مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية

اسم المقال: أثر اختلاف مستوى مضاعف الأرباح على عوائد ومخاطرة الاستثمارات – دراسة تطبيقية في سوق الأسهم السعودية
اسم الكاتب: د. بابكر مبارك عثمان الشيخ
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/1683
تاريخ الاسترداد: 2026/11/01 23:54 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

أثر اختلاف مستوى مضاعف الأرباح على عوائد ومخاطرة الاستثمارات (دراسة تطبيقية في سوق الأسهم السعودية)*

د. بابكر مبارك عثمان الشيخ**

*تاريخ التسليم: 2016/3/2م، تاريخ القبول: 2016/11/26م.
**أستاذ مساعد/ جامعة نجران/ المملكة العربية السعودية.

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين اختلاف مستوى مضاعف الأرباح وعوائد ومخاطرة الأسهم في البيئة السعودية، عبر بناء محافظ من مستويات مضاعفات مختلفة(عالية ومنخفضة). وتمثلت فرضيات الدراسة في أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين محفظة المضاعف المنخفض وتحقيق معدلات عوائد متوقعة أعلى مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع، وهناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين محفظة المضاعف المنخفض وارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع. غطت بيانات الدراسة المدة من 2007- 2016، تكونت عينة الدراسة من (50) شركة تشكلت من كل قطاعات سوق الأسهم السعودي. ودلت نتائج الدراسة على أن هناك علاقة مهمة إحصائياً بين مستوى مضاعف الأرباح المنخفض وتحقيق عوائد متوقعة أعلى على الاستثمارات، إضافة إلى أن العلاقة بين مستوى مضاعف الأرباح ودرجة المخاطرة الكلية لم تكن علاقة مهمة إحصائياً. وخلصت الدراسة إلى عدد من التوصيات أهمها التركيز في الاستثمار على الأسهم التي لها مضاعفات أرباح عالية.

الكلمات المفتاحية: مضاعف الأرباح، المخاطرة، العائد، الأسهم السعودية.

The Effect of the Different Levels of Earnings Multiplier on the Returns and Risks of Investments: An applied Study on the Saudi Stock Market

Abstract:

This study aims at testing the relation between the different levels of earnings multiplier, and the returns and risks of the stock investment in the environment of Saudi Arabia through constructing portfolios for the different earnings multiplier levels (high and low). The study hypothesis assumes that there is a statistically significant relation between low earnings multiplier portfolio and achieving higher expected rates of returns compared to high multiplier portfolio, and there is a statistically significant relation between low earnings multiplier portfolio and increasing risk degree compared to the high earnings multiplier portfolio. The study data covers the period of 2007- 2016. The study sample consists of (50) companies involved in all the sectors of the Saudi Arabia stock market. The results of the study shows that there is a statistically significant relation between the level of low earnings multiplier portfolio and achieving higher expected returns on investments. Moreover, the study shows that the relation between earnings multiplier and the degree of overall risk is statistically not significant. The study concludes a number of recommendations, one of which is to highly focus while investing in the stock market on stocks that have high earnings multiples.

***Key words**: Earnings multiplier, Risk, Return, Saudi Arabia Stock Market*

المقدمة:

تعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعاً بين المستثمرين، وهي بالأساس تمثل أدوات ملكية تكسب مالكيها الحق في إدارة الشركة، ومن مبررات شيوعها أنها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلائم مختلف اهتمامات وحاجات المستثمرين، وهذا ما يجعل حجم الاستثمار فيها كبيراً، لكن درجة المخاطرة فيها مرتفعة مقارنةً ببقية الاستثمارات. وذلك كله جعل هذه الأسهم تحظى باهتمام كبير في الأدبيات المالية عبر تعريفها وتحديد القيم المختلفة لها، والبحث في العوامل المؤثرة على قيم هذه الأسهم بمداخل تحليل مختلفة، وتحديد الحقوق المختلفة التي تتيحها للمساهمين،والاهتمام بتوقيت الاستثمار في هذه الأسهم بيعاً وشراء ،وكيفية بناء محافظ استثمارية مختلفة من هذه الأسهم تلبي أهداف المستثمر، بالإضافة للاهتمام بإيجاد القيم الحقيقية لها لاتخاذ قرار الاستثمار فيها.

يسعى هذا البحث لاختبار أداء الأسهم والمحافظ في سوق الأسهم السعودي، وتعود البدايات التاريخية لهذا السوق إلى العام 1932م حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وتوالي فيما بعد إنشاء شركات آخرى خاصة في السبعينات من القرن الماضي، ومع تطور عدد شركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات. في عام 1984م تم تنظيم التداول بشكل رسمي.وفي عام 1990م بدأ السوق تطبيق نظام الآلي للتداول وعمليات التسوية والتقاص، وفي العام 2001م تم اعتماد نظام (تداول) كبديل للنظام الآلي السابق. في العام 2003 تمت إعادة هيكلة السوق المالية السعودية من الناحية التنظيمية والإشرافية، وإنشاء هيئة السوق المالية التي تتمتع باستقلالية مالية وإدارية،

وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة.(هيئة السوق المالية ،2005: 2-3).

أولاً- مشكلة الدراسة:

بالرغم من شيوع وجاذبية الاستثمار في الأسهم العادية، إلا أن الصعوبة تكمن في كيفية اختيار هذه الأسهم وتشكيل محافظ استثمارية منها، لأن هناك العديد من مداخل واستراتيجيات الاستثمار، ولا تعطي هذه المداخل النتائج نفسها دائماً بسبب اختلاف المتغيرات والمؤشرات التي يؤخذ بها. ومن بين البدائل التي تتاح في هذا المجال استخدام نسبة سعر السهم إلى أرباحه كاستراتيجية للمفاضلة بين الاستثمارات.

ويعد مضاعف الأرباح (أو نسبة سعر السهم إلى أرباحه) مؤشراً للعلاقة بين السعر السوقي للسهم وأرباحه، ويثار خلاف حول المستوى الأفضل لمضاعف الأرباح، فبعضهم يرى أفضلية الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة ؛ لأنها تقود لتحقيق عوائد أعلى مقارنة بمضاعفات الأرباح العالية، في حين يفضل آخرون الاستثمارات ذات مضاعفات الأرباح المرتفعة. كما أن هناك خلافاً حول مستوى مخاطرة الاستثمارات تبعاً لاختلاف مستوى مضاعف الأرباح، فبعضهم يرى أن المضاعفات المنخفضة تصاحبها دائماً مخاطرة منخفضة، والعكس صحيح.

وعليه تتلخص مشكلة الدراسة في تشخيص العلاقة بين مستوى مضاعفات الأرباح (العالية أو المنخفضة)، وأداء الاستثمارات مقاساً بمخاطرة وعوائد الأسهم والمحافظ في سوق الأسهم السعودية، أي في اختبار أفضلية الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح عالية أو منخفضة.

ثانياً-أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في الآتي:-

أ- تناولها لموضوع مهم وحيوي هو تحليل أداء الأسهم العادية، التي تعد من أكثر الأدوات الاستثمارية قبولاً لدى المستثمرين. وقد ظل موضوع محددات الأسعار السوقية للأسهم يمثل مجالاً خصباً للبحث والدراسة في كثير من البيئات، ولمدة طويلة، ولم تتوصل نتائج الدراسات إلى عامل حاسم يفسر سلوك أسعار الأسهم، وتمثل هذه الدراسة مساهمة متواضعة في الخوض في هذا الأمر في البيئة السعودية.

ب- تبرز أهمية الدراسة في أن موضوع مضاعف الأرباح يعد بنظر كثير من أهل الاختصاص أحد أهم مؤشرات اختيار الأسهم وتشكيل المحافظ الاستثمارية، لذا عادة ما ينشر في الوثائق والنشرات التي تصدرها أسواق المال كما هو الحال في سوق الأسهم السعودي(تداول).

