

الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية دراسة اختبارية في بورصة عمان*

د. مروان جمعة درويش

مدير منطقة القدس التعليمية

جامعة القدس المفتوحة

دولة فلسطين

أ.د. مؤيد عبد الرحمن الدوري

عميد البحث العلمي

جامعة عمان الأهلية

المملكة الأردنية الهاشمية

ملخص:

أظهرت نتائج العديد من الدراسات أن أداء محافظ أسهم القيمة ذات نسب E/P ، B/M المرتفعة يفوق أداء محافظ أسهم النمو ذات نسب $E/P - B/M$ المنخفضة في معظم الأسواق الناشئة والمتطورة. ومن أجل اختبار العلاقة تقوم في هذا البحث بدراسة الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ النمو واختبار كفاءة السوق على المستوى شبه القوي *Semi Strong Form* بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية.

وبناء على مقاييس متعددة استخدمت لتصنيف أسهم القيمة وأسهم النمو في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2004، وباستخدام بيانات شهرية حول أسعار الأسهم وأرباحها لجميع الشركات المساهمة العامة الأردنية، قدمت هذه الدراسة أول دليل عملي على تفوق أداء محافظ القيمة على كل من أداء محافظ النمو وأداء محفظة السوق. كما أثبتت النتائج أن هناك ردود أفعال مبالغ فيها حيال المعلومات الواردة إلى السوق وإمكانية تحقيق عوائد غير عادية في بورصة عمان، وبالتالي عدم كفاءة البورصة على المستوى شبه القوي.

مقدمة:

يعتقد المدافعون عن فرضية كفاءة الأسواق المالية بأن أسعار الأسهم تعكس بسرعة كافة المعلومات الواردة للسوق، وبالتالي تمثل هذه الأسعار تقديرات غير متحيزة لقيم تلك الأسهم. ومهما تنوعت أساليب التحليل التي يستخدمها مدير المحفظة وفي ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية لن يتمكن من تحقيق عوائد تفوق الآخرين، حتى وإن اختار التوقيت المناسب، وبالتالي لا داعي لقيامه بالتحليل أو التقييم أو التعديل لمكونات المحفظة من أجل الحصول على عوائد غير عادية، بينما يعتقد مؤيدو الاستراتيجية النشطة في الاستثمار بأنه يمكن استغلال أوقات محددة لتحقيق عوائد غير عادية من خلال امتلاك مدير المحفظة لمهارات لا يملكها

* تم تسلم البحث في مايو 2009، وقُبل للنشر في أكتوبر 2009.

غيره، وبناءً عليها فهو يختار الأسهم التي تدخل في محفظته ويعدلها وفقاً لنتائج تحليلاته فيحقق بذلك عوائد تفوق ما يحققها غيره.

وحول هذا الخلاف بين الموافقين عن فرضية كفاءة السوق والمؤيدين للاستراتيجية النشطة في الاستثمار قامت دراسات تطبيقية عديدة على أغلب الأسواق المالية في العالم (Basu, 1977; DeBondt et. al., 1985; Bourguignon, 2003)، وقد جاءت هذه الدراسات لتقييم استراتيجيات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، ومنها استراتيجية الاستثمار في محافظ القيمة مقابل استراتيجية الاستثمار في محافظ النمو، حيث أظهرت النتائج بشكل عام تفوق محافظ القيمة على المدى البعيد، وفسر مؤيدو الاستراتيجية النشطة أن السبب في ذلك هو الاستراتيجية التي يتبعها مدير المحافظ، بينما يرى مؤيدو فرضية كفاءة السوق أن ذلك نابع عن عوامل مخاطرة ولا يمكن تحقيق أرباح غير عادية بإتباع استراتيجيات بسيطة كاستراتيجية القيمة والنمو.

وعلى الرغم من عدم وجود تعريف محدد لأسهم القيمة Value Stock وأسهم النمو Growth Stocks إلا أن المحللين الماليين اتفقوا على الخصائص العامة لهذه الأسهم والمحافظ الاستثمارية التي تتشكل منها (Ibbotson and Riepe, 1997)، حيث أجمع المحللون الماليون على أن أسهم محافظ القيمة تمتاز بأنها أسهم لشركات غير مرغوب فيها من قبل معظم المتعاملين في السوق (حيث يعتبرونها من النوع المهمل (Junk) وبالتالي أخرجوها من مجال اهتمامهم)، أو أنها أسهم لشركات بلغت مرحلة النضج في دورة حياتها الإنتاجية وتحظى بفرص نمو ضئيلة في المستقبل، أو أسهم شركات متعثرة أو التي يعاد هيكلتها بعد إعلان إفلاسها، بحيث تتوفر لها فرص لتغيير أوضاعها للأفضل، أو أسهم شركات قيمت أصولها بأقل من قيمتها الحقيقية وفق تقديرات المحللين الماليين وما زال لأصولها الملموسة قيمة قد لا تكون معكوسة في سعر السهم، ولذلك فهذه الأسهم تمتاز غالباً بنسب نمو منخفضة نتيجة لانخفاض أرباح الشركات المصدرة لها (Ibbotson and Riepe, 1997).

ومن وجهة نظر المستثمرين فإن ارتفاع عائد محافظ القيمة ناتج عن اعتقادهم بأن القيمة الحقيقية للأسهم الداخلة في هذه المحافظ تكون أعلى من قيمتها السوقية أي أنها تقيم بأقل من قيمتها (Under-priced). كما يعتقد هؤلاء المستثمرون أيضاً بأن أسهم القيمة تحوي "قيمة مخفية"، لأن انخفاض سعر السهم ناتج عن تأثير الشركات المصدرة لها ببعض أحداث سيئة Bad Events، والذي ما يلبث أن يرتفع عند زوال الأحداث في المستقبل. ونظراً لأن الظروف التي تمر بها هذه الأسهم وهي ظروف مؤقتة، فإن التوقعات المستقبلية بشأنها سوف تزيد عند زوال هذه الظروف المؤقتة، مما يؤدي لارتفاع أسعار هذه الأسهم (Baurguignon and DeJong, 2003).

ووفقاً لبيرنستين (Bernstein, 2002) فإن المخاطر التي تتعرض لها أسهم محافظ القيمة هي مخاطر دورة الأعمال (Business Cycle Risk)، وهذه المخاطر ليست منتظمة، ولذلك عند تكوين محفظة من عدد كبير من أسهم القيمة ستظهر فائدة التنوع من خلال تحقيقها عائداً مجزياً للمستثمر.

أما محافظ النمو فتتكون من أسهم الشركات ذات معدلات النمو العالية، حيث تنمو أرباح هذه الشركات سنة تلو الأخرى، وتتميز الأسهم التي تدخل في تكوين محافظ النمو بتحقيق نمو جيد في العوائد، (التوزيعات

السنوية للأرباح وفروق أسعار الأسهم)، واستقرار في معدل النمو وهذا يعني الزيادة المستمرة في المبيعات والأرباح سنة بعد أخرى، وكذلك تحمل مخاطر قليلة مقارنة بالأنواع الأخرى من الأسهم.

ويشير إيسون وريب (Ibbotson and Riepe, 1997) إلى أن شركات النمو تتمتع بزيادة مضطردة في الأرباح والمبيعات والعائد على الملكية وبنسب عالية لمضاعف الربحية وكذلك نسب عالية لسعر السوق إلى القيمة الدفترية، وعلى الأغلب فإنه في أسهم النمو لا تقوم الشركات بدفع توزيعات، أو أنها تقوم بتوزيع نسبة ضئيلة من الأرباح، حيث تلجأ هذه الشركات إلى إعادة استثمار أرباحها مما يولد المزيد من الأرباح وينعكس ذلك على القيمة السوقية للسهم.

