

الأداء الاستثماري لأسهم القيمة وأسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية

نبيل عيسى اللوغاني

محمود حسين مطر

جامعة الكويت - دولة الكويت

الملخص

خلت المكتبة العربية، حتى قبيل نشر هذا البحث، من أية دراسات، وصفية كانت أو كمية، حول قواعد تشكيل محافظ الاستثمار بالأسهم على أساس قيمة مضاعفات P/E. وتقوم هذه الدراسة بسد هذه الفجوة عن طريق تقديم عرض مقارن للجوانب النظرية والأدلة التجريبية للعلاقة بين مضاعف P/E وأداء محافظ الاستثمار بالأسهم في بعض الأسواق الراسخة. وقد تمخض عن اختبار هذه العلاقة في سوق الكويت للأوراق المالية نتائج تشير إلى أن المحافظ المشكلة من أسهم ذات مضاعفات منخفضة (أسهم قيمة) تتفوق في الأداء على المحافظ المشكلة من أسهم ذات مضاعفات مرتفعة (أسهم نمو). ويشير ذلك إلى عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وعلى إمكانية تحقيق عوائد فوق عادية فيه.

مصطلحات علمية

السوق الكفاء، استراتيجيات الاستثمار، المحافظ الاستثمارية، مضاعف السعر | الربحية، معدل العائد، أسهم النمو وأسهم القيمة.

الواردة إلى السوق وتُمتلُّ بناء على هذا
تقديرات غير منحازة^(١) (unbiased) لقيم
(Values) تلك الأسهم. وبموجب هذه
الفرضية، لا يمكن تحقيق عوائد^(٢)

يترتب على صحة فرضية كفاءة
أسواق رأس المال (Efficient Market Hypothesis) أن أسعار (Prices)
الأسهم تعكس بسرعة كل المعلومات

- (١) يقصد بغير منحازة أن مستويات أسعار الأسهم تتحدد في ضوء تفاعل «كل» أطراف السوق مع المعلومات الواردة.
- (٢) يعرف العائد على الاستثمار في الأسهم بأنه حاصل جمع التغير المئوي في السعر السوقي وتوزيعات الأرباح للسهم الواحد كنسبة من السعر السوقي الابتدائي.
- (٣) تعرف العوائد فوق العادية للسهم بأنها الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة بناء على نموذج CAPM.

تم تسلُّم البحث في أكتوبر ٢٠٠٠، وأجيز للنشر في مارس ٢٠٠١.

المقيمة أصولها بأقل من قيمها الجوهرية كما يقدروها المحللون الماليون. وتتميز هذه الأسهم بمضاعفات P/E ومضاعفات P/B ومضاعفات سعر سوقي/ التدفق النقدي للسهم (P/CF) منخفضة بالمقارنة مع أسهم النمو. وتكون توزيعات الأرباح النقدية لأسهم القيمة أعلى من توزيعات أسهم النمو بشكل عام.

وينقسم مديرو المحافظ إلى فئتين، ترى الأولى أن اقتناء أسهم النمو يحقق للمستثمر عوائد عالية في المدى الطويل، وترى الثانية أن شراء أسهم القيمة يحقق أعلى عائد للمستثمر. وقد نُشر العديد من الدراسات التي حاولت اختبار صحة هذه الآراء، وجاءت نتائج القديم والجديد منها مؤيدة بشكل عام لفرضية تفوق أداء أسهم القيمة [انظر: مجموعة الدراسات «القيمة» التي تشمل، مثلاً، Nicholsn (1960, 1968)، و Breen (1968) و McWilliams (1966) و Miller and Breen and Savage (1968) و Widmann (1966) وللاطلاع على بعض الدراسات «الجديدة»، انظر: Ibbotson and Riepe (1997) و Basu (1977) و Bauman، و Conover and Miller (1998) و Rowley and Sharpe (1993)]. وكان من أبرز استنتاجات هذه الدراسات ما يلي:

١ - يختلف الفرق بين عائد محافظ القيمة وعائد محافظ النمو بشكل كبير من شهر إلى آخر ويزيد على الفرق بين عوائد محافظ مشابهة تضم أسهماً منتقاة بطريقة

المتاحة عن مضاعف P/E للتنبؤ بالعوائد المستقبلية فوق العادية [انظر: Basu (1975) and 1977]. ويعرّف مضاعف P/E بأنه الآلية التي يتم بها رسملة (capitalization) الأرباح الجارية. فلو كان ربح السهم الواحد (EPS) في سنة من السنوات لشركة ما مثلاً يساوي ٠,١٥٠ دينار، وكان السعر السوقي (market price) للسهم يساوي ١,٥٠٠ دينار، فإن المستثمر يقبل بدفع عشرة أمثال الأرباح الجارية ليصبح مساهماً في رأسمال الشركة.