ت- يستمد البحث أهميته من اختلاف نتائج الدراسات حول مستوى مضاعف الأرباح الأمثل من خلال السعي لاختبار هذه المفاهيم في بيئة الدراسة السعودية.

ثالثاً-أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف هذه الدراسة في الآتي:

أ- تسليط الضوء على جانب معرفي حيوي ومهم في الإدارة المالية وهو تحليل أداء الأسهم العادية وبناء محافظها.

ب- اختبار فرضيات الدراسة والتوصل لحقائق قد تخدم المعرفة في مجال إدارة الاستثمارات.

ت- بناء محافظ الأسهم من قطاعات مختلفة ، ومقارنة أدائها بمؤشر مضاعف الربحية في مستويات مختلفة، مما قد يسهل من عملية اختيار القرار الاستثماري لبعض المستثمرين، خاصة وأن المضاعف هو أحد المؤشرات الأساسية التي تنشر في إصدارات سوق الأسهم السعودي الشهرية والسنوية.

رابعاً-فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة على الفرضيات الآتية:

أ- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات الأرباح المنخفضة وتحقيق معدلات عوائد متوقعة أعلى للأسهم، والمحافظ مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع.

ب- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات الأرباح المنخفضة وارتفاع درجة المخاطرة للأسهم، والمحافظ مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع.

خامساً-حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في عينة ومجتمع الدراسة، وفي المدى الزمني، ومجتمع الدراسة يتمثل في كل الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي وعددها (109) شركة عام 2007، ولاختبار مفاهيم الدراسة يشترط توافر الآتي للشركات:

أ- الانتظام في الإدراج والتداول خلال مدة الدراسة.

ب- تحقيق أرباح بانتظام خلال مدة الدراسة.

ت- عدم تحقيق قيم مضاعف أرباح شاذة خلال مدة الدراسة.

وبتطبيق هذه الشروط أصبح عدد الشركات المتاح هو (84) شركة في كل السوق. قسمت هذه الشركات بموجب مستويات مضاعف الأرباح إلى ثلاث محافظ كالآتي: محفظة المضاعف المنخفض، وتكونت من أسهم لها مضاعفات أرباح أقل من 15 مرة، وعددها (28) شركة، ومحفظة المضاعف المتوسط، وتكونت من أسهم تتراوح مضاعفات أرباحها بين15.1-30 مرة وعددها (34) شركة، ومحفظة المضاعف العالي، والتي تكونت من أسهم لها مضاعفات أرباح أكثر من 30 مرة، وعددها (22) شركة. وتم استبعاد الشركات ذات مضاعفات الأرباح المتوسطة انسجاماً مع متطلبات هذه الدراسة التي تسعى لاختبار أداء الأسهم والمحافظ ذات المضاعفات العالية والمنخفضة فقط. وبتطبيق هذه المعايير تكونت عينة الدراسة من (50) شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي، تشكلت من كل قطاعات السوق السعودي.

وغطت الدراسة مدة (10)سنوات من 2007-2016م (الربع الأول)، والسبب في اختيار هذه المدة هو أن السوق المالية السعودي لم يكن ينتظم في إصدار التقارير الإحصائية السنوية قبل العام 2007.

سادساً-النماذج الكمية المستخدمة في الدراسة:

يستلزم الأمر هنا التعريف بكل مؤشر وكيفية قياسه .

أ- مضاعف الأرباح:-

يحسب هذا المضاعف بقسمة سعر السهم على أرباحه الحالية، أي أن:

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0}$$

Po: سعر السهم السوقي في نهاية المدة (سعر الإغلاق)

EPS_0 : أرباح السهم الواحد في المدة الحالية.

ب- معدل العائد المتوقع للسهم:-

يحسب معدل العائد المتوقع على السهم كالآتي :

$$\overline{R_i} = \sum_{t=1}^{n} Ri/n$$

حيث إن:

$\overline{R_i}$: معدل العائد المتوقع للسهم.

n: المدة الزمنية.

R_i : معدل العائد المتحقق للسهم (معدل العائد الرأسمالي أو التنامي الرأسمالي) ويحسب كالآتي :

$$R_i = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث إن :

P_1 : سعر السهم في نهاية المدة.

P_0 : سعر السهم في بداية المدة. (Gitman ,2012:311) and Zutter

كما يمكن حساب معدل العائد المتوقع للسهم بمعادلة الانحدار الخطي البسيط (نموذج شارب) كالآتي:

$$\overline{R_i} = \alpha_i + \beta_i \overline{R_m}$$

حيث إن :

α_i : الحد الثابت أو حد تقاطع معادلة الانحدار

β_i : معامل بيتا السهم

$\overline{R_m}$: معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق

ت- عائد محفظة الأسهم:-

يحسب معدل العائد المتوقع على المحفظة بالمعادلة الآتية :-

$$\overline{R_p} = \sum_{i=1}^{n} W_i \overline{R_i}$$

حيث إن :

RP: معدل العائد المتوقع للمحفظة.

WI: وزن السهم في المحفظة.

وتحسب بيتا المحفظة كالآتي:

$$B_p = \sum_{i=1}^{n} W_i B_i$$

WiBi: المعدل الموزون لبيتا أسهم المحفظة.

كما يمكن حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة كالآتي:

$$\overline{R}p = \alpha_p + B_p \overline{R}m$$

حيث إن:

$\overline{R}p$: معدل العائد المتوقع للمحفظة.

α_p: حد التقاطع للمحفظة ويمثل معدل العائد اللانظامي للمحفظة.

ث- المخاطرة النظامية اللانظامية والكلية:-

تحسب المخاطرة النظامية للمحفظة (SR) كالآتي :

$$SR = \left(\sum_{i=1}^{n} (W_i B_i)^2 \right) \sigma_m^2$$

حيث إن:

σ_m^2: تباين عوائد محفظة السوق.

أما المخاطرة اللانظامية للمحفظة (UR) فتحسب كالآتي :

$$UR = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 \sigma_{ei}^2$$

حيث إن:

σ_{ei}^2: تباين حد الخطأ العشوائي للمحفظة.

وتتكون المخاطرة الكلية للمحفظة من مجموع المخاطرة النظامية للمحفظة (SR) والمخاطرة اللانظامية للمحفظة (UR) (Berk, et.al., 2012:349).

والمتغير المستقل في هذه الدراسة هو مضاعف الأرباح، في حين أن المتغيرات التابعة هي معدل العائد المتوقع، والمخاطرة للأسهم والمحافظ. والعلاقة بين مضاعف الأرباح ومعدل العائد المتوقع هي علاقة عكسية في أغلب الدراسات -كما سيتضح لاحقاً في الدارسات السابقة وفي الإطار النظري- في حين أن العلاقة بين مضاعف الأرباح و مخاطرة الاستثمارات غير مؤكدة.

ثامناً-الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:-

تستخدم الدراسة نموذج الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين عدد من متغيراته، إضافة لاختبار الفرضيات، وفي هذا تفيد الدراسة من البرنامج الإحصائي الجاهز (Minitab).

تاسعاً- مصادر البيانات:-

استقت هذه الدراسة بياناتها السنوية الخاصة بسعر الإغلاق، وربحية السهم العادي الواحد، ومضاعف الربحية للسهم من السوق المالية السعودية (تداول) من التقارير الإحصائية السنوية (المؤشرات المالية الرئيسية) للمدة 2007-2016.

الدراسات السابقة

1- دراسة :(Rahmani , et.al., 2015:23-25):-

سعت هذه الدراسة إلى اختبار أداء عينة من الأسهم بنسب مضاعف الأرباحP-E، مضاعف الأرباح إلى معدل النمPEG ، ومضاعف الأرباح المعدل بأخذ النمو والمخاطرةPERG. تكونت العينة من 80 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية غطت بياناتها المدة من2010-2013. افترضت الدراسة أن المحافظ ذات النسب P-PERG,PEG,E المنخفضة ستحقق أداء أفضل من تلك التي تكون بها هذه النسب عالية. خلصت الدراسة إلى أفضلية الاستثمار في الأسهم ذات النسب P-PERG,PEG,E المنخفضة.

