركة SECO الجنوب للإلكترونيات لأن كلا مكوني نسبة المضاعف كانا منخفضين أي سعر السهم السوقي والقيمة الدفترية لسهم هذه الشركة على مدار فترة الدراسة مقارنة ببقية الشركات. وبلغ المتوسط الحسابي (١.٤٣) بانحراف معياري (٠.٨٩)، مما يشير إلى وجود تشتت وتذبذب في بيانات المضاعف.

أما معامل الالتواء فقد بلغ (١.٢٠) أي الالتواء موجب، مما يدل على أن معظم قيم المعامل أصغر من المتوسط، ومعامل التفرطح بلغ (١.٢٨)، وهذا يشير إلى أن المنحنى متفرطح الشكل.

التحليل الوصفي لقطاع الصناعة:

نلاحظ من الجدول أدناه أن متوسط مضاعف القيمة الدفترية P/Bعلى كامل مدة الدراسة لشركات القطاع الصناعي وصل إلى حده الأعلى عند (٦.٢٩) لشركة JODA الآلبان الأردنية، وذلك بسبب ارتفاع المضاعف في سنتي ٢٠١٥ و٢٠١٦ نسبةً إلى ارتفاع السعر السوقي خلالهما وانخفاض القيمة الدفترية، وبالتالي نتج عنه متوسط مرتفع على كامل المدة لشركة الآلبان الأردنية، وكان الحد الأدنى للمضاعف على مستوى قطاع الصناعة قد وصل إلى (٠.٢٥) لشركة JOIR الموارد الصناعية الأردنية. وقد بلغ المتوسط الحسابي للمضاعف (١.٥١) بانحراف معياري (١.٤٢)، مما يشير إلى وجود تشتت وتذبذب كبير في بيانات المضاعف لقطاع الصناعة.

أما معامل الالتواء فقد بلغ (٢.٣٠) أي الالتواء موجب أي أن قيمة المضاعف لمعظم الشركات كانت أقل من المتوسط، وبلغ معامل التفرطح (٤.٧١)، وهذا يشير إلى أن شكل منحنى التكرار مدبب.

الجدول (١١): الاحصاءات الوصفية للقطاعات المدروسة وللعينة بحسب مؤشر مضاعف القيمة الدفترية

مؤشر مضاعف القيمة الدفترية P/B	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
الشركات الخدمية	1.43	0.32	4.21	0.89	1.20	1.28
الشركات الصناعية	1.51	0.25	6.29	1.42	2.30	4.71

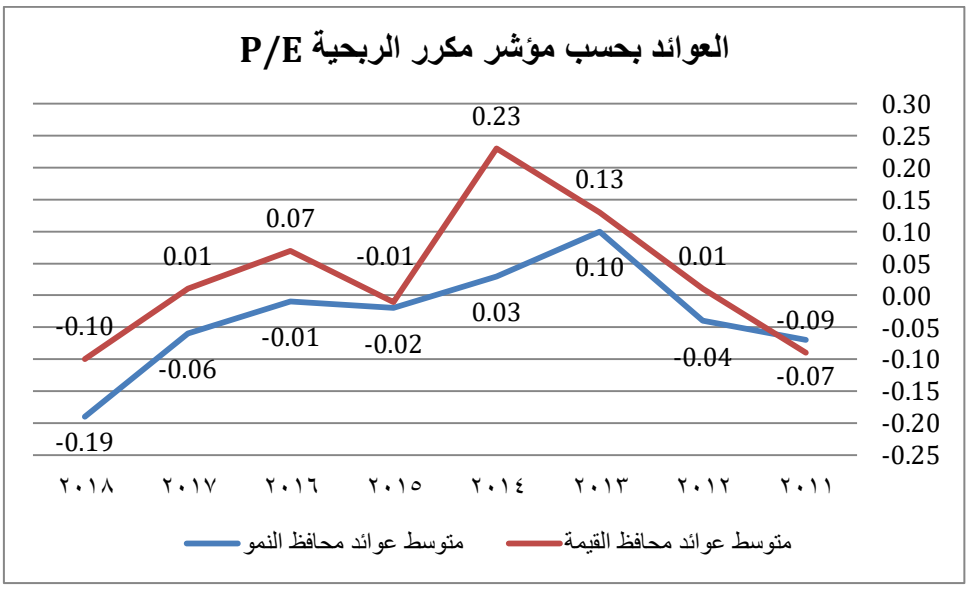
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **spss**

٢. ٣. ١ الدّراسة الوصفية لعوائد المحافظ

٢. ٣. ١. ١ **التحليل الوصفي لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو وفق مكرر الربحية** P/E

