

# مدى فعالية الاستراتيجيات النشطة في إدارة المحافظ الاستثمارية

(دراسة تطبيقية على سوق الأسهم المصري)

أعداد

غاده نبيل احمد عبد المجيد

مدرس مساعد بقسم إدارة الاعمال- كلية التجارة جامعة طنطا

٠١٠٦٢٤٣٠٩٠٤

تحت إشراف

أ.د. هاني مصطفى الشامي  
أستاذ الاقتصاد والمالية العامة بالكلية

أ.د. مدثر طه أبو الخير  
أستاذ المحاسبه الماليه بالكلية

د . هبة محمد سرور

مدرس إدارة الأعمال بالكلية

## مدى فعالية الاستراتيجيات النشطة في إدارة المحافظ الاستثمارية

(دراسة تطبيقية على سوق الأسهم المصري)

### ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى فعالية استراتيجيتي قوة الدفع والاتجاه المعاكس في سوق الأسهم المصري خلال الفترة الزمنية من يناير ٢٠٠٤ إلى ديسمبر ٢٠١٨ ومحاولة تفسير العوائد غير العادية المتولدة من تلك الاستراتيجيات باستخدام نموذج Fama and French ذو الخمس عوامل (Fama & French (2017). فقد أوضحت النتائج وجود تأثير الاتجاه المعاكس على المدى القصير ومن ثم ربحية استراتيجية الاتجاه المعاكس من خلال استغلال تأثير الاتجاه المعاكس ، والتي ظهرت بشكل واضح في توليفات زمنية معينة والأمر الذي يعكس أهمية وتأثير الإطار الزمني للمحافظ على العائد المحقق كما أوضحت نتائج نموذج الانحدار قبل وبعد إدخال المتغيرات الرقابية والتي تتمثل في SMB, HML, RMW, CMA مع الالتزام الكامل بمنهج Fama & French(2017) أن هناك عوائد غير عادية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس أي  $\alpha_p$  موجب ولها دلالة إحصائية وأن إضافة هذه المتغيرات له تأثير ضعيف على العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية أي فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس في إدارة المحفظة الاستثمارية. ومن هنا أشارت توصيات الدراسة إلى أن المستثمر في سوق الأسهم المصري يتجه إلى استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس في إدارة المحافظ الاستثمارية .

## Abstract

This study investigates the effectiveness of momentum and contrarian strategies in the Egyptian stock market from January 2004 to December 2018. The study finds the presence of the contrarian effect across short horizons. In addition, the findings indicate that contrarian strategies are profitable for different investment horizons. The profits of portfolios depend on the formation and holding horizons. The study also creates sub-sets of portfolios on the basis of stock characteristics, such as book-to-market, size, profitability, and investment. To address the risk issue, the five-factor model of Fama and French (2017) was used to estimate the contrarian profits, Tests of the five-factor model focus on the intercept (alpha), which, if profits are due to risks, should be indistinguishable from Zero. The study find evidence that alpha is statistically different from zero in most cases, suggesting that there is no evidence of any risk factors. The study recommends that investors should take into consideration the contrarian strategies when managing their investment portfolio.

## مقدمه

لقد حظيت عملية إدارة المحافظ الاستثمارية باهتمام كبير من جانب الأكاديمين والممارسين على حد سواء وذلك للتعرف على الاستراتيجية الملائمة والمربحة عند إدارة هذه المحافظ، فهناك نوعان من الاستراتيجيات؛ الاستراتيجية غير النشطة *Passive strategy* والاستراتيجية النشطة *Active strategy*. ومضمون الاستراتيجية غير النشطة أنها تنطوي على شراء محفظة منوعة تنوعاً جيداً والاحتفاظ بها دون القيام بأية أنشطة لتحسين أداء هذه المحفظة. بعبارة أخرى أن اتباع هذه الاستراتيجية لا يتطلب القيام بعملية تحليل الأوراق المالية *Securities Analysis* وما يتطلبه ذلك من مال ووقت وجهد. واتباع هذه الاستراتيجية يأتي من منطلق الاعتقاد بكفاءة الأسواق المالية، والتي تعني أن أسعار الأوراق المالية هي أسعاراً صحيحة وعادلة، ومن ثم ليس هناك أخطاء في تسعير هذه الأوراق المالية يمكن الاستفادة منها في تحقيق عائد غير عادي أو عائد يفوق ذلك الذي يتناسب مع مخاطر الورقة المالية.

كما تعني الكفاءة أيضاً أن حركة أسعار الأوراق المالية لا تأخذ نمطاً معيناً يتكرر حدوثه، ومن ثم يمكن التنبؤ به وإستغلال ذلك في التنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل وتحقيق عائد غير عادي. بعبارة أخرى أن مفهوم الكفاءة يتضمن أن تتبع حركة أسعار الأسهم المسار العشوائي. ولاتباع هذه الاستراتيجية يمكن للمستثمر أن يقوم بما يعمل محفظة تماثل أحد المؤشرات العامة للسوق مثل *EGX30* أو مؤشر ستاند أند بور ٥٠٠ (*S&P500*) أو مؤشر داوجونز (*DJIA*) بذات نسبة الأسهم لكل منشأ داخل المؤشر، أو شراء أسهم صناديق الاستثمار التي تحاكي أحد المؤشرات العامة *Index funds*، لذا فالهدف من هذه الاستراتيجية هو خلق محفظة ذات أداء يُماثل أداء السوق أي تحقق معدل عائد يماثل معدل العائد على مؤشر السوق.

أما فيما يتعلق بالاستراتيجية النشطة فهي الاستراتيجية التي تنطوي على تحسين أداء المحفظة بصفة مستمرة من خلال القيام بعملية تحليل الأوراق المالية *Securities Analysis*، واتباع هذه الاستراتيجية يأتي من منطلق الاعتقاد بعدم كفاءة السوق ومن ثم إمكانية الاستفادة من أخطاء التسعير في تحقيق عائد غير عادي. لذا فهذه الاستراتيجية هي خلق محفظة ذات أداء (معدل عائد)

يفوق معدل العائد المطلوب على هذه المحفظة أو بعبارة أخرى يفوق معدل العائد الذي يتناسب مع مستوى مخاطرة المحفظة . وحتى مع اقتراب السوق من الكفاءة بإمكان مديري المحافظ النشطة ذوي القدرات الاستثنائية تحقيق عائد غير عادي من جراء إستخدام هذه الاستراتيجية (Bodie, Kane, & Marcus, 2010) . وترتكز هذه الاستراتيجية النشطة على نوعين من المهارات لتحقيق العائد غير العادي :-

- مهارة اختيار الأوراق المالية Securities Selection التي يجب الاحتفاظ بها داخل المحفظة.
  - مهارة توقيت السوق Market Timing , والتي بمقتضاها يتحول المستثمرون من الأسهم إلى السندات والعكس طبقاً لكون السوق سوقاً هبوطياً أم تصاعدياً .
- وبناءً على ذلك فهناك العديد من الاستراتيجيات الفرعية التي تندرج تحت الاستراتيجية النشطة ومنها ما يركز على مهارة الاختيار , ومنها ما يركز على مهارة توقيت السوق. وتهدف الاستراتيجيات التي تركز على مهارة الاختيار إلى تحقيق عائد غير عادي اما من خلال البحث عن الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها لأدراجها داخل المحفظة أو البحث عن الأوراق المالية المسعرة بأعلى من قيمتها لبيعها على المكشوف , أو من خلال البحث عن شواذ السوق كحجم الشركة , أو القيم المنخفضة لمضاعف المكاسب ومضاعف القيمة الدفترية , أو تأثير قوة الدفع Momentum Effect , أو تأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect , وغير ذلك من شواذ السوق. اما الاستراتيجيات التي تركز على مهارة توقيت السوق فهي تهدف إلى تحقيق عائد غير عادي من خلال محاولة التنبؤ بالتوقيت الصحيح للسوق أي من خلال زيادة نسبة الأسهم داخل المحفظة , وأنخفاض نسب السندات أو أذون الخزنة أو وثائق صناديق استثمار سوق النقد , وذلك في حالة توقع سوق تصاعدي , والعكس صحيح في حالة توقع سوق هبوطي.