2- دراسة :(Solanki, 2014:4245):-

هدفت الدراسة إلى معرفة واختبار أثر مضاعف الأرباح في سوق الأسهم الهندي، والبحث فيما إذا كانت إستراتيجية المضاعف المنخفض يمكن أن تقود لتحقيق عوائد غير اعتيادية، وكذلك اختبار ما إذا كان أداء الاستثمار في الأسهم العادية يرتبط بمضاعفات الأرباح. أخذت بيانات مؤشر سوق بومباي الذي يتكون من 100 شركة للعام 2013، شكلت منها أربع محافظ ذات مضاعفات مختلفة. تم تقييم أداء هذه المحافظ بمقاييس (شارب Sharpe وترينور Treynor).توصلت الدراسة إلى أفضلية الاستثمار في الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة.

3-دراسة :(Fun and Basana, 2012):-

أشارت هذه الدراسة في مستهلها إلى أن الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة يعد إستراتيجية استثمار شائعة في أندونيسيا. وينظر لهذه الأسهم على أنها ذات أسعار رخيصة حالياً، ويتوقع أن تحقق عوائد عالية في المدة اللاحقة. تكونت عينة الدراسة من 45 شركة مدرجة في سوق أسهم اندونيسيا، غطت بياناتها المدة من 2005-2010. دلت نتائج الدراسة على أن هناك فروقاً معنوية بين عوائد المحافظ ذات مضاعفات الأرباح العالية وتلك ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة في الأجل القصير للاحتفاظ بهذه الاستثمارات(مدة ستة أشهر)، ,وأن ليس هناك فوارق معنوية في أداء هذه المحافظ إن كان الأجل يتراوح بين سنة إلى أربع سنوات, وخلصت

الدراسة إلى أن هذه النتيجة تعطي إشارة للمستثمرين للاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة في الأجل القصير(ستة أشهر) لتحقيق أرباح كبيرة.

4- دراسة: Pettersen, 2011:-

تمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في معرفة ما إذا كان تشكيل محفظة من أسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة في سوق ستوكهولم للأوراق المالية سيؤدي إلى تحقيق عوائد غير اعتياديةAbnormal Returns. جمعت بيانات الدراسة للمدة من 2002-2009. وقسم السوق إلى ثلاث محافظ بموجب المضاعف هي محافظ الأسهم الكبيرة والمتوسطة والصغيرة، ورتبت النتائج تصاعدياً. اختير 25 سهماً لتشكيل محفظة الأسهم ذات المضاعفات المنخفضة، وقيم أداء هذه المحفظة بمؤشر جونسونJensen's Index ، وتمت مقارنة أداء هذه المحفظة بمؤشرين للسوق.توصلت الدراسة إلى أفضلية عوائد المحفظة المكونة من أسهم لها مضاعفات أرباح منخفضة مقارنة بمؤشرات السوق الأخرى، واستنتجت وجود ما يسمى بأثر نسبة سعر السهم إلى ربحيته a price earnings effect، في سوق ستوكهولم للأوراق المالية، وإمكانية تحقيق عوائد غير عادية في هذا السوق.

5- دراسة: Truong,2009 :-

ركزت هذه الدراسة على مدخل الاستثمار في أسهم القيمة The value investing approach كإستراتيجية للاستثمار في الأسهم العادية في نيوزلندا. اختيرت شركات غطت بياناتها 11 سنة في المدة من يناير1997- ديسمبر2007، وكان عدد الأسهم في أول سنة(70) سهماً، وفي آخر سنة (166) سهماً. استبعدت أية شركات حققت خسائر خلال هذه المدة، وشكلت (5) محافظ من الأسهم المختارة بموجب ترتيب مضاعفات الأرباح في تلك السنوات، ثم حسبت عوائد تلك الاستثمارات.

تفوقت الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة على تلك ذات المضاعفات العالية في نيوزلندا، ويعزى ذلك إلى ما يسمى بظاهرة التسعير الخاطئ في سوق الأسهم في نيوزلندا الناتجة عن عدم دقة (استقراء/استنباط) تقديرات المستثمرين للأداء في الماضي. كذلك توصلت هذه الدراسة إلى ارتفاع مخاطرة الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية مقاسة بمعامل بيتا والانحراف المعياري مقارنة بالأسهم ذات المضاعفات المنخفضة.

6- دراسة (AL-Mwalla and EL-Khouri, 1996):-

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر كل من مضاعف الأرباح وحجم الشركة على عوائد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. تكونت عينة الدراسة من (31) شركة صناعية ، جمعت بياناتها للمدة 1991-1993. توصلت الدراسة إلى إمكانية الحصول على عائد إضافي إذا تم الاستثمار في المحفظة المكونة من أسهم الشركات الصغيرة الحجم، بينما لم تثبت النتائج وجود عائد إضافي من الاستثمار في المحفظة المكونة من أسهم الشركات ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة، مقارنة بالعائد الذي يحصل عليه المستثمر عند استثماره في محفظة مكونة من أسهم ذات مضاعفات أرباح عالية.

7- دراسة (Jahnke, et.al., 1987):-

نبهت هذه الدراسة في مستهلها إلى أن كثيراً من المستثمرين قد بقوا غير مقتنعين بالحقيقة التي أشارت إليها كثير من الدراسات خلال السنوات السابقة، وهي أن التركيز على مضاعفات الأرباح المنخفضة يقود إلى عوائد أعلى مقارنة بمضاعفات الأرباح العالية، وقد تحدد هدف هذه الدراسة في اختبار إستراتيجية التركيز على مضاعفات الأرباح المنخفضة والعالية.

لإلغاء الأثر المحتمل لحجم الشركة اختيرت فقط الشركات ذات رأس المال الكبير (أكثر من 200 مليون دولار). وقد أخذت الدراسة بعوامل حجم الشركة والدورة الاقتصادية والنمو لأن بعضهم يرى بأن إستراتيجية مضاعفات الأرباح المنخفضة تلائم فقط الشركات ذات رأس المال القليل، وأنها تلائم مرحلة معينة من الدورة الاقتصادية، ولأن هناك اعتقاداً بأن أسهم النمو لها مضاعفات أرباح عالية. وقد دلت الاختبارات المختلفة لهذه الدراسة على أفضلية التركيز على مضاعفات الأرباح المنخفضة.

8-دراسة (Peavy and Goodman, 1983):-

أشارت بعض الدراسات إلى أن العوائد غير العادية التي قد تحققها المحافظ المشكلة من أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة تعزى لعوامل أو اعتبارات لا علاقة لها بمضاعفات الأرباح. وبموجب ذلك تحدد هدف هذه الدراسة في تحديد ما إذا كان بإمكان المستثمر تحقيق معدلات عائد معدل بالمخاطرة بامتلاك محافظ مكونة من أسهم لها مضاعفات أرباح منخفضة، وتسكين العوامل الأخرى غير ذات الصلة بهذه النسب التي قد تدفع لتحقيق العوائد غير العادية. والعوامل المقصودة هي حجم الشركة وعدم انتظام التداول وأثر الصناعة، وبعد تسكين أو استبعاد أثر هذه العوامل الثلاثة اختارت الدراسة عينتها

وتكونت من (40) سهماً من صناعات مختلفة (شكلت منها ثلاث محافظ) وقد أخذت بياناتها لمدة(11) عام، وحسبت مضاعف الأرباح ورتبت الأسهم داخل كل صناعة بموجب هذه النسب. وتوصلت الدراسة إلى أن محافظ الصناعات ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة كانت هي الأفضل، وتميزت عن المحافظ ذات مضاعفات الأرباح العالية، كما دلت النتائج على أن العوائد تتناقص بتزايد مضاعفات الأرباح، والخلاصة أن هذه الدراسة قد فضلت إستراتيجية الأسهم ذات المضاعفات المنخفضة.