ومن وجهة نظر المستثمر في أسهم النمو فهو يشتري هذه الأسهم ذات التوقعات المرتفعة معتقداً أن هذه التوقعات منخفضة وسوف تزيد خلال الزمن بحيث تنمو أرباح هذه الأسهم بسرعة أكبر من مستوى النمو الاقتصادي، مع أنها عالية حالياً، لأن الشركات المصدرة لهذه الأسهم ستستمر في تحسين نتائجها المالية، ولذلك ترتبط هذه التوقعات بنسب النمو العالية وانخفاض ريع السهم (نسبة التوزيعات إلى السعر)، ولكن ليس السبب في ارتفاع أسعارها في النسب المالية وإنما في توقعات المستثمرين (Baurguignom and DeJong, 2003).

أهمية الدراسة:

نتيجة لأهمية الدور الذي تلعبه استراتيجيات الاستثمار في محافظ القيمة ومحافظ النمو وانعكاساتها في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، فإن دراستها وتحليلها وتقييمها وسبر أغوارها بهدف الوقوف على جوهر مضامينها النظرية والتجريبية، والتعرف على تأثيراتها المتبادلة تعد من الأمور المهمة، ومن هنا تبرز أهمية هذه الدراسة حيث يتوقع أن تقدم مساهمات علمية وعملية عديدة، ولذلك فهي تستمد أهميتها من بعدين أساسيين هما:

أولاً- البعد العلمي:

لقد درس الباحثون بشكل رئيس أداء محافظ الأوراق المالية بشكل عام ومحافظ القيمة ومحافظ النمو بشكل خاص في الأسواق المتطورة، فقد توفرت دراسات تجريبية عديدة عن تلك الأسواق، وما زال الباب مفتوحاً لذلك، ومع أن هذا المجال خصب ومشوق، إلا أنه لم تنشر سوى دراسة واحدة حول هذا الموضوع في الأسواق العربية هي (اللوغاني ومطر، 2001)، بينما لم تنشر أية دراسة حول هذا الموضوع تتعلق ببورصة عمان، وهو ما يؤكد أهمية إثراء مثل هذا النوع من الدراسات وسد هذا الفراغ.

وما يميز هذه الدراسة عن سابقتها بأنها تختبر العلاقة في سوق مالي ناشئ ذو رأس مال صغير، مقارنة بالأسواق المتطورة التي استنبطت نتائج الدراسات التي تمت فيها بالتطبيق على أسواق ذات رأس مال ضخمة وقامت بتعميم هذه النتائج، ولذلك ووفقاً للنتائج التي ستخرج بها هذه الدراسة يمكن تعميم أو رفض النتائج المطبقة في الأسواق الأخرى.

وبناءً عليه فإن هذه الدراسة تعد امتداداً لما ينادي به الباحثون من ضرورة التوسع في مثل هذه الدراسات لتشمل الأسواق المالية المختلفة.

ثانياً- البعد العملي:

تبرز أيضا أهمية هذه الدراسة في ضوء مساهمتها العملية، حيث يتوقع أن تساعد مديري المحافظ الاستثمارية في تكوين استراتيجيات الاستثمار في محافظ الأوراق المالية، ومن ثم يمكنهم إحداث التغييرات المناسبة في السياسات الرامية لتحسين أداء محافظهم الاستثمارية، كما يتوقع أن تساهم نتائجها في مساعدة القائمين على بورصة عمان على وضع الإجراءات الكفيلة بتنظيم عمل السوق بحيث يتحقق التوازن المطلوب بين عوائد الأسهم ومحاضرها للحد من التقلبات غير المناسبة في أسعار الأسهم ومن ثم المحافظة على استقرار السوق.

أهداف الدراسة:

ينصب اهتمام هذه الدراسة على الخروج بتفسير للحالة الجدلية التي أفرزتها الدراسات التي تمت في الأسواق المتطورة، ومعظم الأسواق الناشئة، وذلك باختبار فروض الدراسة المختلفة وتفسيرها بما يتوافق مع واقع بورصة عمان، ولذلك تقوم هذه الدراسة على تقييم الأداء الاستثماري لمحافظ النمو ومحافظ القيمة وانعكاساتها في تحقيق كفاءة الأسواق المالية بالتطبيق على بورصة عمان، ولعل أهم ما تسعى هذه الدراسة إلى تحقيقه ما يلي:

- 1- التوجه إلى فكر المنظرين في حقلي المحافظ الاستثمارية والأسواق المالية الكفؤة للوقوف على معالجتهم للمسألة بتتبعهم فكريا واستخلاص آراءهم حولها بهدف تعميق المعرفة في مجال ما زال قيد البحث والتطور.
- 2- تحليل وتفسير أسباب اختلاف أداء المحافظ الاستثمارية في بورصة عمان من خلال استكشاف الأداء غير العادي لاستراتيجيات الاستثمار في محافظ القيمة ومحافظ النمو، ومقارنتها بالنتائج التي تم التوصل إليها في الأسواق المتطورة، نظرا لاختلاف بيئات التداول وسلوك المستثمرين في هذه الأسواق.
- 3- اختبار كفاءة بورصة عمان على المستوى شبه القوى، حيث إن تفوق الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة على محافظ النمو (بعد تعديلها بالمخاطر) قد يكون دليلا على عدم كفاءة السوق.

مشكلة الدراسة:

يشكل الأداء الاستثماري لمحافظ النمو ومحافظ القيمة وقدرته على تحقيق عوائد غير عادية، إحدى المشكلات الهامة متعددة الأبعاد، والتي ما زالت قائمة منذ عدة عقود، حيث ذهب بها الحلول مذاهب شتى بلغت في تعارضها حدودا كبيرة، فمن أصحاب منهج التداول العكسي (Contrarian Approach) الذين يرون أن استغلال الخلل في أسعار الأوراق المالية يحقق عوائد غير عادية، إلى مؤيدي فرضية الأسواق المالية ذات الكفاءة (EMH) الذين يعتبرون أن الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية ولا جدوى من إجراء تغييرات على مكونات المحفظة لتحقيق عوائد غير عادية.

هذه الحالة الجدلية قادت إلى تفسيرات مختلفة لأداء محافظ القيمة ومحافظ النمو، مما أثار جملة من الرؤى والتساؤلات القابلة للاختبار والتحقق والتي تبرر إجراء هذه الدراسة، وهي:

- 1- هل يتفوق أداء محفظة القيمة على أداء محفظة النمو أو محفظة السوق في بورصة عمان؟ وهل هناك علاوة عائد (Return Premium) في هذا السوق كذلك الموجودة في الأسواق المتطورة ذات السيولة العالية ورأس المال الضخم؟
- 2- هل يتفوق أداء محفظة القيمة على أداء محفظة النمو أو محفظة السوق في بورصة عمان نتيجة ردود الأفعال المبالغ فيها من قبل المستثمرين في هذه البورصة بحيث يحقق المستثمرون عوائد غير عادية، ويكون ذلك استثناء لفرضية كفاءة الأسواق المالية؟

فرضيات الدراسة:

تحقيقاً لأهداف الدراسة وإجابة لما ورد من أسئلة في مشكلتها تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: "يتفوق أداء محافظ القيمة على أداء محافظ النمو وأداء محفظة السوق". وينبثق عن هذه الفرضية ما يلي:

1- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط عوائد محافظ القيمة ومتوسط عوائد محافظ النمو.

2- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط عوائد محافظ القيمة ومتوسط عوائد محافظ السوق.

الفرضية الثانية: يظهر تفوق محافظ القيمة نتيجة رد فعل المستثمرين المبالغ فيه حيال المعلومات الواردة إلى السوق Overreaction وبالتالي فإن أسهم القيمة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية (Undervalued) فيما أسهم النمو مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية (Overvalued).

أو بعبارة أخرى: السوق غير كفاء على المستوى شبه القوي، وبالتالي يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد غير عادية في بورصة عمان.

ويمكن التعبير عن هذه إحصائيا الفرضية بما يلي: (DeBondt and Thaler, 1985)

الفارق بين متوسط عوائد محافظ القيمة ومتوسط عوائد محافظ النمو أكبر من صفر

$$[ACAR_v - ACARG] > 0$$

حيث إن ACAR: متوسط عوائد المحفظة المتراكم الفائض عن عوائد محفظة السوق.