وعلى الرغم من عدم توافر تعريف مقبول من جميع الأطراف لأسهم القيمة وأسهم النمو، إلا أن المحللين الماليين متفقون على الخصائص العامة لهذين النوعين من الأسهم. فمن المعروف أن معظم محافظ النمو (growth portfolios) تتكون من أسهم الشركات التي تتميز بمعدلات نمو عالية لأرباحها ومبيعاتها وعائد حقوق مساهميتها (ROE). وتكون مضاعفات P/E ومضاعفات السعر السوقي/ القيمة الدفترية (P/B) لهذه الأسهم في الغالب عالية. وعلى النقيض من ذلك يتكون الجزء الأكبر من محافظ القيمة من الأسهم غير المرغوب فيها، مثل أسهم القطاعات الصناعية التي بلغت مرحلة النضج في دورة حياتها الإنتاجية وتحظى بفرص ضئيلة للنمو، وأسهم الشركات المتعثرة التي تتوافر لها فرص لتغيير أوضاعها إلى الأفضل، بما في ذلك أسهم الشركات التي يعاد هيكلتها بعد إعلان إفلاسها، أو بشكل عام أسهم الشركات

ربما كانت أعلى مخاطرة فتطلبت، تبعاً لذلك، علاوة عائد (return premium). حيث إنَّ تمتع سوق الأسهم بخاصية الكفاءة، أو حتى شبه الكفاءة، يلغي تماماً إمكانية تحقيق مثل تلك النتائج المذهلة باتباع استراتيجيات بسيطة مثل تكوين محافظ القيمة. وربما كان سبب تفوق أداء محافظ القيمة هو أنها تتميز بمخاطر عالية لا يمكن تحديدها بوساطة مقاييس عادية مثل الانحراف المعياري (Standard deviation) ومعامل بيتا (beta coefficient). ويستند أحد الانتقادات الموجهة إلى تلك النتائج على حقيقة أن الشركات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي نفسه غالباً ما يكون لها مضاعفات P/E متقاربة، الأمر الذي يجعل محافظ القيمة على الأرجح مكونة من قطاعات صناعية قليلة [انظر: Brown and Mott (1995)]. ولهذا، فإن العوائد التي تحققها هذه المحافظ تعكس بالدرجة الأولى تباين معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات الصناعية المختلفة، على حين أن تحقيق أية عوائد فوق عادية يكون على حساب محافظ أقل تنوعاً (diversification). وعلى الرغم من ذلك فقد قام Peavy and Goodman (1983) بأخذ المخاطرة والاختلافات القطاعية (industry effect) وحجم الشركة في الحسبان ووجد أن أداء محافظ القيمة يتفوق على أداء محافظ النمو.

ومن ناحية ثانية ثمة ثلاث فرضيات تدعم الرأي القائل بأن السوق يميل إلى تسعير أسهم القيمة بأقل من قيمها العادلة. فبالإضافة إلى فرضية «التفاعل المبالغ فيه

عشوائية [انظر: Rosenberg, Reid and Lanstein (1985)].

٢ - يمكن تحديد الاستراتيجية الاستثمارية المتبعة في إدارة محفظة ما عن طريق تحليل القيم التاريخية للتباين المشترك (Covariance) بين عوائد هذه المحفظة من جانب وعوائد محافظ قيمة ومحافظ نمو من جانب آخر. ويعزى جزء كبير من التباين (variance) في العائد المستقبلي لهذه المحفظة إلى العائد على الاستراتيجية المتبعة في إدارتها [انظر: (Sharpe (1988, 1992)].

٣ - وأخيراً حققت محافظ القيمة عوائد معدلة للمخاطرة (risk-adjusted returns) تفوق تلك التي حققتها محافظ النمو في الولايات المتحدة خلال الفترة ١٩٥٧ - ١٩٩٦، وفي بريطانيا وفرنسا وسويسرا واليابان خلال الفترة ١٩٨١ - ١٩٩٦ وفي ١٥ سوقاً آخر من أسواق الأسهم الراسخة خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٩٦. [انظر: Bauma, Miller and Capual, Rowley و Conover (1998) and Sharpe (1993)، و Basu (1977)].

لقد قدم عدد من الباحثين تفسيرات متنوعة لهذا التباين في الأداء الاستثماري. فرأى مؤيدو فرضية كفاءة أسواق رأس المال [انظر مثلاً: Fama and French (1992)] من ناحية أولى أن أسهم القيمة

وطبقاً لفرضية «الحصان الفائز» فإن عدداً قليلاً من المستثمرين يركز انتباهه على المؤشرات التجميعية لأسعار أسهم القيمة^(٧) (Value Index). وعوضاً عن ذلك، تكثف الأغلبية جهودها للعثور على عدد محدود من الأسهم التي يُعتقد أنها سوف تحقق نتائج باهرة. [انظر: David (1996) Dreman]. غير أن عدد أسهم القيمة التي تتوافر لها فرص تحقيق أرباح رأسمالية تماثل تلك التي تحققت في الماضي لأسهم شركات مثل مايكروسوفت (Microsoft) أو إنتيل (Intel) - قليل جداً. فإذا كان المستثمرون يفضلون اقتناء أعداد كبيرة من أسهم القيمة أو أسهم النمو (مثل الاستثمار في المؤشرات التجميعية لأسعار أسهم النمو أو القيمة)، وكانوا ينظرون إلى استراتيجيتهم الاستثمارية من منظور المحفظة الشاملة، فإن أسهم القيمة تصبح أكثر جاذبية. غير أن ولع المستثمرين بأسهم معينة يجعلهم يهتمون لا شعورياً بالأداء الفردي لهذه الأسهم بمعزل عن باقي مكونات محافظهم الاستثمارية.