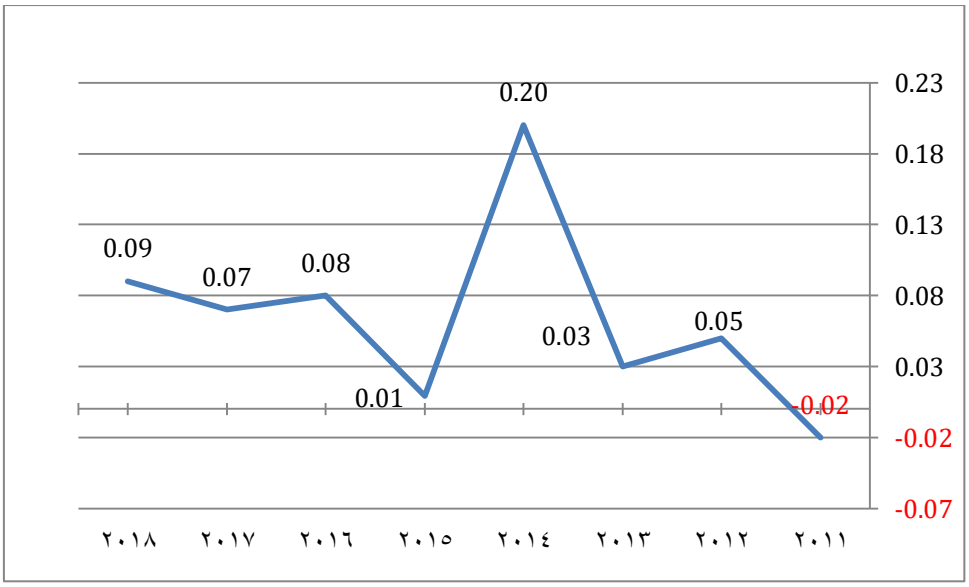
يظهر الشكل رقم (٩) تفوق محافظ القيمة على محافظ النمو من حيث العائد مع الإشارة إلى وجود عوائد سالبة خلال ثلاث سنوات من فترة الدراسة وهي ٢٠١١ و٢٠١٥ و٢٠١٨. تقلّبت عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو منذ بداية فترة الدراسة لنهايتها، في بداية فترة الدراسة كانت علاوة القيمة سالبة حيث تفوقت أسهم النمو على أسهم القيمة، ولكن تحولت بعد ذلك العلاوة إلى موجبة، حيث بلغت ذروتها في عام ٢٠١٤ بقيمة مقدارها(٠.٢٠)، لتنخفض بعدها هذه العلاوة بشكل حاد وتصل إلى الصفر تقريباً بقيمة (٠.٠١) في العام الذي يليه.

الشكل (٩): تطور متوسط عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو بحسب معيار مكرر الربحية



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات

الشكل (١٠): تطور علاوة القيمة وفقاً لمعيار مكرر الربحية



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات

نلاحظ من الجدول رقم (١٢) أن متوسط عوائد محافظ النمو بحسب مكرر الربحية P/E على كامل مدة الدراسة، قد وصل حده الأعلى عند (٠.١٠) في عام ٢٠١٣، وحده الأدنى كان (-٠.١٩) في عام ٢٠١٨. وكان المتوسط الحسابي يساوي (-٠.٠٣) والانحراف المعياري (٠.٠٨) إذاً بوجد هناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ النمو.

أما معامل الالتواء لعوائد محافظ النمو فقد بلغ (-٠.٤٥)، مما يشير إلى أن معظم العوائد كانت أعلى من المتوسط، وبلغ معامل التفرطح(١.٦٤) أي أن منحنى التكرار متفرطح.

بينما بلغ متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب معيار مكرر الربحية P/E حده الأعلى عند (٠.٢٣) في عام ٢٠١٤وحده الأدنى كان (-٠.١٠) في عام ٢٠١٨. وبلغ المتوسط الحسابي (٠.٠٣) بانحراف معياري مقداره (٠.١١)، إذاً يوجدهناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ القيمة.

أما معامل الالتواء لعوائد محافظ القيمة فقد بلغ (٠.٦٧) مما يعني أنّ الالتواء موجب، وهناك قيم متطرفة موجبة نحو اليمين ومتركزة دون المتوسط، ومعامل التفرطح قد بلغ (٠.٢١) وبالتالي الشكل متفرطح.

الجدول (١٢): الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب مكرر الربحية

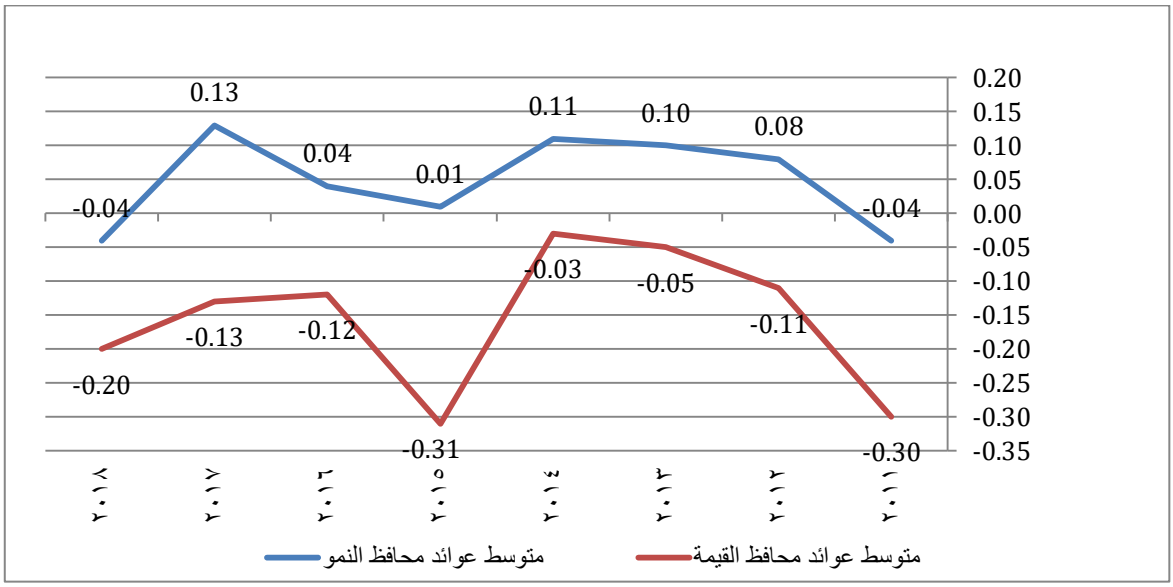
متوسط العوائد بحسب مؤشر مكرر الربحية P/E	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
عوائد محافظ النمو	-0.03	-0.19	0.10	0.08	-0.45	1.64
عوائد محافظ القيمة	0.03	-0.1	0.23	0.11	0.67	0.21