9-دراسة (Basu, 1977: 663-682):-

تعد هذه الدراسة من الدراسات الرائدة في موضوع مضاعف الأرباح ، وهدفت لتحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين أداء الأسهم ومضاعفات الأرباح، ومن بين الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE والبالغ عددها (1400) شركة اختارت الدراسة عينتها التي كانت (753) شركة أوفت بمتطلبات الدراسة، والمدة المدروسة كانت (14) عاماً من 1956-1971. وشكلت (5) محافظ اعتماداً على تدرج مضاعف الأرباح، وحسبت مضاعف الأرباح بالإضافة لهذه المحافظ الخمس لمحفظة السوق ولمحفظة أخرى ضمت الأسهم التي لها أرباحا سالبة. وقيس أداء هذه المحافظ بمقاييس (Trenynor , Sharpe , Jensen) ودلت النتائج أن المحافظ ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة حققت عوائد أعلى من المحافظ المكونة من أسهم لها مضاعفات أرباح عالية، وقد دلت مقاييس الأداء الثلاثة على تميز المحافظ ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة.

بعد استعراض هذه الدراسات يلاحظ أن موضوع الدراسة قد حظى باهتمام تطبيقي في بيئات مختلفة، وأن هذا الاهتمام قد تركز في البحث عن إمكانية تحقيق عوائد أعلى عبر الاستثمار في أسهم ومحافظ لها مضاعفات أرباح قليلة، وقد تماثلت نتائج الدراسات السابقة بشكل عام، مما يعني تفضيل إستراتيجية الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة.

الإطار النظري

- مفهوم مضاعف الأرباح:-

تعد نسبة سعر السهم إلى أرباحه Price-Earnings Ratio، أو مضاعف سعر السهم إلى أرباحه Price-Earnings Multiplier أو مضاعف الأرباح Earnings Multiplier، أو المضاعف Multiple مؤشراً للعلاقة بين السعر السوقي للسهم وأرباحه. (وسيستخدم مصطلح مضاعف الأرباح في هذه الدراسة كبديل لهذه المترادفات).

ويفسر مضاعف الأرباح بأنه يمثل مقدار ما يرغب المستثمر في دفعه عن ريال واحد من أرباح الشركة، أي عدد مرات الأرباح التي يرغب المستثمر في دفعها عن السهم، ولذلك تعد ممارسة استثمارية معيارية، إذ يشار عادة إلى أن السهم يباع مثلاً بعشرة أو بسبعة أضعاف أو مرات الأرباح. ومع شيوع هذا التفسير إلا أن هناك تفسيراً آخر لهذه النسبة وهو أنها تمثل عدد السنوات التي يمكن فيها استعادة أصل أو مبلغ الاستثمار (السهم) فإذا كان ناتج هذه النسبة عشرة مثلاً، فأن هذا يعني أن الشركة سوف تستغرق عشر سنوات لتغطي أو تستعيد سعر السهم من أرباحها.(Reilly and Brown, 2012:308)

وهذا التفسير يجعل مضاعف الأرباح مماثل لطريقة مدة الاسترداد Payback Period Method لتقييم المشاريع، ويرى (Levy،1998:499) أنه يمكن استخدام هذا المدخل لاتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، فإذا كان المستثمر يرغب مثلاً في استعادة استثماره خلال سبع سنوات، وكانت مدة استرداد السهم خمس سنوات فعليه أن يشتري ذلك السهم، أما إذا كانت مدة الاسترداد أطول من سبع سنوات فيجب عليه عدم شرائه.

ويعتقد بعضهم أن مضاعف الأرباح للسهم المسعر بشكل عادل يساوي معدل نمو أرباح ذلك السهم، ومن خلال المقارنة بين معدل النمو ومضاعف الأرباح يتخذ قرار الاستثمار بالسهم، وبموجب ذلك يعد السهم صفقة مربحة إذا كان له مضاعف أرباح أدنى من معدل نمو أرباحه (أي يجب شراؤه) والعكس صحيـــــح.

ولكن وجهة النظر الأكثر صحة لمضاعف الأرباح هي التي ترى أن هذه النسبة تمثل عدد مرات الأرباح التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها عن سهم معين، وهذه النظرة هي المعتمدة في مختلف الأسواق المالية، والشائعة في الأدبيات المختصة.

- أهمية مضاعف الأرباح:-

تتجسد أهمية مضاعف الأرباح، في جوانب عدة، فهو يعد من أهم نماذج تقييم الأسهم العادية وأكثرها شيوعاً، ويتغلب على انتقادات نماذج التقييم الأخرى والمتمثلة في إهمال الأرباح المستقبلية والقدرة على تحقيق التدفقات النقدية، وذلك عبر التركيز على الأرباح المستقبلية المتوقعة، وهذا ما يدفع للاعتقاد بأن هذا المؤشر

يصلح وحده لاختيار الأسهم، ولتحديد ما إذا كان السهم مضخماً أو مخفضاً أو عادل السعر، كما تبرز أهمية هذا المؤشر في شيوعه وكونه أحد المفردات اليومية التي يتداول استخدامها بين المستثمرين وفي الصحف والنشرات المالية، كذلك تبرز أهميته في أنه ظل على الدوام أحد القضايا التي تشغل بال المختصين وتثير الخلاف بينهم حول قياسه وتحديد متغيراته وتفسيره وحتى حول جدوى استخدامه. (McMenamin1999:270).

ويمكن مضاعف الأرباح من المقارنة بين أداء الشركات أو الصناعات فكلما ارتفع دل ذلك على أفضلية أداء شركة معينة أو صناعة معينة، كما أن هذا المؤشر يعد مؤشراً لثقة وتفاؤل وحماس وتوقعات المستثمرين حول أداء الشركة الحالي والمستقبلي، ويعد أيضاً وسيلة هامة في تحديد السعر الذي يجب أن تباع به الأسهم الجديدة، ووسيلة للحكم على مدى توافر فرص النمو، بالإضافة لكونه مؤشراً لاختيار أسهم النمو، وكذلك يدخل في كثير من نماذج تقييم تلك الأسهم، كما قد يستخدم في إدارة المحفظة لتقييم القوة النسبية للسهم ،أي في تقييم مدى جاذبية سهم معين، كما يستخدم في القرارات الخاصة بالاندماج والاقتناء بين الشركات ، ويستخدم معكوس المضاعف (نسبةE/P) كبديل عن كلفة رأس المال الممتلك.

- مضاعف الأرباح وعائد ومخاطرة السهم:-

يثار الجدل- دائماً - بين المختصين حول ما إذا كانت الأسهم أو المحافظ ذات مضاعفات الأرباح العالية تحقق عوائد أعلى مقارنة بالأسهم أو المحافظ ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة، وكذلك حول علاقة المخاطرة بارتفاع أو انخفاض هذه النسبة، ويتلخص الجدل حول علاقة مضاعف الأرباح بالعوائد في اتجاهين أساسين، الاتجاه الأول يرى أن مضاعف الأرباح المنخفض يقود لتحقيق عوائد أعلى مقارنة بمضاعف الأرباح العالي، وهذا الأمر يصح على مستوى الاستثمارات الفردية، وعلى مستوى المحافظ.