الدراسات السابقة:

قام عدد من الباحثين بدراسة استراتيجيات الاستثمار في محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو، وجاءت نتائج دراساتهم بشكل عام مؤيدة لتفوق أداء محافظ القيمة على محافظ النمو، إلا أن تفسيراتها لهذا التفوق جاءت متباينة.

فقد استخدم Basu (1977) نسبة السعر إلى الربح Price to Earning واختصارا (P/E) لدراسة العلاقة بين الأداء الاستثماري للأسهم واختبار فرضية كفاءة الأسواق المالية، وبدراسة 1400 شركة في سوق نيويورك

للأسهم خلال الفترة 1956 - 1971 قام "باسو" بتكوين محافظ قيمة ومحافظ نمو بناءً على مضاعفات P/E المكونة لها. وقد لاحظ باسو أن الأسهم ذات نسبة P/E المنخفضة (أسهم القيمة) تتفوق في أدائها على الأسهم ذات نسبة P/E العالية (أسهم النمو) بأكثر من 7% سنويًا. ولذلك توصل "باسو" إلى أن المعلومات الخاصة بنسب P/E لا تنعكس كليًا في أسعار الأسهم وبالسرعة التي تتص عليها فرضية كفاءة السوق المالي بصورته شبه القوية، وعليه نسب "باسو" نتائج دراسته كمؤشر على عدم كفاءة السوق خلال فترة الدراسة.

وقام (Capual, Rowley, and Sharpe, 1993) بتشكيل محافظ قيمة ومحافظ نمو اعتمادًا على نسب السعر إلى القيمة الدفترية Price to Book Value واختصارا (P/B) في ستة أسواق (فرنسا، ألمانيا، سويسرا، بريطانيا، اليابان، الولايات المتحدة) خلال الفترة 1981 - 1992 باستخدام بيانات شهرية لمؤشرات تجميعية لأسهم القيمة وأسهم النمو والمقارنة بين أدائها، وتوصلت الدراسة إلى أن أداء محافظ القيمة قد تفوق في المتوسط أداء محافظ النمو، في خمسة أسواق (باستثناء فرنسا)، خلال فترة الدراسة حيث بلغ الفارق 3.3% سنويًا، وحتى بعد أخذ عنصر المخاطرة (حسب مقياس شارب) بنظر الاعتبار استمر تفوق محافظ القيمة على محافظ النمو، كما كشفت هذه الدراسة عن أن معاملات الارتباط بين فروق عوائد أسهم القيمة وأسهم النمو في أسواق الدول المدروسة صغير جدا وذلك يعني أن تكوين محافظ القيمة باستخدام أسهم مدرجة في سوقين أو أكثر من هذه الأسواق تحقق فعالية تفوق تلك التي يمكن تحقيقها باستخدام أسهم سوق واحد فقط.

وبدأت دراسة (Ibbotson and Riepe, 1997) بمقدمة تمهيدية تضمنت وصفا كاملا لمجموعة مؤشرات تجميعية لأسعار أسهم القيمة وأسهم النمو الكبيرة والصغيرة في الولايات المتحدة، وبعد ذلك حسب متوسط العائد السنوي والانحراف المعياري لهذه المؤشرات خلال الفترة 1979 - 1997، وبينت نتائج هذه الدراسة أن عوائد أسهم القيمة كانت أعلى من عوائد أسهم النمو، كما أن الأداء المتفوق لأسهم القيمة عبر الزمن يكون في الغالب كبيرا ويستمر لعدة سنوات.

استخدم (LaPorta, Lakonishok, Shlifer, Vishny, 1997) عينة من أسهم NASDAQ, AMEX, NYSE خلال الفترة 1971-1993 لاختبار الفرضية القائلة بأن العائد فوق العادي لأسهم القيمة ناتجا عن الأخطاء في التوقع التي قام بها المستثمرون، حيث درس الباحثون رد فعل أسعار الأسهم حيال الإعلان عن الإيرادات لأسهم القيمة وأسهم النمو خلال فترة خمس سنوات بعد تشكيل المحفظة، ودلت نتائج الدراسة على أن عوائد الإيرادات المعلن عنها أعلى نسبيا لأسهم القيمة من أسهم النمو، حيث قدر الفارق بين عوائد أسهم القيمة وأسهم النمو في السنتين إلى الثلاث سنوات الأولى من إعلان الإيرادات بحوالي 25%-30% بينما قدر بحوالي 15%-20% خلال السنتين الرابعة والخامسة بعد تشكيل المحفظة، ونسب الباحثون الإيرادات الايجابية لأسهم القيمة التي تستمر لفترة طويلة بعد تشكيل المحفظة إلى تلك الأخطاء في التوقع الناتجة عن ردود الأفعال المبالغ فيها حيال المعلومات الواردة إلى السوق.

كما قام (Bauman, Conver and Miller, 1998) بتوسيع نطاق دراسة (Capual et.al., 1993) بحيث تغطي الفترة من 1986 - 1996، وشملت الدراسة 20 سوقاً متطوراً (شملت أسواق أوروبا، استراليا، الشرق الأدنى بالإضافة إلى سوق كندا)، وبعد تصنيف محافظ القيمة ومحافظ النمو على أساس نسب مالية عديدة، من ضمنها نسبتي P/B و P/E، بينت نتائج دراستهم أن أداء محافظ القيمة كان في المتوسط أفضل من أداء محافظ النمو قبل وبعد أخذ المخاطرة (مقاسه بالانحراف المعياري للعوائد) بالاعتبار، وبرر الباحثون نتائج دراستهم بأن ردود أفعال المستثمرين والمحللين الماليين، كانت منسجمة حيال بيانات نمو أرباح الشركات، حيث يعطون تقديرات مبالغ فيها لمعدلات نمو أرباح أسهم النمو بالمقارنة مع أسهم القيمة، ولذلك تنخفض أسعارها لاحقاً (تعود للمتوسط Mean-Reversion) عندما يتضح أن معدلات نمو أرباحها الفعلية تقل عن المتوقع.

وفي دراسة (Fama and French, 1998)، تمت دراسة الأسواق الناشئة كاختبار آخر لوجود علاوة القيمة في الأسواق الدولية، وقد استخدمنا متوسط العائد السنوي للسوق موزوناً بالقيمة السوقية لكل من محافظ القيمة ومحافظ النمو في 16 سوقاً ناشئاً خلال الفترة 1987 - 1995 بالمقارنة مع 13 سوقاً متطوراً، وبينت هذه الدراسة أن متوسط العائد في الأسواق الناشئة أعلى من الأسواق المتطورة، فقد كان أعلى متوسط عائد في الأرجنتين (64.71% سنوياً)، في حين كان في سوقي الأردن والهند بمتوسط عائد أقل من 9.47% سنوياً (متوسط القيمة الموزونة في عوائد الأسواق المتطورة)، وتوصل الباحثان إلى وجود علاوة قيمة في عوائد الأسواق الناشئة، ولذلك فإن تفوق محافظ القيمة على محافظ النمو في الأسواق الناشئة يؤكد الأداء المتفوق لأسهم القيمة في الأسواق المتطورة.

وأعاد (Bauman, Conver and Miller 2001) دراستهم التي أجريت عام 1998 في ست دول تقع في منطقة الباسيفيكي هي استراليا، هونغ كونغ، اليابان، ماليزيا، نيوزيلندا وسنغافورة، حيث اختبروا أداء أسهم القيمة وأسهم النمو مستخدمين منهجيتهم السابقة في تصنيف الأسهم وفقاً لنسب P/B خلال الفترة 1986-1996، على عينة شملت 11900 سهماً، وقد أظهرت نتائج دراستهم أن محافظ القيمة تتفوق على محافظ النمو في الأسواق الست بمعدل عائد بلغ 18.2%، وكذلك في كل سوق على حدة، ومع أن أسهم القيمة بدت أكثر مخاطرة إلا أنه وبعد تعديل العائد بالمخاطر وفقاً لنسبة شارب استمر تفوق محافظ القيمة، وأكد الباحثون تفسيرهم السابق لتفوق محافظ القيمة.