ولقد تعددت الدراسات التي تناولت فعالية الاستراتيجيات النشطة في إدارة المحافظ الاستثمارية فمنها من قام بالتركيز على شواذ السوق كحجم الشركة مثل دراسة (Banz(1981 , أو القيم المنخفضة لمضاعف المكاسب ومضاعف القيمة الدفترية مثل دراسة (Fama & French(1992 , ومنها من قام بالتركيز على نوع آخر من شواذ السوق مثل تأثير قوة الدفع مثل دراسة (Jegadeesh & Titman

(1993) أو تأثير الاتجاه المعاكس مثل دراسة (DeBondt & Thaler (1985). ومن الدراسات من قام بالتركيز على توقيت السوق مثل دراسة (Henriksson(1984). وهذه الدراسة تركز فقط على اختبار فعالية استراتيجيتي قوة الدفع والاتجاه المعاكس داخل سوق الأسهم المصري. والمقصود باستراتيجية قوة الدفع أنها إحدى الاستراتيجيات النشطة التي تهدف إلى تحقيق عائد غير عادي من خلال البحث عن تأثير قوة الدفع Momentum Effect في أسعار أو معدلات العائد على الأوراق المالية .

ومعنى وجود تأثير قوة الدفع هو أن ارتفاع (أنخفاض) أسعار الأوراق المالية في فترة ما سيتبعه ارتفاع (أنخفاض) في الفترات اللاحقة , بعبارة أخرى أن الأداء الجيد (السيء) للأوراق المالية في فترة ما سيتبعه أداء جيد (سيء) في الفترات اللاحقة. وبناءً على ذلك فانباع استراتيجية قوة الدفع يتطلب شراء الأسهم الرابحة , وبيع الأسهم الخاسرة على المكشوف , ويطلق على المحفظة التي تستخدم هذه الاستراتيجية محفظة قوة الدفع Momentum Portfolio , ولقد أوضحت نتائج الدراسات التي تناولت فعالية استراتيجية قوة الدفع في إدارة المحافظ الاستثمارية أن هناك وجود لتأثير قوة الدفع في بعض الأسواق الدولية دون الأخرى فقد أوضحت دراسة (Jegadeesh & Titman (1993, ودراسة (Rouwenhorst (1998 وجود تأثير قوة الدفع في السوق الأمريكي , والأوروبي على التوالي , وذلك في الاجل القصير , وإمكانية إستغلال هذا التأثير في تحقيق عائد غير عادي, بينما أوضحت نتائج دراسة (Hameed & Kusnadi (2002 , ودراسة (Xing-qiang & Zhi-ping (2007 عدم وجود هذا التأثير في السوق الآسيوي .

وفيما يتعلق بسوق الأسهم المصري فقد تباينت نتائج الدراسات التي تناولت فعالية استراتيجية قوة الدفع فقد أوضحت نتائج دراسة (Ismail (2012 , ودراسة شعراوي (٢٠١٣) وجود تأثير قوة الدفع بينما أوضحت نتائج دراسة (Sakr, Ragheb, Ragab, & Abdou (2014 عدم وجود هذا التأثير . اما فيما يتعلق باستراتيجية الاتجاه المعاكس وهي إحدى الاستراتيجيات النشطة التي تهدف إلى تحقيق عائد غير عادي من خلال البحث عن تأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect في أسعار أو معدلات العائد على الأوراق المالية , والذي يعني أن ارتفاع (أنخفاض) أسعار الأوراق

المالية في فترة ما سيتبعه انخفاض (ارتفاع) في الفترات اللاحقة . بعبارة أخرى أن الأداء الجيد (السيء) للاوراق المالية في فترة ما سيتبعه أداء سيء (جيد) في فترات لاحقة , وبناءً على ذلك فاتباع هذه الاستراتيجية يتطلب شراء الأسهم الخاسرة , وبيع الأسهم الرباحة على المكشوف , ويطلق على المحفظة التي تستخدم هذه الاستراتيجية محفظة الاتجاه المعاكس Contrarian Portfolio .

ولقد تعارضت نتائج الدراسات التي تناولت فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس في إدارة المحافظ الاستثمارية منها من أيّد وجود هذه الفعالية في بعض الأسواق الدولية دون الأخرى , وذلك في الاجل الطويل (De Bondt & Thaler,1985; 1987; Alonso & Rubio,1990; Konstam, الطويل 1990; Dissanaik, 1997; Xing-qiang & Zhi-ping, 2007) ومنها من أيّد وجود هذه الفعالية ولكن في الاجل القصير (Aspegren,2006; Mclnish, Ding, Pyun, & القصير Shi, 2008; Doan, Alexeev, & Brooks, 2014) وهناك أيضاً دراسة (Wongchoti,2008; Jiang, & Zhou(2015) وجدت هذه الفعالية في كلا من المدى الطويل وال المدى القصير في حين هناك دراسات لم تجد جدوى لهذه الاستراتيجية لعدم وجود تأثير الاتجاه المعاكس في بعض الأسواق (Chan, 1988 ; Zarowin, 1990; Clare & Thomas, 1995; Assoe & Sy, 2003) . بينما على مستوى السوق المصري وجدت دراسة (Ismail (2012) فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس في الاجل الطويل .

#### مشكلة الدراسة

تبين لنا من العرض السابق وجود تأثيري قوة الدفع , والاتجاه المعاكس في بعض الأسواق الدولية دون الأخرى , الأمر الذي يعني إمكانية الاستفادة من تطبيق استراتيجيتي قوة الدفع والاتجاه المعاكس وتحقيق عائد غير عادي وذلك في بعض الدول دون الأخرى , وبناءً على ذلك تتمثل مشكلة البحث في التساؤلات التالية :-

- هل هناك وجود لتأثير قوة الدفع أو الاتجاه المعاكس أو كليهما في سوق الأسهم المصري؟
- هل يتوقف وجود تأثير قوة الدفع أو الاتجاه المعاكس على الاطار الزمني للمحفظة في سوق الأسهم المصري؟

• هل يمكن تحقيق عائد غير عادي اذا تبين وجود هذين التأثيرين في سوق الأسهم المصري؟ ونظراً لكون هذين التأثيرين من شواذ السوق التي صُعِبَ على نظرية التمويل التقليدية تفسيرها فهذا يجعلنا نتقدم بالسؤال التالي

• هل تعتبر خصائص الشركة كالحجم من العوامل المفسرة للعائد غير العادي المتوقع من جراء استخدام هاتين الاستراتيجيتين , ام أن هناك دوراً للعوامل السلوكية كما توضحه نظرية التمويل السلوكي مثل المغالاه في رد الفعل Overreaction أو التباطؤ في رد الفعل Underreaction ؟

الآطار النظري للدراسه

#### ١- إدارة المحافظ الاستثماريه في ظل فرض كفاءة السوق

في ضوء فرض كفاءة السوق أن الاستراتيجية الملائمه هي الاستراتيجية غير النشطة والاستراتيجية النشطة ليس لها جدوى , وتعتبر مجهود ضائع فاسعار الأوراق المالية هي أسعار صحيحة وعادلة , ومن ثم ليس هناك أخطاء في تسعير هذه الأوراق المالية يمكن الاستفادة منها في تحقيق عائد غير عادي أو عائد يفوق ذلك الذي يتناسب مع مخاطر الورقة المالية فالمعلومات متاحة للعامه , وعملياً يتم الحصول عليها بأقل تكلفه فإذا كانت هذه المعلومات تحمل إشارات يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات المصدرة للأوراق الماليه فكل المستثمرين يمكنهم إستغلال تلك الإشارات , وفي النهايه تفقد هذه الإشارات قيمتها , ويحدث أنعكاس فوري للمعلومه على أسعار الأسهم أي يقود الاسعار إلى المستوى الذي يجعل العائد المتوقع يتناسب مع المخاطر , وعند هذا المستوى لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عائد غير عادي (Bodie, Kane, & Marcus, 2010) .