وتتلخص آراء أنصار مضاعف الأرباح المنخفض في أن الحصول على ريال واحد من الأرباح الحالية سيكون أرخص في هذه الحالة (Bodie, et.al, 2013:462) ،وهذا يعني أن الأرباح الحالية مسعرة بشكل معقول، في حين أن مضاعفات الأرباح العالية تعني أن الأرباح عالية السعر(Levy, 1998:150) ، إضافة إلى أن أي انخفاض في معدل نمو الأرباح سيترك آثاراً كبيرة على حملة الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية، وقد يدفع كثيرين منهم لبيع الأسهم، كما أن الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة ربما تكون مهملة من قبل السوق الآن، لكنها ستصبح لاحقاً أسهماً جيدة محققة تدفقات نقدية وأرباحاً عالية، ويرى البعض أن مضاعفات الأرباح المنخفضة تعني أن الأسهم مخفضة الأسعار، و أن الأسهم ذات مضاعفات الإرباح المنخفضة لها أسعار تقل عن قيمتها الحقيقية، ويتضح هذا من مقارنة ربحية السهم الواحد بين الأسهم التي يجب أن تتحقق.(Sareewiwatthana, 2014:116)

وهناك من يعزي أفضلية الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة إلى صعوبة التنبؤ بنمو الأرباح، لأن السوق عادة يكافئ الأسهم ذات النمو المتوقع العالي بعوائد أعلى، لكن صعوبة وعدم دقة التنبؤ تجعل الفارق بين الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية والمنخفضة قليلاً مما يتيح أمام حملة الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة فرص استثمارية واسعة، وربما تدفع صعوبة التنبؤ بنمو أرباح الشركة بالمستثمرين لإعطاء أهمية أو وزن أكبر للأرباح الحالية مقارنة بالأرباح المستقبلية، وهذا ما يجعل الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة أكثر جاذبية من الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية.

وقد دعمت أكثر الدراسات التطبيقية صحة استراتيجية مضاعفات الأرباح المنخفضة- والتي يسميها البعض The P/E effect،(Bodie,et.al,2013:425) على مستوى المحافظ والاستثمارات الفردية، وهذا ما أكدته دراسة (باسو) التي توصلت إلى تميز أداء المحافظ ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة إذ حققت عوائد غير عادية حتى بعد التعديل للمخاطرة، وهذا مادفع الباحث للتشكيك في افتراضات السوق الكفوءة Efficient Market Hypothesis (Basu,1977: 672). وتوصل (جانكي وزملاؤه) إلى النتيجة نفسها بعد اختبار أداء محافظ مكونة من أسهم لها مضاعفات أرباح عالية، وأخرى مكونة من أسهم لها مضاعفات أرباح منخفضة ، وخلال مدد مختلفة بعد استبعاد أثر حجم الشركة وأثر اختلاف الدورة الاقتصادية وأثر النمو المؤقت على أداء الاستثمارات (Jahnke , et.al, 1987:45).

أما الاتجاه الثاني فهو الذي يناصر مضاعفات الأرباح العالية، لأن ارتفاع هذه النسبة يدل على تفاؤل وثقة المستثمرين، وعلى التوقعات الجيدة لمعدلات نمو أرباح الشركة مما يقود لدفع أسعار عالية عن أرباح الأسهم أملاً في الحصول على عوائد أعلى.

وقد دعمت نتائج العديد من الدراسات التطبيقية صحة افتراضات هذا الاتجاه أيضاً، ومنها دراسات (Johnson, et.al,1989:501)،(McELREATH,1976:32).

عبد الحافظ،1998: 214).كما دلت نتائج مقارنة هذه النسبة بين دول مختلفة على أن الشركات التي تتصف بكفاءة توظيف استثماراتها وتحقق عوائد عالية من هذه الاستثمارات تتداول عادة بمضاعفات أرباح عالية. (Damodaran, 2012:479)

ويعارض بعضهم إستراتيجية المضاعف المنخفض لمبررات عدة، منها أن المستثمرين يفضلون السهم ذا المضاعف العالي الذي قد يعد صفقة مربحة، إذا كان من المتوقع نمو أرباحه وتوزيعات أرباحه بمعدل أعلى وأسرع مقارنة بالسهم ذي المضاعف المنخفض. كما أن الاعتقاد بأفضلية التركيز على الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة يثير الشك حول افتراضات السوق الكفوءة. كما يعارض هؤلاء الكتاب استراتيجية المضاعف المنخفض انطلاقاً من الاعتقاد بأن نجاح هذه الإستراتيجية في السابق لا يعني بالضرورة نجاحها لاحقاً، إذ يصبح نجاحها في المستقبل أمراً مشكوكاً فيه لأن كثيراً من المستثمرين سوف يتبعوها.

إن تفضيل الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية وافتراض أنها تحقق عوائد كلية أعلى مما تحصل عليه الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة يتأتى من كون المكاسب الرأسمالية التي تحصل عليها الأسهم عالية النمو في الأمد الطويل أعلى مما تحصل عليه الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة، وهذا يعني أن المحافظ المكونة من أسهم ذات مضاعفات عالية تتميز على المحافظ المشكلة من أسهم ذات مضاعفات منخفضة من حيث العائد .ويشير بعضهم إلى أن الشركات التي لها معدل نمو داخلي عال ، ولها مضاعفات أرباح عالية ستحقق عوائد أفضل مقارنة بالشركات ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة والنمو المنخفض وذات معدلات إعادة الاستثمار العالية، لأنه في كثير من الحالات لم تحقق الشركات ذات P/E المنخفضة عوائد مناسبة من إعادة استثمار الأرباح. ويرى البعض أن الشركات ذات النمو العالي عادة يكون لها مضاعفات أرباح عالية، وكذلك فأن الشركات التي ليس لها حاجة كبيرة لإعادة استثمار أموالها تكون لها مضاعفات أرباح عالية (Solanki,2014:142)

وهناك خلاف آخر حول علاقة درجة المخاطرة بمضاعف الأرباح، فبعضهم يرى أن المضاعف العالي تصاحبه مخاطرة سوقية عالية، وأن المخاطرة السوقية القليلة تصاحب المضاعف المنخفض ، في حين يعتقد آخرون أن هذه العلاقة عكسية، وأنه بثبات كل العوامل الأخرى فأن الأسهم عالية المخاطرة لها مضاعفات أرباح منخفضة (Bodie, et.al, 2013:425).ولقد كرست نتائج الدراسات التطبيقية من اختلاف الآراء حول العلاقة المذكورة، (فباسو) مثلاً توصل إلى أن الأسهم والمحافظ التي لها مضاعفات أرباح منخفضة حققت أعلى العوائد، وهذه العوائد لم تصاحبها مخاطرة عالية مما دفعه للتشكيك في صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ودقته (Basu,1977:666-668).وأيدت دراسات أخرى الاعتقاد بأن المخاطرة السوقية المنخفضة تصاحب الأسهم ذات مضاعفات الأرباح العالية، ويعزو (العامري) العلاقة بين ارتفاع نسبة P/E وانخفاض المخاطرة إلى نمو واستقرار الأرباح ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة P/E، ويترتب على ذلك انخفاض المخاطرة، والذي يترتب عليه انخفاض معدل العائد المطلوب، مما يقود بدوره إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم عن قيمته السوقية (العامري، 1999: 152).

الجانب التحليلي

- مضاعف الأرباح للعينة:-

يوضح الجدول (1) عينة الدراسة موزعة إلى محفظتين هما: محفظة المضاعف المرتفع ، ومحفظة المضاعف المنخفض، وتكونت محفظة المضاعف المنخفض من أسهم لها مضاعفات تقل عن 15 مرة، (بمتوسط 12.42 مرة)، وحققت شركة (الجوف) أدنى مضاعف أرباح في هذه المحفظة، وأعلى مضاعف في هذه المحفظة تحقق لشركة (الفخارية). أما محفظة المضاعف المرتفع فقد تكونت من أسهم لها مضاعفات تفوق 30 مرة(بمتوسط 64.54 مرة)،وتحقق أدنى مضاعف أرباح في هذه المحفظة لشركة (مكة)، وكان المضاعف الأعلى لشركة (ساركو).

وقد كان معامل الاختلاف لمحفظة المضاعف المنخفض يساوي (0.098)، في حين كان هذا المعامل يساوي (0.421) لمحفظة المضاعف المرتفع، وهذا يعني أن مكونات محفظة المضاعف الأقل هي الأكثر تجانساً مقارنة بالمحفظة الأخرى.