وقدمت دراسة (Bourguignon, and DeJong (2003) تعريفاً شاملاً لكل من استراتيجيتي الاستثمار في أسهم القيمة وأسهم النمو بناء على قيم نسب P/B، P/E حيث استخدموا في دراستهم مؤشرات تجميعية لأسهم القيمة وأسهم النمو في ست أسواق متطورة هي الولايات المتحدة، اليابان، بريطانيا، ألمانيا، فرنسا، وسويسرا بالإضافة لأسواق استراليا، بلجيكا، هونغ كونغ، إيطاليا، هولندا، سنغافورة والسويد خلال فترة

(1991-2001)، وتوصل الباحثان إلى أن محفظة أسهم القيمة تتفوق على محفظة السوق إذا ما تم تكوينها من أسهم قيمة حقيقية (بعد استبعاد الأسهم التي تتغير من قيمة إلى نمو أو العكس). كما تفوقت محفظة القيمة على المحافظ الأخرى، حيث تحققت علاوة قيمة في 9 أسواق من 13 سوقاً مدروسة فيما كان أداء محافظ النمو سلبياً في 7 أسواق.

وقارن (Gonenc and Karan, 2003) عوائد محافظ القيمة، ومحافظ النمو، وكذلك محافظ الأسهم صغيرة الحجم ومحافظ الأسهم كبيرة الحجم في سوق اسطنبول للأوراق المالية، حيث غطت عينة الدراسة أكثر من 80% من القيمة الرأسمالية للسوق خلال الفترة 1993-1998 (60 شهراً)، وبينت نتائج دراستهما بأنه لا يوجد علاوة قيمة في سوق اسطنبول للأوراق المالية حيث زاد متوسط عائد أسهم النمو بمعدل 2.91% شهرياً (34.92% سنوياً) على متوسط عائد أسهم القيمة، وهذه النتيجة لا تتوافق مع الدلائل التي تم التوصل إليها في الأسواق الأخرى، كما أن استراتيجيات الاستثمار في أسهم القيمة وأسهم النمو لم تتفوق على محفظة السوق حيث زاد متوسط عائد محفظة السوق عن محافظ القيمة ومحافظ النمو بمعدل 94.87% و 36.26% سنوياً على التوالي، وفسر الباحثان نتائج دراستهما على أن هيكلية السوق وأساسيات تداول الأسهم في سوق اسطنبول تختلف عن الأسواق في العالم، بالإضافة إلى أن معدل الفائدة الحقيقي عالي ومتذبذب في الأسواق النقدية التركية.

وفي الدراسة الوحيدة التي تم فيها تقييم الأداء الاستثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في الأسواق العربية، قام اللوغانى ومطر (2001) باختبار فرضية كفاءة سوق الأسهم الكويتي من خلال اختبار العلاقة بين أداء محافظ أسهم القيمة ومحافظ أسهم النمو التي تم تشكيلها وفقاً لنسبة P/E، حيث اعتمد الباحثان على البيانات السنوية المنشورة لأسهم الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة 1992-1999. وقد اتبع الباحثان منهجية الدراسات القديمة (Basu, 1977) في تصنيف الأسهم إلى أسهم قيمة وأسهم نمو وفقاً لنسبة P/E لكل سهم، حيث بينت نتائج الدراسة تفوق محافظ القيمة على محافظ النمو في معظم سنوات الدراسة بفارق بلغ 13.5% سنوياً بالمتوسط. وقد فسّر الباحثان هذه النتيجة ببطء ردود أفعال أسعار الأسهم حيال البيانات الواردة إلى السوق أو تفاؤل المستثمرين بمستقبل أسهم النمو وتوقعاتهم غير الموضوعية فيما يتصل بمستقبل أداء الأسهم وهو ما يثبت حسب وجهة نظر الباحثان بأن سوق الأسهم الكويتية غير كفوء.

أما هذه الدراسة، فهي تعد استكمالاً للمحاولات السابقة في التوصل إلى دليل عملي على تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو، في سوق عربي ناشئ هو بورصة عمان وتفسير سبب هذا التفوق (إن وجد) بما يتناسب مع واقع البورصة، فمع إن هذا الموضوع قد أثري بحثاً في الأسواق المتطورة وما زال يبحث في الكثير من الأسواق الناشئة، إلا أنه لم يبحث في الأسواق العربية ذات الخصائص التي تختلف عن خصائص الأسواق الأخرى باستثناء محاولة واحدة ووحيدة أجريت في السوق الكويتي، ولكن لا يمكن اعتماد نتائجها بشكل قاطع نتيجة للفترة الزمنية القصيرة التي درستها.

وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات التي سبقتها ما يلي:

- أ- أنها تدرس في بيئة مالية مختلفة عن غيرها وذات خصائص قد لا تكون موجودة في الأسواق الأخرى.
- ب- أنه لم نجد تفسيراً جامعاً مانعاً لسبب تفوق محفظة القيمة، وسنحاول الوصول للسبب الحقيقي لتفوق أداء محفظة القيمة على أداء محفظة النمو (إن وجد).

منهجية الدراسة:

1- منهج البحث العلمي المستخدم في الدراسة:

استخدم الباحثان في الدراسة البحث المكتبي وتم الرجوع لأهم ما جاء في أدبيات الإدارة المالية عن كفاءة الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية بالاعتماد على الكتب والدوريات المتخصصة والدراسات التي تناولت الموضوعين.

أما فيما يتعلق بالجزء الميداني الخاص بتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها واختبار فرضياتها فقد استخدم الباحثان المنهج الوصفي التحليلي، من أجل وصف البيانات التي تم جمعها وتحليلها وتفسيرها، والوصول إلى استنتاجات تسهم في تقييم أداء محافظ القيمة ومحافظ النمو وتحديد مستوى كفاءة بورصة عمان.

2- مجتمع الدراسة وعينتها:

شمل مجتمع الدراسة جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2004، وقد بلغ عددها في المتوسط 128 شركة.

أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها من أسهم الشركات التي استوفت الشروط التالية:

- أ- أن تكون أسهما قد تم تداولها لمدة سنة على الأقل، ولم يصدر بحق الشركات المصدرة لها أي قرار يمنع أو يعيق تداول أسهمها خلال تلك السنة، ذلك لأن تشكيل المحافظ وتعديلها يتم سنوياً.
- ب- أن تكون أسهما تتوافر لها جميع البيانات المطلوبة في الدراسة (سعر السهم، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، ربحية السهم) في نهاية كل شهر.
- ج- أن تكون نسب الأرباح للسعر Earning to Piece واختصاراً (E/P)، ونسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (Book-to-Market) واختصاراً B/M موجبة، وذلك حتى لا تدخل الأسهم الخاسرة في عينة الدراسة وتؤدي للحصول على نتائج متحيزة.

ويشير الجدول رقم (1) إلى عدد الأسهم التي توافقت مع المحددات السابقة في بداية كل سنة من سنوات

الدراسة.

جدول رقم (1)

عدد الأسهم لعينة ومجتمع الدراسة

خلال الفترة 1984-2003

المجتمع	معياري E/P عدد الشركات		معياري B/M عدد الشركات		السنة
	العينة	أسهم القيمة *	العينة	أسهم القيمة *	
94	55	18	77	26	1984
102	52	17	73	24	1985
103	59	20	75	25	1986
100	55	18	71	24	1987
109	51	17	65	22	1988
94	56	19	71	24	1989
92	62	21	73	24	1990
100	59	20	68	23	1991
102	69	23	79	26	1992
105	69	23	78	25	1993
91	64	21	71	24	1994
125	68	23	80	27	1995
143	79	26	95	32	1996
163	73	24	92	31	1997
178	76	25	96	32	1998
178	74	25	96	32	1999
183	67	22	96	32	2000
170	87	29	155	52	2001
169	99	33	147	49	2002
158	101	34	149	50	2003
128	69	23	90	30	المتوسط

* نسبة أسهم القيمة في العينة مساوية لنسبة أسهم النمو والأسهم الوسطية.

