



جامعة كربلاء
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

بناء محفظة أسهم عادية باستعمال إستراتيجيات التداول العكسية (دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية)

اطروحة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه في
العلوم المالية والمصرفية

تقدم بها:

لؤي علي محمود الجبوري

بإشراف:

أ.م. د محمد فائز الزوبعي

أ.م. د هاشم جبار الحسيني

1446 هـ

2025 م

إقرار المشرف

ان إعداد الأطروحة الموسومة بـ (بناء محفظة أسهم عادية باستعمال إستراتيجيات التداول العكسية / دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية)، المقدمة من قبل الطالب (لؤي علي محمود الجبوري) قد جرى تحت إشرافي في قسم العلوم المالية والمصرفية في كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة كربلاء، وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية.



ا.م.د. محمد فائز الزوبعي

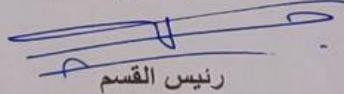
بإشراف



ا.م.د. هاشم جبار الحسيني

توصية السيد رئيس القسم

(بناءً على توصية المشرف والمقيم اللغوي، أشرح هذه الأطروحة للمناقشة).



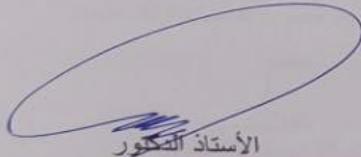
رئيس القسم

ا.م.د. حيدر عباس الجنابي

2025 / 1 / 8

إقرار المقوم اللغوي

أقر أنى قومت أطروحة الدكتوراه المقدمة من الطالب (لؤي علي محمود الجبوري) الموسومة ب (بناء محفظة أسهم عادية باستعمال إستراتيجيات التداول العكسية / دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية) لغوياً، وأجد انها سليمة من الأخطاء اللغوية والاملانية والاسلوبية وصالحة للمناقشة.

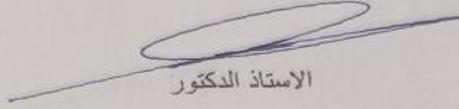


الأستاذ الدكتور
مزهر صالح حسين

المقوم اللغوي

إقرار لجنة المناقشة

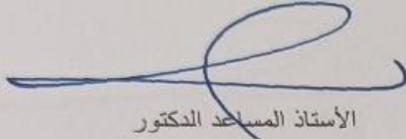
نشهد باننا أعضاء لجنة المناقشة، الموقعون أدناه، اطلعنا على الاطروحة الموسومة بـ (بناء محفظة أسهم عادية باستعمال إستراتيجيات التداول العكسية / دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية)، وقد ناقشنا الطالب (لؤي علي محمود الجبوري) في محتوياتها وفيما له علاقة بها بتاريخ 2025/1/23، وجدنا بأنه جدير لنيل درجة (الدكتوراه) في قسم (العلوم المالية والمصرفية) بتقدير (جيد جداً).


الاستاذ الدكتور

ميثم ربيع الحناوي

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

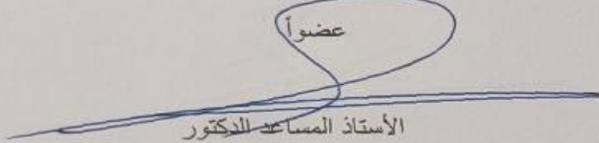
رئيساً


الاستاذ المساعد الدكتور

بلال نوري السعيد

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة النهرين

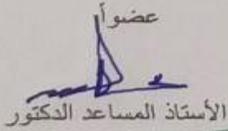
عضواً


الاستاذ المساعد الدكتور

هبة الله مصطفى السيد

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة وارث الأنبياء

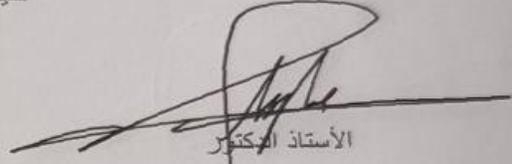
عضواً


الاستاذ المساعد الدكتور

محمد فائز الزوبعي

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

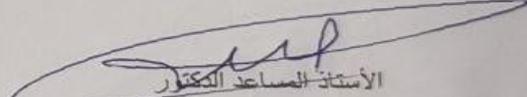
عضواً ومشرفاً


الاستاذ الدكتور

حيدر يونس الموسوي

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

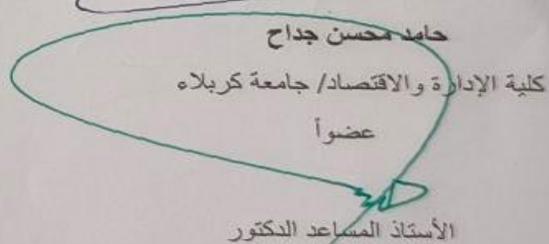
عضواً


الاستاذ المساعد الدكتور

حامد محسن جداح

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

عضواً


الاستاذ المساعد الدكتور

هاشم جبار الحسيني

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

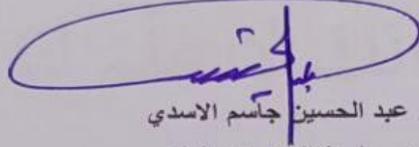
عضواً ومشرفاً

مصادقة العميد

ا.م.د هاشم جبار الحسيني

إقرار من رئيس لجنة الدراسات العليا

أقر رئيس لجنة الدراسات العليا في كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء على توصية لجنة المناقشات للطالب (لؤي علي محمود الجبوري).



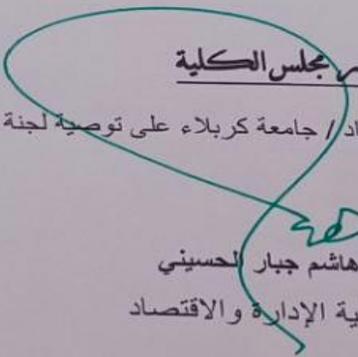
أ.د. عبد الحسين جاسم الاسدي

رئيس لجنة الدراسات العليا

معاون العميد للشؤون العلمية والدراسات العليا

إقرار مجلس الكلية

أقر مجلس كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء على توصية لجنة المناقشة.



ا.م.د. هاشم جبار الحسيني

عميد كلية الإدارة والاقتصاد

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا

عَلَّمْتَنَا ۗ إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

صدق الله العظيم

[البقرة: 32]

إهداء

أهدي هذه الأطروحة إلى روح والدي الحبيب، الذي كان مصدر إلهامي
ودعمي.

إلى والدي العزيزة، التي منحني الحب والرعاية بلا حدود.

إلى أخي وأخواتي، الذين كانوا دائمًا بجانبني في كل خطوة.

إلى زوجتي الغالية، التي شاركتني كل لحظة من هذه الرحلة.

وإلى أولادي الأعزاء (قمر - شمس - علي) الذين هم سبب سعبي
المستمر نحو الأفضل.

دمتم جميعًا في قلبي ودعمي الدائم.



شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين الذين علمني ما ينفعني ونفعني بما علمني، فأحمد الله وأشكره شكرا لا ينقطع لتوفيقه لي لإتمام هذا الجهد العلمي .

فأتقدم بالشكر والعرفان لجامعة كربلاء / كلية الإدارة والاقتصاد والكوادر التدريسية والوظيفية الذي قدموا لي الكثير من النصح والارشاد فجزاهم الله تعالى الجزاء الاوفى .

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان للسادة المشرفين وهم كل من الاستاذ المساعد الدكتور **هاشم جبار الحسيني** والأستاذ المساعد الدكتور **محمد فائز حسن** الذين تجاوزا عثراتي العلمية بفنٍ وحكمةٍ وصفحٍ ووقارٍ ولم يبخلا بأي معلومة تفيد اطروحتي، وكان لتصويباتهم أثراً في اكتمال اطروحتي بصورتها العلمية، فجزاهم الله تعالى خير الجزاء .

بكل احترام لا يسعني الا ان اعبر عن خالص شكري وتقديري لأساتذتنا الأفاضل وأخص منهم بالذكر (ا.د. علاء فرحان طالب، ا.د. عواد كاظم الخالدي، ا.د. كمال كاظم الشمري، ا.د. عباس كاظم الدعيمي، ا.د. احمد كاظم بريس، ا.د. علي احمد فارس، ا.د. مهدي عطية الجبوري، ا.م.د. أمير علي الموسوي، ا.م.د. زينب مكي البناء، ا.م.د. جنان مهدي رشيد، ا.م.د. علي حسين عليوي).

كما أود أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير الى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة الكرام، الذين بذلوا وقتهم وجهدهم لمراجعة اطروحتي.

وأخيرا أشكر زملائي الأعزاء على تعاونهم ودعمهم المتواصل طوال فترة دراستنا المشتركة (سجاد يوسف، امين فهد، سلام هاشم، زينب سعدون)، كذلك زملائي في مواد (المقاصة) الماجستير (صالح مهدي، علي عبد الكريم، مصطفى هاشم، احمد فلاح، هاشم محمد، كامل موفق، انتظار لطيف، الاء صبري، حوراء حسين، سارة حسن، شهد إبراهيم، عنراء محمد، يسر عدنان)، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

الباحث

المستخلص

يُعد أسلوب التحليل الفني من الأسس الجوهرية التي يعتمد عليها المتداولون في الأسواق المالية. تتميز هذه الأساليب بتنوعها واختلاف طرق استخدامها بين المتداولين. في هذا السياق تبرز استراتيجية التداول العكسية كأحد الأساليب الفعّالة في التحليل الفني، حيث تعتمد على تحليل اتجاهات العوائد التاريخية والحالية والتنبؤ بحركة السوق المستقبلية من خلال استغلال التغيرات السريعة في الأسعار. وتكمن جدلية الدراسة في التساؤلات الأساسية حول امكانية بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، وماهية تأثير كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية، ومدى تحقيق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفه المعاملة) وبالمقارنة مع محفظة السوق. ووفقا لذلك هدفت الدراسة الى بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، ومعرفة أثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفه المعاملة)، فضلا عن ذلك سعت الدراسة الى الكشف عن الاستراتيجيات العكسية التي حققت أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفه المعاملة) خلال مدة الدراسة وبالمقارنة مع محفظة السوق.

لهذه الغاية اعتمدت الدراسة على البيانات اليومية لأسعار إغلاق الأسهم لـ 31 شركة عراقية مدرجة انفردت باستمرارها في التداول خلال فترة العينة الممتدة من كانون الثاني 2019 لغاية كانون الاول 2023 وباستخدام برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25) تم اعداد نماذج انتخاب الأسهم لبناء المحافظ العكسية مع مكوناتها (المحافظ الربحية والخاسرة) لكل استراتيجية كذلك محفظة السوق المناظرة وحساب خصائصها من عائد ومخاطرة إضافة لإجراء الاختبارات الإحصائية والمالية اللازمة للتحقق من النتائج المستخلصة من التحليلات توصلت الدراسة للعديد من الاستنتاجات ومن أهمها اثبتت النتائج ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة

المعاملة. اما بالنسبة للمحافظ الربحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اقل من المحفظة العكسية. وأثبتت الدراسة أيضا إن الاستراتيجية العكسية تتباين في تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (مع بدون كلفة المعاملات) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق لكل من مقياس Sharpe فيلاحظ أن جميع المحافظ العكسية لم تحقق أداء معدل بالمخاطر بل حققت أداء سلبي فإن هذه المحافظ لم تحقق عائدا يتجاوز العائد الذي يمكن تحصيلهم من الاستثمار الخالي من المخاطرة على العكس من ذلك أوضحت الدراسة ان الاستراتيجية العكسية تفوقت من حيث العوائد المعدلة بالمخاطر لمؤشر Treynor اذ حققت عوائد ايجابية بنسب فاقت السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية العكسية اثبتت ادائها وحققت عائدا معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادرة على تقديم عائدا جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. وخرجت الدراسة بالعديد من التوصيات ومن أهمها: يُنصح المستثمرون بتبني الاستراتيجية العكسية كخيار استثماري رئيسي، نظراً لتفوقها في تحقيق عوائد معدلة بالمخاطر حسب مقياس Treynor، حيث أظهرت 19 استراتيجية عكسية أداءً إيجابياً مقارنةً بـ 3 استراتيجيات فقط حققها السوق.