الدراسات السابقة

تعد دراسة S. Francis Nicholson (1960) أول دراسة أجريت لاختبار العلاقة بين الأداء الاستثماري للأسهم ومضاعفات P/E في سوق نيويورك. وقد بينت نتائج

مع الأحداث التي تقع في الماضي القريب» والتي ورد ذكرها في المقدمة، توجد فرضية «الجميل والمنبوذ» (the beautiful and the damned) وفرضية «الحصان الفائز» (home run). وطبقاً لفرضية «الجميل والمنبوذ» [انظر: (1995) Haugen]، ترسم التوقعات المتفائلة لعوائد أسهم النمو والتغطية الواسعة والمستمرة لها من قبل الصحافة والدوائر الاستثمارية صورةً جميلة وجذابة لهذه الأسهم في ذهن المستثمر. وعلى النقيض من ذلك، تؤدي التغطية الصحفية غير الإيجابية لأسهم القيمة، التي تكون احتمالات نمو أرباحها ضعيفة، وتمر بظروف غير مؤاتية، إلى إصابة المستثمر بحساسية ضد مجرد التفكير في ضم هذه الأسهم إلى محفظته. إن توافر عدد كاف من المستثمرين المدفوعين بفعل هذا التأثير كفيل بأن يزيد الطلب على أسهم النمو ويقلصه على أسهم القيمة. غير أن تفوق أداء أسهم القيمة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً يصبح جلياً بمرور الزمن. ويؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمها لاحقاً محققاً بذلك أرباحاً رأسمالية معززة بتوزيعات أرباح نقدية يفوق عائدها الجاري (الربح الموزع للسهم / السعر السوقي للسهم) العائد الجاري لأسهم النمو.

(٧) المؤشرات التجميعية لأسعار أسهم القيمة وأسهم النمو هي مؤشرات مرجحة بالقيم الرأسمالية السوقية. ويتم تحديد الأسهم التي تستخدم أسعارها لحساب قيم هذين المؤشرين عن طريق ترتيب كل الأسهم المدرجة في قائمة تنازلياً بناءً على قيم مضاعف P/E، بحيث يتم استخدام الأسهم ذات المضاعفات العالية لحساب قيمة مؤشر النمو ويتم استخدام الأسهم ذات المضاعفات المنخفضة لحساب قيمة مؤشر القيمة.

العملية لمدد متعددة مع إعادة استثمار محصلات تصفية كل محفظة في بداية كل مدة جديدة. وفي نهاية المطاف، يتم قياس نمو المبلغ المستثمر في كل محفظة لتحديد المحفظة التي حققت أفضل أداء. ومن الواضح أن هذه المنهجية لا تأخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار عند المقارنة بين أداء أسهم القيمة وأسهم النمو.

إن عدم أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار في الدراسات «القيمة» دفع Basu (1977) إلى استخدام المنهجية نفسها لإعادة اختبار الظاهرة من خلال قياس العوائد المعدلة للمخاطر.

ولذلك استخدم أسلوب الانحدار الخطي العادي (OLS) لتقدير قيم ثلاثة من مقاييس العوائد المعدلة للخطر وهي مقاييس Jensen و Sharpe و Treynor. وتمخضت هذه الدراسة عن اكتشاف علاقة عكسية بين قيم مضاعف P/E ومعدلات العائد في سوق نيويورك خلال الفترة ١٩٥٧ - ١٩٧١. وسَوَّغ Basu ذلك بقوله إن المعلومات المتأصلة في مضاعفات P/E قد لا تنعكس في أسعار الأسهم بالسرعة التي تصفها فرضية كفاءة أسواق رأس المال.

وقارن Capual, Rowley and Sharpe (1993) بين أداء أسهم النمو وأسهم القيمة في أسواق الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وسويسرا واليابان خلال الفترة ١٩٨١ - ١٩٩٢ باستخدام المؤشرات التجميعية لأسهم النمو وأسهم القيمة (تم استخدام مؤشري S & P/