جدول(1)
عينة الدراسة مقسمة إلى محفظتي المضاعف المنخفض والمضاعف المرتفع

محفظة المضاعف المنخفض(أقل من 15 مرة)			محفظة المضاعف المرتفع(أكثر من30 مرة)		
ت	الشركة	مضاعف الأرباح (مرة)	ت	الشركة	مضاعف الأرباح (مرة)
1	الرياض	12.10	1	البلاد	61.99
2	الفرنسي	11.87	2	كيمانول	62.97

ت	الشركة	محفظة المضاعف المنخفض(أقل من 15 مرة) مضاعف الأرباح (مرة)	ت	الشركة	محفظة المضاعف المرتفع(أكثر من30 مرة) مضاعف الأرباح (مرة)
3	ساب	12.72	3	الصحراء	73.24
4	العربي	10.98	4	ساسكو	39.39
5	سامبا	11.08	5	فتيحي	40.07
6	سافكو	14	6	الحكير	33.91
7	الأسمنت العربية	14	7	الغذائية/وفرة	66.19
8	أسمنت اليمامة	11.99	8	تبوك الزراعية	76.01
9	أسمنت السعودية	12.47	9	الدرع العربي	52.66
10	أسمنت القصيم	12.00	10	ساركو	119.33
11	أسمنت الجنوبية	13.04	11	السعودية المتقدمة	110.08
12	أسمنت ينبع	11.35	12	سيسكو	46.27
13	أسمنت الشرقية	11.86	13	المملكة	62.86
14	أسمنت تبوك	14.20	14	معادن	81.51
15	الغاز والتصنيع	13.36	15	استرا	31.35
16	الجوف	10.44	16	معدنية	94.89
17	الاتصالات STC	10.89	17	السعودية الصناعية	33.95
18	اتصالات الاتحاد	11.21	18	أنابيب	77.11
19	التعاونية	12.04	19	مكة	30.21
20	الكيمائية	11.01	20	مبرد	112.29
21	العبد اللطيف	12.97	21	تهامة	39.49
22	الخزف	13.83	22	الأبحاث والتسويق	74.17
23	الزامل	10.95	23		
24	البابطين	13.37	24		
25	الفخارية	14.94	25		
26	دار الأركان	11.96	26		
27	البحري	13.76	27		
28	بدجت	13.45	28		
	المتوسط	12.42		المتوسط	64.54

تحليل أداء محفظة المضاعف المنخفض:-

لقياس أداء الأسهم والمحافظ تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط بين عائد الشركة كمتغير تابع، ومعدل العائد المتوقع لمحفظة السوق (الخاصة بكل مضاعف هنا) كمتغير مستغل، كما هو شائع في كثير من الدراسات.

وسيتم هنا أولا تحليل أداء محفظة المضاعف المنخفض ومكوناتها، يلي ذلك تحليل أداء محفظة المضاعف المرتفع ومكوناتها.

تكونت محفظة المضاعف المنخفض من (28) سهماً، وكان معدل العائد المتوقع لها هو(0.243) كما يتبين من الجدول(2).

- الفا (الحد الثابت) ومعامل بيتا:-

يظهر الجدول(2) أن متوسط الحد الثابت (مساهمة معدل العائد غير السوقي) لمحفظة المضاعف المنخفض قد بلغ في المتوسط (0.012)، وحقق (أسمنت الشرقية) أدنى معامل بيتا في هذه المحفظة(10 .0) ، في حين حقق سهم (الفخارية) أعلى قيم معامل بيتا في هذه المحفظة (2.64)

- معدل العائد المتوقع:-

حقق أفضل أداء في محفظة المضاعف المنخفض لسهم (البابطين) بمعدل عائد متوقع (2.877) ، في حين حقق (الخزف) أدنى معدل عائد متوقع (-1.654). ومن بين

(28) سهماً حققت (8) أسهم فقط عوائد سالبة،وهذا مؤشر جيد عن الأداء.

- المخاطرة النظامية واللانظامية والكلية:-

كان متوسط المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المنخفض (0.134)، شكلت المخاطرة اللانظامية منها نسبة قليلة (متوسط 30%)، وهذا يعنى أن مخاطرة هذه المحفظة تتأتى بالدرجة الأساس من المخاطرة النظامية ، وهذا يشير إلى قوة أثر العوامل الكلية (الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية وغيرها) في تفسير سلوك أسهم هذه المحفظة، بعبارة أخرى فأن المكون الأهم من مخاطرة هذه المحفظة يعود إلى مصادر عامة وكلية تؤثر على كل الشركات في السوق المالي.

ويلاحظ أن هناك تبايناً شديداً في المخاطرة الخاصة بالأسهم، ففي جانب المخاطرة اللانظامية حققت شركة (الاسمنت العربية) المخاطرة الأدنى في كل المحفظة، في حين حققت (التعاونية) المخاطرة الأعلى. أما فيما يخص المخاطرة النظامية فأن أدنى مستوى مخاطرة تحقق لشركة(سامبا)، والأعلى كانت لشركة (دار الأركان). وفي جانب المخاطرة الكلية فأن السهم الأعلى مخاطرة في كل المحفظة كان هو سهم شركة التعاونية (أعلى قيم معامل بيتا والمخاطرة اللانظامية).

جدول (2)
مؤشرات أداء محفظة المضاعف المنخفض

ت	الشركة	الفا αi	معامل بيتا Bi	معدل العائد المتوقع $\overline{R}_i$	المخاطرة اللانظامية σ_{ei}	المخاطرة النظامية $\beta_i^2\sigma_m^2$	المخاطرة الكلية σ_i^2
1	الرياض	0.085	0.819	0.114	0.007	0.033	0.040
2	الفرنسي	0.080	0.271	0.026	0.009	0.004	0.013
3	ساب	0.120	0.392	0.391-	0.019	0.008	0.027
4	العربي	0.128	0.675	0.580-	0.016	0.022	0.038
5	سامبا	0.053	0.201	0.529-	0.024	0.002	0.026
6	سافكو	0.017	0.442	0.297-	0.010	0.010	0.020
7	الأسمنت العربية	0.232	0.605	0.288	0.003	0.018	0.021
8	أسمنت اليمامة	0.045-	1.39	0.221	0.043	0.095	0.138
9	أسمنت السعودية	0.200-	2.19	0.562	0.047	0.235	0.282
10	أسمنت القصيم	0.140	0.637	0.635-	0.026	0.020	0.046
11	أسمنت الجنوبية	0.059-	1.04	0.630	0.006	0.053	0.059
12	أسمنت ينبع	0.0615-	0.795	0.752-	0.030	0.031	0.061
13	أسمنت الشرقية	0.065	0.10	0.546-	0.055	0.005	0.060
14	أسمنت تبوك	0.100	0.25	0.242-	0.017	0.003	0.020
15	الغاز والتصنيع	0.078-	1.93	1.102	0.035	0.183	0.218
16	الجوف	0.209	0.21	0.256	0.045	0.044	0.089
17	الاتصالات STC	0.035-	0.576	1.210	0.040	0.016	0.056
18	اتصالات الاتحاد	0.307	0.440	0.101	0.008	0.009	0.017
19	التعاونية	0.291-	2.64	1.237	0.294	0.342	0.636
20	الكيمائية	0.073-	1.64	0.038	0.017	0.132	0.149

ت	الشركة	الفا αi	معامل بيتا Bi	معدل العائد المتوقع $\overline{R}_i$	المخاطرة اللانظامية σ_{ei}	المخاطرة النظامية $\beta_i^2\sigma_m^2$	المخاطرة الكلية σ_i^2
21	العبد اللطيف	0.050	0.67	0.537	0.068	0.022	0.090
22	الخزف	0.046	0.576	1.654-	0.023	0.016	0.039
23	الزامل	0.061-	1.05	1.005	0.029	0.054	0.083
24	البابطين	0.249-	1.99	2.877	0.013	0.194	0.207
25	الفخارية	0.201-	2.64	0.098	0.077	0.342	0.419
26	دار الأركان	0.316	0.670	0.456	0.108	0.449	0.557
27	البحري	0.094	2.16	0.222	0.02	0.229	0.249
28	بدجت	0.329-	1.05	1.457	0.043	0.054	0.097
	المتوسط	0.012	1	0.243	0.040	0.094	0.134