الكلمات المفتاحية: استراتيجية التداول العكسية، محفظة الاسهم، كلفة المعاملة

قائمة المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
الاهداء	أ
شكر وتقدير	ب
مستخلص	ج - د
فهرس المحتويات	هـ - ح
فهرس الاشكال	ح - ي
فهرس الجداول	ي - ك
الفصل الأول	
المقدمة	1 - 2
المبحث الأول: بعض الدراسات السابقة	4 - 15
بعض الدراسات السابقة	2-13
ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:	15
المبحث الثاني: المنهجية العلمية للدراسة	16
مشكلة الدراسة	16
فرضيات الدراسة	18
أهداف الدراسة	20
أهمية الدراسة	21
مجتمع وعينة الدراسة	23
بيانات ومدة الدراسة	24
الفصل الثاني	
المبحث الأول: محفظة الأسهم	27-64



27	مفهوم الاستثمار
28	الاستثمار في الأوراق المالية
29	أدوات الاستثمار
29	الأسهم العادية
35	الأسهم الممتازة
38	مفهوم المحفظة الاستثمارية
39	نظريات المحفظة الاستثمارية
41	مفهوم العائد
46	مفهوم المخاطرة
50	المخاطر في إطار المحفظة الاستثمارية
54	الحد الكفوء والمحفظة المثلى
55	المحفظة المثلى في ظل البيع القصير
56	المحفظة الكفوءة في ظل الموجود الخالي من المخاطرة
60	تقييم اداء المحافظ الاستثمارية
61	نموذج Sharpe
61	نموذج Treynor
62	نموذج Jensen
63	نسبة المعلومات IR
65	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية
65	توطئة للتحليل الفني
65	مفهوم التحليل الفني
68	النظريات المفسرة للتحليل الفني
68	نظرية داو Dow
70	نظرية فيبوناتشي
71	نظرية Gann
72	نظرية موجات اليوت



74	استراتيجية الاستثمار العكسية
74	مفهوم الاستراتيجية العكسية
77	نشأة استراتيجية الاستثمار العكسية
78	استراتيجية الاستثمار العكسية تاريخيا
79	اشكال وأنواع استراتيجية الاستثمار العكسية
80	مؤشرات الاستراتيجية العكسية
81	تطبيق الاستراتيجية العكسية
82	تشكيل الاستراتيجية العكسية
82	فترات التشكيل والاحتفاظ
87	المالية السلوكية والاستثمار العكسي
الفصل الثالث	
91	المبحث الأول: بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية
92	خطوات بناء إستراتيجية الاستثمار لشهر واحد (J1/K1): كمثال يسري على جميع الاستراتيجيات الباقية
94	المعنوية الإحصائية Statistical
94	المعنوية الاقتصادية Economic
144-95	الإستراتيجيات العكسية
149-145	تحليل ظاهرة الانعكاس بصورة عامة
150	المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها
152	المحفظة العكسية بدون كلفة معاملة
156	المحفظة الربحية بدون كلفة معاملة
162	المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة
166	المحفظة العكسية مع كلفة المعاملة
171	المحفظة الربحية مع كلفة المعاملة
176	المحفظة الخاسرة مع كلفة المعاملة

الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

186-183	المبحث الأول: الاستنتاجات
188-187	المبحث الثاني: التوصيات
211-189	المصادر والمراجع
189	أولاً: المصادر العربية
191	ثانياً: المصادر الأجنبية

فهرس الاشكال

رقم الصفحة	العنوان
52	الشكل (1-2) دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة
54	الشكل (2-2) الحد الكفو والمحفظة المثلى
56	الشكل (3-2) المحفظة المثلى في ظل البيع القصير
58	الشكل (4-2) خط سوق رأس المال
60	الشكل (5-2) خط سوق الاوراق المالية
93	الشكل (1-3) آلية بناء المحفظة العكسية
96	الشكل (2-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/KW (قبل وبعد الكلفة)
97	الشكل (3-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K1 (قبل وبعد الكلفة)
98	الشكل (4-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K3 (قبل وبعد الكلفة)
100	الشكل (5-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K6 (قبل وبعد الكلفة)
101	الشكل (6-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K9 (قبل وبعد الكلفة)
102	الشكل (7-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K12 (قبل وبعد الكلفة)
104	الشكل (8-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/KW (قبل وبعد الكلفة)
105	الشكل (9-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K1 (قبل وبعد الكلفة)
106	الشكل (10-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K3 (قبل وبعد الكلفة)
108	الشكل (11-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K6 (قبل وبعد الكلفة)
109	الشكل (12-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K9 (قبل وبعد الكلفة)
110	الشكل (13-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K12 (قبل وبعد الكلفة)

112	الشكل (14-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-Kw (قبل وبعد الكلفة)
113	الشكل (15-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K1 (قبل وبعد الكلفة)
114	الشكل (16-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K3 (قبل وبعد الكلفة)
116	الشكل (17-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K6 (قبل وبعد الكلفة)
117	الشكل (18-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K9 (قبل وبعد الكلفة)
118	الشكل (19-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K12 (قبل وبعد الكلفة)
120	الشكل (20-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-Kw (قبل وبعد الكلفة)
121	الشكل (21-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K1 (قبل وبعد الكلفة)
123	الشكل (22-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K3 (قبل وبعد الكلفة)
124	الشكل (23-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K6 (قبل وبعد الكلفة)
126	الشكل (24-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K9 (قبل وبعد الكلفة)
127	الشكل (25-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K12 (قبل وبعد الكلفة)
129	الشكل (26-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-KW (قبل وبعد الكلفة)
130	الشكل (27-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K1 (قبل وبعد الكلفة)
132	الشكل (28-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K3 (قبل وبعد الكلفة)
133	الشكل (29-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K6 (قبل وبعد الكلفة)
135	الشكل (30-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K9 (قبل وبعد الكلفة)
136	الشكل (31-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K12 (قبل وبعد الكلفة)
137	الشكل (32-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-KW (قبل وبعد الكلفة)
139	الشكل (33-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K1 (قبل وبعد الكلفة)
140	الشكل (34-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K3 (قبل وبعد الكلفة)
142	الشكل (35-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K6 (قبل وبعد الكلفة)
143	الشكل (36-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K9 (قبل وبعد الكلفة)
145	الشكل (37-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K12 (قبل وبعد الكلفة)
155	الشكل (38-3) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة
155	الشكل (39-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
156	الشكل (40-3) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة
160	الشكل (41-3) مؤشر المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة
160	الشكل (42-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
161	الشكل (43-3) مؤشر تقييم المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة
165	الشكل (44-3) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة
165	الشكل (45-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
166	الشكل (46-3) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة
170	الشكل (47-3) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة
170	الشكل (48-3) مؤشر تقييم السوق مع كلفة المعاملة

171	الشكل (3-49) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة
175	الشكل (3-50) مؤشر المحفظة الربحة مع السوق مع كلفة المعاملة
175	الشكل (3-51) مؤشر اداء السوق مع كلفة المعاملة
176	الشكل (3-52) مؤشر تقييم المحفظة الربحة مع السوق بعد كلفة المعاملة
180	الشكل (3-53) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة
180	الشكل (3-54) مؤشر تقييم اداء السوق بعد كلفة المعاملة
181	الشكل (3-55) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

فهرس الجداول

رقم الصفحة	العنوان
24-23	الجدول رقم (1-1) الشركات عينة الدراسة
25	الجدول رقم (2-1) معادلات أساليب الدراسة
86	الجدول رقم (1-2) عدد مرات إعادة تشكيل المحافظ ضمن الاستراتيجيات العكسية
95	الجدول (1-3) نتائج استراتيجية JW-KW قبل وبعد كلفة المعاملة
97	الجدول (2-3) نتائج استراتيجية JW-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
98	الجدول (3-3) نتائج استراتيجية JW-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
99	الجدول (4-3) نتائج استراتيجية JW-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
101	الجدول (5-3) نتائج استراتيجية JW-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
102	الجدول (6-3) نتائج استراتيجية JW-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
103	الجدول (7-3) نتائج استراتيجية J1-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
105	الجدول (8-3) نتائج استراتيجية J1-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
106	الجدول (9-3) نتائج استراتيجية J1-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
107	الجدول (10-3) نتائج استراتيجية J1-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
109	الجدول (11-3) نتائج استراتيجية J1-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
110	الجدول (12-3) نتائج استراتيجية J1-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
111	الجدول (13-3) نتائج استراتيجية J3-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
113	الجدول (14-3) نتائج استراتيجية J3-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
114	الجدول (15-3) نتائج استراتيجية J3-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
115	الجدول (16-3) نتائج استراتيجية J3-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
117	الجدول (17-3) نتائج استراتيجية J3-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
118	الجدول (18-3) نتائج استراتيجية J3-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
119	الجدول (19-3) نتائج استراتيجية J6-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة



121	الجدول (20-3) نتائج استراتيجية J6-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
122	الجدول (21-3) نتائج استراتيجية J6-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
124	الجدول (22-3) نتائج استراتيجية J6-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
125	الجدول (23-3) نتائج استراتيجية J6-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
127	الجدول (24-3) نتائج استراتيجية J6-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
128	الجدول (25-3) نتائج استراتيجية J9-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
130	الجدول (26-3) نتائج استراتيجية J9-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
131	الجدول (27-3) نتائج استراتيجية J9-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
133	الجدول (28-3) نتائج استراتيجية J9-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
134	الجدول (29-3) نتائج استراتيجية J9-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
136	الجدول (30-3) نتائج استراتيجية J9-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
137	الجدول (31-3) نتائج استراتيجية J12-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
138	الجدول (32-3) نتائج استراتيجية J12-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
140	الجدول (33-3) نتائج استراتيجية J12-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
141	الجدول (34-3) نتائج استراتيجية J12-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
143	الجدول (35-3) نتائج استراتيجية J12-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
144	الجدول (36-3) نتائج استراتيجية J12-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
147	الجدول (37-3) بدون كلفة المعاملة
149	الجدول (38-3) مع كلفة المعاملة
153	الجدول (39-3) العكسية بدون كلفة معاملة
158	الجدول (40-3) الرباحة بدون كلفة معاملة
163	الجدول (41-3) المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة
168	الجدول (42-3) العكسية مع كلفة المعاملة
173	الجدول (43-3) الرباحة مع كلفة المعاملة
178	الجدول (44-3) الخاسرة مع كلفة المعاملة

المقدمة:

تُعد الأسواق المالية من الأدوات الحيوية التي تسهم في تعزيز النمو الاقتصادي وتوفير فرص الاستثمار. في هذا السياق، تبرز أهمية بناء محفظة استثمارية فعالة تؤدي إلى تحقيق عوائد مستدامة للمستثمرين. تركز هذه الدراسة على بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية، وهي استراتيجيات تعتمد على الاستفادة من تحركات السوق غير المتوقعة والتي تتعارض مع الاتجاهات السائدة.

تتناول هذه الأطروحة دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2019 إلى 2023، حيث شهدت السوق العراقية تقلبات ملحوظة نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية.

ستتضمن الدراسة استعراض الأدبيات السابقة المتعلقة بموضوع التداول العكسي، بالإضافة إلى تحليل البيانات المالية المتاحة لتحديد الأنماط والسلوكيات التي قد تؤثر على قرارات الاستثمار. كما سيتم دراسة العوامل الاقتصادية والسياسية التي تؤثر على أداء السوق، مما يسهم في فهم العلاقة بين الاستراتيجيات المستخدمة ونجاح المحفظة الاستثمارية.

تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، مع توضيح مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في مجال العلوم المالية. كما تسعى الدراسة إلى دراسة تأثير كلفة المعاملة على أداء المحفظة العكسية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال فترة الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، تسعى الدراسة إلى تقييم فعالية استراتيجيات التداول العكسية في ظل تقلبات السوق وقدرتها على تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر، ومقارنتها مع أداء محفظة السوق التقليدية.

اتخذت الدراسة أربعة فصول، الفصل الأول يعرض مراجعة بعض الدراسات السابقة والمنهجية العلمية للدراسة بواقع مبحثين تم استخدام المبحث الأول لعرض بعض الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع متغيرات الدراسة، والمبحث الثاني لمنهجية

الدراسة. بمقابل ذلك تناول الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة وعلى مبحثين اذ خصص المبحث الأول لعرض محفظة الأسهم، وتناول المبحث الثاني الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية. في حين جاء الفصل الثالث ليتناول في مبحثه الأول بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية ومكوناتها، وتناول في مبحثه الثاني تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها. اما الفصل الرابع والأخير فاستخدم مبحثه الاول لعرض الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة بمقابل ذلك عرض المبحث الثاني التوصيات التي توصي بها الدراسة في ظل ما استنتجته.

الفصل الأول

الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة

المبحث الأول

بعض الدراسات السابقة

المبحث الثاني

المنهجية العلمية للدراسة

المبحث الأول

بعض الدراسات السابقة

تشكل الدراسات السابقة قاعدة معرفية مهمة لفهم الموضوعات البحثية المعقدة. من خلال استعراضها، يمكننا التعرف على الاتجاهات الحالية، والفجوات البحثية، والتطورات النظرية التي أشرت في المجال. تسلط هذه الدراسات الضوء على الأساليب المستخدمة والنتائج المحققة، مما يعزز من فهمنا للسياق العام للبحث. لذا، يُعتبر تحليل هذه الأعمال السابقة خطوة أساسية تساهم في بناء إطار مرجعي قوي للدراسة الحالية.

بعض الدراسات السابقة

1-2-1 دراسة 1999 Mun	
عنوان الدراسة	ادلة لاختبارات استراتيجية الاستثمار العكسية من أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية. المراجعة الدولية للتحليل المالي Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. International Review of Financial Analysis
محتوى الدراسة	قامت الدراسة ببحث استراتيجية الاستثمار العكسية في كل من سوق فرنسا وألمانيا، تم استخدام بيانات شهرية للعام 1990، بينت النتائج على أن المحافظ العكسية قصيرة الأجل تعمل بشكل أفضل في كل من أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية. وبشكل عام، يتم الحصول على أعلى الأرباح العكسية على المدى القصير وتتناقض الأرباح بمرور الوقت. وبالإضافة إلى ذلك، لا ترتبط العائدات المرتفعة بالزيادات في معاملات المخاطرة، وهو ما يتوافق مع رد فعل المستثمرين المفرط
مدى الاستفادة منها	دراسة سابقة

2006 Yang دراسة 2-2-1	
اختبار استراتيجية الاستثمار المعاكسة - الأدلة من أسواق الأسهم التايوانية. Test of the contrarian investment strategy-evidence from the Taiwan stock markets.	عنوان البحث
بحثت الدراسة فيما إذا كانت الاستراتيجيات العكسية يمكن أن تخلق عوائد فائضة (غير عادية)، أي ما إذا كانت ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه موجودة لدى مستثمري الأسهم في تايوان؟ بحثت الأسهم الإلكترونية والمعلوماتية في تايوان من يناير 1996 إلى ديسمبر 2004. مع متوسط العائد الشهري للشراء والاحتفاظ لفترة الاحتفاظ، وجدت هذه الدراسة دليل على انعكاس الأداء للمحفظة الخاسرة، في حين لا يوجد دليل للمحفظة الربحية. أيضا نجد أدلة لصالح رد الفعل المبالغ فيه على المدى الطويل (أي عائد إيجابي كبير على مدى فترة تتراوح بين 30 و36 شهرا لمحفظة المراجعة استنادا إلى الأداء السابق) في أسواق الأسهم التايوانية. وتعد الاختلافات في العائدات غير العادية المتركمة بين المحافظ الخاسرة والربحية إيجابية بشكل كبير.	محتوى الدراسة
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
2013 MoeinAddin دراسة 3-2-1	
دراسة رد فعل أسعار الأسهم المبالغ فيه وربحية استراتيجية الاستثمار المعاكسة لتحقيق العائد في بورصة إيران. The Study of the Share Price Overreaction and the Profitability of the Contrarian Investment Strategy to Gain the Return in the Iran Stock Exchange.	عنوان الدراسة
هدفت الدراسة الى محاولة معرفة وجود أرباح عكسية في بورصة طهران، تم استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية التي تعتمد على نظرية رد الفعل	محتوى الدراسة

<p>المبالغ فيه للمستثمرين. إن معرفة كيفية استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية يمكن أن تساعد المستثمرين على اختيار السهم المناسب للحصول على أقصى عائد. لذلك تبحث هذه الدراسة رد الفعل المبالغ فيه لسعر السهم وتحقيق العائد في بورصة إيران باستخدام استراتيجية الاستثمار العكسية. لإجراء المسح، تم تقسيم فترة المسح في البداية إلى 16 مدة ترتيب واختبار المحافظ؛ في مدة التقييم تم تقسيم الشركات إلى المحفظة الربحية والخاسرة حسب سبع متغيرات البحث (نسبة الربح التشغيلي إلى الاستثمار، نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى الاستثمار، العائد على الموجودات، ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية والتدفق النقدي التشغيلي وعائد السهم) ومن ثم تم حساب عائد المحافظ ومقارنتها في فترة الاختبار. أظهرت نتائج اختبار فرضية الدراسة أنه يمكن الحصول على عائد إضافي في بورصة طهران باستخدام استراتيجية الاستثمار العكسية وأيضاً في فترات التأسيس والاختبار المختلفة قد أثارت التفاعل المفرط لبعض المتغيرات المحددة.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
4-2-1 دراسة 2015 Wei, K. D., Wermers	
<p>القيمة غير الشائعة: الخصائص والأداء الاستثماري للصناديق العكسية Uncommon Value: The Characteristics and Investment Performance of Contrarian Funds</p>	عنوان الدراسة
<p>اعتمدت هذه الدراسة على نظريات سلوك القطيع لتحديد الصناديق العكسية، والتي تتميز بالتداول في كثير من الأحيان ضد اتجاهات السوق العامة. هدفت الدراسة لتحديد الصناديق التي تتاجر ضد اتجاهات القطيع وتحليل سلوكها الاستثماري. وتقييم ما إذا كانت هذه الصناديق أفضل من الصناديق الأخرى بغض النظر عما إذا كانت تتداول ضد القطيع أو معه.</p>	محتوى الدراسة

<p>وتوصلت الدراسة إلى أن الصناديق العكسية تحقق أداء متفوقاً في التداول ضد القطيع ومعه، مما يشير إلى أنها تمتلك معلومات خاصة ومتقدمة. علاوة على ذلك، يبدو أن هذه الصناديق لا تتداول بطريقة مترابطة، مما يشير إلى أن كل صندوق له معلوماته المميزة الخاصة به. وتبين أيضاً أن مقياس "المعارضة" للصناديق لا يرتبط بشكل كبير بالمقاييس التقليدية لتفرد استراتيجية الصندوق، حيث سجلت كل من صناديق المعارضة وصناديق القطيع درجات عالية في هذه المقاييس.</p> <p>أظهرت الصناديق المعاكسة أداء أفضل سواء عند التداول ضد القطيع أو معه، مما يشير إلى أن لديها معلومات خاصة تتيح لها تحقيق عوائد عالية.</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أن الصناديق المعاكسة لا تتبع نمطاً متماسكاً فيما بينها، مما يعكس حيازتها لمعلومات متباينة ومستقلة. إضافة لعدم ارتباط الصناديق العكسية بشكل كبير مع الاستراتيجيات التقليدية المستخدمة لقياس تفرد استراتيجيات الصناديق، مما يشير إلى اختلاف جذري في استراتيجيات الصناديق العكسية مقارنة بصناديق القطيع.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
5-2-1 دراسة 2015 Gharaibeh	
<p>أرباح معاكسة طويلة الأجل في مؤشرات أسواق الشرق الأوسط.</p> <p>Long-term contrarian profits in the Middle East market indices</p>	عنوان الدراسة
<p>بحثت دراسته فيما إذا كان هناك أرباح عكسية طويلة المدى في مؤشرات أسواق الشرق الأوسط. توثق الدراسة أدلة قوية على وجود استراتيجية عكسية طويلة المدى لـ 11 مؤشراً من مؤشرات الشرق الأوسط خلال فترة التكوين (48 و60 شهراً). على سبيل المثال، أقوى عائد عكسي طويل الأجل باستخدام فترات الاحتفاظ لمدة ستة أشهر ($K = 6$, $J = 60$) هو 3.32%</p>	محتوى الدراسة

<p>شهريًا. وهذا الربح كبير جدًا وله دلالة إحصائية (3.09). ومن شأن هذه النتيجة أن تحفز الباحثين والممارسين على التساؤل عن الأسباب الكامنة وراء هذه الأرباح الكبيرة. ومن الواضح أن هذه الأرباح العكسية طويلة الأجل التي تقدمها هذه الورقة فيما يتعلق بمؤشرات أسواق الشرق الأوسط الـ 11 هي أكبر بكثير من الأرباح الدولية العكسية طويلة الأجل في مؤشرات MSCI. تولد الإستراتيجية العكسية طويلة المدى عوائد سنوية كبيرة معدلة حسب المخاطر تصل إلى 3.4% على الأقل في الشرق الأوسط.</p>	
	مدى الإفادة منها
	دراسة سابقة
6-2-1 دراسة O'Keeffe 2017	
<p>ظواهر غير متوقعة للربح والخاسر: أدلة حديثة من اليونان. O'Keeffe, C., & Gallagher, L. A. (2017). The winner-loser anomaly: Recent evidence from Greece.</p>	عنوان الدراسة
<p>أجريت دراسة مهمة وواحدة من أحدث الدراسات في هذا المجال للفترة من 1989 إلى 2015، باستخدام الأسهم المدرجة في بورصة أثينا. لقد شملت هنا فترتين اقتصاديتين متميزتين: قبل الأزمة وأثناء الأزمة. تم إجراء معظم الدراسات مع الأخذ في الاعتبار عينة من فترة هادئة أو أسواق صاعدة في الغالب، وبالتالي لا توجد دراسات حديثة توضح كيف يمكن أن تتصرف استراتيجية استثمار معاكسة في فترة الأزمات. ولذلك، قام الباحث بتقسيم العينة إلى قسمين، 1989-2006 (ما قبل الأزمة) و2007-2015 (أثناء الأزمة) وفي كل منهما قاموا بترتيب الأسهم على أساس الأشهر الـ 6 إلى 36 السابقة، وإنشاء محفظتين (الربح والخاسر) والاحتفاظ بهما لمدة 6 إلى 36 شهرًا. ولتقدير العوائد غير العادية، استخدم المؤلف ثلاثة نماذج CAPM ونموذج السوق ونموذج السوق المعدل، وبما أن جميعها أنتجت نتائج مماثلة، فسوف نشير إلى النتائج من نموذج السوق المعدل. باستخدام منهجية دي</p>	محتوى الدراسة