هذه الدراسة ونتائج الدراسات «القيمة» الأخرى أن الأسهم ذات مضاعفات P/E الصغيرة تحقق عائداً يفوق القيمة المتوسطة لعائد السوق ككل. وحيث إن هذه الدراسات قد سبقت ظهور المؤشرات التجميعية لأسعار القيمة وأسهم النمو التي تم استخدامها في الدراسات اللاحقة، فقد كان لا بد من تكوين محافظ قيمة ومحافظ نمو من الأسهم المدرجة في سوق نيويورك، ومن ثم المقارنة بين أدائها. وفي سبيل ذلك، كان يتم أولاً إيجاد مضاعفات P/E لعينة كبيرة من الأسهم. وبعد ذلك يتم ترتيب هذه الأسهم تنازلياً على أساس هذه المضاعفات. وتتمثل الخطوة التالية في تصنيف هذه الأسهم إلى عدة فئات تضم كل واحدة منها عدداً متساوياً من الأسهم ذات مضاعفات P/E متقاربة القيمة (لو كان عدد الفئات، مثلاً ثلاثة، لكانت الفئة الأولى تمثل محفظة النمو وكانت الفئة الثالثة تمثل محفظة القيمة وكانت الفئة الثانية تمثل حالة وسطى بينها). ويتم بعد ذلك استثمار مبالغ متساوية في كل سهم من أسهم هذه المحافظ لمدة معينة (سنة واحدة أو ثلاث أو خمس سنوات). ويتم في نهاية المدة قياس وتسجيل الزيادة أو النقص في قيمة كل محفظة، ومن ثم إعادة ترتيب عينة الأسهم تنازلياً حسب مضاعفات P/E الجديدة لإعادة تشكيل المحافظ الثلاث باستخدام ناتج تصفية المحافظ الأصلية (أرباح أو خسائر) لشراء الأسهم التي أصبحت الآن مرشحة للتصنيف تحت كل محفظة من المحافظ. ويتم تكرار هذه

بحيث يتفوق أداء أسهم النمو على أداء أسهم القيمة خلال فترات معينة من الزمن. وبيّنت الدراسة أيضاً أن الفترات التي يتفوق فيها أداء أسهم النمو غالباً ما يعقبها فترات يتفوق فيها أداء النوع نفسه من الأسهم أيضاً.

وقام Bauman, Conover and Miller (1998) بتوسيع نطاق دراسة Capaul, Rowley and Sharpe (1993) بحيث تغطي الفترة ١٩٩٣ - ١٩٩٦ وتشمل عشرين سوقاً راسخاً ممثلاً في مؤشر MscSI (Europe/ Australasia/ Far East) EAFE بالإضافة إلى سوق كندا. واستخدمت الدراسة منهجية مماثلة للمنهجية التي استخدمت في الدراسات القديمة لتصنيف الأسهم وتكوين محافظ القيمة ومحافظ النمو على أساس مضاعفات P/B و P/CF و P/E والعائد الجاري. وقامت الدراسة بقياس العائد على كل محفظة على أساس التغير المئوي في السعر السوقي زائداً التوزيعات كنسبة من السعر الابتدائي. وتم استخدام الانحراف المعياري مؤشراً لمخاطرة العائد. وقد بينت نتائج الدراسة أن أداء أسهم القيمة كان في المتوسط أفضل من أداء أسهم النمو قبل وبعد أخذ المخاطرة بعين الاعتبار خلال سنوات الدراسة. غير أن أداء أسهم القيمة لم يتفوق على أداء أسهم النمو في كل سنة من السنوات. وفي الأحوال التي تكون فيها عوائد أسهم القيمة هي الأعلى، يكون الفرق بين عوائد الفئتين شاسعاً. وقد كان تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو

BARRA لأسهم القيمة وأسهم النمو في حالة الولايات المتحدة ومؤشرات تجميعية مماثلة أعدها Union Bank of Switzerland's Institutional Investment Management Group, Zurich في حالة الأسواق الخمسة الأخرى). ووجدت هذه الدراسة أن أداء أسهم القيمة قد تفوق في المتوسط على أداء أسهم النمو في كل سوق من هذه الأسواق خلال فترة الدراسة قبل وبعد أخذ عنصر المخاطرة (باستخدام مقياس Sharpe) بعين الاعتبار. كما كشفت هذه الدراسة عن أن معاملات الارتباط بين فروقات عائد أسهم القيمة وأسهم النمو في أسواق هذه الدول صغيرة جداً. ويعني ذلك أن تكوين محافظ القيمة باستخدام أسهم مدرجة في سوقين أو أكثر من هذه الأسواق يحقق فعالية تفوق تلك التي يمكن تحقيقها باستخدام أسهم سوق واحد فقط.

ومهد Ibbotson and Riepe (1997) لدراستهما بمقدمة تضمنت وصفاً وافياً لمؤشرات Wilshire و Russell و S&P/ BARRA و Barclays Global Investors التجميعية لأسعار أسهم شركات النمو وأسهم القيمة الكبيرة والصغيرة في الولايات المتحدة. وحسباً بعد ذلك متوسط العائد السنوي وانحرافه المعياري لهذه المؤشرات خلال الفترة ١٩٧٩ - ١٩٩٧. بيّنت النتائج أن عوائد أسهم القيمة كانت أعلى من عوائد أسهم النمو، على الرغم من انخفاض تذبذب الأولى مقارنةً مع تذبذب الثانية. وكشفت الدراسة أيضاً عن وجود تحركات دورية (cycles) لمعدلات العائد،

واضحاً في معظم الأسواق المدروسة. وتعزو الدراسة هذه النتائج إلى ردود فعل المستثمرين والمحللين الماليين المتسارعة حيال بيانات نمو أرباح الشركات.