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

٢. ٣. ١. ٢ التحليل الوصفي لعوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو وفق مضاعف القيمة الدفترية P/B

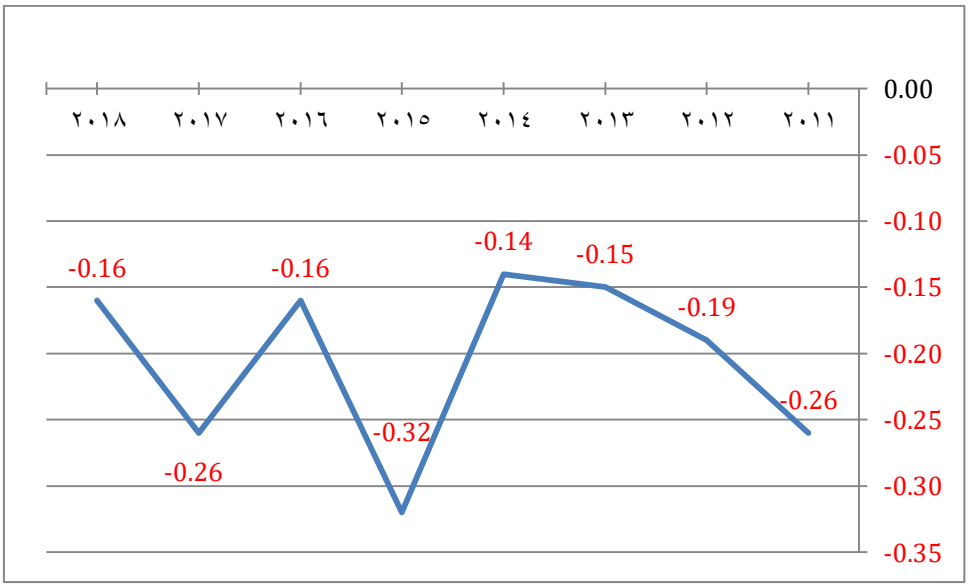
يظهر الشكل رقم (١١) تفوق محافظ النمو على محافظ القيمة من حيث العائد على كامل الفترة الممتدة بين ٢٠١١ وحتى ٢٠١٨، حيث تزايدت عوائد محافظ النمو منذ بداية فترة الدراسة وحتى عام ٢٠١٤ أي بفترة وصول أثر الأزمة العالمية للأردن ولم تتأثر بها، ومن ثم بلغت عوائد أسهم النمو ذروتها في عام ٢٠١٧ بقيمة مقدارها (٠.١٣)، لتنخفض بعدها بشكل حاد وتصل إلى تحت الصفر (- ٠.٠٠٤). ويظهر من الشكل أن تقلبات العوائد لكل من أسهم القيمة وأسهم النمو كانت متماثلة عند الصعود وعند الانخفاض منذ بداية فترة الدراسة حتى نهايتها، لكن كما نلاحظ كانت عوائد أسهم النمو متفوقة على عوائد أسهم القيمة، ولذلك نتج عنها علاوة قيمة سالبة على مدار الفترة المدروسة الشكل رقم (١٢)، وهذا يتنافى مع الأدبيات الّتي وثقت تفوق محافظ القيمة على محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية.

الشكل (١١): تطور عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو وفقاً لمعيار مضاعف القيمة الدفترية



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

الشكل (١٢): تطور علاوة القيمة وفقاً لمعيار مضاعف القيمة الدفترية



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

نلاحظ من الجدول رقم (١٣) أن متوسط عوائد محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية P/B على كامل مدة الدراسة قد وصل إلى حده الأعلى عند (٠.١٣) في عام ٢٠١٧، وحده الأدنى كان (-٠.٠٤) في عامي٢٠١١ و٢٠١٨. وكان المتوسط الحسابي يساوي (٠.٠٤) بانحراف معياري مقداره (٠.٠٦)، إذاً هناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية.

أما معامل الالتواء لعوائد محافظ النمو فقد بلغ (٠.٣٣)، وبالتالي فإن الالتواء موجب، وهناك قيم متطرفة موجبة نحو اليمين ومتركزة دون المتوسط، ومعامل التفرطح قد بلغ (-١.٦٠)، إذاً إن شكل التوزيع متفرطح.

بينما كان متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب مضاعف القيمة الدفترية P/B سالباً على كامل مدة الدراسة، وقد وصل إلى حده الأعلى عند (-٠.٠٣) في عام ٢٠١٤، وحده الأدنى كان (-

٠.٣١) في عام ٢٠١٥. وكان والمتوسط الحسابي يساوي (-٠.١٥) بانحراف معياري بلغ (٠.١٠)، إذاً هناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ القيمة.

وبلغ معامل الالتواء لعوائد محافظ القيمة (-٠.٥٤)، وهو أصغر من الصفر أي الالتواء سالب، وهناك قيم متطرفة سالبة نحو اليسار وأكبر من المتوسط، ومعامل التفرطح قد بلغ (٢.٠٥) ويكون بذلك الشكل متفرطح.