ويلاحظ من جدول (1) أن متوسط عدد أسهم القيمة (أسهم النمو) بلغ 30، 23 سهمًا حسب معياري B/M، E/P على التوالي وهي تشكل 33% من عدد الأسهم الكلي وهذا العدد مقبول لغاية هذه الدراسة، حيث يزيد عددها في المتوسط عن 15 سهم وهو عدد مناسب للتنوع من وجهة نظر "ماركويتر"، إلا إنه أقل من عدد الأسهم المستخدم في الدراسات التي تمت في الأسواق المتطورة وبعض النامية. وبمقارنة متوسط عدد الأسهم الكلي في عينة الدراسة نلاحظ أنه تجاوز 70% حسب معياري B/M بينما قل عن ذلك حسب معياري E/P (54%).

3- بيانات الدراسة ومصادرها:

اعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية والسنوية المنشورة لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، وكذلك البيانات الضرورية المنشورة في التقارير الشهرية والسنوية للبنك المركزي الأردني، خلال فترة الدراسة التي امتدت 240 شهرا خلال الفترة 1984/4/1-2004/3/31.

حيث جمعت بيانات سنوية حول القيم الدفترية لأرباح الشركات والقيمة السوقية للأسهم في نهاية كل شهر من أشهر الدراسة والرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية وكذلك أسعار الفائدة على أذون الخزينة (شهادات الإيداع لمدة شهر اعتبارا من 1993/9/1) وذلك كبديل إنشائي أو ممثل (Proxy) لسعر الفائدة الخالي من المخاطر.

وقد تم تحييد أثر تكاليف المعاملات (Transaction Costs) بعدم إدخال عمولة الوسطاء عند حساب عوائد المحافظ، وذلك لتقليص العمليات الحسابية ولو تم أخذها بالاعتبار لترتب على ذلك انخفاض القيمة النهائية للمحافظ بحيث تتأثر نتائج التحليل كميًا لا نوعيًا.

4- أساليب تحليل البيانات:

لاختبار فرضيات الدراسة اعتمد الباحث على مجموعة من الأساليب الإحصائية الوصفية والقياسية، والتي اشتملت على أساليب إحصائية وصفية واختبار كولماجوروف - سميرنوف (Kolmagorov - Smirnov Test) للتوزيع الطبيعي للعوائد Normality Test، واختبار Lajng - Box (Q) للارتباط المتسلسل في العوائد Autocorrelation، وكذلك اختبار ستيودنت (t(mean) وذلك لاختبار معنوية الوسط الحسابي لعوائد المحافظ وكذلك معنوية الهامش بين عوائد محفظتي القيمة والنمو، واسند باختبار "مان وتي اللامعلمي" Mann-Wethny Non Parametric Test لدعم أو تفنيد نتائجه، وأخيرًا اختبار العائد غير العادي المتراكم CAR ومعنوية هذا العائد t(CAR) وذلك لاختبار كفاءة بورصة عمان على المستوى شبه القوي.

5- منهجية تشكيل محافظ القيمة ومحافظ النمو:

بسبب عدم وجود مؤشرات تجميعية لأسعار أسهم القيمة وأسهم النمو في بورصة عمان، كما هو الحال في الأسواق المتطورة، فقد تم اتباع المنهجية المستخدمة في دراسة Bauman et. al. (1998) والتي استخدمت منهجية مماثلة للمنهجية التي استخدمت في الدراسات القديمة لتصنيف محافظ القيمة ومحافظ النمو، وفقا لنسب (E/P, B/M) للأسهم المكونة لها والتي تعتبر مناسبة للبيانات المتوفرة، وتصنيف الأسهم على أساس المعلومات المنشورة، تم تشكيل المحافظ في بداية شهر نيسان من كل عام، ذلك أن الغالبية العظمى من الشركات تنشر قوائمها المالية في مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء سنتها المالية (وجد الباحثان أن حوالي 95% من الشركات المساهمة الأردنية تنتهي سنتها المالية في 12/31)، ووفقا للمنهجية المذكورة، قام

الباحثان بحساب نسب B/M، E/P، اعتماداً على البيانات السنوية المنشورة في نهاية كل سنة من سنوات الدراسة (12/31)، ثم رتب النسب تنازلياً وقسمت العينة إلى ثلاث مجموعات بأوزان متساوية وفقاً لكل نسبة محسوبة، وتمثل المجموعة الأولى منها محفظة القيمة فيما تمثل المجموعة الثالثة محفظة النمو بالإضافة إلى محفظة وسطية الهدف منها هو تجنب الأسهم ذات النسب الحرجة أي تلك التي تقع بين القيمة والنمو، ثم حسب العائد الشهري للمحافظ ابتداءً من نهاية شهر نيسان من كل عام إلى بداية شهر نيسان من العام التالي (12 شهراً)، ثم أعيد تشكيل المحافظ في بداية شهر نيسان من السنة الثانية وفقاً للنسب الجديدة المحسوبة، وحسب عائدها الشهري لمدة عام آخر وهكذا لكامل فترة الدراسة، ثم بعد كل هذا الحصول على سلسلة زمنية لمدة 240 شهر لعوائد كل محفظة.

6- المقاييس المستخدمة:

1-6 العائد الشهري للسهم وتم قياسه وفقاً للمعادلة التالية: (Bodie et.al. 2002: 136)

$$\text{Holding Period Yield} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_i}{P_{t-1}}$$

حيث إن:

D_i : سعر شراء السهم، P_t : سعر بيع السهم، والأرباح الموزعة للسهم خلال العام على التوالي

2-6 المخاطرة غير المنتظمة وتم قياسها بالانحراف المعياري (Standard Deviation)، بينما تم قياس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا (Beta Coefficient) وفقاً للمعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov.}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

حيث إن:

β_i : معامل بيتا السهم i ، التباين ما بين عائد السهم i وعائد السوق، وتباين عائد السوق على التوالي.

3-6 أداء المحافظ الاستثمارية وتقييمها: حيث استخدم الباحثان ثلاث مقاييس تأخذ بالحسبان كلا من العائد والمخاطر، والهدف من استخدام المقاييس الثلاث هو اختلافها في نوع المخاطر التي تأخذها بالحسبان عند تعديل العوائد بالمخاطر وقد يكون لذلك تأثير على أداء المحافظ:

مقياس شارب:

ويُقاس أداء المحفظة الاستثمارية وفق مقياس شارب بالمعادلة التالية: (الراوي، 1999: 395)

$$RIV = \frac{R_p - R_f}{\sigma}$$

حيث إن:

σ, R_f, R_p : متوسط عائد المحفظة الاستثمارية، متوسط العائد الخالي من المخاطر، والانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة على التوالي

ويفهم من مقياس شارب انه يقيس علاوة المخاطرة (Risk Premium) للمحفظة، نسبة إلى المخاطر الكلية للمحفظة، وكلما زاد مقدار المقياس، دل ذلك على تحسن في أداء المحفظة الاستثمارية.

مقياس ترينور:

الفكرة الأساسية في مقياس ترينور هي مفهوم خط خصائص الورقة المالية (Security Characteristic Line) الذي يمثل منحنى العلاقة بين العائد على استثمار معين وعائد السوق أو محفظة السوق، حيث يمثل ميل هذا الخط مقياس بيتا (B) أو المخاطرة المنتظمة لهذا الاستثمار.

ونتيجة لتركيز ترينور على المخاطر المنتظمة، أصبح مقياسه لأداء المحفظة كالتالي (الراوي، 1999: 396):

$$Treyner\ Index = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث إن β : المخاطر المنتظمة للمحفظة.