بيانات الدراسة

على الرغم من أن سوق الكويت للأوراق المالية يحتل المرتبة الثانية من حيث إجمالي القيمة الرأسمالية بين أسواق دول مجلس التعاون، إلا أنه يعد من أصغر الأسواق الناشئة الأخرى. ومع ذلك، تتوافر للسوق أربعة مؤشرات تجميعية لأسعار مرجحة بالقيم الرأسمالية السوقية للشركات المدرجة في البورصة (Market - capitalization - weighted index)^(٨). وتتفرع عن بعض هذه المؤشرات مؤشرات تفصيلية لأسعار أسهم شركات القطاعات الاقتصادية المختلفة وأسعار أسهم الشركات الصغيرة والشركات الكبيرة (Al-Loughani, 1999) ولكن حتى اليوم لم يتم إعداد مؤشرات تجميعية لأسعار أسهم النمو وأسهم القيمة؛ ولهذا تصبح المنهجية المتبعة في الدراسات القديمة لتكوين محافظ أسهم القيمة وأسهم النمو هي البديل الوحيد لهذه الدراسة.

تعتمد هذه الدراسة على البيانات السنوية المنشورة لأسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية اعتباراً من ديسمبر ١٩٩٢ إلى ديسمبر ١٩٩٩. ومما لا شك فيه أن بيانات الدراسة

تغطي فترة زمنية قصيرة جداً بالمقارنة مع بيانات الدراسات السابقة. وقد يدعو هذا إلى لزوم الحذر عند تفسير النتائج. ويمنعنا من إضافة المتوافر من بيانات سوق الأسهم خلال الفترة التي سبقت حقبة التسعينيات إلى عينة الدراسة عدم انتظام هذه البيانات وعدم دقتها وانقطاعها لمدة تزيد على السنتين بسبب الغزو العراقي الغاشم لدولة الكويت، وقد تم جمع البيانات من مصادر متعددة، وتمت مراجعتها ومطابقتها للتأكد من صحتها ودقتها. وقد تم اختيار عينة أسهم الدراسة من الأسهم التي استوفت الشروط التالية:

- ١ - أن تكون أسهم شركات كويتية مدرجة في بورصة الكويت خلال فترة الدراسة.
- ٢ - أن تكون أسهماً تم تداولها ولم يصدر بحق الشركات المصدرة لها أية قرارات تمنع أو تعيق تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.
- ٣ - أن تكون أسهماً تتوافر لها بيانات الأسعار السوقية والأرباح المحققة والموزعة في نهاية كل عام.

كان عدد الشركات الكويتية المدرجة في بورصة الكويت ٦٦ شركة، على حين كان عدد الشركات غير الكويتية المدرجة تسع شركات وذلك في عام ١٩٩٩. وقد تم استبعاد الشركات غير الكويتية من عينة الدراسة لعدم

(٨) بالإضافة إلى مؤشر بورصة الكويت الموزون بالأسعار، يوجد مؤشر الشال المؤقت الذي يعده مكتب الشال للاستشارات الاقتصادية ومؤشر KIC الذي تعده الشركة الكويتية للاستثمار ومؤشر NBK الذي يعده بنك الكويت الوطني ومؤشر Global الذي تعده شركة بيت الاستثمار العالمي.

جدول ٢
الأداء الاستثماري لمحفافظ القيمة والنمو خلال الفترة ١٩٩٩ - ١٩٩٩

عائد محفظة السوق (%)	Kruskal- Wallis ANOVA				محفظة أسهم النمو		محفظة أسهم الوسطية		محفظة أسهم القيمة		نهاية ديسمبر
	P	H	P	F	(%) العائد بالدينار	(%) العائد بالدينار	(%) العائد بالدينار	(%) العائد بالدينار	(%) العائد بالدينار	(%) العائد بالدينار	
١٠,٤	٠,٣٣٥	٢,٢٤٨	٠,٣٥٥	١,٠٧٧	١٦,٧	١١٦,٧١٧	٩,١	١٠٩,٠٧٥	٣٩,٧	١٣٩,٦٨٧	١٩٩٣
-١٠,٩	٠,٣٩٠	٦,٤٨٤	٠,٣٠٠	٤,٥٣٥	-٠,٥	١١٦,١٤٤	٦,٦	١٠١,٩٠٢	-١,١	١٣٨,١٠٦	١٩٩٤
٢٥,٨	٠,٠٠٣	١١,٤١٤	٠,٣٢٠	٤,٣٨	٤٥,٠	١٦٨,٤٢٨	١٢,٣	١١٤,٣٢٠	٤١,٨	١٩٥,٨٦٠	١٩٩٥
٣٢,١	٠,٠٠٠	١٧,٦٥٩	٠,٠٠٠	١٤,٧٦٠	٣٦,٢	٢١٢,٥٧٨	٤٣	١٥٣,١٧٢	٥٨,٧	٢١٠,٨٨٦	١٩٩٦
٢٠,١	٠,٠٠٠	٣,٣١٢١	٠,٠٠٠	١٢,١٣٨	٣٩,٢	٢٩٥,٩٥٤	٢٢,٥	١٨٧,٥٩٢	٦٢,٧	٥٠٥,٩١٤	١٩٩٧
-٣٤,٨	٠,٠٠٠	١٧,٥٤٦	٠,٠٠٠	١٠,٦٦١	-٥١,٤	١٤٣,٧٤٠	-٤٦,٥	١٠٠,٤٣٢	-٤٣,٥	٢٨٥,٨١٩	١٩٩٨
-٠,٣	٠,٠٠٠	١٩,٩١٥	٠,٠٠٠	٤٤,٠٩٤	-١٧,٥	١١٨,٦٢٤	-١١,٦	٨٨,٧٥٠	-١,٤	٢٨١,٩٤٢	١٩٩٩
٢,٨					٢,٥		-١,٧		١,٦		(١) متوسط العائد السنوي
٥,٥					٣٤,٧		٢٥,٥		٣٩,٣		(١) الانحراف المعياري
١٤,٨					١٣,٩		١٥,٦		٢,٥		معامل الاختلاف
-٠,٦					-٠,١٤		-٠,٢١		٠,٤٠		مقياس Sharpe
											معنوية الفرق بين معدلات عوائد محففتي القيمة والنمو والمحفظة الوسطية لإجمالي السنوات
											معنوية الفرق بين معدل عائد محفظة القيمة ومعدل عائد محفظة السوق لإجمالي السنوات