بوننت وثالر (1985) لمرحلة ما قبل الأزمة والأزمة وجميع العينة، وجد المؤلف عوائد إيجابية فائضة غير عادية لمدة ما قبل الأزمة وللعينة بأكملها	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
1-2-8 دراسة الزوبعي 2017	
بناء محفظة النشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية	عنوان الدراسة
<p>يعد التحليل الفني أحد أقدم أساليب بناء المحافظ بالنسبة للمستثمرين، وبالرغم من أهمية نتائج طروحات (Markowitz) في بناء المحفظة المثلى وما لحقها من تبسيطات لتلك النماذج على يد (Sharp) و (Tobin) وما قدمته نظرية كفاءة السوق لـ (Fama) إلا أن التحليل الفني وادواته وأساليبه تطورت هي الأخرى بشكل كبير مع ازدياد وتيرة تطور التكنولوجيا وأساليب الاتصال ومن ثم البنية التحتية للأسواق المالية مما فتح آفاق تداول واستثمارات جديدة تخطت في عددها وخياراتها متاح في التحليل الأساسي ومن ثم هذا شجع العديد من المستثمرين إلى الاستعانة بمحترفي التداول الفني في تكوين وتدعيم محافظهم ولعل واحدة من أبرز وأشهر أساليب التحليل الفني هي ظاهرة الزخم في التداول وبناء المحافظ النشطة، إذ أنها ظهرت من مدة ليست بالقصيرة في التداول إلا أنها لم تعرف على نطاق واسع أكاديمياً إلا بعد دراسات (Jagadeesh & Titman, 1993).</p> <p>ومن أجل ذلك استخدمت الدراسة أساليب مالية وإحصائية متعددة للتحقق من ذلك في سوق العراق للأوراق المالية بدراسة عينة قوامها (29) سهماً لشركات امتازت بنشاطها التداولي العالي خلال مدة العينة الممتدة من (يناير 2010) إلى (فبراير 2015) وباستخدام برامج (Excel MS 2013) و (Minitab17) تم بناء نماذج انتقاء الأسهم ونماذج بناء محافظ الزخم ومكوناتها (المحافظ الربحة والخاسرة) لكل استراتيجية ومحفظة السوق المكافئة وحساب معلقاتها</p>	محتوى الدراسة

<p>من عائد ومخاطرة وعمل الاختبارات الاحصائية الازمة للتحقق من النتائج المتحصلة من التحليلات، كما استخدمت مقاييس ونسب تقييم لقياس وتقييم أداء المحافظ النشطة ومقارنتها بالمحفظة السوق المرجعية قد خلصت الدراسة الى ان الزخم الناتج عن محافظ الزخم في سوق العراق الأوراق المالية كان ضعيفا وغير معنوي وفق استراتيجيات (Jagadeesh & Titman,1993) ولكن معنوي فقط في بعض استراتيجيات دراسة الحدث قبل الكلفة ومع ذلك يتلاشى بمجرد اخذ كلفة المعاملة معدلا بالمخاطرة يفوق محفظة السوق المكافئة بنظر الاعتبار غير انه كمحفظة نشطة حقق عائد وبتحليل المحافظ الربحية في استراتيجيات دراسة الحدث والحال نفسه مع المحافظ الخاسرة (البيع القصير) ولكنها غير ممكنة في سوق العراق للأوراق المالية وفضلاً عن ظهور نمط معاكس (Contrarian) في الاجل القصير جدا أسبوع واحد ولكنه ضعيف أيضا وفي الغالب كانت المحافظ الخاسرة البيع القصير تؤدي بشكل افضل من المحافظ، وتوصلت الدراسة الى مجموعة الاستنتاجات من اهمها عدم إمكانية استخدام الزخم في سوق العراق الأوراق المالية كمحفظة كاملة وانما مع كون المحافظ الربحية وفي استراتيجيات دراسة الحدث كمحفظة نشطة تعد افضل من محفظة السوق على أساس العائد المعدل بالمخاطرة.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
1-2-8 دراسة وردة 2018	
<p>ربحية استراتيجيات الزخم في الاسواق المالية العربية - دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية</p>	عنوان الدراسة
<p>هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجيات الزخم ومصادرها في سوقي من أسواق الدول العربية وهما سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)</p>	محتوى الدراسة

<p>وسوق العراق للأوراق المالية (ISX). تم الاستناد إلى منهجية (Jagadeesh & Titman,1993)، حيث تم اختبار 16 استراتيجية زخم بالاستناد إلى طريقة إعادة التشكيل الكاملة وتقنيات الاسهم المرجحة بالتساوي باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة من كانون الثاني 2010 حتى كانون الاول 2016.</p> <p>أظهرت نتائج سوق دمشق الأوراق المالية وجود أثر ضعيف ولكن معنوي للزخم، حيث أن عوائد محافظ الزخم كانت موجبة وذات دلالة معنوية في استراتيجية واحدة فقط من بين 16 استراتيجية مختبرة، وهي استراتيجية (3 أشهر تشكيل/3 أشهر احتفاظ). كما بينت النتائج أن أثر الزخم هو السائد في محافظ الربحين في حين أن أثر التخالف هو السائد في محافظ الخاسرين. إضافة لما سبق، أظهرت نتائج تقدير نموذج السوق بأن مخاطر السوق غير قادرة على تفسير ربحية استراتيجيات الزخم في سوق دمشق الأوراق المالية. أظهرت نتائج سوق العراق الأوراق المالية وجود دليل ضعيف على أثر الزخم، حيث توجد استراتيجية زخم الواحدة تولد عوائد موجبة ومعنوية وهي استراتيجية (12 تشكيل/ 3 احتفاظ). كما تقترح النتائج أن أثر زخم التخالف هو السائد في محافظ الربحين في حين أن أثر الزخم هو السائد في محافظ الخاسرين. إضافة لما سبق، أظهرت نتائج تقدير نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM ونموذج فاما وفرينش ثلاثي العوامل، ونموذج كارهارت رباعي العوامل أن مخاطر السوق وأثر الحجم غير قادرين على تفسير ربحية استراتيجية الزخم. في حين أن أثر القيمة) نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (قد كان له أثر معنوي في التأثير على ربحية استراتيجيات الزخم في سوق العراق الاوراق المالية.</p>	
	مدى الإفادة منها
	دراسة سابقة

<p>أداء الاستثمار المعاكس لمحفظة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.</p> <p>Performance of Contrarian Investing for Shariah Compliant Stock Portfolio</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تم تطبيق الإستراتيجية العكسية في سوق الأوراق المالية عن طريق شراء الخاسرين السابقين وبيع الرابحين السابقين. في هذه الدراسة التي اجراها Abd Halim يتم استكشاف ربحية الاستراتيجية العكسية على الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لسوق الأوراق المالية الماليزية ويستهدف التطبيق المستثمرين الأفراد. تم استخدام سعر الإغلاق الشهري لعدد 50 سهماً فردياً متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة من يناير 2012 إلى ديسمبر 2016 في هذه الدراسة. يتم إنشاء محافظ أسهم فردية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بناءً على استراتيجية العكسية ويتم قياس أداء المحفظة المطورة. استخدمت هذه الدراسة ثلاث إستراتيجيات للترتيب وفترة الاحتفاظ وهي إستراتيجية 12/12، وإستراتيجية 6/12، وإستراتيجية 6/6. تشير النتائج إلى أن استراتيجية الاستثمار العكسية مربحة في السوق الماليزية باستخدام التصنيف قصير المدى وفترة الاحتفاظ وهي استراتيجية 6/6. ويبلغ العائد الناتج 3.42% مقارنة بمعيار السوق البالغ 2.78% لنفس الفترة. وهكذا، تتفوق الاستراتيجية على مؤشر السوق بنسبة 0.64%. علاوة على ذلك تعطي هذه الإستراتيجية أعلى عائد لكل وحدة من المخاطر التي يتحملها المستثمرون مقاسة بتقلبات المحفظة. وهذا يعني أن الاستراتيجيات العكسية قصيرة المدى قد توفر عوائد غير عادية للمستثمرين المتوافقين مع الشريعة الإسلامية.</p>	<p>محتوى الدراسة</p>
<p>دراسة سابقة</p>	<p>مدى الإفادة منها</p>

2022 Rao دراسة 9-2-1	
<p>تأثير انعكاس العائد: الأرباح المعاكسة المعدلة للمخاطر من أسواق الهند وباكستان.</p> <p>Return Reversal Effect: Risk Adjusted Contrarian Profits from India & Pakistan Markets.</p>	عنوان الدراسة
<p>قامت الدراسة بتقييم تأثير الانعكاس على المدى الطويل في أسواق الأسهم الهندية والباكستانية، كانت مدة التكوين والاحتفاظ من 36 إلى 60 شهرًا. تم توضيح أعلى نتائج الانعكاس حيث يتم فرز المحافظ بناءً على عامل الحجم والخاسر ناقص عامل (الانعكاس) الربح. الحجم (SMB) له تأثير إيجابي إجمالي في الهند وتأثير سلبي في سوق باكستان. ويولد نموذج العوامل الستة مع عامل علاوة مخاطر السيولة أعلى نتائج قوة تفسيرية في كل من الهند وباكستان. علاوة على ذلك، تم الكشف على إن الأرباح العكسية التي تم الحصول عليها ليست سوى تعويض عن تحمل مخاطر عالية تجاه عوامل مخاطر أسعار الموجودات المحددة للشركة من حيث الحجم والأسهم المسجلة في السوق والاستثمار والربحية وعوامل مخاطر السيولة في السوق الهندية. ومع ذلك، فإن الأرباح على المدى الطويل في باكستان هي نتيجة لتأثير ردة الفعل المفردة من قبل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة في السوق. تشير نتائج اختبار t المتوسطة الإيجابية إلى تأثير رد الفعل المبالغ فيه من جانب المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة التي تحرك الأسعار بعيدًا عن القيم الأساسية. تشير النتائج إلى وجود تأثير رد الفعل المبالغ فيه لكلا السوقين، باكستان والهند، إذ بلغ متوسط العائدات غير العادية المتراكمة 11% في كلا البلدين.</p>	محتوى الدراسة
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها

2023 Soltanzadeh, H., Keykhaei 10-2-1	
عنوان الدراسة	تحسين المحفظة الاستثمارية والأداء القائم على استراتيجية الزخم المعاكس (MCS): أدلة من بورصة طهران Portfolio Optimization and the Momentum-Contrarian Strategy (MCS)- Based Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange
محتوى الدراسة	تهدف هذه الدراسة إلى تحديد المحفظة الاستثمارية الأمثل التي تجمع بين أفضل عائد استثماري وأقل مستوى من المخاطرة باستخدام استراتيجيات الزخم المعاكسة (MCS). استراتيجية الزخم المعاكسة هي نموذج يستخدم لبناء المحافظ الاستثمارية، والذي يقترح شراء الأسهم الأفضل أداءً (الأسهم الرابحة) وبيع الأسهم الأسوأ أداءً (الأسهم الخاسرة). تم استخدام نموذج التحسين متعدد المتغيرات وغير الخطية، بالتوازي مع استراتيجيات الزخم المتعارضة، لحساب القيم المثلى للوظيفة الموضوعية وأوزان جميع الموجودات في المحفظة، والتي قد تختلف في توزيعها. تم استخدام البيانات المرتجعة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من 2014 إلى 2019 لاختيار المحفظة الأمثل. وأظهرت النتائج أن المحفظة المثلى المعاكسة تحقق الاستقرار في الربحية مع انخفاض مستويات المخاطرة مقارنة بالمحافظ الاستثمارية الأخرى. كما تم استخدام برنامج MATLAB لحساب الوزن الأمثل للموجودات بناءً على البيانات الإحصائية.
مدى الاستفادة منها	دراسة سابقة
2023 Batool, A., & Bhutta 11-2-1 دراسة	
عنوان الدراسة	تقييم استراتيجيات الزخم والاتجاه المعاكس للأوراق المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية: أدلة من بورصة باكستان Evaluation Of Momentum And Contrarian Strategies For Conventional And Shariah-Compliant Securities: Evidence From Pakistan Stock Exchange

<p>الغرض من هذه الدراسة هو دراسة الزخم والأرباح المعاكسة في أسواق البورصة الباكستانية التقليدية والشرعية. باتباع أسلوب الزخم المتداخل لجاغديش وتيتمان (1993)، تم تحليل كلا السوقين لمجموعات مختلفة من J (فترة التكوين) و K (فترة الاحتفاظ). كشفت النتائج أن فترات الاحتفاظ الطويلة الأجل للأسواق التقليدية تظهر وجود أرباح معاكسة (12 و 18 و 24 شهرًا). ومع ذلك، فإن استراتيجيات الزخم لها حضور أقوى في أسواق الشريعة الباكستانية. علاوة على ذلك، فإن استراتيجيات المخالفة لها حضور محدود في سياقات الشريعة، لفترات الاحتفاظ الطويلة الأجل. تشير هذه الدراسة إلى وجود أرباح جراء الاستفادة من الفروقات السعرية في كلا السوقين، ويجب على المستثمرين الاستمرار في مراقبة أداء الفائزين والخاسرين من أجل تعظيم العائد على استثمارات المحفظة</p>	محتوى الدراسة
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها

8-2-1 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

هذه الأطروحة جاءت استجابة للافتقار في الأدبيات العربية والعراقية والمتعلقة بمجال استراتيجيات التداول العكسية وتطبيقها في الأسواق المالية. تعد هذه الدراسة مساهمة مهمة في إثراء المعرفة الفكرية والعملية في هذا المجال، حيث تسلط الضوء على جوانب جديدة تهدف إلى بناء محفظة أسهم عادية. وتتميز من خلال تطبيق استراتيجيات التداول العكسية في سوق الأوراق المالية العراقي. ما يجعل هذه الدراسة فريدة هو انها - حسب علم الباحث - الأولى من نوعها في البلدان العربية التي تتبع استراتيجيات الاستثمار العكسية لتكوين محفظة أسهم عادية تحقق أداء أفضل من محفظة السوق في هذه السياق.