الجدول (١٣): الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية

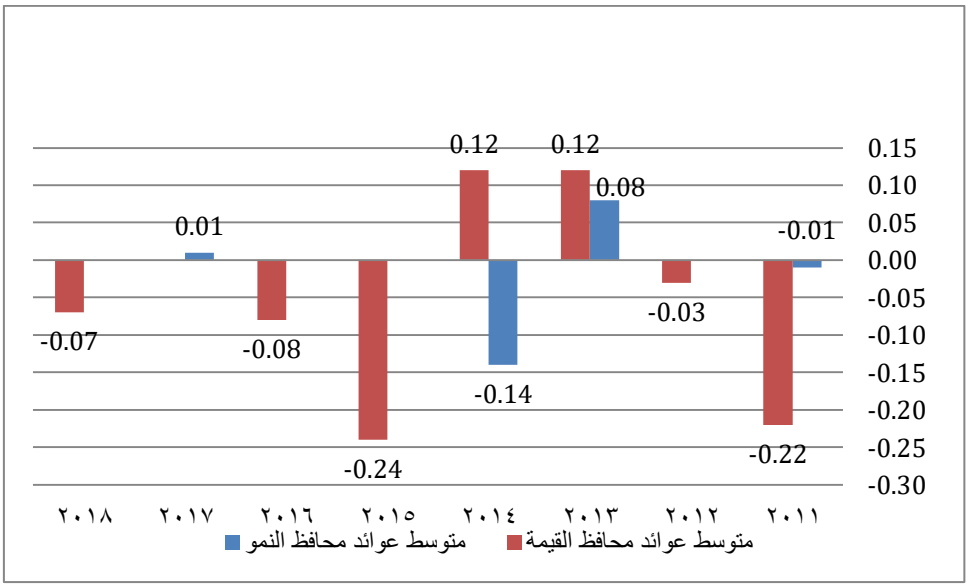
متوسط العوائد بحسب مؤشرمضاعف القيمة الدفترية P/B	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
عوائد محافظ النمو	0.04	-0.04	0.13	0.06	0.33	-1.60
عوائد محافظ القيمة	-0.15	-0.31	-0.03	0.10	-0.54	2.05

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

٢. ٣. ١. ٣. التحليل الوصفي لعوائد المحافظ الثنائية البعد

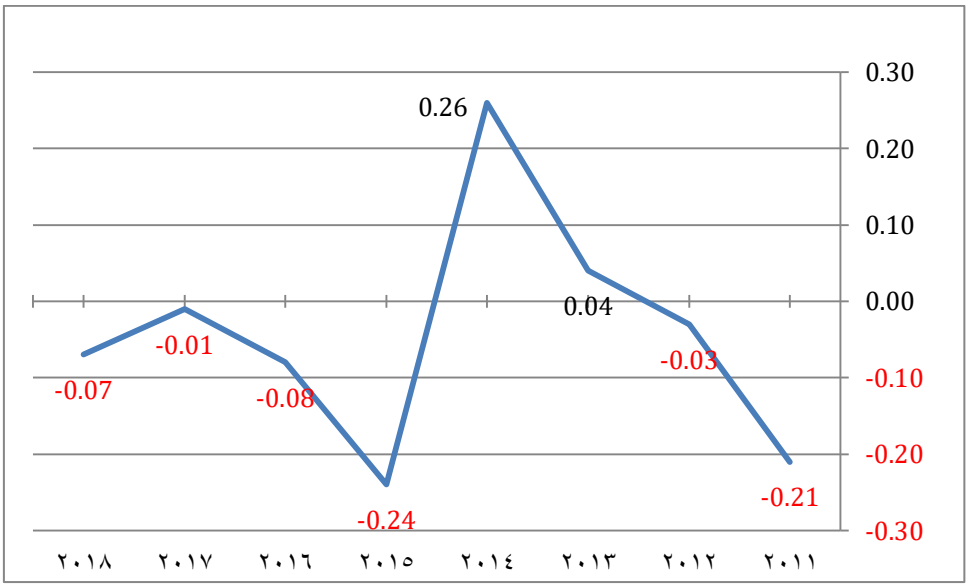
يظهر من الشكل رقم (١٣) أن عوائد محافظ القيمة كانت سالبة خلال ٥ سنوات من أصل ثماني سنوات، كما يظهر الشكل تفوق محافظ النمو على محافظ القيمة من حيث متوسط العائد باستثناء عامي ٢٠١٣ و٢٠١٤، ففيهما كانت علاوة القيمة موجبة لكن في العام التالي كانت العلاوة سالبة، بلغت أدنى قيمة وهي (-٠.٢٤) بحسب الشكل رقم (١٤) وذلك بسبب عدم وجود أي من محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي وتسجيل عوائد سالبة لمحافظ القيمة بنفس العام اي خلال ٢٠١٥.

الشكل (١٣):عوائد محافظ القيمة ومحافظ النمو ثنائية البعد



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

الشكل (١٤): تطور علاوة القيمة للمحافظ ثنائية البعد



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق

نلاحظ من الجدول رقم (١٤) أن متوسط عوائد محافظ النمو بحسب مضاعف القيمة الدفترية P/B ومكرر الربحية P/E معاً (التصنيف الثنائي الأبعاد) على كامل مدة الدراسة قد وصل إلى حده الأعلى عند (٠.٠٨) في عام ٢٠١٣، وحده الأدنى كان (-٠.١٤) في عام ٢٠١٤. وكان المتوسط الحسابي (-٠.٠٧) بانحراف معياري مقداره (٠.٠٦)، إذاً هناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ النمو.أما معامل الالتواء لمتوسط عوائد محافظ النمو فقد بلغ (١.٤٠)، وبالتالي الالتواء موجب وهناك قيم متطرفة موجبة نحو اليمين، ومعامل التفرطح قد بلغ (٤.٣)، وبذلك يكون الشكل مدبب.