- (١) متوسط العائد السنوي هو معدل العائد السنوي المركب.
(٢) حسبت هذه المؤشرات باستخدام متوسط معدل العائد السنوي المركب.
* معنوي عند مستوى معنوية ٥ بالمائة.

محفظة السوق خلال فترة الدراسة. وقد تمخض عن ذلك الحصول على قيمة قدرها ٦,٣٩ لمعلمة F ومستوى قدره ٠,٠٢٧، لقيمة P فيما يتصل باختبار ANOVA، وقيمة قدرها ١٠,٨٥ لمعلمة H ومستوى قدره ٠,٠١٣ لقيمة P، وهو ما يعني أن الفرق بين معدل عائد محفظة القيمة وعائد محفظة السوق معنوي عند درجة ثقة تزيد على ٩٥٪ أيضاً.

الخلاصة والتوصيات

تقدم هذه الدراسة أول دليل تجريبي على تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩٢ - ١٩٩٩. ويعني ذلك أن مضاعفات P/E ربما تكون مفيدة لأغراض التنبؤ بالأداء الاستثماري المستقبلي للأسهم. غير أن هذا الاستنتاج يجب ألا يدعو إلى الدهشة؛ لأن الكثير من مديري المحافظ في أسواق الأسهم الراسخة ذات الكفاءة العالية يستخدم هذه المضاعفات لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، على حين أن سوق الأوراق المالية في الكويت ضعيف، إن لم يكن عديم الكفاءة [انظر: AL-Loughani (1995, 2000) وAL-Loughani and Moosa (2000) وChappell (1999)]. وقد يكون سبب تفوق أداء أسهم القيمة على أداء أسهم النمو في السوق الكويتي هو بطء ردود أفعال أسعار الأسهم حيال البيانات الواردة إلى السوق. وقد يكون السبب هو عدم تلقي كل المتداولين لهذه المعلومات في وقت واحد [انظر: AL-Loughani (1999)]. وأخيراً، قد يكون السبب

ولتأكيد هذه النتائج تم إيجاد قيمة مقياس Sharpe^(٩) (reward- to- variability measure) وتم استخدام سعر الفائدة على الودائع المتبادلة بين البنوك التجارية لمدة سنة (kibor) كممثل (proxy) لمعدل العائد الخالي من الخطر (risk- free rate). وتشير قيم هذا المقياس إلى أن محفظة القيمة قد حققت عائداً مرتفعاً لكل وحدة خطر كلية مقارنة بالمحافظ الثلاث الأخرى.

وللتأكد من المعنوية الإحصائية للفروقات بين معدلات عائد محفظتي القيمة والنمو والمحفظة الوسطية تم إجراء اختبار تحليل التباين ذي الاتجاه الواحد (one- way ANOVA)، وتمخض هذا الاختبار عن الحصول على قيمة قدرها ٥,١٣ لمعلمة F ومستوى قدره ٠,٠١٧ لقيمة p، وهو ما يعني أن الفروقات بين معدلات عائد المحافظ الثلاث معنوية عند درجة ثقة تزيد على ٩٥ بالمائة. بيد أن نتائج هذا الاختبار يجب تفسيرها بكثير من الحذر بسبب صغر العينة (سبع مشاهدات). فمن المعروف أن الاختبارات المعلمية (parametric tests)، بما في ذلك اختبار ANOVA تتطلب استخدام عينات كبيرة، وبناء على ذلك، تم إجراء اختبار Kruskal- Wallis test اللامعلمي (Non- parametric) لدعم نتائج اختبار ANOVA أو تفنيدها. وقد بلغت قيمة المعلمة H وقيمة P لهذا الاختبار ٨,٨٨ و ٠,٠١٢ على التوالي مؤكدة معنوية هذه الفروقات. وتم بعد ذلك تطبيق الأساليب الإحصائية السابقة لقياس معنوية الفروق بين أداء محفظة القيمة وأداء

بإعداد مؤشرات تجميعية لأسعار أسهم النمو وأسهم القيمة في السوق الكويتي.