المبحث الثاني: المنهجية العلمية للدراسة

تكونت المنهجية العلمية للدراسة من الفقرات التالية:

1-1-1: مشكلة الدراسة

تُعد استراتيجيات التداول العكسية من الأدوات الاستثمارية المثيرة للاهتمام، خصوصاً في الأسواق النامية مثل سوق العراق للأوراق المالية. تنبثق من هذه الدراسة تساؤلات مهمة تتعلق بإمكانية بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام هذه الاستراتيجيات. هل يمكن تحقيق عوائد مستدامة من خلال هذه الطرق في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة؟ إضافة إلى ذلك، يطرح البحث تساؤلاً حول تأثير كلفة المعاملة على أداء المحفظة، سواء تم احتسابها أو تجاهلها. تهدف هذه التساؤلات إلى تعزيز فهم المستثمرين لأساليب الاستثمار الفعالة في سوق العراق للأوراق المالية.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤلات الرئيسية الآتية:

المشكلة الرئيسية الأولى: هل يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية؟

المشكلة الرئيسية الثانية: هل تؤثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟ وينبثق عنها عدة تساؤلات فرعية وكالاتي:

1. هل تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

2. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (بدون كلفة المعاملة) للمحفظة خلال مدة الدراسة؟

3. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

4. هل تؤثر كلفة المعاملة على العوائد للمحافظ العكسية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

5. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

6. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

المشكلة الرئيسية الثالثة: هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة وبالمقارنة مع محفظة السوق؟ وينبثق عنها عدة تساؤلات فرعية وكالاتي:

1. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة العكسية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

2. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحية أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

3. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

4. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة العكسية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

5. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحية أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

6. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

2-1-1: فرضيات الدراسة:

في ضوء تساؤلات الدراسة الرئيسية والفرعية تنبثق فرضيات الدراسة وكالاتي:

الفرضية الرئيسية الاولى: لا يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسية الثانية: لا تؤثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

وينبثق عنها عدة فرضيات فرعية وكالاتي:

1. لا تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
2. لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ العكسية الربحية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
3. لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
4. لا تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
5. لا تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
6. لا تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثالثة: لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

وينبثق عنها عدة فرضيات فرعية وكالاتي:

1. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
2. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
3. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
4. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
5. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
6. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

1-1-3: أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى الوصول إلى الأهداف التالية، والتي تسهم في تعزيز الفهم والمعرفة في المجال المدروس وتقديم رؤى قيمة للممارسين والأكاديميين:

أولاً: تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية. فضلاً عن بيان مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في العلوم المالية وتفسير معناه وتبيان أصل المفهوم الذين تناولوا المصطلح وأبرز نتائجهم وآخر ما توصلوا إليه. ثانياً: تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة. وينبثق عن هذا الهدف عدة أهداف فرعية وكالاتي:

1. بيان معرفة مدى تأثير كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

2. توضيح مدى تأثير كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الرابحة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

3. استكشاف مدى تأثير كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

ثالثاً: تهدف هذه الدراسة إلى بيان ومعرفة استراتيجيات التداول العكسي ومدى فعاليتها في ظل تقلبات السوق، ومدى تحقيقها لأرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. وينبثق عنها عدة أهداف فرعية وكالاتي:

1. معرفة مدى تحقيق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

2. تقييم قدرة تحقيق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الرابحة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق..

3. فحص إمكانية تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

4. تقييم فعالية الاستراتيجيات العكسية في تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
5. دراسة كفاءة تحقيق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الرابحة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
6. استكشاف قدرة الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة من تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

1-1-4: أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من قيمة موضوعها، مما يبرز الحاجة إلى البحث في هذه القضايا ويعزز الفهم العميق للمفاهيم المرتبطة بها كما يلي:

أولاً: تتمثل أهمية هذه الدراسة في بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق لأوراق المالية. كما تسلط الضوء على مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في العلوم المالية، مقدمة تفسيراً شاملاً لمعناها وأصولها. ستستعرض الدراسة أبرز المفكرين الذين تناولوا هذا المصطلح، بالإضافة إلى نتائجهم وأحدث ما توصلوا إليه، مما يسهم في تعزيز الفهم الأكاديمي والعملي لهذه الاستراتيجيات في سياق السوق المحلية.

ثانياً: تتمثل أهمية هذه الدراسة في فهم تأثير كلفة المعاملة على أداء محفظة الأسهم العادية، سواء تم احتساب كلفة المعاملة أم لا، خلال فترة الدراسة. سيوفر هذا الفهم رؤى قيمة للمستثمرين حول كيفية تأثير التكاليف على العوائد، مما يساعد في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعياً ودقة.

ثالثاً: تسلط هذه الدراسة الضوء على استكشاف نتائج الاستراتيجيات العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تشير إلى عدم تحقيق هذه الاستراتيجيات لأرباح معدلة بالمخاطر، سواء مع أو بدون احتساب كلفة المعاملة، مقارنةً بمحفظة السوق. سيوفر هذا التحليل رؤى حيوية للمستثمرين حول فعالية هذه الاستراتيجيات، مما يعزز الفهم حول خيارات الاستثمار المتاحة ويعكس التحديات التي تواجهها في السوق المحلية.

رابعاً: دراسة استراتيجيات التداول العكسي ومدى فعاليتها في ظل تقلبات السوق، إذ تكتسب دراسة استراتيجيات التداول العكسي أهمية خاصة في ظل تقلبات السوق، حيث تتيح هذه الاستراتيجيات للمستثمرين استغلال فرص التراجع المؤقت في أسعار الموجودات التي تشهد انخفاضاً نتيجة التوجهات السائدة أو ردود الفعل المفرطة. أثبتت دراسات عديدة أن الاستراتيجيات العكسية قد تحقق عوائد إيجابية خلال فترات عدم الاستقرار، مستفيدة من الفجوات السعرية الناتجة عن سلوكيات السوق غير العقلانية. تبرز فعالية هذه الاستراتيجيات في الأسواق المتقلبة، مما يجعلها أداة قيمة لتقليل المخاطر وتعظيم العوائد.

1-1-5: مجتمع وعينة الدراسة

تمثل مجتمع الدراسة بجميع الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية والبالغة (103) سهم.

أما الشركات الخاصة بعينة الدراسة فكانت أسهم الشركات التي تتوافر بها الشروط التالية:

- 1- مستمرة بالتداول منذ عام 2019 وإلى غاية 2023.
 - 2- لم يتم دمجها أو تجزئة أسهمها خلال فترة الدراسة.
 - 3- توافر البيانات عن أسعار الاغلاق للشركة خلال فترة الدراسة.
- وفي ضوء تطبيق الشروط أعلاه تمثلت عينة الدراسة الحالية ب (31) شركة والتي يوضحها الجدول رقم (1-1) مصنفة بحسب القطاعات:

الجدول رقم (1-1) الشركات عينة الدراسة

رمز الشركة	اسم الشركة	القطاع
BBOB	مصرف بغداد	قطاع المصارف
BIBI	مصرف الاستثمار العراقي	
BNOI	مصرف الاهلي العراقي	
BROI	مصرف الأئتمان العراقي	
BCOI	مصرف التجاري العراقي	
BGUC	مصرف الخليج التجاري	
BIME	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	
BIIB	مصرف العراقي الاسلامي	
BUND	مصرف المتحد للاستثمار	
BMNS	مصرف المنصور للاستثمار	
BMFI	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	
BASH	مصرف آشور الدولي للاستثمار	
BSUC	مصرف سومر التجاري	
IMOS	الخيطة الحديثة	قطاع الصناعة
IIDP	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	

IITC	العراقية للسجاد والمفروشات	
IKLV	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	
IMAP	المنصور للصناعات الدوائية	
IHLI	الهلال الصناعية	
HNTI	الوطنية للاستثمارات السياحية والمشاريع	
INCP	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	
IRMC	انتاج الالبسة الجاهزة	
IBSD	بغداد للمشروبات الغازية	
HBAY	فندق بابل	
HBAG	فندق بغداد	
SMRI	المعمورة للاستثمارات العقارية	
SBPT	بغداد العراق للنقل العام	
SKTA	مدينة العباب الكرخ السياحية	
AISP	العراقية لانتاج البذور	قطاع الزراعة
AIPM	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	
TASC	اسياسيل للاتصالات	قطاع الاتصالات

المصدر: من اعداد الباحث

1-1-6: بيانات ومدة الدراسة:

مدة عينة وبيانات الدراسة التي تم استخدامها كانت كالتالي:

- 1- أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023.
- 2- أسعار الاغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة الدراسة وللمدة من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023.
- 3- معدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يتمثل بسعر الفائدة لحولات الخزينة العراقية ولنفس المدة (من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023).

1-1-7: إجراءات وأساليب الدراسة

اعتمد الجانب العملي من الدراسة على مجموعة معينة من الأساليب المالية والإحصائية لتحليل البيانات وحساب النتائج المطلوبة، تم تقديم هذه الأساليب في الجانب النظري للدراسة وتم تعزيزها بالمعادلات حسب التسلسل ورقم الصفحة تجنباً للتكرار ولتسهيل الوصول إليها. حيث يعرض الجدول رقم (1-2) هذه الأساليب والمعادلات:

الجدول رقم (1-2) معادلات أساليب الدراسة

ت	المعادلة	الرقم	الصفحة
1	عائد السهم	2	42
2	الانحراف المعياري للسهم	9	47
3	عائد المحفظة	7	45
4	مخاطرة المحفظة	15	53
5	نسبة Sharpe	20	61
6	نسبة Treynor	21	62
7	Alpha	22	63
8	نسبة المعلومات IR	23	64

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الاول

محفظة الاسهم

المبحث الثاني

التحليل الفني والاستراتيجية
العكسية

المبحث الأول: محفظة الاسهم

Stock Portfolio

2-1-1: مفهوم الاستثمار:

الاستثمار، بأبسط تعريفاته، هو تخلٍ عن أموال يمتلكها الفرد أو الكيان حالياً بهدف تحقيق تدفقات مالية أكبر في المستقبل. يتضمن ذلك تعويض القيمة الحالية للاستثمار، بالإضافة إلى مواجهة الانخفاض المتوقع في القدرة الشرائية الناتج عن التضخم، مع ضمان تحقيق عائد معقول مقابل المخاطر المرتبطة بعدم تحقق تلك التدفقات (الشواورة، 2008: 33). بعبارة أخرى، يمثل الاستثمار تنازلاً عن استهلاك حالي مؤكد في مقابل استهلاك أكبر في المستقبل، والذي يظل غير مؤكد (Ilmanen,2022:28).