والسؤال المطروح هنا ما الدافع وراء إستخدام الأستراتيجيات النشطة إذا كانت ليس لها جدوى ؟ .. في الواقع هناك منطق اقتصادي وراء إستخدام الأستراتيجيات النشطة , وهو أن الأستراتيجيات النشطة هي مصدر الكفاءه في الاسواق المالية حيث في ضوء اعتماد كل المستثمرون على الأستراتيجيات غير النشطة والتي لا تتطلب القيام بعملية تحليل الأوراق المالية للبحث عن الأسهم المسعرة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية فلا بد أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس التنبؤات الدقيقة

أي أنحراف القيمة السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية ووجود فرص مربحة تجذب المستثمر النشط مرة أخرى . فالمنافسة بين المستثمرين على تحليل الأوراق المالية للوصول إلى نتائج بشأن إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية هو ما يضمن التغيير الفوري في السعر ويجعله يعكس كافة المعلومات عن الشركة المصدره للورقة المالية & (Bodie, Kane, & Marcus, 2010).

بالإضافة إلى الدلائل العملية التي أشارت إلى فعالية الاستراتيجيات النشطة أي العائد المحقق من جراء استخدام هذه الاستراتيجيات يفوق عائد السوق أي العائد المحقق من جراء استخدام الاستراتيجيات غير النشطة ومن الدراسات التي أكدت على فعالية استراتيجية قوة الدفع في إدارة المحافظ الاستثمارية في الاسواق الماليه المختلفه (Jegadeesh & Titman, 1993; Grinblatt, Titman, & Wermers, 1995; Rouwenhorst, 1998; Hong, Lim, & Stein, 2000; Dijk & Huibers, 2002; Forner & Marhuenda, 2003; Ismail, 2012) . بينما الدراسات التي أكدت على فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس في إدارة المحافظ الاستثمارية في الاسواق الماليه المختلفه (DeBondt & Thaler, 1987; Alonso & Rubio, 1990; Konstam, 1990; Dissanaik, 1997; Hameed & Ting, 2000; Forner & Marhuenda, 2003; Xing-qiang & Zhi-ping, 2007; McInish, Ding, Pyun, & Wongchoti, 2008; Hsieh & Hodnett, 2011; Ismail, 2012).

## ٢- نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل Fama and French Five Factor Model

أثبتت دراسات عديده قام بها فاما وفرنش أن العوائد غير العاديه المحققه من الاستراتيجيات النشطة هي مجرد علاوه للمخاطر حيث لا يمكن تحقيق عوائد غير عاديه من قبل استراتيجيات تقوم ببناء محافظ استثماريه بناءً على معلومات منشوره كنسبة القيمه الدفترية إلى القيمه السوقية لحقوق الملكية Book to market ratio وذلك لتمتع الاسواق الماليه بالكفاءه لذا العوائد غير العاديه الناجمه عن تلك الاستراتيجيات هي ناتجه عن مخاطر لا يمكن تفسيرها من قبل معامل بيتا الذي يمثل مقياس لمخاطر السوق أي العوائد غير العاديه هي تعويض عن المخاطر التي لم يشملها نموذج تسعير الاصول الرأسماليه CAPM الذي يقوم على أن المخاطرة الملائمة التي يجب تعويض المستثمرين

عنها هي مخاطرة السوق والتي تمثل مصدر واحد للمخاطرة العامه أما المخاطرة الخاصة فلا يجب تعويض المستثمرين عنها لإمكانية تجنبهم لها بالتنوع بعبارة أخرى أن العوائد غير العاديه هي علاوه لتعويض المستثمرين عن المخاطر التي تتعرض لها المحافظ ولا يمكن التخلص منها بالتنوع ولذلك يجب تسعيرها بصورة منفصله عن مخاطر السوق (Bodie, Kane, & Marcus, 2010).

كما أثبتت الدراسات أن العوائد غير العاديه لا تمثل أستثناء لفرض كفاءة السوق فالمقاييس التي قامت على المقارنه بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعه باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسماليه CAPM ووجدت عوائد غير عاديه هي نتيجة عدم دقة نموذج CAPM المستخدم في التقييم ليس بسبب عدم كفاءة الاسواق الماليه وستختفي تلك العوائد بمجرد تعديل نموذج تسعير الاصول الرأسماليه CAPM إلى نموذج آخر بناءً على ذلك أضافت دراسة (Fama & French, 1992, 1993) أثر عاملي الحجم والقيمة كمتغيرين إلى نموذج تسعير الاصول الرأسماليه CAPM واصبح النموذج ثلاثي العوامل Fama and French Three Factor ويأخذ الشكل التالي :

$$(ER_{p,t} - R_{f,t}) = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + S_p SMB_t + h_p HML_t + e_{pt} \quad (٤)$$

### حيث أن

$$(ER_{p,t} - R_{f,t}) = \text{العائد الاضافي على المحفظة الاستثمارية خلال الفترة الزمنية } t$$

$$\alpha_p = \text{معامل ألفا والذي يمثل العائد غير العادي للمحفظة}$$

$$(R_{m,t} - R_{f,t}) = \text{العائد الاضافي على مؤشر السوق خلال الفترة الزمنية } t$$

$$SMB_t = \text{هو الفرق بين متوسط عوائد محافظ الأسهم صغيرة الحجم ومتوسط عوائد محافظ الأسهم كبيرة الحجم}$$

$$HML_t = \text{هو الفرق بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم النمو}$$

$$e_{pt} = \text{حد الخطأ}$$

ومن ثم قدم فاما وفرنش نموذج خماسي العوامل Fama and French Five Factor Model بدلاً من نموذج ثلاثي العوامل حيث تم إضافة عاملين آخرين للمخاطر الخاصه بخصائص الشركه يعكسان الربحية والاستثمار ويأخذ النموذج الشكل التالي (Fama & French, 2017) :

$$(ER_{p,t} - R_{f,t}) = \alpha_p + b_p MKT_t + s_p SMB_t + h_p HML_t + r_p RMW_t + c_p CMA_t + e_{pt} \quad (5)$$

### حيث أن

$$(ER_{p,t} - R_{f,t}) = \text{العائد الاضافي على المحفظة الاستثمارية خلال الفترة الزمنية } t$$

$$\alpha_p = \text{معامل ألفا والذي يمثل العائد غير العادي للمحفظة}$$

$$MKT_t = (R_{m,t} - R_{f,t}) = \text{العائد الاضافي على مؤشر السوق خلال فترة الزمنيه } t .$$

$$SMB_t = (R_S - R_B) = \text{الفرق بين متوسط عوائد محافظ الأسهم صغيرة الحجم ومتوسط عوائد محافظ الأسهم كبيرة الحجم .}$$

$$HML_t = (R_H - R_L) = \text{الفرق بين متوسط عوائد محافظ أسهم القيمة ومتوسط عوائد محافظ أسهم النمو}$$

$$RMW_t = (R_R - R_W) = \text{الفرق بين متوسط عوائد محافظ الأسهم ذات الربحية المرتفعه ومتوسط عوائد محافظ الأسهم ذات الربحية المنخفضة.}$$

$$CMA_t = (R_C - R_A) = \text{الفرق بين متوسط عوائد محافظ الأسهم ذات معدل النمو المنخفض ومتوسط عوائد محافظ الأسهم ذات معدل النمو المرتفع.}$$

$$e_{pt} = \text{حد الخطأ}$$

في ضوء ذلك أثارت العديد من الدراسات علامات استفهام حول العوائد غير العادية الناتجة عن إستخدام إستراتيجيتي قوة الدفع والاتجاه المعاكس و شككت في اعتبار تأثيري قوة الدفع والاتجاه المعاكس كشواذ للسوق وأوضحت أن العوائد غير العادية هي ناتجة عن علاوة المخاطر ومن تلك

الدراسات دراسة Zarowin(1990) التي استخدمت نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل Fama and French Three Factor وتوصلت إلى أن العوائد غير العادية الناتجة عن استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس تعود إلى تأثير الحجم Size effect حيث وجدت أن الأسهم الخاسرة أصغر حجماً من الأسهم الرابحة , وأن عوائد الأسهم الخاسرة أنخفضت عندما يتم التحكم في الحجم كما أتقتت مع هذه الدراسة دراسة(1995) Clare & Thomas , ودراسة (2003) Assoe & Sy بينما توصلت دراسة (2000) Chui, Titman, & Wei إلى أن العوائد غير العادية الناتجة عن استخدام استراتيجية قوة الدفع هي تعود إلى تأثير كلا من الحجم والقيمة.