تمثل هذه الدراسة محاولة رائدة في مجالها، حيث تفتقر المكتبة العربية إلى دراسات عن الأسواق المالية العربية بصفة عامة، وسوق الكويت بصفة خاصة وهي بذلك تفتح المجال أمام دراسات أخرى مثل قياس أثر تكرار وتدوير وتشكيل المحافظ الاستثمارية في الأداء الاستثماري. كذلك فإنها تفتح المجال لبحوث أخرى لتقويم أداء محافظ القيمة ومحافظ النمو في ضوء معايير أخرى مثل مؤشرات P/B و P/CF والحجم والقطاعات الصناعية، مما سيؤدي

هو تفاؤل المتداولين المبالغ فيه بمستقبل الأسهم ذات معدلات النمو العالية وتوقعاتهم غير الموضوعية فيما يتصل بمستقبل أداء الأسهم ذات معدلات النمو المنخفضة. وبصرف النظر عن نتائج هذه الدراسة، يبدو أن الأداء المتفوق لأسهم القيمة في الأسواق الراسخة قد تحقق على مدى سنوات طويلة. لذا يستحسن تحقيق بعض التوازن بين نسب أسهم القيمة وأسهم النمو عند تكوين محافظ الأسهم الكويتية، مع أن الأداء المتفوق لأسهم القيمة في السوق الكويتي يجعلنا نوصي بالتركيز على هذه الأسهم لكل المستثمرين فيما عدا أولئك الذين لا يمانعون من التعرض لمخاطر عالية نسبياً. وأخيراً فقد حان الوقت لكي تقوم جهة ما

المراجع

- Al-Loughani, N.E. 1995. Random Walk in Thinly Traded Stock Markets: The Case of Kuwait. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 3(1): 189-209.
- Al-Loughani, N. E. 1999. Share Price Indexes in the Kuwait Stock Exchange. *Al-Mustakbal*, (October): 26-29.
- Al-Loughani, N.E. 2000. *Recent Trends and Market Inefficiency in the Kuwait Stock Exchange: Evidence from the Post - Liberation Era*, in *Arab Stock Markets Recent Trends and Performance*, Edited by Riad Dahel, The Arab Planning Institute, Kuwait, The American University in Cairo Press, pp. 63-73.
- Al-Loughani, N. E. 1999. The Analysis of the Causal Relationship between Stock Prices and the Trading Volume in the Kuwaiti Stock Market. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 15: 25-47.
- Al-Loughani, N. E. and Chappell, D. 2000. Modelling the Day-of-the-Week Effect in the Kuwait Stock Exchange: A Non-linear GARCH Representation. *Applied Financial Economics* (Forthcoming).
- Al-Loughani, N.E. and Moosa, I. 1999. Testing the Efficiency of an Emerging Stock Market Using Trading Rules: The Case of Ku-

- wait. *Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies*, 24 (95): 217-237.
- Basu, Sanjoy. 1975. The Information Content of Price-Earnings Ratios. *Financial Management*, 4 (2): 53-64.
- Basu, Sanjoy. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3): 663-682.
- Bauman, W. Scott. 1989. Investment Research Analysis in an Emerging Market: Singapore and Malaysia. *Financial Analysts Journal*, 45(6): 60-67.
- Bauman, W. Scott. 1996. Channels Used to Research Global Equity Investments. *Journal of Investing*, 5 (4): 37-47.
- Bauman, W. Scott and Johnson, James M. 1996. Investment Research Information in Europe. *Journal of Investing*, 5 (2): 21-35.
- Bauman, W. Scott, Conover, C. Mitchell and Miller, Robert E. 1998. Growth Versus Value and Large-Cap Versus Small-Cap Stocks in International Markets. *Financial Analysts Journal*. (March/April): 75-89.
- Bauman, W. Scott and Miller, Robert E. 1997. Investors Expectations and the performance of Value Stocks Versus Growth Stocks. *Journal of portfolio Management*, 23 (Spring): 57-68.
- Breen, William. 1968. Low price - Earnings Ratios and Industry Relationships. *Financial Analysis journal*, (July/August): 125-127.
- Breen, William and Savage, James. 1968. Portfolio Distributions and Tests of Security Selection Models. *The Journal of Finance*, (December): 805-819.
- Brown, Melissa R. and Mott, Claudia E. 1995. *Understanding the Differences and Similarities in Equity Style Indices*, in T. Daniel Coggin and Frank J. Faboggi, eds, *The Handbook of Equity Style Management*, New Hope, PA: Frank J. Faboggi Associates, 1995.
- Capaul, Carlo, Rowley. Ian and Sharpe, W. F. 1993. International Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, (January/February):27-36.
- Dreman, David, "Value Will out", *Forbes*, June 17th 1996.
- Fama, Eugene E. and French, Kenneth R. 1992. The Cross - Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47 (2): 427-466.
- Haugen, Robert. 1995. *The New Finance: The Case against Efficient Markets*, New Jersey: Printice Hall.
- Ibbotson, Roger G. and Riepe, Mark W. 1997. Growth Vs. Value Invest-