يمكن تعريف الاستثمار المحفظي على أنه توظيف رؤوس الأموال بشكل غير مباشر بهدف تحقيق تراكم رأسمالي جديد وزيادة القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم) احمد وخضير، 2017:32). كما يُعتبر الاستثمار المحفظي اكتساب الموجودات المالية من خلال استثمار الأموال في الأوراق والأدوات المالية بمختلف أنواعها. ويأتي الاستثمار المحفظي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية الاقتصادية بعد الاستثمار المباشر (الحناوي ومصطفى، 2010:25).

تتفاوت مجالات الاستثمار، وبالتالي تختلف أدوات الاستثمار المتاحة في كل مجال. تُعرّف أداة الاستثمار بأنها الموجود الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المبلغ المستثمر، وقد أطلق بعض الباحثين على أداة الاستثمار مصطلح 'واسطة الاستثمار' (الدليمي، 2010: 9). كما عرّفها مطر (مطر، 2005: 80) بأنها الوسيلة التي تتيح للمستثمر امتلاك موجودات قد تكون حقيقية أو مالية، مثل الأسهم أو السندات. يعتمد اختيار أدوات الاستثمار

على خصائص كل أداة، والعائد المتوقع، ودرجة المخاطرة، بالإضافة إلى رغبات المستثمر وقدرته على تحمل المخاطر وقبول العائد المحقق (الحمودني، 2011: 44).

تختلف أدوات الاستثمار وفقاً لأهداف الاستثمار واستراتيجيات المستثمر. في حالة الاستثمار الحقيقي، تتمثل أداة الاستثمار في موجودات ملموسة مثل العقارات، والآلات، والذهب، والفضة. أما في الاستثمارات المالية، فتتنوع الأدوات الاستثمارية بتنوع الموجودات المالية. تُعتبر الأوراق المالية من أبرز الأدوات الاستثمارية انتشاراً، حيث تعكس أداء المشروع المصدر لهذه الأوراق. ينبغي على المستثمر اختيار الأدوات المناسبة لاستثمارته، بعد التعرف على مقدار الضمان الحكومي للأوراق ونسبة الأرباح التي تحققها الشركة، بالإضافة إلى سياسة الشركة في توزيع الأرباح. تُصنف الأوراق المالية تقليدياً إلى أوراق سوق النقد وأوراق سوق رأس المال. تتميز الأوراق المتداولة في سوق النقد بكونها مديونية ذات قدرة تسويقية عالية وسيولة مرتفعة، مما يجعلها تُعتبر أحياناً 'أشبه النقد' بفضل عنصر الأمان والسيولة. من ناحية أخرى، تتميز الأوراق المتداولة في سوق رأس المال بطول أجلها وارتفاع عنصر المخاطرة، ورغم ذلك، فإنها تتمتع بتنوع أكبر (باكير، 2008: 73).

2-1-2: الاستثمار في الأوراق المالية:

شهدت عمليات الاستثمار في الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً من جوانب متعددة، حيث تناولت العديد من النظريات الجديدة أهمية تعظيم العوائد المتوقعة وتقليل المخاطر إلى مستويات مقبولة. يُعزى تغيير الأساليب المعتمدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية لتحقيق معدلات العائد المطلوبة بأدنى مستوى من المخاطر إلى تطبيق هذه النظريات (الحمودني، 2011: 65).

تتمثل المشكلة في تركيز المستثمر على اختيار أحد القرارات الاستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمخاطر أو العوائد، عند المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية. هذا التركيز قد يؤدي إلى نتائج سلبية ومضلة، حيث إن اختيار محافظ ذات عوائد مرتفعة قد يأتي على حساب ارتفاع المخاطر، والعكس صحيح، إذ تؤدي المخاطر المنخفضة عادةً إلى محافظ ذات عوائد منخفضة.

تزداد تعقيد هذه المشكلة عندما يكون المستثمرون من ذوي الدخل المتوسط أو المنخفض، نظراً لافتقارهم إلى الإمكانيات والخبرات الإدارية والفنية اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية (Titman,2021:335).

من المهم الإشارة إلى أن أي قرار استثماري يستند إلى مجموعة من الاعتبارات، لكل منها أبعادها الخاصة، وغالباً ما تكون هذه الأسس متضاربة. يتعين على المستثمر أن يوفق بين جميع هذه العوامل التي يعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري. ومن بين هذه الأسس، تبرز مسألتا (العائد والمخاطرة) (الدليمي، 2010:33).

2-1-3: أدوات الاستثمار:

2-1-3-1: الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية بأنها حصص في ملكية الشركة تمنح صاحبها الحق في المشاركة في إدارتها والحصول على العوائد بعد سداد الشركة لالتزاماتها تجاه الدائنين (العامري، 2013: 361). هذه الأسهم لا تمنح حاملها أي مزايا خاصة مقارنة بالآخرين، سواء في الأرباح التي تحققها الشركة أثناء نشاطها أو في موجوداتها عند التصفية. وعادة ما تُصدر الأسهم العادية في فئة واحدة تتمتع بحقوق والتزامات متساوية، رغم إمكانية إصدارها في فئات متعددة بمزايا مختلفة أحياناً (مطر، 2005: 212). يُعرف السهم بأنه "ورقة مالية تعبر عن حق صاحبها في ملكية الشركة وفقاً لقيمة السهم، حيث تختلف حقوق المساهمين بناءً على نوع الأسهم، سواء كانت عادية أو ممتازة (Slegel,2014:88).

تعد الأسهم العادية من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، حيث تمثل مستند ملكية لها قيمة اسمية تتجلى في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وقيمة دفترية تعكس حقوق الملكية، وقيمة سوقية تتحدد بالقيمة التي يُباع بها السهم في السوق. وغالباً ما تتباين القيمة السوقية عن القيمة

الاسمية، وهو ما يدركه معظم المستثمرين، إذ لا تُعتبر القيمة الدفترية والاسمية مؤشرات دقيقة للقيمة الحقيقية للسهم (French, 1989:34).

هناك أنواع متنوعة من الأسهم العادية من حيث الاستثمار:

2-1-3-1-2: أسهم النمو:

تُعتبر أسهم النمو تمثيلاً للشركات التي تتبنى استراتيجية إعادة استثمار أرباحها المحتجزة في فرص استثمارية جديدة، بدلاً من توزيع هذه الأرباح على حملة الأسهم. يُظهر هذا النهج التزاماً قوياً من قبل الإدارة نحو تعزيز النمو المستدام وتوسيع قاعدة الأعمال.

تتميز أسهم النمو بقدرتها على تحقيق زيادة ملحوظة في مبيعاتها وعوائدها بمعدل يتجاوز النمو الاقتصادي العام على مستوى الاقتصاد القومي، وأيضاً بالمقارنة مع معدل النمو في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. يُعزى هذا الأداء القوي إلى التركيز على الابتكار والتوسع في الأسواق الجديدة، مما يتيح لهذه الشركات الاستفادة من الفرص المتاحة في بيئات الأعمال الديناميكية. إضافة لكونها جذابة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مرتفعة على المدى الطويل، رغم أن هذه الاستثمارات قد تحمل مخاطر أعلى مقارنةً بأسهم الشركات ذات العوائد المستقرة. لذلك، تُعد أسهم النمو خياراً استثمارياً جذاباً للمستثمرين الذين يتطلعون إلى الاستفادة من الاتجاهات والفرص المستقبلية في السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بها (Slegel,2014:190).

2-1-3-1-2: أسهم الدخل:

طبقاً لقانون الشركات، يُحظر على الشركات توزيع الأرباح من خارج عوائدها، مما يعني أنه لا يُسمح لها بتوزيع الأرباح المستمدة من المبالغ المقترضة. في هذا السياق، تُعتبر أسهم الدخل أداة استثمارية تمثل الشركات التي تتمتع بتاريخ طويل ومستدام في توزيع الأرباح بشكل مستمر، حيث تفوق معدلات توزيع أرباحها المتوسط مقارنةً بالشركات الأخرى.

تتميز أسهم الدخل بخصائص فريدة، إذ تتيح لحامليها الاستفادة من استمرارية الحصول على أرباح بمعدل أعلى من متوسط السوق، مما يجعلها خياراً جذاباً للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق تدفقات نقدية ثابتة. يعتمد أداء هذه الأسهم على قدرة الشركات على الحفاظ على سيولة مالية جيدة وعمليات تشغيلية فعالة، مما يُعزز من قدرتها على الوفاء بالتزامات توزيع الأرباح حتى في أوقات التحديات الاقتصادية. بالتالي، تُعد أسهم الدخل خياراً استثمارياً مناسباً للمستثمرين الذين يفضلون العوائد المستقرة على المدى الطويل، مما يُسهم في تحقيق توازن بين المخاطر والعوائد في محفظتهم الاستثمارية (Mladjenovic,2020:114).

2-1-3-1-4: الأسهم الدورية:

تشير الأسهم الدورية إلى أسهم الشركات التي تتأثر بشكل مباشر بحركة الاقتصاد القومي والدورات الاقتصادية. تتميز هذه الأسهم بارتباط إيراداتها وأرباحها بمراحل النمو والانكماش الاقتصادي، حيث تحقق الشركات التي تصدر هذه الأسهم أرباحاً ملحوظة خلال فترات النمو الاقتصادي. ومع ذلك، فإن أرباحها تميل إلى الانخفاض بشكل ملحوظ خلال فترات الانكماش الاقتصادي، مما يساهم في زيادة تقلبات أدائها المالي.

تضع هذه الديناميكية الأسهم الدورية في موقع يعكس معدل مخاطر أعلى مقارنةً بمعدل مخاطر السوق بشكل عام. إذ يتعرض المستثمرون في هذه الأسهم لمخاطر إضافية نتيجة للتغيرات الاقتصادية، مما يتطلب منهم اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة. بالتالي، تُعد الأسهم الدورية خياراً استثمارياً يتطلب فهماً عميقاً للتوجهات الاقتصادية والقدرة على التكيف مع الظروف المتغيرة. يُفضل المستثمرون الذين يسعون لتحقيق عوائد مرتفعة في فترات النمو الاقتصادي أن يتضمنوا هذه الأسهم في محافظهم الاستثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بها (Graham,2008:123).

2-1-3-1-5: الأسهم الدفاعية:

تُعرف الأسهم الدفاعية بأنها أسهم الشركات التي تتمكن من الاستمرار في بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى في فترات الركود الاقتصادي. يعود ذلك إلى طبيعة منتجاتها، التي تتمتع بمرونة طلب منخفضة، مما يجعلها أقل عرضة لتقلبات السوق. تتميز هذه الأسهم بقدرتها على الحفاظ على مستوى ثابت من الإيرادات والأرباح، حتى عندما يواجه الاقتصاد تحديات.

تُظهر الأسهم الدفاعية أداءً متميزًا خلال فترات الركود، حيث لا تتأثر بشكل كبير بالأزمات الاقتصادية، مما يمنحها ميزة تنافسية. وعادةً ما تحقق هذه الأسهم عائداً أعلى من المتوسط في السوق، مع معدل مخاطر أقل من معدل مخاطر السوق بشكل عام. تجعل هذه الخصائص الأسهم الدفاعية خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تقليل المخاطر في محافظهم الاستثمارية، خاصةً في أوقات عدم اليقين الاقتصادي. لذا، تُعتبر هذه الأسهم أداة فعالة لتوفير الأمان المالي وتحقيق الاستقرار في العوائد، مما يعزز من استراتيجيات الاستثمار طويلة الأجل (Tuckman,2022:78).