على النقيض من ذلك أكدت بعض الدراسات تأثير قوة الدفع وتأثير الاتجاه المعاكس كشواذ للسوق وإمكانية تحقيق عوائد غير عاديه من جراء استخدام استراتيجيتي قوة الدفع والاتجاه المعاكس ولا يمكن تفسير العوائد غير العادية من خلال نظرية التمويل التقليديه وأوضحت أن هناك دور للعوامل السلوكيه كما توضحه نظرية التمويل السلوكي والتي تقوم على أن القرار الاستثماري ليس قراراً رشيداً إنما يتضمن كثير من التحيزات السلوكيه التي لا يمكن تفسيرها من قبل نظرية التمويل التقليديه (De Bondt & Thaler, 1985; Jegadeesh & Titman, 1993; Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998; Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998; Demirer, Lien, & Zhang,2015)

#### فروض الدراسة

بناءً على التحليل النظري السابق تتمثل فروض الدراسة فيما يلي :

**الفرض الأول :** توجد فروق ذات دلالة أحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الرابحه والعائد المتوقع للمحافظ الخاسره في فترة الاحتفاظ .

**الفرض الثاني:** العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام الاستراتيجيات النشطة يفوق العائد الذي يتناسب مع مستوى مخاطرة هذه المحفظة .

مجتمع وعينة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية للاوراق المالية, والتي بلغ عددها ٢١٩ شركة وقد تم اختيار عينه عشوائيه طبقه من بين هذه الشركات تتمثل في ١٢٠ شركة .

نتائج الدراسة

أولاً النتائج الخاصه بالفرض الأول :

نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية على المدى القصير

يعتبر Paired Sample T-Test من الاختبارات المستخدمه في اختبار معنوية الفروق بين متوسطات عينتين مترابطتين ويقوم الفرض العدمي في هذا الاختبار على عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية بين هذه المتوسطات فاذا كانت  $\mu d$  لا تساوي الصفر وذات دلالة احصائية فيتم رفض الفرض العدمي ويكون هناك فروق ذات دلالة احصائية بين المتوسطات بينما اذا كانت  $\mu d$  تساوي الصفر وذات دلالة احصائية فانه لا يمكن رفض الفرض العدمي . ويتمثل المدى القصير في ١٦ توليفه زمنية تم تكوينهم من خلال ٤ فترات لتكوين المحفظة و٤ فترات للاحتفاظ بالمحفظة وتتمثل فترات كلاً من تكوين المحفظة والاحتفاظ بالمحفظة في سنه فأقل (ثلاثة شهور , ستة شهور , تسعة شهور , اثني عشر شهراً), وسوف إستعرض نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية على المدى القصير كما يلي:

١- نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين ثلاثة

شهور

يوضح الجدول رقم(١) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية, وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أن الاداء الجيد للمحافظ الراجحه في فترة التكوين ثلاثة شهور تبعه أداء سيء في فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الراجحة الذي

بلغ -٤.١٨٪ بينما الاداء السيء للمحافظ الخاسرة في فترة التكوين ثلاثة شهور تبعه أداء جيد في فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الخاسرة الذي بلغ ٤.٠٤٪ وهذا يعني أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect في سوق الاسهم المصري خلال فترة التكوين ثلاثة شهور وفترة أحتفاظ ثلاثة شهور ومن هنا تصبح استراتيجية الاتجاه المعاكس هي الاستراتيجية الملائمة.

كما تشير النتائج إلى أن هناك فروق موجبة ذات دلالة أحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الربحة خلال فترة التكوين ثلاثة شهور وفترة الأحتفاظ ثلاثة شهور ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠٠٥ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي ٠.٠١ وهذا يعني ربحية إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس خلال تلك الفترات حيث تتطوي هذه الاستراتيجية على شراء المحفظه الخاسره وبيع المحفظه الربحه على المكشوف وذلك طبقاً للوسط الحسابي للفرق بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الربحة الذي بلغ ٨.٢٢٪

جدول رقم (١) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين ثلاثة شهور

التعليق	p.value	الوسط الحسابي	العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية	فترات الاحتفاظ
ERlp > ERwp	***, ٠,٠٠٥	٪٤,١٨-	ERwp	ثلاثة شهور
		٪٤,٠٤	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٣٢٣	٪٤,٤٤	ERwp	سته شهور
		٪٩,٠٣	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٢٨٣	٪٣,٥٤	ERwp	تسعة شهور
		٪١١,٣٤	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٦١٦	٪١٤,٢٩	ERwp	اثني عشر شهراً
		٪١٨,٣١	ERlp	

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

٢- نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين ستة شهور

يوضح الجدول رقم (٢) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية, وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أن الاداء الجيد للمحافظ الرباحه في فترة التكوين ستة شهور تبعه أداء سيء في فترة الاحتفاظ ( ثلاثة شهور, ستة شهور , تسعة شهور) وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الرباحه الذي بلغ (-٣.٣٧٪, -٢.٥٨٪, -٠.٧٠٤٪) على الترتيب بينما الاداء السيء للمحافظ الخاسرة في فترة التكوين ستة شهور تبعه أداء جيد في فترة الاحتفاظ (ثلاثة شهور , ستة شهور , تسعة شهور) وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الخاسرة الذي بلغ (٦.٠٢٪, ١٠.٥٤٪, ١٨.٥١٪) على الترتيب وهذا يعني أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect في سوق الاسهم المصري خلال فترة التكوين ستة شهور وفترة الأحتفاظ (ثلاثة شهور, ستة شهور , تسعة شهور) من هنا تصبح استراتيجية الاتجاه المعاكس هي الاستراتيجية الملائمه.

كما تشير النتائج إلى أن هناك فروق موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الرابحة خلال فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ (ثلاثة شهور, ستة شهور, تسعة شهور) ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت (٠,٠٠٠٨, ٠,٠٠٤٩, ٠,٠٠٤٩) على الترتيب مما يؤكد دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوي (٠,٠٠١, ٠,٠٠٥, ٠,٠٠٥) وهذا يعني ربحية استراتيجية الاتجاه المعاكس خلال تلك الفترات وذلك طبقاً للوسط الحسابي للفرق بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الرابحة الذي بلغ (٩,٣٩%, ١٣,١٣%, ١٩,٢١%).

جدول رقم (٢) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين ستة شهور

التعليق	p.value	الوسط الحسابي	العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية	فترات الاحتفاظ
ERlp > ERwp	***٠,٠٠٨	٣٧,٣٧-%	ERwp	ثلاثة شهور
		٦,٠٢-%	ERlp	
ERlp > ERwp	**٠,٠٤٩	٢,٥٨-%	ERwp	ستة شهور
		١٠,٥٤-%	ERlp	
ERlp > ERwp	**٠,٠٤٩	٠,٧٠٤-%	ERwp	تسعة شهور
		١٨,٥١-%	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٩٣٥	١٢,٥٥-%	ERwp	اثني عشر شهراً
		١٢,٠١-%	ERlp	

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥%

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١%

٣- نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين تسعة شهور

يوضح الجدول رقم (٣) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية, وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أن الأداء الجيد للمحافظ الرابحة في فترة التكوين تسعة شهور تبعه أداء سيء في فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الرابحة الذي بلغ -٢,٧٣% بينما الأداء السيء للمحافظ الخاسرة في فترة التكوين تسعة شهور تبعه أداء جيد في فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الخاسرة الذي بلغ ٤,٣٥%

وهذا يعني أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect في سوق الاسهم المصري خلال فترة التكوين تسعة شهور وفترة احتفاظ ثلاثة شهور ومن هنا تصبح استراتيجية الاتجاه المعاكس هي الاستراتيجية الملائمة .