- ing: And the Winner is. *Journal of Financial planning*, (June): 64-71.
- McWilliams, James D. 1966. Prices, Earnings and P/E Ratios. *Financial Analysts Journal*, (May/June): 137-142.
- Miller, Paul F. and Widmann, Ernest R. 1966. Price performance Outlook for High and Low P/E Stocks. *1966 Stock and Bond Issue, Commercial and Financial Chronicle*, (September 29): 26-28.
- Nicholson, S. Francis. 1960. Price-Earnings Ratio. *Financial Analysts journal*, (July/August): 43 - 45.
- Nicholson, S. Francis. 1968. Price Ratios in Relation to Investment Results. *Financial Analysts Journal*, (January/February): 105-109.
- Peavy, John and Goodman, D.A. 1983. The Significance of P/E_s for Portfolio Returns. *The Journal of Portfolio Management*, (winter): 43-47.
- Rosenberg, B., Reid k. and Lanstein R. 1985. Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of portfolio Management*, 9:18-28.
- Sharpe, W. F. 1988. Determining a Funds Effective Asset Mix. *Investment Management Review*, September/October.
- Sharpe, W. F. 1992. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement. *Journal of Portfolio Management*, 18 (2): 7-19.
- Smidt, Seymour. 1968. A New look at the Random Walk Hypothesis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (September): 235-262.

ABSTRACT

INVESTMENT PERFORMANCE OF VALUE STOCKS AND GROWTH STOCKS IN THE KUWAITI STOCK EXCHANGE

Nabeel E. Al-Lougani

Mahmoud H. Matar

Kuwait University

The Arabic library has been, untill the publication of this study, nill and void of any study that addresses P/E stock trading strategies. This study fills this gup by introducing the theoretical aspects and empirical evidence of the relationship between P/E multiples and the investment performance of common stocks in some developed stock markets. Moreover, the empirical testing of this relationship in the Kuwait stock market shows that low P/E shares (vluue stocks) outperform high P/E shares (growth stocks). This result is consistant with weak-form inefficiency and indicative of the possibility of making abnormal returns in the Kuwaiti stock market.

نبيل عيسى اللوغانى (دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، تخصص التمويل، جامعة جولدن جيت، سان فرانسيسكو، الولايات المتحدة، ١٩٨٧) أستاذ مساعد، قسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، له اهتمامات بحثية في مجالات الاستثمار في أسواق الأسهم، ومخاطر تذبذب أسعار صرف العملات الأجنبية، وإدارة المؤسسات المالية.

محمود حسين مطر (دكتوراه الفلسفة، في التمويل والاستثمار، جامعة برمنجهام، المملكة المتحدة، ١٩٨١)، مدرس، قسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، له اهتمامات بحثية في مجالات الاستثمار وإدارة المحافظ، تمويل الشركات، الاستثمارات الأجنبية المباشرة والشركات متعددة الجنسية، والإدارة المالية في القطاع الصحي.



حوليات الآداب والعلوم الاجتماعية



تصدر عن مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت

دورية علمية محكمة تتضمّن مجموعة من الرسائل وتعني بنشر الموضوعات التي تدخل في مجالات اهتمام الأقسام العلمية لكلّيتي الآداب والعلوم الاجتماعية

- ◆ تنشر الأبحاث والدراسات الأجنبية باللغتين العربية والإنجليزية شريطة أن لا يقل حجم البحث عن ٦٠ صفحة وأن لا يزيد على ٢٠٠ صفحة مطبوعة من ثلاث نسخ.
- ◆ لا يقتصر النشر في الحوليات على أعضاء هيئة التدريس لكلّيتي الآداب والعلوم الاجتماعية فحسب بل يشمل ما يعادل هذه التخصصات في الجامعات والمعاهد الأخرى داخل الكويت، وخارجها.
- ◆ يرفق بكل بحث ملخص له باللغة العربية وآخر بالإنجليزية لا يتجاوز ٢٠٠ كلمة.
- ◆ يمنح المؤلف ٣٠ نسخة مجاناً.

رئيسة هيئة التحرير

د. نسيمه راشد الغيث

للمؤسسات	للأفراد	تراكات
٣٧ د.ك	٧ د.ك	داخل الكويت
١٥٠ دولاراً أمريكياً	٣٧ دولاراً أمريكياً	الدول الأجنبية
٣٧ د.ك	١٠ د.ك	الدول العربية

ثمن الرسالة : للأفراد ٥٠٠ فلس
ثمن المجلد السنوي: للأفراد ١٠ دك

توجه المراسلات إلى:

رئيسة هيئة تحرير حوليات الآداب والعلوم الاجتماعية
ص.ب: ١٧٣٧٠ - الخالدية - رمز بريدي 72454: هاتف/فاكس: ٤٨١٠٣١٩
ISSN 1560-5248 Key title: Hawliyyat Kulliyyat al-adab
<http://Pubcouncil.kuniv.edu.kw/AFA/>
E-mail: aotfoa@kuc01.kuniv.edu.kw