مقياس جنسن

يقدم مقياس "شارب و ترينور" أسلوباً لترتيب المحافظ الاستثمارية بالاعتماد على الأداء النسبي لكل منهما على أساس العائد المعدل بالمخاطرة (Risk-Adjusted Return)، بينما يقدم مقياس "جينسن"، مقياساً مطلقاً للأداء ولكن أيضاً على أساس معدل بالمخاطر حيث كون النموذج على الشكل التالي:

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

حيث إن:

α : ثابت يقيس القدرة على التوقع عند مدير المحفظة.

β : مقياس المخاطر المنتظمة للمحفظة

R_m, R_f, R_p : عوائد المحفظة، العائد الخالي من المخاطر، عائد السوق، على التوالي.

وكما هو الحال لمقياس ترينور فإن مقياس "جينسن" يعتمد مباشرة على نموذج CAPM ومع ذلك فهو لا يشبه طريقة "ترينور" لقياس الأداء، حيث يعتمد مقياس "جينسن" على قيمة "ألفا جينسن" (Jenson's Alpha) والتي تمثل مقياساً مطلقاً لتقدير العائد الزماني حيث أن نتيجة قيمة ألفا تحدد مدى أهمية علاوة المخاطرة للمحفظة، فانه إذا كانت قيمة $\alpha < 0$ ، فإن ذلك يعني أن علاوة المخاطر للمحفظة ($R_p - R_m$) هي أكبر مما يستحق فعلاً، وهذا يعني أن هذه المحفظة تسبق السوق في أدائها (Outperforms the Market)، وفي مقابل هذا إذا كانت قيمة $\alpha > 0$ ، فهذا يعني أن المحفظة قيد التحليل يقل أدائها عن المستوى الذي يجب أن تكون عليه (الراوي، 1999: 398-399).

التحليل الإحصائي واختبار فرضيات الدراسة:
أولاً- المقاييس الإحصائية الوصفية:

يلخص الجدول رقم (2) المقاييس الإحصائية الوصفية حيث يمكن ملاحظة ما يلي:

1- تفاوت متوسط العوائد الشهرية للمحافظ الأربع، فوفقاً للمحافظ المصنفة على أساس نسبة B/M، عكس متوسط العوائد الشهرية مدى واسع بين محفظة القيمة (ذات نسب B/M العالية) ومحفظة النمو (ذات نسب B/M المنخفضة) حيث بلغ الفارق 1% شهرياً، أي أن متوسط عائد محفظة القيمة أعلى بكثير من خمسة أضعاف متوسط عائد محفظة النمو، بينما زاد متوسط عائد محفظة القيمة عن متوسط عائد محفظة السوق بفارق 0.71% شهرياً، أما المحافظ التي بنيت على أساس نسبة E/P، فبلغ الفارق بين محفظتي القيمة والنمو (1.09% شهرياً)، أما الفارق مع محفظة السوق فقد بلغ 1.11% شهرياً.

إجمالاً تفوق متوسط عائد محفظة القيمة على متوسط عوائد المحافظ الأخرى وفق معياري التصنيف المستخدمين، مما يدل على وجود علاوة قيمة (Value Premium) في بورصة عمان.

ويلاحظ أن النتائج توافقت باستخدام معياري تصنيف المحافظ، بينما وجد (Borguignon et. al., 2003) أن استخدام معايير تصنيف مختلفة تغير من النتائج في بعض الأسواق خاصة الناشئة منها، حيث حصل على هامش قيمة في سوق هونج كونج وفق معيار P/E، بينما حصل على هامش نمو وفق معيار P/B في نفس السوق، وفي سوق سنغافورة حصل على هامش قيمة وفق معيار P/B بينما حصل على هامش نمو في نفس السوق وفق معيار P/E.

2- كان الانحراف المعياري لمحفظة القيمة هو الأعلى من بين جميع المحافظ حيث بلغ 4.9%، 4.85% وفق التصنيف على أساس نسبي B/M، E/P على التوالي، مما يعكس ارتفاعاً في مخاطر المحفظة، بينما كان أقل انحراف معياري لمحفظة السوق حيث بلغ 3.58%. ولكن نتيجة ضعف التداول (Thin Trading) في بورصة عمان لوحظ وجود ارتباط ذاتي في عوائد جميع المحافظ (انظر جدول رقم 3) مما يعني أن الانحراف المعياري "البسيط" المبين في جدول رقم (2) لا يعكس التذبذب الحقيقي في عوائد المحافظ، ولذلك تم حساب معامل الاختلاف الذي يمثل نسبة الانحراف المعياري إلى متوسط العائد، حيث تبين أن محفظة القيمة أصبحت (حسب قيمة معامل الاختلاف) أقل المحافظ مخاطرة وفق معياري التصنيف بينما كانت محفظة النمو الأعلى مخاطرة.

3- فيما يتعلق بتوزيع عوائد المحافظ يتبين أن معامل الالتواء (Skewness) لجميع المحافظ موجبا (التواء إلى اليمين)، وفي معظم الحالات كان معامل الالتواء أقل من 1، بينما كان معامل التفرطح (Kurtosis) موجبا لجميع المحافظ واختلفت قيمته باختلاف معيار تصنيف المحافظ المستخدم.

جدول رقم (2)
الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي للعوائد الشهرية للمحافظ
خلال الفترة (2004/3/31-84/4/1)

التصنيف	معيار الإحصائية	المحفظة	القيمة (V)	الوسطية (M)	النمو (G)	السوق (Mar)
	عدد المشاهدات		240	240	240	240
على أساس نسبة B/M	متوسط العائد		.0138	.0068	.0029	.005
	الانحراف المعياري		.0547	.0409	.0457	.0358
	معامل الاختلاف		3.96	6.02	15.76	7.16
	الالتواء		1.53	.877	1.399	.558
	التفرطح		5.496	1.512	6.908	.467
	k-s-z		(0.089) 1.248	(0.014) 1.57	(0.029) 1.453	(0.092) 1.24
على أساس نسبة E/P	متوسط العائد		.0161	.0073	.0052	.005
	الانحراف المعياري		.0485	.0418	.0463	.0358
	معامل الاختلاف		3.01	5.73	8.9	7.16
	الالتواء		1.288	.378	1.29	.558
	التفرطح		3.4	1.937	5.886	.467
	k-s-z		(0.009) 1.652	(0.047) 1.369	(0.016) 1.552	(0.092) 1.24

وبمقارنة التواء وتفرطح محفظتي القيمة والنمو، وفق معياري التصنيف، نلاحظ أن محفظة القيمة أعلى التواء بقليل من محفظة النمو وأقل تفرطحاً، مما يوحي باقتراب عوائدها من التوزيع الطبيعي.

وللتأكيد على مقاييس الالتواء والتفرطح تم إجراء اختبار "كولماجوروف-سميرنوف" (K-S) للتوزيع الطبيعي للعوائد، حيث تشير النتائج إلى أن توزيع عوائد محفظة القيمة يقترب من التوزيع الطبيعي، حيث يمكن قبول الفرضية العدمية (Ho) بأن العوائد الشهرية موزعة توزيعاً طبيعياً عند مستوى ثقة 95% (مستوى معنوية 5%)، وذلك وفقاً لتصنيف المحافظ اعتماداً على نسبة B/M، فقد بلغت قيمة Z في هذه الحالة 1.248 وهي قيمة غير معنوية إحصائياً، بينما كانت العوائد لمحفظة القيمة المصنفة اعتماداً على نسبة E/P غير موزعة توزيعاً طبيعياً، فقد بلغت قيم اختبار (K-S) 1.652 وهي قيمة معنوية بمستوى 1%، فيما بينت نتائج اختبار K-S بأن سلسلة العوائد الشهرية لمحفظة النمو غير موزعة توزيعاً طبيعياً وفقاً لمعيار التصنيف.

وتشير نتائج الاختبار إلى أن سلسلة العوائد الشهرية لمحفظة السوق تتبع التوزيع الطبيعي بمستوى ثقة 95% (مستوى معنوية 5%) حيث بلغت قيمة الاختبار ومستوى المعنوية 1.24 و 0.092 على التوالي.