2-1-3-1-6: أسهم المضاربة:

تُعرف أسهم المضاربة بأنها الأسهم التي تتميز بعلاقة قوية بين المخاطر والعائد المتوقع، حيث تعكس طبيعتها تقلبات كبيرة في القيمة. ترتبط هذه الأسهم بارتفاع درجة المخاطر أثناء التداول، مما يعكس عدم اليقين المرتبط بتوقعات الأداء المالي والتشغيلي للشركات المصدرة لها. تتمثل الخصائص الرئيسية لأسهم المضاربة في إمكانية تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وبشكل سريع، مما يجعلها جذابة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مرتفعة في فترات زمنية قصيرة. على سبيل المثال، أسهم شركة دل (Dell) تُعتبر من الأمثلة الواضحة على هذه الفئة من الأسهم، حيث يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في السوق والتوجهات الاقتصادية.

يُعد الاستثمار في أسهم المضاربة خيارًا يتطلب مستوى عالٍ من المعرفة والتحليل، حيث يمكن أن يؤدي اتخاذ قرارات غير مدروسة إلى خسائر كبيرة. لذا، يُفضل أن يكون المستثمرون الذين يستثمرون في هذه الأسهم على دراية كاملة بالمخاطر المرتبطة بها، وأن يكون لديهم استراتيجية واضحة لإدارة تلك المخاطر (Reilly,2012:462).

2-1-3-1-7: أسهم الشركات الصغيرة :

تمثل أسهم الشركات الصغيرة فئة من الأسهم التي تتسم بمستويات عالية من المخاطر غير الاعتيادية، خاصةً تلك التي تُباع بأسعار منخفضة. تشمل هذه الأسهم الشركات التي تُعتبر ناشئة أو ذات رأس مال صغير، وغالبًا ما تتواجد في أسواق الأسهم ذات السيولة المنخفضة. تُعرف هذه الأسهم أيضًا بالأسهم "القرشية" (نسبةً إلى القرش) أو بالأسهم "الفلسية" (نسبةً إلى الفلس، وهو أصغر وحدة نقدية في الدينار).

تتميز الأسهم القرشية بارتفاع تقلباتها، حيث يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في ظروف السوق، مما يجعلها عرضة لمخاطر أكبر مقارنةً بأسهم الشركات الكبيرة. في الوقت نفسه، قد توفر هذه الأسهم فرصًا لتحقيق عوائد مرتفعة، مما يجذب المستثمرين الذين يسعون إلى استغلال الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة. ومع ذلك، يُعد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة تحديًا يتطلب فهماً عميقًا للسوق وقدرة على تحليل المخاطر المحتملة. لذا، يُنصح المستثمرون بأن يتخذوا نهجًا مدروسًا عند التعامل مع هذه الأسهم، بما في ذلك وضع استراتيجيات لإدارة المخاطر وتقييم الوضع المالي والتشغيلي للشركات المعنية (القاضي، 2024:334).

2-1-3-1-8: خصائص ومميزات الاستثمار في الأسهم العادية:

1. تحقيق أرباح رأسمالية وجارية: تتيح الأسهم العادية للمستثمرين فرصة تحقيق عوائد من خلال ارتفاع قيمتها السوقية، بالإضافة إلى توزيع الأرباح. هذا يساهم في توليد تدفقات نقدية مستدامة، مما يعزز من جاذبية الاستثمار في هذه الأسهم (Mishkin,2019:107).

2. **سهولة التداول**: يتميز الاستثمار في الأسهم العادية بإمكانية تداولها بسهولة في السوق الثانوية، مما يسهل على المستثمرين تحويلها إلى سيولة نقدية عند الحاجة. هذه المرونة في التداول تعزز من قدرة المستثمرين على إدارة محفظتهم الاستثمارية بفعالية (الجبوري، 2011:20).

3. **انخفاض تكاليف التداول**: تُعتبر الأسهم العادية ذات تكاليف تداول منخفضة نسبيًا، مما يساهم في تقليل النفقات المرتبطة بالاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، تسهم سهولة نقل ملكية الأسهم في تعزيز جاذبيتها كخيار استثماري (آل شبيب، 2010:196).

4. **ارتفاع العائد**: توفر الأسهم العادية عوائد أعلى مقارنةً بالأدوات الاستثمارية الأخرى، مثل السندات أو الودائع البنكية. هذا العائد المرتفع يعكس المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم، مما يجعلها خيارًا مناسبًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق نمو طويل الأجل في ثروتهم (Mishkin, 2019:121).

بالتالي، تُعد الأسهم العادية أداة استثمارية جذابة تُتيح للمستثمرين الاستفادة من جوانب متعددة للعوائد، مع توفير مستوى من المرونة والتداول السهل.

2-1-3-1-9: مخاطر الاستثمار في بعض أنواع الأسهم العادية

1. **الظروف السياسية والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي**: تُعتبر التغيرات في الظروف السياسية والاقتصادية من العوامل الحاسمة التي تؤثر على أداء الأسهم. قد تؤدي الأزمات السياسية أو الاضطرابات الاجتماعية إلى تقلبات كبيرة في السوق، مما يؤثر سلبًا على قيمة الأسهم (آل شبيب، 2010: 196).

2. **معدلات التضخم**: تلعب معدلات التضخم دورًا مهمًا في تحديد القدرة الشرائية للمستثمرين، كما تؤثر على أسعار العملة والدورات الاقتصادية. ارتفاع معدلات التضخم يمكن أن يؤدي إلى تآكل العوائد الحقيقية على الاستثمار، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية (Saunders, 2021:246).

3. **التشريعات السيادية:** تؤثر القوانين والأنظمة الحكومية، بما في ذلك الضرائب والتشريعات المالية، بشكل مباشر على استثمارات الأسهم. التغييرات في هذه التشريعات قد تؤدي إلى تغييرات مفاجئة في البيئة الاستثمارية، مما يزيد من مستوى عدم اليقين (Brooks,2016:210).

4. **المخاطر غير المنتظمة:** تتعلق هذه المخاطر بكفاءة إدارات الشركات وقدرتها على سداد الالتزامات. تقلبات الأرباح نتيجة لقرارات الإدارة أو التغييرات في السوق قد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في قيمة الأسهم، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بها (Higgins,2023:151).

5. **الأخطار النفسية:** تلعب العوامل النفسية، مثل الخوف والطمع، دوراً رئيسياً في سلوك المستثمرين، مما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير متوازنة. بالإضافة إلى ذلك، فإن نقص السيولة قد يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية الجيدة في أوقات غير مناسبة، مما يؤدي إلى خسائر محتملة (الزبيدي،2022:243).

6. **مخاطر نقص السيولة:** تُعتبر مخاطر نقص السيولة من التحديات الأساسية التي قد تواجه المستثمرين في الأسهم العادية. عندما تكون السوق غير نشطة، قد يجد المستثمرون أنفسهم مضطرين لبيع الأوراق المالية الجيدة في ظروف غير ملائمة، مما يمكن أن يؤدي إلى تحقيق خسائر غير مبررة (Cecchetti,2015:192).

تسهم هذه المخاطر مجتمعة في تشكيل بيئة استثمارية تتطلب من المستثمرين تحليلاً دقيقاً وفهماً عميقاً للعوامل المؤثرة لضمان اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.

2-3-1-2: الأسهم الممتازة:

تُعد الأسهم الممتازة أوراقاً مالية هجينة تنتمي إلى فئة حقوق الملكية، حيث تتمتع بقيمة اسمية وتتيح لحاملها الحصول على نسبة ربح. تجمع هذه الأسهم بين خصائص الأسهم العادية

والسندات، مما يفسر تسميتها بالهجينه. إذ أن الربح، الذي يُعتبر سمة رئيسية للسندات، يتداخل مع حق الملكية، الذي يمثل السمة الأساسية للأسهم العادية (Keown,2020:267).

تُشير الطبيعة الهجينة للأسهم الممتازة إلى أنها توفر مزايا متعددة للمستثمرين. ففي حين أن حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بحقوق معينة، مثل الحصول على توزيعات الأرباح، فإنهم لا يحصلون على تلك الأرباح إلا بعد تحقيقها وإقرار توزيعها من قبل مجلس الإدارة، مما يعكس مستوى من المخاطر المرتبطة بهذه الأسهم (الشواورة، 2008: 110). علاوة على ذلك، تُعد الأسهم الممتازة مستندات ملكية لها قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، تمامًا كحال الأسهم العادية. غير أن القيمة الدفترية تُحدد بناءً على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، مما يساهم في تحديد الأداء المالي للشركة، فضلا عن كونها تعد خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مستقرة مع تقليل المخاطر، نظرًا لأن لها أولوية في الحصول على الأرباح مقارنةً بالأسهم العادية. ومع ذلك، فإن التقييم الدقيق للأداء المالي للشركة وإدارة المخاطر يُعدان ضروريين لضمان اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة (Eun,2021:343).

2-1-2-3-1: مزايا الأسهم الممتازة:

1. أولوية في حالات تصفية الشركة: يتمتع حامل السهم الممتاز بأولوية على حملة الأسهم العادية في حالات تصفية الشركة. هذا يعني أنه في حال حدوث تصفية للأصول، يتم دفع مستحقات حملة الأسهم الممتازة قبل أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، مما يقلل من مستوى المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم (Tuckman,2022:83).

2. توزيعات سنوية ثابتة: يحق لحامل السهم الممتاز الحصول على توزيعات سنوية تُحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. تعتبر هذه الميزة جذابة للمستثمرين، حيث توفر لهم تدفقات نقدية منتظمة، مقارنةً بالأسهم العادية التي تعتمد توزيعاتها على قرارات مجلس الإدارة وقد تكون غير متوقعة (هندي، 2010: 26).

3. مرونة التوزيعات: الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ليست ملزمة قانونيًا بإجراء توزيعات سنوية في كل سنة تحقق فيها أرباح. تُحدد التوزيعات بمقدار معين، مما يمنح الشركات مرونة في إدارة أموالها وتخصيصها في الأوقات التي تحتاج فيها إلى استثمار أكبر في النمو أو مواجهة الأزمات (Abd Eid,2023:291).

4. حقوق التصويت المحدودة: لا يحق لحامل السهم الممتاز التصويت إلا في الحالات التي تواجه فيها الشركة مشكلات كبيرة، مثل الاندماجات أو الاستحواذات. هذا يعكس توازنًا بين حقوق الملكية والتمويل، حيث يتمتع حملة الأسهم الممتازة بمزايا مالية دون حقوق التصويت الكاملة التي يمتلكها حملة الأسهم العادية (Keown,2020:265).

تُعد هذه المزايا عوامل حاسمة تجعل الأسهم الممتازة خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مستقرة مع تقليل المخاطر، مما يعزز من استراتيجياتهم الاستثمارية في الأسواق المالية.

2-1-2-3-2: عيوب الأسهم الممتازة:

1. ارتفاع التكلفة النسبية: تُعد تكلفة الأسهم الممتازة مرتفعة نسبيًا، حيث تفوق تكلفة التمويل من خلال الأسهم الممتازة تكلفة الاقتراض. يعود ذلك إلى أن الشركات تتطلب معدل عائد أعلى لجذب المستثمرين في ظل المخاطر المرتبطة بهذه الأسهم، مما يعكس التأثير السلبي على كفاءة تكلفة رأس المال (Arnold,2012:331).

2. مخاطر أعلى مقارنة بالمقترضين: يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر مقارنة بالمقترضين، حيث لا يتمتعون بنفس مستوى الحماية القانونية في حالة تصفية الشركة. هذا يقودهم إلى المطالبة بمعدل عائد أعلى كتعويض عن المخاطر المرتبطة باستثمارهم، مما قد يؤثر على قرارات التمويل الخاصة بالشركة (Higgins,2023:344).