تحليل أداء محفظة المضاعف المرتفع:-

تكونت هذه المحفظة من (22) سهما كما يتضح من الجدول(3)

جدول(3)

مؤشرات أداء محفظة المضاعف المرتفع

ت	الشركة	الفا αi	معامل بيتا Bi	معدل العائد المتوقع $\overline{R}_i$	المخاطرة اللانظامية σ_{ei}	المخاطرة النظامية $\beta_i^2\sigma_m^2$	المخاطرة الكلية σ_i^2
1	البلاد	0.098	0.72	0.161	0.026	0.009	0.038
2	كيمانول	0.087	0.06	0.105	0.026	0	0.026
3	الصحراء	0.061	0.47	0.083	0.027	0.004	0.031
4	ساسكو	0.164-	1.73	0.190	0.025	0.051	0.076
5	فتيحي	0.149-	2.14	0.072	0.006	0.078	0.084
6	الحكير	0.032-	1.43	0.025	0.020	0.035	0.055
7	الغذائية/وفرة	0.180-	2.14	0.288	0.014	0.079	0.092
8	تبوك الزراعية	0.253-	3.19	0.084	0.007	0.173	0.180
9	الدرع العربي	0.174-	1.55	0	0.021	0.041	0.062
10	ساركو	0.049	0.07	0.081	0.033	0	0.033
11	السعودية المتقدمة	0.133-	2.11	0.038	0.014	0.076	0.090
12	سيسكو	0.003	0.42	0.012	0.013	0.003	0.016
13	المملكة	0.167	0.38-	0.075	0.004	0.003	0.007
14	معادن	0.196	0.32	0.077	0.008	0.002	0.010
15	استرا	0.110	0.199	0.101	0.013	0.001	0.014
16	معدنية	0.117	0.31-	0.289	0.022	0.002	0.024
17	السعودية الصناعية	0.014-	1.86	0.015	0.021	0.059	0.080

ت	الشركة	الفا αi	معامل بيتا Bi	معدل العائد المتوقع $\overline{R}_i$	المخاطرة اللانظامية σ_{ei}	المخاطرة النظامية $\beta_i^2\sigma_m^2$	المخاطرة الكلية σ_i^2
18	أنابيب	0.252-	3.29	0.206	0.021	0.184	0.205
19	مكة	0.117	0.48	0.116	0	0.004	0.004
20	مبرد	0.126	2.74	0.080	0.011	0.128	0.139
21	تهامة	0.146	0.29	0.112	0.006	0.002	0.008
22	الأبحاث والتسويق	0.276	1.49-	0.053	0.10	0.038	0.138
	المتوسط	0.009	1	0.103	0.020	0.044	0.064

أ- الفا(الحد الثابت) ومعامل بيتا:-

يشير الجدول (3) إلى أن الحد الثابت لهذه المحفظة يساوي (0.009)، وهو يقل عن نظيره لمحفظة المضاعف المنخفض .

ب- معدل العائد المتوقع:-

كان معدل العائد المتوقع لمحفظة المضاعف المرتفع منخفضا(0.103) مقارنة بمعدل عائد محفظة المضاعف المنخفض، و حقق سهم (مبرد) أعلى معدل عائد متوقع في هذه المحفظة وفي كل العينة وهو (0.289)، في حين حقق سهم (الدرع العربي) أدنى معدل عائد متوقع وهو (صفر).

د- المخاطرة النظامية واللانظامية والكلية:-

اتصفت هذه المحفظة بتدني مخاطرتها اللانظامية والنظامية والكلية مقارنة بمحفظة المضاعف المنخفض. بلغت المخاطرة الكلية لهذه المحفظة(0.064)، أسهمت فيها المخاطرة اللانظامية بنسبة(31%)، وهذا يشير إلى ارتفاع درجة المخاطرة النظامية في المخاطرة الكلية.

وعلى مستوى المخاطرة اللانظامية فأن أدنى مخاطرة تحققت لشركة مكة، والأعلى تحققت لشركة الأبحاث والتطوير، أما في جانب المخاطرة النظامية فأن السهم الأعلى مخاطرة كان هو سهم شركة أنابيب، أما أدنى مخاطرة نظامية في هذه المحفظة فقد كانت لشركة ساركو. في جانب المخاطرة الكلية فأن المخاطرة الأدنى كانت لشركة مكة، وحققت أنابيب أعلى مخاطرة كلية في هذه المحفظة(بسبب ارتفاع مخاطرتها النظامية).

مناقشة فرضيات الدراسة:

أشارت فرضية الدراسة الأولى إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات الأرباح المنخفضة وتحقيق معدلات عوائد متوقعة أعلى للأسهم والمحافظ مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع. ويوضح الجدول (4) أن قيمة معامل التحديد كانت عالية جداً (82.94%) للعوائد المتوقعة لمحفظة المضاعف المنخفض، ومنخفض جداً للعوائد المتوقعة لمحفظة المضاعف المرتفع(4.13%) وهذا ينسجم مع نتائج الدراسات السابقة، ويشير ارتفاع قيمة F إلى معنوية العلاقة بين متغيري انخفاض مضاعف الأرباح وارتفاع معدلات العائد المتوقعة للاستثمارات، وهذا يعني أن الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة في سوق الأسهم السعودي يقود لتحقيق معدلات عوائد متوقعة أعلى مقارنة بالاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح عالية، وهذا يقود لقبول الفرضية الأولى للدراسة.

جدول(4)
تحليل علاقات الانحدار البسيط بين مضاعف الربحية ومعدل العائد المتوقع لمحفظتي المضاعف العالي والمنخفض

البيان	المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المرتفع	المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المنخفض
معامل التحديدR2 %	4.13	82.94
قيمة F	0.30-*	34.03**
معامل الارتباط	0.203 -	0.89

*معنوية بمستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية (8/1)
**غير معنوية بمستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية (8/1)

أشارت فرضية الدراسة الثانية إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات الأرباح المنخفضة وبين ارتفاع درجة المخاطرة للأسهم والمحافظ مقارنة بمحفظة المضاعف المرتفع. ومن الجدول (5) يلاحظ انخفاض قيمة معامل التحديد بين هذين المتغيرين نسبياً(30.78%) وانخفاض قيمة F (فقط 3.11). ويلاحظ أن قيم معامل التحديد وإحصاءة F كانت أدنى بالنسبة لمحفظة المضاعف المرتفع. وهذا يقود إلى رفض فرضية الدراسة الثانية، ويشير إلى عدم معنوية العلاقة بين متغيري مستوى مضاعف الأرباح ودرجة المخاطرة الكلية للاستثمارات في بيئة الدراسة السعودية، بعبارة أخرى فإن هذا يعني أن ليست هناك علاقة واضحة بين مستوى مضاعف الأرباح وبين درجة مخاطرة الاستثمارات.