أما متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب التصنيف الثنائي على كامل مدة الدراسة، فقد وصل إلى حده الأعلى عند (٠.١٢) في عامي ٢٠١٣ و٢٠١٤، وحده الأدنى كان (-٠.٢٤) في عام ٢٠١٥. وقد بلغ المتوسط الحسابي (-٠.٠٥) بانحراف معياري مقداره (٠.١٣) أي أنّ هناك تشتت وتذبذب في عوائد محافظ القيمة بحسب هذا التصنيف. أما معامل الالتواء لعوائد محافظ القيمة فقد بلغ (-٠.١٤) أي الالتواء سالب وهناك قيم متطرفة سالبة نحو اليسار وأكبر من المتوسط، ومعامل التفرطح قد بلغ (-٠.٩٢) فإذاً الشكل متفرطح.

الجدول (١٤): الإحصاءات الوصفية لعوائد محافظ القيمة وعوائد محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي الأبعاد

متوسط العوائد بحسب التصنيف الثنائي الأبعاد	المتوسط	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح
عوائد محافظ النمو	-0.07	-0.14	0.08	0.06	1.40	4.39
عوائد محافظ القيمة	-0.05	-0.24	0.12	0.13	-0.14	-0.92

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

٢. ٣. ٢ مقارنة بين عوائد ومخاطر محافظ النمو ومحافظ القيمة وفق التصنيفات الثلاثة بين عامي ٢٠١١-٢٠١٨

الجدول (١٥): مقارنة عوائد ومخاطر كل محفظة بحسب معايير التصنيف

معيار التصنيف	قيمة/ نمو	متوسط العوائد	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
معيار مكرر الربحية	محافظ القيمة	0.03	0.11	3.55
	محافظ النمو	-0.03	0.08	-2.58
	علاوة القيمة	0.06	-	-
معيار مضاعف القيمة الدفترية	محافظ القيمة	-0.16	0.11	-0.67
	محافظ النمو	0.05	0.07	1.37
	علاوة القيمة	-0.21	-	-
معيار ثنائي البعد	محافظ القيمة	-0.06	0.14	-2.52
	محافظ النمو	-0.02	0.09	-6.12
	علاوة القيمة	-0.04	-	-

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق

نلاحظ من الجدول رقم (١٥) أنّ علاوة القيمة الّتي هي حاصل طرح عوائد محافظ النمو من عوائد محافظ القيمة، وهي كانت موجبة فقط في معيار التصنيف مكرر الربحية P/E الأحادي البعد، حيث كانت قيمتها (٠.٠٦)، لذا فالأنسب استخدماً لمستثمري القيمة في سوق عمان للأورق المالية هو معيار مكرر الربحية عند التصنيف، وأيضاً فإنّ معامل الاختلاف كان الأعلى عند محافظ القيمة بحسب معيار التصنيف ذاته بقيمة (٣.٥٥) أي كانت الأخطر من حيث كل وحدة خطر إلى العائد وذلك مقارنة بباقي المحافظ وفق معايير التصنيف الأخرى، فإنّ هناك ارتباطاً موجباً بين العائد والمخاطرة في سوق عمان للأوراق المالية بحسب فترة الدراسة هذه.

وأما مضاعف القيمة الدفترية فهو المعيار الأنسب لمتتبعي نهج النمو، حيث نلاحظ بحسب

الجدول رقم (١٥) أن متوسط عوائد محافظ النمو بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية P/B يصل حده الأعلى إلى (٠.٠٥)، مقارنةً مع العوائد باستخدام المعايير الأخرى.

٢. ٤ المبحث الرابع: اختبار فرضيات الدراسة ومناقشة النتائج

٢. ٤. ١ اختبار الفرضيات

يستعرض هذا المبحث الاختبارات الّتي طُبقت في الدراسة لاختبار معنوية الفروقات بين عوائد محافظ النمو وعوائد محافظ القيمة أحادية وثنائية البعد، وصولاً إلى رفض أو قبول فرضيات الدراسة.

في البداية تمت مقارنة أداء المحافظ المشكلة مع أداء مؤشر السوق، وذلك لتقييم أداء المحافظ بالنسبة إلى مؤشر السوق، ومن ثم تمت مقارنة أداء المحافظ المشكلة مع بعضها.

الفرضية الأولى: توجد فروقات جوهرية بين عوائد محافظ القيمة أحادية البعد وعائد مؤشر السوق

ويوضح الجدول الآتي اختبار وجود فروقات معنويّة بين عوائد محافظ القيمة أحادية البعد وفقاً لمكرر الربحية وعائد مؤشر السوق

الجدول (١٦): مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب معيار مكرر الربحية **P/E** وبين عائد مؤشر السوق **ASE100**.

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ القيمة حسب مؤشر P/E	0.03	0.11	0.75	0.02	0.03
عوائد مؤشر السوق ASE100	-0.03	0.06			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية البالغ (٠.٠٣) ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ (-٠.٠٣).

أظهرت النتائج أن قيمة Sig للاختبار (٠.٠٣) وهي أصغر من ٥% ، مما يدل على أنه يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب P/E، ومتوسط عائد مؤشر السوق ASE100، في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة، وهذا الفارق لصالح محافظ القيمة أي أن عوائد محافظ القيمة وفقاً لمؤشر مكرر الربحية، تفوقت على عوائد مؤشر السوق.

يوضح الجدول التالي اختبار وجود فروقات معنويّة بين عوائد محافظ القيمة أحادية البعد وفقاً لمضاعف القيمة الدفترية وعائد مؤشر السوق .

الجدول (١٧):مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب معيار مضاعف القيمة الدفترية **P/B** وبين عائد مؤشر السوق**ASE100**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ القيمة حسب مؤشر P/B	-0.15	0.10	0.58	0.12	0.006
عوائد مؤشر السوق ASE100	-0.03	0.06			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية البالغ (-٠.١٥) ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ (-٠.٠٣) وهذا الفارق لصالح مؤشر السوق.