كما تشير النتائج إلى أن هناك فروق موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الربحة ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠٢٧ مما يؤكد دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوي ٠.٠٥ خلال فترة التكوين تسعة شهور وفترة احتفاظ ثلاثة شهور وهذا يعني ربحية إستراتيجية الاتجاه المعاكس خلال تلك الفترات وذلك طبقاً للوسط الحسابي للفرق بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الربحة الذي بلغ ٧.٠٨٪

جدول رقم (٣) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين تسعة شهور

التعليق	p.value	الوسط الحسابي	العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية	فترات الاحتفاظ
ERlp > ERwp	**٠,٠٢٧	٢,٧٣٪-	ERwp	ثلاثة شهور
		٤,٣٥٪	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٢٣١	٢,٧٧٪	ERwp	سنة شهور
		٧,٠٦٪	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٧٨٤	٣,٦٣٪	ERwp	تسعة شهور
		٥,٦٢٪	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٤٩٨	٦,٩٪	ERwp	اثني عشر شهراً
		١١,٦٥٪	ERlp	

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

٤- نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين اثني عشر شهراً

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية ، وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أن الاداء الجيد للمحافظ الربحة في فترة التكوين اثني عشر شهراً تبعه أداء سيء في فترة الاحتفاظ (ثلاثة شهور, ستة شهور , اثني عشر شهراً) وذلك طبقاً للوسط

الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الرباحة الذي بلغ (-٤.٦٣٪، -٤.٩٧٪، -١٢.٩٧٪) على الترتيب بينما الاداء السيء للمحافظ الخاسرة في فترة التكوين اثني عشر شهراً تبعه أداء جيد في فترة الاحتفاظ (ثلاثة شهور، ستة شهور، اثني عشر شهراً) وذلك طبقاً للوسط الحسابي للعائد المتوقع للمحافظ الخاسرة الذي بلغ (١.٨٦٪، ٥.٦٠٪، ٨.٠٩٪) على الترتيب وهذا يعني أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس Contrarian Effect في سوق الاسهم المصري خلال فترة التكوين اثني عشر شهراً وفترة الأحتفاظ (ثلاثة شهور، ستة شهور، اثني عشر شهراً) من هنا تصبح استراتيجية الاتجاه المعاكس هي الاستراتيجية الملائمة.

كما تشير النتائج إلى أن هناك فروق موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الرباحة خلال فترة التكوين اثني عشر شهراً وفترة الأحتفاظ (ثلاثة شهور، ستة شهور، اثني عشر شهراً) ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت (٠.٠٠٢٨، ٠.٠٠٠٦، ٠.٠٠٠٧) على الترتيب مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠٠١، ٠.٠٠٥، ٠.٠٠١) وهذا يعني ربحية استراتيجية الاتجاه المعاكس خلال تلك الفترات وذلك طبقاً للوسط الحسابي للفرق بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الرباحة الذي بلغ (٦.٤٩٪، ١٠.٥٧٪، ٢١.٠٦٪).

جدول رقم (٤) نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية عند فترة التكوين اثني عشر شهراً

التعليق	p.value	الوسط الحسابي	العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية	فترات الاحتفاظ
ERlp > ERwp	***٠,٠٠٦	٤,٦٣-%	ERwp	ثلاثة شهور
		١,٨٦-%	ERlp	
ERlp > ERwp	**٠,٠٢٨	٤,٩٧-%	ERwp	ستة شهور
		٥,٦٠-%	ERlp	
ERwp = ERlp	٠,٢١٦	١,٨-%	ERwp	تسعة شهور
		٧,٥٧-%	ERlp	
ERlp > ERwp	***٠,٠٠٧	١٢,٩٧-%	ERwp	اثني عشر شهراً
		٨,٠٩-%	ERlp	

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

بناءً على نتائج Paired Sample T-Test للعائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية على المدى القصير نستنتج أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس وعدم وجود تأثير قوة الدفع وذلك في سوق الأسهم المصري ، ومن ثم وجود فروق موجبة ذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الخاسرة والعائد المتوقع للمحافظ الرابحة أي ربحية استراتيجية الاتجاه المعاكس ، والتي ظهرت بشكل واضح في فترات زمنية معينة والامر الذي يعكس أهمية وتأثير الاطار الزمني للمحافظ على العائد المحقق ، وهذا يعني قبول الفرض الأول الذي ينص على "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين العائد المتوقع للمحافظ الرابحة والعائد المتوقع للمحافظ الخاسره في فترة الاحتفاظ".

### ثانياً النتائج الخاصه بالفرض الثاني

يتضح مما سبق أن هناك وجود لتأثير الاتجاه المعاكس في بعض التوليفات الزمنية ولذا سيتم استخدام نموذج الانحدار لمعرفة مدى إمكانية تحقيق عائد غير عادي عند استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس في تلك التوليفات أي أن قيمة  $\alpha_p > 0$  وذات دلالة إحصائية ومن ثم سيتم استخدام بعض المتغيرات الرقابية داخل نموذج الانحدار لعزل تأثير الاستراتيجيات النشطة الأخرى على العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية مثل تأثير الحجم ، تأثير القيمة ، تأثير الاستثمار في الأصول ، تأثير الربحية ، وذلك لمعرفة مدى استمرارية العائد غير العادي أن وجد ، ولقياس تأثير هذه الاستراتيجيات سيتم استخدام منهج (Fama & French(2017) .

### ١- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس للتوليفات الزمنية

يوضح الجدول رقم (٥) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس على المدى القصير ، وتشير نتائج هذا النموذج إلى أن العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس يفوق العائد الذي يتناسب مع مستوى مخاطرة هذه المحفظة ، الامر الذي يعني وجود عائد غير عادي ، ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت (٨.٢٢٦ ، ٩.٣١٦ ، ١٣.٢٧٥ ، ٢٠.٥٧٥ ، ٧.٠٨٧ ، ٦.٤٩٧ ، ١٠.٥٤١ ،

٢١.٠٦٣) على الترتيب بالإضافة إلى قيمة p.value والتي بلغت (٠.٠٠٥, ٠.٠٠٩, ٠.٠٥١, ٠.٠٢٨, ٠.٠٢٨, ٠.٠٠٦, ٠.٠٠٣, ٠.٠٠٩) على الترتيب مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١, ٠.٠١, ٠.١, ٠.٠٥, ٠.٠٥, ٠.٠١, ٠.٠٥, ٠.٠١).

جدول رقم (٥) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس للتوليفات الزمنية على المدى القصير

Result	P.Value	T-Statistic	$\alpha p$	التوليفات الزمنية
$\alpha p > 0$ معنويه	***٠,٠٠٥	٢,٨٩٠	٨,٢٢٦	٣ × ٣ (فترة التكوين ثلاثة شهور, فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	***٠,٠٠٩	٢,٧٠٧	٩,٣١٦	٣ × ٦ (فترة التكوين ستة شهور, فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	*٠,٠٥١	٢,٠٤٤	١٣,٢٧٥	٦ × ٦ (فترة التكوين ستة شهور, فترة الاحتفاظ ستة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	**٠,٠٢٨	٢,٤٠٣	٢٠,٥٧٥	٩ × ٦ (فترة التكوين ستة شهور, فترة الاحتفاظ تسعة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	**٠,٠٢٨	٢,٢٦١	٧,٠٨٧	٣ × ٩ (فترة التكوين تسعة شهور, فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	***٠,٠٠٦	٢,٨٦٢	٦,٤٩٧	٣ × ١٢ (فترة التكوين اثني عشر شهراً, فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	**٠,٠٣	٢,٢٩٩	١٠,٥٤١	٦ × ١٢ (فترة التكوين اثني عشر شهراً, فترة الاحتفاظ ستة شهور)
$\alpha p > 0$ معنويه	***٠,٠٠٩	٣,٠٩٤	٢١,٠٦٣	١٢ × ١٢ (فترة التكوين اثني عشر شهراً, فترة الاحتفاظ اثني عشر شهراً)

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

بناءً على نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس في التوليفات الزمنية على المدى القصير نستنتج فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس في بعض التوليفات , والامر الذي يعني إمكانية تحقيق عائد غير عادي باستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , والتي تقوم فقط على تحليل أداء الأسهم لفترات ماضيه مما يؤكد عدم كفاءة سوق الأسهم المصري على مستوى الصيغه الضعيفه, ومن هنا يتضح أن نتائج اختبار الفرض الثاني تدعم فعالية الاستراتيجيات النشطة المتمثلة في استراتيجية الاتجاه المعاكس الا أننا لا نستطيع أن نفر حتى هذه النقطة قبول الفرض قبل أن نعرف نتائج إضافة المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار .

## ٢- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه

سوف يتم إدخال مجموعة متغيرات رقابيه إلى نموذج الانحدار والتي تتمثل في SMB , HML , RMW , CMA مع الالتزام الكامل بمنهج (Fama & French, 2017), وانطلاقاً من ذلك سوف أستعرض نتائج نموذج الانحدار كما يلي:

## ٢-١- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ثلاثة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثة شهور

يوضح الجدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠,٠٢ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠٥).

- أ استمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت ١١.٨ بالإضافة إلى قيمة p.value التي بلغت صفر مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١) .
- عدم وجود تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT) , والقيمه (HML) بينما هناك تأثير لكلاً من الحجم (SMB) , الربحيه (RMW) , الاستثمار في الاصول (CMA) ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ (١٣.٨٪) , وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن ربحية الأسهم الراجحه تفوق ربحية الاسهم الخاسره .
- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقله (No Multi-Collinearity) , ويتضح ذلك من قيمة condition index , والتي بلغت (١, ١.١٤, ١.٤٧, ١.٥٤, ١.٥٩, ١.٨) على الترتيب , وهذه القيم اقل من ١٥ .
- لا يوجد ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation) ويتضح ذلك من اختبار ديرين واظسون (D-W) والذي بلغ (١,٨٣) , وهذه القيمه انحصرت بين  $4-du < du$  , وبالكشف في جدول (D-W) بلغت du (١,٥٩٢) , وذلك عند مستوى معنويه (٠.٠١) .
- جدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجيه الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ثلاثة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثة شهور

اختبارات النموذج		معاملات النموذج							معاملات النموذج واختبارها
ديرين واظسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha_p$	
١,٨٣	٪١٣,٨	٢,٨٥	٠,٤٤	٠,٢٠-	٠,٠٨	٠,٣٦	٠,٠٤-	١١,٨	معاملات غير معياريه
			٢,٢٢	١,٦٨-	٠,٥٩	٢,٢٥	٠,٢٥-	٤,٠٢	T-Statistic
		**٠,٠٢	**٠,٠٣	*٠,١	٠,٥٦	**٠,٠٣	٠,٨	***٠,٠	p. value
			١,٨٠	١,٥٩	١,٥٤	١,٤٧	١,١٤	١,٠٠	Condition index

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

٢-٢ - نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثه شهور

يوضح الجدول رقم (٧) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ثلاثه شهور من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس, ويتضح ذلك من قيمة  $p.value$  والتي بلغت  $0.0005$  مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي  $(0.01)$ .
- أستمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت  $12,68$  بالاضافه إلى قيمة  $p.value$  التي بلغت صفر مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي  $(0.01)$  .
- عدم وجود تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT) , والقيمه (HML) بينما هناك تأثير لكلاً من الحجم (SMB) , الربحيه (RMW) , الاستثمار في الاصول (CMA) ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ  $(20\%)$ , وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن ربحية الأسهم الراحه تفوق ربحية الاسهم الخاسره .
- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقله (No Multi-Collinearity) , ويتضح ذلك من قيمة  $condition\ index$  , والتي بلغت  $(1, 1.04, 1.23, 1.35, 1.9, 1.09)$  على الترتيب , وهذه القيم اقل من  $15$  .
- لا يوجد ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation) ويتضح ذلك من أختبار ديرين واطسون (D-W) والذي بلغ  $(1.83)$ , وهذه القيمه انحصرت بين  $4-du < du$  , وبالكشف في جدول (D-W) بلغت  $du$   $(1.092)$  , وذلك عند مستوى معنويه  $(0.01)$ .

جدول رقم (٧) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثه شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
ديرين واطسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha p$	
١,٨٣	٪٢٠	٣,٨٥	٠,٣٥	٠,٢٩-	٠,٢٢	٠,٣٦	٠,٠٦	١٢,٦٨	معاملات غير معياريه
			١,٨٨	١,٩٣-	١,٣٥	١,٨٥	٠,٣٤	٣,٨٣	T- Statistic
		***٠,٠٥	*٠,٠٦	*٠,٠٦	٠,١٨	*٠,٠٧	٠,٧٣	***٠,٠	p. value
			١,٥٩	١,٩٠	١,٣٥	١,٢٣	١,٠٤	١,٠٠	Condition index

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

٢-٣- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ ستة شهور

يوضح الجدول رقم (٨) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ستة شهور من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس نموذجاً غير معنوياً , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٣٣ .
- استمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha p$  التي بلغت ١٨.٠٣ بالإضافة إلى قيمة p.value التي بلغت ٠.٠٥٦ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.١) .
- عدم وجود تأثير للإستراتيجيات النشطة الأخرى على العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية ماعدا تأثير الربحيه (RMW) , ولكن هذا التأثير ضعيف جداً ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد

المعدل والذي بلغ (٣.٧٪)، وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن ربحية الأسهم الرابحه تفوق ربحية الاسهم الخاسره .

جدول رقم (٨) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ ستة شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
ديرين واطسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha_p$	
٢,٣٠	٣,٧٪	١,٢١	٠,٢٧	٠,٦٣-	٠,١٦-	٠,١٤	٠,٢٢-	١٨,٠٣	معاملات غير معياريه
			٠,٩٥	١,٩٢-	٠,٥١-	٠,٢٨	٠,٩٥-	٢,٠٢	T-Statistic
		٠,٣٣	٠,٣٥	*٠,٠٦٨	٠,٦٢	٠,٧٨	٠,٣٦	*٠,٠٥٦	p. value
			٢,٧٤	٣,٣٥	٢,١٢	١,٨٢	١,٣٠	١,٠٠	Condition index

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

٢-٤ - نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ تسعة شهور

يوضح الجدول رقم (٩) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ تسعة شهور من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠٩ مما يؤكد دلالتها الاحصائيه عند مستوى معنوي (٠.١).
- يتضح أن على الرغم أن قيمة  $\alpha_p$  موجبه حيث بلغت ١١.١٣ الأنها غير معنويه حيث بلغت قيمة p.value ٠,٤٣ الأمر الذي يعني عدم وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار .

- عدم وجود تأثير لكلاً من الحجم (SMB), والقيمة (HML), و الاستثمار في الاصول (CMA) بينما هناك تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT), والربحية (RMW), ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ (٢٨.٤٪). وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير كلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق و الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن مخاطر الأسهم الراجحة تفوق مخاطر الأسهم الخاسره بالاضافه إلى أن ربحية الأسهم الراجحة تفوق ربحية الاسهم الخاسره .
- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة (No Multi-Collinearity), ويتضح ذلك من قيمة condition index, والتي بلغت (١, ١.٢٠, ١.٥٨, ٢.٤٣, ٤.٥٥, ٣.٢٦) على الترتيب, وهذه القيم اقل من ١٥ .
- يتضح من اختبار ديرين واطسون (D-W) أن قيمة d التي بلغت (١,٢٩) تقع في منطقة عدم التأكد أي انحصرت بين du, dl, ولذلك تم حساب معامل الارتباط بين حدود الخطأ أي  $\hat{\rho}$  باستخدام معادلة الصيغه التقريبيه ومن ثم اختبار معنوية المعامل, وتشير النتائج إلى قبول الفرض العدمي الذي ينص على أن  $\hat{\rho}$  لا تختلف معنوياً عن الصفر الأمر الذي يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation)
- جدول رقم (٩) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ تسعة شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
ديرين واطسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	ap	
١,٢٩	٢٨,٤٪	٢,٤٣	٠,٣٢-	٠,٩٨-	٠,١٢-	٠,٥٩-	٠,٦١-	١١,١٣	
			٠,٥٤-	٢,٦٦-	٠,٤٥-	١,٦٧-	١,٨٩-	٠,٨١	
		*٠,٠٩	٠,٦٠	**٠,٠٢	٠,٦٦	٠,١٢	*٠,٠٨	٠,٤٣	
			٣,٢٦	٤,٥٥	٢,٤٣	١,٥٨	١,٢٠	١,٠٠	