جدول(5)
تحليل علاقات الانحدار البسيط بين مضاعف الربحية والمخاطرة الكلية لمحفظتي المضاعف العالي والمنخفض

البيان	المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المرتفع	المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المنخفض
معامل التحديد R^2 %	5.20	30.78
قيمة F	0.38**	3.11**
معامل الارتباط	-0.228	0.555-

**غير معنوية بمستوى دلالة 0.05 ودرجة حرية (8/1)

النتائج والتوصيات:

النتائج:-

تتمثل أهم نتائج الدراسة في الآتي:

1. اتصفت مكونات محفظة المضاعف الأقل بكونها أكثر تجانساً مقارنة بمكونات محفظة المضاعف المرتفع.
2. حققت محفظة المضاعف المنخفض معدل عائد متوقع أعلى من نظيره لمحفظة المضاعف المنخفض
3. شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة قليلة من المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المنخفض، وهذا يعنى أن المكون الأهم من مخاطرة هذه المحفظة يعود إلى مصادر عامة وكلية تؤثر على كل الشركات في السوق المالي.
4. اتصفت محفظة المضاعف المرتفع بتدني مخاطرتها اللانظامية والنظامية والكلية مقارنة بمحفظة المضاعف المنخفض، فقد كانت المخاطرة الكلية لمحفظة المضاعف المنخفض تساوي ضعفي نظيرتها لمحفظة المضاعف المرتفع، وكذلك الأمر للمخاطرة النظامية واللانظامية
5. يقود الاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح منخفضة في سوق الأسهم السعودي لتحقيق معدلات عوائد متوقعة أعلى مقارنة بالاستثمار في أسهم ذات مضاعفات أرباح عالية، فقد بلغ معدل العائد المتوقع لمحفظة المضاعف المنخفض 236% من عائد محفظة المضاعف المرتفع
6. ليست هناك علاقة واضحة بين مستوى مضاعف الأرباح ودرجة مخاطرة الاستثمارات.
7. إن ما تقدم من نتائج خاصة تحقيق محفظة المضاعف المخفض لعوائد متوقعة أعلى يتعارض مع أحد الموضوعات الأساسية في مجال إدارة الاستثمارات، وهو موضوع السوق المالية الكفوءة، وتشير نظرية افتراضات كفاءة السوق إلى أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفء تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتعلقة بهذا السوق، أي أنها محصلة أراء جميع المستثمرين، ودائماً تكون أسعار الأسهم عادلة، والمعلومات متاحة لكل المتعاملين في السوق في وقت واحد، لذا تتعذر على أي مستثمر القدرة على تحقيق عوائد غير عادية بناءاً على معلومات خاصة.

واتفقت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة في بيئات مختلفة (إيران، الهند ،اندونيسيا، السويد، نيوزلندا، الولايات المتحدة)، في تأكيد أفضلية الاستثمار في أسهم ومحافظ لها مضاعفات أرباح منخفضة التي تحقق عوائد أعلى مقارنة بالعوائد التي تتحقق من الاستثمار في أسهم ومحافظ ذات مضاعفات أرباح عالية، وهذا ينسجم مع أطروحات كثير من المختصين في الحقل المالي.وربما يدل هذا على أن الأرباح الحالية للأسهم التي شكلت هذه المحفظة مسعرة بشكل معقول ,وأن الأسهم ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة تعد أكثر جاذبية للمستثمرين.

التوصيات:

خلصت الدراسة إلى عدد من التوصيات أهمها:

1. التوصية للمستثمرين في سوق الأسهم السعودي بتفضيل الاستثمار في الأسهم والمحافظ ذات مضاعفات الأرباح المنخفضة.
2. اعتماد مسمى (مضاعف الأرباح) في إصدارات سوق الأسهم السعودي بدلاً من مسمى(السعر للعائد) الذي يستخدم حالياً في مقابل ترجمة مصطلح P/E Ratio.
3. اعتماد متوسط السعر السوقي في إصدارات سوق الأسهم السعودي بدلاً من سعر الإغلاق المعتمد حالياً. لأن ذلك قد يترك أثراً كبيراً على حساب قيم مضاعف الأرباح، إذ أن سعر الإغلاق قد يتأثر بحجم الصفقات المبرمة في آخر جلسات تداول.
4. إجراء دراسات مماثلة تأخذ بمؤشرات ونماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ، كما هي الحال في بعض الدراسات السابقة.
5. إجراء مزيد من الدراسات التي تتناول العلاقة بين مستوى مضاعف الأرباح ومخاطرة الاستثمار.

المصادر والمراجع:

أولاً-المراجع العربية:

1. الإصدارات الدورية للسوق المالية السعودية (تداول) - التقارير الإحصائية السنوية 2007-2016،

http://www.tadawul.com.sa

2. العامري، محمد علي ابراهيم: إستخدام مضاعف الأرباح (P/E Ratio) في تقييم الاستثمار بالأسهم العادية: دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، بغداد، المجلد السادس، العدد 20،1999.
3. عبد الحافظ ،السيد البدوي: الأداء الاستثماري للأسهم العادية وعلاقته بكل من مضاعف المكاسب ومضاعف القيمة الدفترية، اقتصاديات المال، المجلد 10 العدد4 - أكتوبر 1998.
4. هيئة السوق المالية:- الاستثمار في سوق الأسهم، هيئة السوق المالية- المملكة العربية السعودية، الرياض، 2005

ثانياً-المراجع الأجنبية:

1. *AL-Mwalla, Mona and EL-Khouri, Ritab. (Evidence on The Nature of Size and P/E Related Anomalies In Stock Prices – Evidence from Amman Financial Market) Mu'tah Journal for Research and Studies , VOL.11, NO.4, 1996, PP.5-23.*
2. *Basu, S. "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, (The Journa1 of Finance), VOL.XXXII, NO.3, June 1977, PP.666-682.*
3. *Berk, Jonathan, DeMarzo, Peter , and Jarrad Harford: Fundamental of Corporate Finance, 2nd. ed., Prentice Hall, Boston , 2012.*
4. *Bodie, Zvi, Kane, Alex & Alan J. Marcus "Essentials of investments", 9th. ed., Boston :The McGraw-Hill Companies Inc., 2013.*
5. *Damodaran,Aswath: Investment Valuation-Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset ,John Wiley & Son, Inc,.Cananda,2012 .*
6. *Fun, Liem Pei and Basana ,Sautma Ronni: Price Earnings Ratio and Stock Return Analysis-(Evidence from Liquidity 45 Stocks Listed in Indonesia Stock Exchange)-JURNAL MANAJEMEN DAN KEWIRAUSAHAAN, VOL.14, NO. 1, MARET 2012: PP.7-12*
7. *Gitman, Lawrence J., and Zutter,Chad J.: Principles of Managerial Finance, 13.ed, Prentice Hall, Boston ,2012.*
8. *Jahnke, Cregg Stephen Klaffe & Henry R. Oppenheimer "Price-Earnings Ratios & Security Performance", The Journal of Portfolio Management,VOL.14, NO.1, Fall 1987,PP.39-46*
9. *Johnson, R. Stafford, Fiore, Lyle C and Zuber, Richard: The Investments Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: An Update of the Basu Study, Financial Review, VOL. 24, 1989,PP. 499-505.*
10. *Levy, Haim (Principles of Corporate Finance), Ohio: South-Western College Publishing, 1998.*
11. *McELREATH, Robert Brannon, J.r, (The Use of Price/Earnings Ratio for Common Stock Selection: A Risk-Return Analysis). Ph.D. Dissertation, Georgia State University,1976.*
12. *McMenamin Jim, (Financial Management-An Introduction), London: Routledge Co., 1999.*

13. *Peavy, John W. and Goodman, David A. (The Significance of P/E for Portfolio Returns), The Journal of Portfolio Management, VOL.9, NO.2, Winter 1983, PP. 34-47.*

14. *Pettersen, Arild: An Investment Strategy Based on P/E ratios –(How does one make abnormal returns by taking advantage of the price per earnings effect, and did such an effect exist on the Stockholm Stock Exchange during the period 2000-2009?),Lund University, Sweden ,2011.*

15. *Rahmani, Mostafa , Azadi,Keihan ,and Mohsen Archin: The relationship between stock portfolio returns formed based on PE, PEG and PERG techniques in TSE, International Journal of Advanced and Applied Sciences, 2(9) 2015, PP: 23-25*

16. *Reilly, Frank k., & Brown, Keith C. Investments Analysis & Portfolio Management, 10th. ed., South-Western Cengage Learning, Ohio, 2012.*

17. *Sareewiwatthana, Paiboon: PE Growth and Risk: Evidences from Value Investing in Thailand, Technology and Investment, 2014, 5, PP.116-124*

18. *Solanki, Ashvinkumar: Relationship between P/E Ratio and Stock Return (with Reference to BSE 100,GLOBAL JOURNAL FOR RESEARCH ANALYSIS X 142,Volume-3, Issue-8, August-2014 , PP.142-146.*

19. *Truong, Cameron: Value investing using price earnings ratio in New Zealand, University of Auckland Business Review , Vol11 ,Issue 1 ,2009 ,PP1-8.*