أظهرت النتائج أن قيمة Sig للاختبار (٠.٠٠٦) وهي أصغر من ٥% ، مما يدل على أنه يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب P/B ومتوسط عائد مؤشر السوق ASE100 في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة.

وفي النتيجة: تفوقت محافظ القيمة أحادية البعد المشكلة وفق مؤشر مكرر الربحية على كل من مؤشر السوق ومحافظ القيمة أحادية البعد المشكلة وفق مضاعف القيمة الدفترية.

الفرضية الثانية: توجد فروقات معنويّة بين عوائد محافظ القيمة ثنائية البعد وعائد مؤشر السوق

يوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين متوسط عوائد محافظ القيمة، بحسب التصنيف الثنائي ومتوسط عائد مؤشر السوق ASE100

الجدول (١٨):مقارنة بين عوائد محافظ القيمة حسب التصنيف الثنائي وبين عائد مؤشر السوق**ASE100**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ القيمة حسب التصنيف الثنائي الأبعاد	-0.05	0.14	0.31	0.44	0.74
عوائد مؤشر السوق ASE100	-0.04	0.07			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه لا يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ القيمة المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي البالغ (-٠.٠٥)، ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ (-٠.٠٤).

وقد بلغت قيمة Sig للاختبار (٠.٧٤)، وهي أكبر من ٥%، مما يدل على أنه لا توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب التصنيف الثنائي ومتوسط عائد مؤشر السوق في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة.

بالنتيجة: تبني استراتيجية القيمة ثنائية البعد لايسمح للمستثمر بتجاوز أداء مؤشر السوق في بورصة عمَّان.

الفرضية الثالثة: توجد فروقات معنويّة بين عوائد محافظ النمو أحادية البعد وعائد مؤشر السوق

يوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين متوسط عوائد محافظ النمو أحادية البعد وفقاً لمكرر الربحية وعائد مؤشر السوق.

الجدول (١٩): مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب معيار مكرر الربحية **P/E** وبين عائد مؤشر السوق**ASE100**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ النمو حسب مؤشر **P/E**	-0.03	0.08	0.2	0.07	0.68
عوائد مؤشر السوق **ASE100**	-0.03	0.06			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه لا يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ النمو لقيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية البالغ (-٠.٠٣) ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ أيضاً (-٠.٠٣).

أظهرت النتائج أن قيمة Sig للاختبار (٠.٦٨) وهي أكبر من ٥%، مما يدل على أنه لا

يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ النمو بحسب P/E ومتوسط عائد مؤشر السوق ASE100 في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة أي أن عوائد محافظ النمو وفقاً لمؤشر مكرر الربحية لا تتفوق على عوائد مؤشر السوق.

يوضح الجدول التالي اختبار تواجد فروقات معنويّة بين عوائد محافظ النمو أحادية البعد وفقاً لمضاعف القيمة الدفترية وعائد مؤشر السوق .

الجدول (٢٠): مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب معيار مضاعف القيمة الدفترية **P/B** وبين عائد مؤشر السوق**ASE100**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ النمو حسب مؤشر **P/B**	-0.05	0.07	0.48	0.77	0.22
عوائد مؤشر السوق **ASE100**	-0.03	0.06			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه لا يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ النمو لقيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية البالغ (-٠.٠٥) ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ أيضاً (-٠.٠٣).

أظهرت النتائج أن قيمة Sig للاختبار (٠.٢٢) وهي أكبر من ٥%، مما يدل على أنه لا يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ النمو بحسب P/B ومتوسط عائد مؤشر السوق ASE100 في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة أي أن عوائد محافظ النمو وفقاً لمؤشر مضاعف القيمة الدفترية لا تتفوق على عوائد مؤشر السوق.

الفرضية الرابعة: توجد فروقات معنويّة بين عوائد محافظ النمو ثنائية البعد وعائد مؤشر

السوق

يوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين عوائد محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي وعائد مؤشر السوق ASE100:

الجدول (٢١): مقارنة بين عوائد محافظ النمو حسب التصنيف الثنائي وبين عائد مؤشر السوق **ASE100**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
عوائد محافظ النمو حسب التصنيف الثنائي الأبعاد	-0.01	0.04	-0.52	0.47	0.71
عوائد مؤشر السوق ASE100	-0.04	0.08			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه لا يوجد فارق جوهري بين متوسط عوائد محافظ النمو المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي البالغ (-٠.٠١) ومتوسط عوائد مؤشر السوق ASE100 البالغ (-٠.٠٤).

بلغت قيمة Sig للاختبار (٠.٧١) وهي أكبر من ٥%، مما يدل على أنه لا توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي ومتوسط عائد مؤشر السوق في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة.

بالنتيجة: عدم قدرة محافظ النمو أحادية البعد أو ثنائية البعد على تجاوز أداء مؤشر السوق في بورصة عمّان.

الفرضية الخامسة: توجد فروقات معنوية بين علاوة القيمة للمحافظ أحادية البعد، وعلاوة القيمة للمحافظ ثنائية البعد.

يُوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية (أحادي البعد)، وبين علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي.

الجدول (٢٢): مقارنة علاوة القيمة بحسب **P/E** معيار مكرر الربحية وعلاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		**Sig**
			قوة العلاقة	**Sig**	
علاوة القيمة حسب **P/E**	0.06	0.02	0.85	0.007	0.02
علاوة القيمة حسب التصنيف الثنائي	-0.04	0.05			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط علاوة القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية P/E البالغ (٠.٠٦)، ومتوسط علاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي البالغ (-٠.٠٤).