ثانياً - اختبار الارتباط المتسلسل في العوائد:

يشير الجدول رقم (3) إلى نتيجة اختبار Ljung-Box والذي يختبر فرضية أن جميع الارتباطات الذاتية في العوائد حتى عدد معين من فترات الإبطاء (Lags) تساوي صفر، وتبين النتائج إلى وجود دليل قوي على

الارتباط المتسلسل حتى 10 فترات إبطاء وذلك في سلاسل العوائد الشهرية لجميع المحافظ التي تم بناؤها على أساس معياري التصنيف (نسب E/P، B/M)، بينما ظهر الارتباط المتسلسل في سلسلة العوائد الشهرية لمحفظه السوق في الفترتين الأولى والثانية.

وتعد مشكلة الارتباط الذاتي في السلاسل الأصلية مشكلة مرتبطة بالبيانات الخاصة بالدراسة وليست مشكلة رياضية في حد ذاتها وهي في العادة تنتج في العينات الكبيرة من أسباب عدة أهمها ضعف التداول في السوق أو عدم كفاءته (Dimson, Nagel, Quigley, 2001: 7).

جدول رقم (3)

اختبار الارتباط الذاتي في العوائد الشهرية للمحافظ

المحفظة	معياري التصنيف	Lag1	Lag2	Lag3	Lag4	Lag5	Lag10
القيمة (V)	حسب نسبة E/P	13.01*	14.62*	17.14*	17.27*	19.67*	22.33*
	حسب نسبة B/M	19.343*	21.412*	22.168*	23.528*	31.072*	35.949*
الوسطية (M)	حسب نسبة E/P	3.92**	4.19	5.18	5.18	14.4*	18.4**
	حسب نسبة B/M	18.971*	21.747*	21.885*	23.373*	33.686*	46.873*
النمو (G)	حسب نسبة E/P	14.65*	18.07*	19.66*	21.56*	25.37*	33.18*
	حسب نسبة B/M	4.758**	10.775*	16.244*	16.249*	17.216*	24.944*
السوق (Mar)	مؤشر السوق	4.58**	5.16***	5.25	5.97	6.41	9.18

* Significant at 1% level. ** Significant at 5% level. *** Significant at 10% level

ثالثاً- تقييم الأداء الاستثماري للمحافظ:

يبين الجدول رقم (4) أن محفظة القيمة قد حققت عائداً مرتفعاً لكل وحدة خطر كلية مقارنة ببقية المحافظ حيث بلغت 14.89%، 23.3%، حسب مقياس "شارب" ووفقاً لتصنيف المحافظ على أساس نسبتي B/M، E/P، على التوالي، بينما حققت محفظة النمو أدنى عائد لكل وحدة خطر كلية مقارنة ببقية المحافظ، حيث بلغ 6.4%، 0.9%، ووفقاً للتصنيف على أساس نسبتي B/M، E/P، على التوالي، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Capual et.al. 1993).

كما أن مقياس ترينور Treynor يبين أن محفظة القيمة قد حققت أعلى عائد معدل بالمخاطر السوقية مقارنة ببقية المحافظ حيث بلغ 0.7%، 1.3% وفقاً لتصنيف المحافظ على أساس نسبتي B/M، E/P، على التوالي، فيما حققت محفظة النمو أدنى عائد معدل بالمخاطر السوقية مقارنة بالمحافظ الأخرى والذي بلغ -0.4%، 0.05%، وفق تصنيف المحافظ على أساس نسبتي B/M، E/P، على التوالي.

وقد أكد مقياس جينسن Jensen Index النتائج التي تم التوصل إليها من مقياسي شارب وترينور، حيث كانت قيم معامل α في معادلة انحدار فائض السوق على فائض عائد المحفظة (Excess Return) أكبر من صفر (موجبة) لمحفظة القيمة وكانت الأعلى من بين جميع المحافظ، حيث بلغت قيمتها 0.7%، 1.1%، وفقاً

للتصنيف على أساس نسب B/M، E/P على التوالي. ووفقا لجينسن فإن ذلك يعني أن أداء هذه المحفظة يفوق أداء السوق Outperforms the Market (حيث إن قيمة α للسوق تساوي صفر) وبفارق كبير بلغ حوالي 1% شهريا، بينما لم يتفوق أداء محفظة النمو على أداء السوق والمحافظ الأخرى، وهذه النتائج تتفق مع ما توصلت إليه دراسة Basu 1977 في السوق الأمريكي، وتؤكد وجود علاوة قيمة (Value Premium) حقيقية في بورصة عمان.

جدول رقم (4)

مقاييس شارب، ترينور، جينسن للفترة 1984-2004

مقياس جينسن	مقياس ترينور	مقياس شارب	المحفظة	معيار التصنيف
0.007	0.007	0.149	القيمة	نسبة B/M
0.002	0.002	0.044	الوسطية	
0.003-	0.004-	0.064-	النمو	
0.011	0.013	0.233	القيمة	نسبة E/P
0.002	0.003	0.061	الوسطية	
0.0003	0.0005	0.009	النمو	
0	0.0002	0.005	السوق	السوق

رابعاً- اختبار فرضيات الدراسة:

اختبار الفروق بين عوائد محفظتي القيمة والنمو:

تبين نتائج اختبار ستودنت Student، أو يعرف باختبار "t"، للفروق بين متوسط عوائد محفظتي القيمة والنمو (جدول رقم 5) إلى أن الفروق بين متوسط عوائد المحفظتين معنوية عند مستوى 5%، حيث لم تزد مستويات المعنوية عن 0.017، وأكدت نتيجة اختبار "مان-وتني اللامعلمي" Mann Wethny، أو ما يعرف باختبار "U"، معنوية هذه الفروق بمستوى 5%. وتأكيداً لهذه النتائج تشير نتيجة اختبار معنوية الهامش بين عوائد محفظتي القيمة والنمو (One Sample Test)، إلى ايجابية ومعنوية الهامش بمستوى 1% (جدول 5)، مما يؤكد تفوق أداء محفظة القيمة على محفظة النمو.

جدول رقم (5)

نتائج اختبارات الفرق

بين متوسطات العوائد الشهرية لمحفظة القيمة وبقيّة المحافظ

معيار التصنيف	الاختبار/المحافظ	القيمة/النمو	القيمة / الوسطية	القيمة / السوق
نسبة B/M	T	(.017) / 2.397	(.176) / 1.357	(.07) / 1.813
	U	(.043) / -2.024	(.286) / -1.044	(.236) / -1.185
نسبة E/P	T	(.012) / 2.515	(.035) / 2.12	(.005) / 2.852
	U	(.017) / -2.394	(.132) / -1.505	(.029) / -2.188

• مستوى المعنوية بين قوسين

كما يلاحظ من الجدول رقم (5) أن الفروق بين متوسط عوائد محفظة القيمة ومحفظة السوق معنوية بمستوى 5% وفقاً لنتائج اختبار "t" و "U"، وحسب معيار التصنيف على أساس نسبة E/P، بينما كانت الفروق غير معنوية عندما تم تصنيف المحافظ على أساس نسبة B/M.

وتؤكد نتيجة اختبار الهامش بين محفظتي القيمة والسوق نتائج الاختبارات السابقة، حيث تبين النتائج في جدول رقم (6) أن قيمة الهامش ايجابية ومعنوية عند مستوى 1% وحسب معياري التصنيف، وهذا يعني أن أداء محفظة القيمة قد تفوق على أداء محفظة السوق، وهو ما يؤكد نتيجة مؤشر جيبسن، التي حصلنا عليها سابقاً.