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

٥-٢- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين تسعة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثه شهور

يوضح الجدول رقم (١٠) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ثلاثه شهور من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠١ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١).
- أستمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت ١٠.٦٣ بالإضافة إلى قيمة p.value التي بلغت ٠.٠٠٢ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١) .
- عدم وجود تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT), والحجم (SMB), و الاستثمار في الاصول (CMA) بينما هناك تأثير لكلاً من القيمه (HML), والربحيه (RMW) , ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ (١٧.٥%), وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن ربحية الأسهم الراجحه تفوق ربحية الاسهم الخاسره .
- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة (No Multi-Collinearity) , ويتضح ذلك من قيمة condition index , والتي بلغت (١, ١.٠٦, ١.٣٢, ١.٤٠, ١.٨٥, ١.٦٦) على الترتيب , وهذه القيم اقل من ١٥ .
- لا يوجد ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation) ويتضح ذلك من أختبار ديرين واطسون (D-W) والذي بلغ (١.٦٦), وهذه القيمه انحصرت بين  $4-du < du$ , وبالكشف في جدول (D-W) بلغت du (١,٥٩٢) , وذلك عند مستوى معنويه (٠.٠١).

جدول رقم (١٠) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين تسعة شهور وفترة الاحتفاظ ثلاثة شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
دبرين واظسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha p$	
١,٦٦	٪١٧,٥	٣,٣٨	٠,٠٦	٠,٣٣-	٠,٣٩	٠,٢٥	٠,٠٢-	١٠,٦٣	معاملات غير معيارية
			٠,٣٥	٢,٤٤-	٢,٢٩	١,٦٦	٠,٠٩-	٣,٣٥	T-Statistic
		***٠,٠١	٠,٧٣	**٠,٠٢	**٠,٠٣	٠,١٠٢	٠,٩٣	***٠,٠٢	p. value
			١,٦٦	١,٨٥	١,٤٠	١,٣٢	١,٠٦	١,٠٠	Condition index

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

٦-٢- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين اثني عشر شهراً وفترة الاحتفاظ ثلاثة شهور

يوضح الجدول رقم (١١) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ثلاثة شهور من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت صفر مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١).
- استمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha p$  التي بلغت ٨.٢٨ بالاضافة إلى قيمة p.value التي بلغت صفر مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١) .
- عدم وجود تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT) , والحجم (SMB) , والاستثمار في الاصول (CMA) بينما هناك تأثير لكلاً من القيمه (HML) , والربحيه (RMW) .

, ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ (٤٤.٣٪), وبالرغم أن معامل الحساسيه لتأثير الربحية معنوي إلا أنه سالب وهذا يعني أن ربحية الأسهم الراجحة تفوق ربحية الاسهم الخاسره .

- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة (No Multi-Collinearity) , ويتضح ذلك من قيمة condition index , والتي بلغت (١, ١.١٠, ١.١٧, ١.٣٣, ١.٩٧, ١.٧٢) على الترتيب , وهذه القيم اقل من ١٥ .

- لا يوجد ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation) ويتضح ذلك من اختبار ديرين واطسون (D-W) والذي بلغ (١,٩٤), وهذه القيمه انحصرت بين  $4-du < du < 4-du$ , وبالكشف في جدول (D-W) بلغت du (١.٥٩٢) , وذلك عند مستوى معنويه (٠.٠١).

جدول رقم (١١) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين أثنى عشر شهراً وفترة الاحتفاظ ثلاثة شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
ديرين واطسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	ap	
١,٩٤	٤٤,٣٪	٩,٧٣	٠,٠٢	٠,٥٠-	٠,٤٤	٠,٠٨	٠,٠٤	٨,٢٨	معاملات غير معياريه
			٠,٢٠	٥,١٩-	٤,٠٠	٠,٧٢	٠,٤٢	٤,١٤	T-Statistic
		***٠,٠٠	٠,٨٥	***٠,٠	***٠,٠	٠,٤٧	٠,٦٧	***٠,٠٠	p. value
			١,٧٢	١,٩٧	١,٣٣	١,١٧	١,١٠	١,٠٠	Condition index

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪

٢-٧- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين أثنى عشر شهراً وفترة الاحتفاظ ستة شهور

يوضح الجدول رقم (١٢) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ ستة شهور من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- معنوية نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠٩ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١).
- استمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت ٢٢.٤٠ بالإضافة إلى قيمة p.value التي بلغت ٠.٠٠٢ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.٠١) .
- عدم وجود تأثير لكلاً من العائد الاضافي على مؤشر السوق (MKT) , والربحية (RMW) , والاستثمار في الاصول (CMA) بينما هناك تأثير لكلاً من الحجم (SMB) , والقيمه (HML), ولكن هذا التأثير ضعيف ويتضح ذلك من قيمة معامل التحديد المعدل والذي بلغ (١٧.٦%).
- لا يوجد ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة (No Multi-Collinearity) , ويتضح ذلك من قيمة condition index , والتي بلغت (١, ١.١٨, ١.٤٩, ١.٥٧, ٢.٨٦, ٢.٠١) على الترتيب , وهذه القيم اقل من ١٥ .
- لا يوجد ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ (No autocorrelation) ويتضح ذلك من اختبار ديرين واطسون (D-W) والذي بلغ (٢,٢١), وهذه القيمه انحصرت بين  $4-du < d < du$ , وبالكشف في جدول (D-W) بلغت du (١.٦١٨) , وذلك عند مستوى معنويه (٠.٠١).

جدول رقم (١٢) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين أثنى عشر شهراً وفترة الاحتفاظ ستة شهور

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
دويرين واطسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha_p$	
٢,٢١	٪١٧,٦	٢,١٥	٠,٠٥-	٠,٣١-	٠,٦٧	٠,٤٠	٠,٠٢-	٢٢,٤٠	معاملات غير معياريه
			٠,٢٨-	١,٦٤-	٢,٥٥	١,٨٠	٠,١٠-	٣,٥٠	T-Statistic
		*٠,٠٩	٠,٧٨	٠,١٢	**٠,٠٢	*٠,٠٩	٠,٩٢	***٠,٠٠٢	p. value
			٢,٠١	٢,٨٦	١,٥٧	١,٤٩	١,١٨	١,٠٠	Condition index

\*\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٪ \* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

\*\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ٥٪

٢-٨- نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين أثنى عشر شهراً وفترة الاحتفاظ أثنى عشر شهراً

يوضح الجدول رقم (١٣) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عند فترة الاحتفاظ أثنى عشر شهراً من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس كما يلي :

- نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس نموذجاً غير معنوياً , ويتضح ذلك من قيمة p.value والتي بلغت ٠.٠٣٣ .
- استمرار وجود عائد غير عادي بعد إدخال المتغيرات الرقابيه إلى نموذج الانحدار , ويتضح ذلك من قيمة  $\alpha_p$  التي بلغت ١٧.٤٦ بالاضافة إلى قيمة p.value التي بلغت ٠.٠٠٩ مما يؤكد دلالتها الاحصائية عند مستوى معنوي (٠.١) .
- عدم وجود تأثير للإستراتيجيات النشطة الأخرى على العائد المتوقع للمحافظ الاستثمارية.