بلغت قيمة Sig للاختبار (٠.٠٢)، وهي أصغر من ٥%، مما يدل على أنه يوجد فارق معنوي بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية وبين علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي، وهذا الفارق لصالح محافظ القيمة أحادية البعد المشكلة وفقاً لمكرر الربحية.

يوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ

المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية (أحادي البعد)، وبين علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي.

الجدول (٢٣): مقارنة علاوة القيمة بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية **P/B** وعلاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	**العلاقة**		**Sig**
			قوة العلاقة	**Sig**	
علاوة القيمة حسب **P/B**	-0.10	0.07	0.71	0.04	0.06
علاوة القيمة حسب التصنيف الثنائي	-0.04	0.05			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه يوجد فارق جوهري بين متوسط علاوة القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية P/B البالغ (-٠.١٠)، ومتوسط علاوة القيمة بحسب التصنيف الثنائي البالغ (-٠.٠٤).

بلغت قيمة Sig للاختبار(٠.٠٦)، وهي أقل من ١٠%، مما يدل على أنه توجد فروقات معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية وبين علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس التصنيف الثنائي، حيث كانت علاوة القيمة سالبة وهذا يشير إلى تفوق محافظ النمو على محافظ القيمة عند استخدام معيار مضاعف القيمة الدفترية وعند التصنيف ثنائي البعد وازدياد هذه العلاوة في حالة التصنيف الثنائي.

الفرضية السادسة: توجد فروقات معنويّة في علاوة القيمة بين المحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مكرر الربحية وبين علاوة القيمة للمحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مضاعف القيمة الدفترية.

يوضح الجدول التالي اختبار مدى وجود فروق معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية، وبين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس

مؤشر مضاعف القيمة الدفترية.

الجدول (٢٤): مقارنة علاوة القيمة بحسب معيار مكرر الربحية **P/E** وعلاوة القيمة بحسب معيار مضاعف القيمة الدفترية **P/B**

Independent test	المتوسط	الانحراف المعياري	العلاقة		Sig
			قوة العلاقة	Sig	
علاوة القيمة حسب **P/E**	0.06	0.02	0.60	0.08	0.10
علاوة القيمة حسب **P/B**	-0.10	0.07			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج تحليل البيانات في **SPSS**

يتضح من الجدول أعلاه أنه يوجد فرق جوهري بين متوسط علاوة القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية P/E البالغ (٠.٠٦)، ومتوسط علاوة القيمة المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة الدفترية P/Bالبالغ (0.10−).

وتمت ملاحظة أنه بلغت قيمة Sig للاختبار (٠.١٠)، وهي مقبولة، مما يدل على أنه توجد فروقات معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية وبين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة، وهذه الفروقات لصالح المحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مكرر الربحية.

مناقشة النتائج والتوصيات

أولاً :مناقشة النتائج

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يوجد فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ القيمة الأحادية التصنيف وفق مكرر الربحية

ووفق مضاعف القيمة الدفترية، وبين متوسط عائد مؤشر السوق ASE100 في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة. وهذا الفارق لصالح محافظ القيمة أي أن عوائد محافظ القيمة وفقاً للتصنيف الأحادي تفوقت على عوائد مؤشر السوق، مما يدل على تفضيل المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية للاستثمار في أسهم القيمة، أي يتوجهون للاستثمار في الشركات الّتي يكون فيها السعر السوقية أقل من القيمة الجوهرية، ويتوقعون أن هذه الشركات سيتحسن أداؤها مستقبلاً، وبالتالي سيرتفع السعر ليصل إلى القيمة الجوهرية.

- لا توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد محافظ القيمة بحسب التصنيف الثنائي، ومتوسط عائد مؤشر السوق في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة.
- عدم وجود فارق معنوي بين متوسط عوائد محافظ النمو الأحادية التصنيف وفق كل من مكرر الربحية ومضاعف القيمة الدفترية، وبين متوسط عائد مؤشر السوق ASE100 في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة أي أن عوائد محافظ النمو وفقاً للتصنيف الأحادي لا تتفوق على عوائد مؤشر السوق.
- تبين أنه لا توجد فروقات معنوية بين متوسط عوائد محافظ النمو بحسب التصنيف الثنائي، ومتوسط عائد مؤشر السوق في سوق عمّان للأوراق الماليّة خلال فترة الدّراسة.
- توجد فروقات معنوية بين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مكرر الربحية، وبين متوسط علاوة القيمة للمحافظ المُشكّلة على أساس مؤشر مضاعف القيمة، وهذه الفروقات لصالح المحافظ المشكلة وفقاً لمؤشر مكرر الربحية. وهذه النتيجة تتوافق مع أغلب الدراسات في تفضيل مؤشر مكرر الربحية كمعيار للتصنيف بين أسهم قيمة وأسهم نمو.

ثانياً: التوصيات

على ضوء ما سبق وما خلُصت إليه الدراسة توصي الباحثة بما يأتي:

- بما أن عوائد أسهم القيمة كانت أعلى من عوائد أسهم النمو في السوق المذكورة بحسب مكرر الربحية، لذلك فإن الباحثة توصي بالاستثمار في أسهم القيمة.
- عند تبني استراتيجية استثمارات القيمة ينبغي اعتماد مكرر الربحية كمعيار لتصنيف الأسهم، لأنه يسمح بتحقيق أعلى عائد.
- عدم جدوى الإدارة الإيجابية لاستثمارات القيمة في حالة محافظ القيمة المشكلة وفقاً لمضاعف القيمة الدفترية وثنائية البعد، لأنها لا تسمح بتجاوز مؤشر السوق.