جدول رقم (6)

اختبار معنوية الهامش بين عائد محفظة القيمة
وكل من عائد محفظة النمو وعائد محفظة السوق

الهامش	معياري التصنيف	متوسط قيمة الهامش	قيمة اختبار t	مستوى المعنوية
Rv-RG	B/M	.00100	3.792*	.000
(القيمة-النمو)	E/P	.0109	4.468*	.000
Rv-Rm	B/M	.0071	3.446*	.001
(القيمة-السوق)	E/P	.0111	4.639*	.000

• ذو دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1%

اختبار رد الفعل المغالي فيه Test of Overreaction:

لاختبار الفرضية الثانية التي نصت على أن تفوق أداء محفظة القيمة ناتج عن رد فعل المستثمرين المغالي فيه للمعلومات المترتبة خلال الفترة، تم اتباع منهجية DeBondt and Thaler (1985)، ووفقاً لتلك المنهجية فإن فرضية رد الفعل المغالي فيه ننص على أن يكون:

- 1- متوسط العائد المتراكم لمحفظة القيمة الفائض عن عائد محفظة السوق أكبر من صفر.
- 2- متوسط العائد المتراكم لمحفظة النمو الفائض عن عائد محفظة السوق أقل من صفر.
- 3- الفرق بين متوسط العائد المتراكم للمحفظتين أكبر من صفر.

وبين الجدول رقم (7) نتائج الاختبار، حيث يتبين من النتائج أنها تتفق مع فرضية رد الفعل المغالي فيه قصير الأجل (Short-term Overreaction)، حيث تفوقت محفظة القيمة (في الفترات بعد تشكيل المحافظ) على محفظة السوق بمتوسط عائد معنوي بلغ 8.4%، 6.6% حسب تصنيف المحافظ على أساس نسبي B/M و E/P على التوالي، بينما حققت محفظة النمو عائد أقل من محفظة السوق بلغ 3.6%، 2.5% حسب معياري B/M، و E/P على التوالي.

وبالتالي فإن الفارق بين متوسط العائد المتراكم للمحفظتين (الهامش) بلغ 12.01%، 9.13%، وهو فارق ذو دلالة إحصائية حسب معياري التصنيف على التوالي، ومن الملاحظ أن أثر رد الفعل المغالي فيه كان أكبر بكثير لمحفظه القيمة منها لمحفظه النمو.

وباختبار أثر رد الفعل للفترة الطويلة لتحديد فيما إذا كان هذا الأثر يختفي مع إطالة فترة الاحتفاظ (فترة تشكيل المحفظه) نلاحظ أن أثر رد الفعل قد زاد بعد تشكيل المحافظ لفترة 5 سنوات (60 شهر) حيث زادت قيم الفارق بين متوسط العائد المتراكم للمحفظتين بشكل ملحوظ فبلغ 28%، 25.2%، على أساس نسبي B/M و E/P على التوالي

ومع أن هذا الفارق لم يكن ذي دلالة إحصائية إلا أنه يعطي مؤشراً بأن رد الفعل يسير بطريقة طردية وهو ما يتفق مع دراسة (DeBondt and Thaler (1985)، اللذين أشارا إلى أن هذه النتيجة تبين أن اتجاه الأسعار يسير بطريقة عكسية في الإعلان عن المعلومات، فطالما يركز المستثمرون على الأسهم التي تتجه لتحقيق عوائد متطرفة (Extreme) خلال فترة تشكيل المحفظه، فإن الإعلان عن المعلومات التي تتضمنها الأسعار سيكون أقل.

جدول رقم (7)

متوسط العائد غير العادي المتراكم
لمحفظتي القيمة والنمو
خلال الفترة 1984-2004

فترة احتفاظ 60 شهر			فترة احتفاظ 12 شهر			معياري التصنيف
t(ACAR)	S.d	ACAR	t(ACAR)	S.d	ACAR	
0.847	0.534	0.2261	**2.34	0.16	0.0837	القيمة
-0.157	0.685	-0.054	-0.939	0.173	-0.0364	النمو
0.645	0.614	0.28	**2.275	0.167	-12.01	الهامش
0.626	0.612	-0.1714	**2.173	0.136	0.006	القيمة
0.251	0.716	0.0803	-0.693	0.164	-0.0253	النمو
0.845	0.666	0.252	*1.921	0.15	0.0913	الهامش

* معنوي بمستوى 10%.

** معنوي بمستوى 5%.

*** معنوي بمستوى 1%.

ACAR: المتوسط المتراكم للعائد الفائض عن عائد السوق

المراجع

أولاً - مراجع باللغة العربية:

- البنك المركزي الأردني. النشرة الإحصائية الشهرية خلال الفترة 1984/3 و 2004/4.
- بورصة عمان. دليل الشركات المساهمة للأعوام 1983-2002.
- بورصة عمان. النشرة الإحصائية الشهرية خلال الفترة 1984/3 و 2004/4.
- الراوي، خالد وهيب. 1999. إدارة المخاطر المالية. عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والتوزيع.
- اللوغانى، نبيل عيسى، ومحمود حسين مطر. 2001. الأداء الاستثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مج 8، ع 2، ص ص 217-233.

ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية:

- Basu, S. 1977. *Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis*, 32, pp. 663-682.
- Bauman, Scott W.; Mitchell C. Conner, and R. E. Miller. 1998. "Growth Versus Value and Large-Cap versus Small-cap Stocks in International Markets", *Financial Analysts Journal*, pp.75-88.
- Bauman, Scott W., Mitchell C. Conner, and Robert E. Miller. 2001. "The performance of Growth stocks and Value stocks in Pacific Basin", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 4, pp.95-108.
- Bernstein, William J. 2002. *Are Value Stocks Riskier than Growth Stocks?*, www.Efficientfrontier.com/ef/902/vgr.htm
- Bodie, Zvi; Alex Kane; and Alan J. Markes. 2002. *Investments*, 15th ed., McGraw-Hill Irwin.
- Bourguignon, Francois; and Merielle De Jong. 2003. "Value Versus Growth", *Journal of Portfolio Management*, 29, pp.71-82.
- Capaul, Carlo, Ian Rowley, and William G. Sharpe. 1993. "International Value and Growth Stocks Returns", *Financial Analysts Journal*, pp. 27-36.
- DeBondt, Werner F.M., and Richard Thaler. 1985. "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, 40, pp. 793-805.
- Dimson, Elroy, Stefan Nagel, and Garrett Quigley. 2001. *Value versus Growth in the U.K. Stock Market, 1955 to 2000*. London Business School. Working Paper.
- Fama, Eugene F. 1998. "Value versus Growth: The International Evidence", *Journal of Finance*, 53, pp. 1975-1999.
- Gonenc, Halit, and Mehmet Bahakaran. 2003. "Do Value Stocks Earn Higher Returns than Growth Stocks in and Emerging Market? Evidence from the Istanbul Stock Exchange", *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14, pp.1-25.
- Ibbotson, Roger G.; and Mark W. Riepe. 1997. "Growth vs. Value Investing: And the Winner is ...", *Journal of Financial Planning*, pp. 64-71.
- LaPorta, Rafael and Others. 1997. "Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency", *Journal of Finance*, 52, pp. 859-874.

Investment Performance of Value and Growth Portfolios in Relation to Efficient Capital Markets "An Empirical Study in Amman Stock Exchange"

Prof. Dr. Muayad Al-Doori
Dean of Scientific Research
Al Ahliyya Amman University
Hashemite Kingdom of Jordan

Dr. Marwan J. Darwish
Director of Jerusalem Educational Area
Jerusalem Open University
State of Palestine

Abstract

Several studies showed that the performance of the stock portfolio of high B/M, E/P Ratios (Value Portfolios) has outperformed the stock portfolio of B/M, E/P low ratios (Growth Portfolios).

To examine this relation and Market Efficiency at the semi-strong level in accordance with various measurement used to classify the Value and Growth stocks at Amman Stock Exchange during the period 1984-2004, through using monthly data on stock prices and revenues covering all Jordanian companies listed in the market.

This study found real evidence that value portfolios outperform growth and market portfolios, the results also proved that there is a market under-reaction and a possibility for value portfolios to achieve abnormal return.

We considered this as an evidence of stock market in-Efficiency at the semi-strong level.