جدول رقم (١٣) نتائج نموذج الانحدار للعائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس بعد إدخال المتغيرات الرقابيه عند فترة التكوين أثنى عشر شهراً وفترة الاحتفاظ أثنى عشر شهراً

اختبارات النموذج			معاملات النموذج						معاملات النموذج واختبارها
دبرين واظسون	معامل التحديد المعدل	قيم اختبار F	CMA	RMW	HML	SMB	MKT	$\alpha p$	
٢,٢٠	٪١٢,١	١,٣٦	٠,١١-	٠,١٩-	٠,٢٣	٠,٨٢-	٠,١٥	١٧,٤٦	معاملات النموذج غير معياريه
			٠,٤٥-	١,١٤-	١,٢٣	١,٦٧-	٠,٦٩	١,٩٦	T- Statistic
		٠,٣٣	٠,٦٧	٠,٢٩	٠,٢٦	٠,١٣	٠,٥١	*٠,٠٩	p. value
			٢,٨١	٣,٩٦	٢,٦٥	١,٧٨	١,٣٧	١,٠٠	Condition index

\* تشير إلى معنوية اختبار T عند مستوى معنوية ١٠٪

بناءً على نتائج نموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابيه والتي تتمثل في SMB, HML, CMA, RMW مع الالتزام الكامل بمنهج (Fama & French (2017) أن إضافة هذه المتغيرات له تأثير ضعيف على العائد المتوقع للمحافظ الاستثماريه ومازال هناك عوائد غير عاديه من جراء إستخدام إستراتيجية الاتجاه المعاكس أي  $\alpha p$  موجب ولها دلالة أحصائيه , وذلك في كل التوليفات الزمنيه التي وجد بها عائد غير عادي ماعدا عند فترة التكوين ستة شهور وفترة الاحتفاظ تسعة شهور كانت قيمة  $\alpha p$  موجب ولكن ليس لها دلالة أحصائيه الأمر الذي يعني قبول الفرض الثاني الذي ينص على " العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية من جراء إستخدام الاستراتيجيات النشطة يفوق العائد الذي يتناسب مع مستوى مخاطرة هذه المحفظة " .

## توصيات الدراسة

في ضوء نتائج الدراسة يمكن تقديم بعض التوصيات للمستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية في سوق الأسهم المصري وتمثل تلك التوصيات في النقاط التالية :

- استخدام استراتيجية الاتجاه المعاكس في إدارة المحفظه الاستثماريه حيث عائد إستخدام هذه الاستراتيجية يفوق عائد محفظه السوق (المحفظه غير النشطه) فقد أوضحت النتائج وجود تأثير الاتجاه المعاكس في سوق الأسهم المصري ومن ثم فعالية استراتيجية الاتجاه المعاكس أي إمكانية تحقيق عائد غير عادي من جراء إستخدام هذه الاستراتيجية .
- تجنب استخدام استراتيجية قوة الدفع في إدارة المحفظه الاستثماريه حيث أوضحت النتائج عدم وجود تأثير قوة الدفع في سوق الأسهم المصري ومن ثم عدم فعالية استراتيجية قوة الدفع أي لا يمكن تحقيق عائد غير عادي من جراء إستخدام هذه الاستراتيجية .
- ضرورة مراعاة أهمية الاطار الزمني عند القيام ببناء المحفظه الاستثماريه حيث أوضحت النتائج وجود تأثير الاتجاه المعاكس في بعض التوليفات الزمنيه من خلال فترات تكوين وأحتفاظ معينه وعدم وجود هذا التأثير في البعض الآخر .

## المراجع

## المراجع العربيہ

شعراوي , محمود فتحي شلقامي . (٢٠١٣) . استراتيجیة قوة الدفع في السوق المصري للاوراق المالية .  
المجله العلميه للاقتصاد والتجاره ، ٦٥-٣٧ .

**English References**

Alonso, A., & Rubio, G. (1990). Overreaction in the Spanish Equity Market. *Journal of Banking and Finance* , 469-481.

Aspegren, G. (2006). *A Short - term contrarian strategy in the Swedish Stock Exchange*. " Master Thesis " Sweden: School of Economics and Management , Lund University.

Assoe, K., & Sy, O. (2003). Profitability of the short - run contrarian strategy in canadian stock markets. *Canadian Journal of Administrative Sciences* , 311-319.

Banz, R. (1981). The Relationships Between Return and Market Value of Common Stocks. *The Journal of Finance* , 779-793.

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics* , 307-343.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2010). *Essentials of Investments*. Singapore: McGraw-Hill .

Chan, K. (1988). On the contrarian investment strategy. *Journal of Business* , 64-147.

Chui, A., Titman, S., & Wei, K. (2000). *Momentum , Legal Systems and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets*. Hong Kong Polytechnic University: Working Paper.

Clare, A., & Thomas, S. (1995). The overreaction hypothesis and the UK stock . *Journal of Business Finance and Accounting* , 961-973.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreaction. *The Journal of Finance* , 1839-1885.

De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1985). Does the Stock Market Overreact ? *The Journal of Finance* , 793-805.

\_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *The Journal of Finance* , 557-581.

Demirer, R., Lien, D., & Zhang, H. (2015). Industry Herding and Momentum Strategies. *Pacific-Basin Finance Journal* , 95-110.

Dijk, R., & Huibers, F. (2002). European price momentum and analyst behavior. *Financial Analyst Journal* , 96-104.

Dissanaike, G. (1997). Do stock market investors overreact ? . *Journal of Business Finance and Accounting* , 27-48.

Doan, M., Alexeev, V., & Brooks, R. (2014). Concurrent Momentum and Contrarian Strategies in the Australian Stock Market . *Tasmanian School of Business and Economics University of Tasmania* , Discussion Paper Series N2014-02.

Fama, E. & French, k. (1992). The Cross - Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance* , 427-465.

\_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics* , 3-56.

—————& ———. (2017). International tests of a five - factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics* , 441-463.

Fornier, C., & Marhuenda, J. (2003). Contrarian and Momentum Strategies in the Spanish Stock Market. *European Financial Management* , 67-88.

Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies , portfolio performance and herding : A Study of mutual funds behavior . *American Economic Review* .

Hameed, A., & Kusnadi, Y. (2002). Momentum strategies : Evidence from the Pacific Basin Stock Markets . *Journal of Financial Research* , 383-397.

—————& Ting, S. (2000). Trading volume and short - horizon contrarian profits : Evidence from Malaysian stock market. *Pacific - Basin Financial Journal* , 67-84.

Henriksson, R. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance : An Empirical Investigation . *Journal of Business* .

Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad News Travels Slowly : Size , Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies. *Journal of Finance* .

Hsieh, H., & Hodnett, K. (2011). Test of the overreaction hypothesis and the timing of mean reversals on the JSE Securities Exchange (JSE) : the case of South Africa. *Journal of Applied Finance and Banking* , 107-130.

Ismail, E. (2012). Do Momentum and Contrarian Profits Exist in the Egyptian Stock Market? *International Research Journal of Finance and Economics* , 48-72.

Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency . *Journal of Finance* , 65-91.

Konstam, D. (1990). *Stock market efficiency and the overreaction hypothesis* . "Ph.D dissertation " United Kingdom : University of Oxford .

- McInish, T., Ding, D., Pyun, C., & Wongchoti, U. (2008). Short- horizon contrarian and momentum strategies in Asian markets : An integrated analysis . *International Review of Financial Analysis* , 312-329.
- Rouwenhorst, K. (1998). International momentum strategies . *Journal of Finance* , 267-284.
- Sakr, A., Ragheb, M., Ragab, A., & Abdou, R. (2014). Return Anomalies " Disposition Effect and Momentum " : Evidence from the Egyptian Stock Market. *International Journal of Economics and Finance* , 181-196.
- Shi, H., Jiang, Z., & Zhou, W. (2015). *Profitability of contrarian strategies in the Chinese stock market*. Retrieved from <http://arxiv.org/abs/1505.00328v1>.
- Xing-qiang, D., & Zhi-ping, N. (2007). Medium - term and long - term momentum and contrarian effects on China during 1994-2004. *Journal of Modern Accounting and Auditing* .
- Zarowin, P. (1990). Size , seasonably and stock market overreaction . *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 113-125.