الآفاق المستقبلية للبحث

أما بالنسبة إلى آفاق الدراسة فيمكن أن يتم إجراء الدراسات الآتية:

- مقارنة أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في الأسواق العربية الأخرى أوبين سوق عربي وآخر.
- دراسة محددات أداء محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو.
- مقارنة للعوائد المحققة والمخاطر للمحافظ المُشكلة وفق استراتيجيات القيمة مع الاستراتيجيات الأخرى.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

١) صابرين جمال جلال الزلزلي تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية العراق ٢٠١٣.

٢) غزال، أحمد ، تقييم أداء أسهم القيمة وأسهم النمو في سوق مسقط المالي،المعهد العالي لادارة الأعمال، ،سوريا ٢٠١٩.

٣) الدوري ودرويش ،مؤيد و مروان ، مقالةلأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة السوق،عمان، ٢٠١٠ المجموعة٣٠ عدد٢.

٤) معراج هواري (كتاب القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية)، دار كنوز المعرفة العلمية، الاردن،ط٤، ٢٠١٣.

٥) جبار محفوظ، (كتاب الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية) سلسلة التعريف بالبورصة، ج ٢،الجزائر، ٢٠٠٢.

المراجع باللغة الاجنبية :

6) Scott Smart, Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Fundamentals of Investing, 13edition,USA,2016

7) Jegadeesh,Evidence of predictable behavior of security returns, the journal of finance,pp vol 48,1993

8) Debondt&Thaler,Does the stock market overreact, journal of finance,1985

9) Bourguignon, F. & De Jong, M. Value versus growth – investor styles and stock characteristics, Journal of Portfolio Management, Vol. 29 (4), p. 71–79.2003

10) Hillier, D., Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. & Jordan, B.D. Corporate Finance:

11) European Edition, McGraw-Hill - Higher Education, New York, NY, United States.2010

12) Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States.1934

13) Fama, E. F. & K.R. French . Value versus growth: the international evidence, Journal of Finance Vol. 53,1998

14) Andrew Dubinsky, Value Investing Retrospective, A Heilbrunn Center for Graham & Dodd Investing Research Project,Columbia Business school,2006

15) Lakonishok, Shleifer and Vishny, Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, Vol49, Issue5,1994

16) Ron Bird & Lorenzo Casavecchia,. "Sentiment and Financial Health Indicators for Value and Growth Stocks The European Journal of Finance, Taylor & Francis Journals, vol. 13(8),2007

17) Brown, S., Rhee, G.S. & Zhang, L. The return to value in Asian stock markets, Emerging,Markets Review, Vol. 9 (2008)

18) Petkova, R. & Zhang, L. Is value riskier than growth?, Journal of Financial Economics, Vol. 79,.2005

19) Nai-fu Chen and Feng Zhang, Risk and Return of Value Stocks,The Journal of Business, 1998, vol. 71,Chicago,, issue 4,

20) Lu Zhang Ohio State University, The Value Premium,Simon School of Business Working Paper No. FR 02-19,2002

21) Angela J Black, Bin Mao & David G McMillan, The value premium and economic activity: Long-run evidence from the United States, Journal of Asset Management,2009

22) Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States. Page 195, 1934

23) The Additional Aspects of Security Analysis, page 704, Columbia University Sixth Edition

24) Graham, B. & Dodd, D.L. ,Security Analysis, McGraw-Hill, New York, NY, United States.1934

25) John Wiley, New Jersey ,USA Robert G. Hagstrom , The Warren Buffeitt way ,2005, 6 edition,

26) Fama-Miller Center for Research in Finance The University of Chicago, Booth School of Business, The Value Premium, No. 20-01, 2019

27) John S Brush, Value and growth theory and practice,The journal of portfolio Management,Vol31 No1, Columbia,2007

28) Shailesh Rana & G. Michael Phillips (2016) Are U.S. growth and value stocks similarly integrated with the world markets? A test across business cycles,

29) Chan and Lakonishok,Value & Growth investing review and update,Financial analyssts journal,2004

30) Journal of Multinational Financial Management,September2004,Singapore, Jenn Yaw Yen, Qian Sun ,Yuxing Yan,

31) Bodie, Nancy L"The Great Abyss? International Moral Dilemmas and Reasoning Differences Between Entrepreneurs and the Nonbusiness Public", *Boise State University*,2009

32) Capaul, C., Rowley, I., & Sharpe, International Value and Growth Stock Returns. Financial Analysts Journal, 27-36. 1993

33) R M Hoekjan,the performance of value VS growth stocks during financial crisis,Uniersity of Twente,2011

34) Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 4, No. 2 (2001) 95-108, World Scientific Publishing Company

35) Journal of Multinational Financial Management,September2004,Singapore, Jenn Yaw Yen, Qian Sun ,Yuxing Yan,

36) Canadian Journal of Administrative Sciences Revue canadienne des sciences de l'administration 26: 109-121 (2009), The University of Western Ontario

37) R. Cont. Fin. – USP, São Paulo, v. 22, n. 56, p. 189-202, Grupo IBMEC Educacional S.A. 2011

38) Robin Hoekjan,2011, University of Twente ,Master Thesis in Financial Management,Netherlands

39) Federico Gaglioli & Gabriele Cardullomuniversity of Genoa, Italy,2020

40) Al-jawazneh, B. and Harahasheh, M. 2007. Testing the Market Efficiency Hypothesis Using The Strategies of the Value and Growth in the Amman Stock Exchange.Journal of the Social Sciences, 35(4): 11-30