3. توزيعات الأرباح المشروطة: رغم أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا بعد اتخاذ الإدارة قراراً بتوزيعها، فإن لديهم الحق في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم تُوزع فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة. هذه الميزة تتيح لهم بعض الحماية، لكنها تتطلب من المستثمرين تحمل مستوى من عدم اليقين في توزيع الأرباح، مما قد يؤثر على استراتيجياتهم الاستثمارية (Smart,2020:268).

تُعد هذه العيوب عوامل يجب على المستثمرين أخذها بعين الاعتبار عند تقييم الأسهم الممتازة كخيار استثماري، حيث يتطلب الأمر توازناً بين العوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بها.

2-1-4: مفهوم المحفظة الاستثمارية

يُعج مضمار الأعمال بالأنشطة المالية والاستثمارية، إذ تتنوع الأساليب والطرق المستخدمة في الاستثمار، لا سيما في الأسواق المالية حيث تبرز أهمية المحافظ الاستثمارية Investment Portfolios والتي هي: عبارة مجموعة من الموجودات مثل الأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر (Ross,2022:432)، كما عرّفها أيضاً (Mayo) بأنها مجموعة من الموجودات المادية والمالية التي يكتنيها المستثمر بنيةً ترحيل القوة الشرائية للمستقبل (Mayo,2014:4).

تشير الأدبيات المالية إلى أن المحفظة بمثابة مجموعة من الموجودات المالية أو الاستثمارات التي يمتلكها شخص أو مؤسسة وتتكون من أدوات مالية مختلفة مثل الأسهم والسندات بهدف تحقيق عائد مالي مرتفع على المدى الطويل. كما تُستخدم المحافظ الاستثمارية لتنويع مصادر الدخل وتقليل المخاطر المالية، إذ يتم توزيع الاستثمارات على موجودات مختلفة مثل الأسهم والسندات والسلع.

تمثل المحافظ الاستثمارية أحد الوسائل الرئيسية للأفراد والمستثمرين والشركات لزيادة قيمة أموالهم وتحقيق عائد استثماري يفوق معدلات التضخم (Colajanni,2018:29)، إذ يجب على المستثمر تحديد المبلغ الذي يرغب في استثماره والفترة الزمنية المستهدفة للاستثمار فضلاً عن تحديد مستوى التحمل للمخاطرة

(Pandiangan,2021:179). إذ تبدأ عملية إنشاء المحفظة بتحديد الأهداف المالية والاستثمارية للمستثمر، وتأتي بعدها مرحلة توزيع الموجودات إذ يعتمد توزيع الموجودات على التحليل المالي والاستراتيجية المحددة للمحفظة.

يُفضل توزيع المحفظة على مجموعة متنوعة من الموجودات لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة (Wang,2020:2829)، كما وتتطلب المحافظ الاستثمارية إدارة مستمرة ومتابعة لأداء الموجودات. يُقدم بعض الاستشاريون الماليون ومدراء المحافظ الاستثمارية خدمات إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث يتم تحديث التوزيع وإعادة التوازن بناءً على تطور الأسواق وتغير الظروف الاقتصادية، مع الأخذ بنظر الاعتبار مبدأ التنوع الذي يعد أحد أهم المفاهيم في الاستثمار وإدارة المحافظ، فمن خلال توزيع الموجودات المختلفة لغرض تقليل المخاطر المحتملة يكون لديك محفظة متنوعة، بالتالي فإن تأثير الخسارة في أحد الموجودات يمكن أن يُقلل من تأثيره على إجمالي الاستثمار في المحفظة. بشكل عام، فإن فلسفة المحفظة الاستثمارية تهدف إلى تحقيق التوازن بين تحقيق العوائد وتقليل المخاطر بناءً على أهداف المستثمر ومستوى التحمل للمخاطرة (Molyboga,2020:133).

2-1-5: نظريات المحفظة الاستثمارية Investment Portfolio Theories

2-1-5-1: نظرية المحفظة التقليدية (TPT) Traditional Portfolio Theory

ركزت النظرية التقليدية على تحليل الأوراق المالية الفردية، في حين تم تجاهل تحليل خصائص المحفظة، وتفترض النظرية التقليدية ان اختيار الأوراق المالية يعتمد على اقل المخاطر التي يتم قياسها بالانحراف المعياري Standard Deviation عند متوسط العوائد المتوقعة. إذ تكون العلاقة طردية بين تباين العوائد والمخاطرة المصاحبة لها (Alktrani,2021:1955). فقد كان المستثمرون سابقا (بداية القرن العشرين) يديرون محافظهم باتباع نهج التنوع الساذج الذي يكون على شكل حياة مجموعة من الأسهم والسندات في شركات Firms وقطاعات Sectors مختلفة، وكان تركيزهم منصب على عائد تلك الأوراق كذلك توزيعات الأرباح التي تمنحها تلك الشركات وتتطلق من المثل القائل " لا تضع البيض كله في سلة واحدة ".

يتأثر المستثمرين الساذجين بشدة بما يتم تقديمه لهم من المعلومات، مما يجعلهم عرضة لأي تحيز قد يؤدي إلى تكوين محفظة استثمارية خاسرة، أو على الأقل دون المستوى الأمثل (Leković,2021:223).

2-1-5-2: نظرية المحفظة الحديثة (MPT) Modern Portfolio Theory

يعتبر Harry Markowitz أول شخص أظهر من الناحية الكمية لماذا وكيف يمكن ان يقلل التنوع من المخاطر. وتقديراً لمساهمته في هذا المجال حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 (Chandra,2011)، ففي العام 1952 نشر Harry Markowitz مقالاً حول اختيار المحفظة والتي قدمت الأساس لما يُعرف الآن بنظرية المحفظة الحديثة MPT. والاستنتاج الرئيسي الذي توصل اليه هو انه لا ينبغي للمستثمرين تنويع الاستثمارات لتقليل المخاطر الاجمالية فحسب، بل عليهم أيضاً التركيز على كيفية حساب معامل الارتباط Correlation للأوراق المالية الفردية بعضها ببعض الآخر (McMillan,2011) وبالتالي نحصل على أقصى فوائد من التنوع (Scott & Smart,2019).

اعتمد نهج Markowitz على افتراضات عدّة منها ان المستثمرون يعتبرون ان كل بديل استثماري يمثله توزيع احتمالي للعوائد المتوقعة على فترة الاحتفاظ، كذلك يعظمون منفعتهم المتوقعة لفترة واحدة وتتناقص منفعتهم الحدية للثروة من خلال منحنيات السواء، ايضاً يفضلون العوائد الأعلى عند مستوى مخاطرة معين، والمخاطر الأقل عند مستوى معين من العوائد (Lee,2023:596).

لا يُعد من قبيل المبالغة القول إن نظرية المحفظة الحديثة أحدثت تحولاً جوهرياً في مجال إدارة الاستثمار، إذ مكّنت المديرين من قياس مخاطر الاستثمار وتقدير العائد المتوقع للمحفظة. والأهم من ذلك، أنه بينما كان التركيز سابقاً في إدارة المحافظ منصباً على مخاطر الموجودات الفردية، فقد أسهمت نظرية اختيار المحفظة في توجيه الاهتمام نحو تقييم المخاطر على مستوى المحفظة ككل. توضح هذه النظرية أنه من الممكن الجمع بين الموجودات الخطرة وتكوين محفظة تعكس عوائدها المتوقعة مكوناتها وبمخاطر قليلة (Leković,2021:225).

2-1-6: مفهوم العائد:

تعظيم العائد يعتبر أبرز هدف يروم تحقيقه المستثمرين بالأسهم في الأسواق المالية مع عدم التغاضي عن المخاطر المقترنة به، والذي بالإمكان بلوغه عن طريق تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى. فالعائد على الاستثمار هو مفهوم أساسي في مجالات الاقتصاد والتمويل، وهو يعكس العائد المالي الذي يحققه المستثمر من استثماره في موجودات مالية أو مشروعات استثمارية. يُعرف عائد الاستثمار ببساطة على أنه الفائدة أو المكسب الذي يتم تحقيقه على الاستثمار بعد خصم التكاليف والنفقات أو مقدار الأرباح الكلية المتأتية من الاستثمار خلال فترة زمنية محددة (Franciska,2020:86). تُعدُّ عوائد الاستثمار من العناصر الرئيسية التي يهتم بها المستثمرون وأصحاب الأعمال عند اتخاذ قرارات الاستثمار. قد يكون العائد الاستثماري بمثابة مؤشر لنجاح الاستثمار وجاذبيته للمستثمرين يُعتبر عائد الاستثمار عنصرًا مهمًا في تحديد جاذبية الاستثمار وقدرته على تحقيق أهداف المستثمرين.

كما تتنوع طرق حساب عائد الاستثمار حسب نوع الاستثمار والمؤشرات المالية التي ترغب الشركات أو المستثمرون في تحليلها. إليك بعض أهم الطرق المستخدمة لحساب عائد الاستثمار وذلك حسب طبيعة او نوع الاستثمار (Merton,1980:327):

2-1-6-1: عائد فترة الاحتفاظ Holding Period Return:

هو مفهوم يستخدم في مجالات الاقتصاد والتمويل لقياس أداء الاستثمار على مدى فترة زمنية محددة. يُعتبر عائد فترة الاحتفاظ أحد أبسط وأشهر الطرق لحساب العائد على الاستثمار عن طريق الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية معينة، ويتم حساب عائد فترة الاحتفاظ باستخدام القيمة الحالية للاستثمار والقيمة النهائية بعد انقضاء فترة الاحتفاظ، يشمل هذا العائد جميع العوائد الاستثمارية، مثل الأرباح والفوائد والأرباح الرأسمالية أو الخسائر. قد يشمل أيضًا أي عوائد إضافية كالأرباح التوزيعية (Fisher,2017:197).

ويمكن للمستثمر ان يحصل على جزئين من العوائد، الجزء الأول يسمى العائد الرأسمالي Capital Gains ويتحقق كمحصلة للتغييرات في القيمة السوقية للورقة المالية من خلال مدة الاحتفاظ. والجزء الثاني يسمى المقسوم Dividend Yield ويشير الى التدفقات النقدية التي أحدثها الاستثمار في الورقة المالية بصورة أرباح

موزعة وحاصل جمعها يسمى العائد الكلي Total Return (Ross, 2016:212)، ويمكن حسابها بالصيغة الآتية (Jordan et.al.,2018:4):

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}} \quad 1$$

اذ ان:

R_i = معدل العائد فترة الاحتفاظ او الفعلي (العائد على الاستثمار في السهم)

P_t = سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)

P_{t-1} = سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)

D = مقسوم الأرباح

كذلك يمكن حساب العائد لفترة الاحتفاظ عن طريقة اللوغاريتم من خلال معادلة (Dhankar&Maheshwari,2014:44):

$$R_{i,t} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad 2$$

حيث أن:

$P_{i,t}$: سعر إغلاق السهم للشهر الحالي

$P_{i,t-1}$: سعر إغلاق السهم للشهر السابق.

2-6-1-2: العائد المطلوب Required Return:

هو المعدل الذي يمكن للمستثمرين توقعه، اذ يعتبر العائد المطلوب عاملاً أساسياً في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يعبر عن التوقعات المالية والاقتصادية للمستثمرين أو أصحاب الأعمال. كما يحدد العائد المطلوب مدى جاذبية الاستثمار، حيث يسعى المستثمرون للحصول على عوائد تتناسب مع مستوى المخاطرة التي يتحملونها وهو تعويض لمعدل التضخم المتوقع والتقلبات في أسعار الموجودات المالية. على سبيل المثال، إذا كان المستثمرون يتوقعون مستوى عائدات عالي للاستثمار، فإنهم قد يكونوا مستعدين

لتحمل مخاطر أكبر، بينما إذا كانوا يبحثون عن استثمار آمن ومستقر، فقد يكون العائد المطلوب أقل (Brigham & Houston,2009:417)، (Smart & Megginson,2009:152).

ويمكن حساب معدل العائد المطلوب كما في الصيغة الآتية (Gangadhar & Bahu,2006:29) :

$$RR = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

3

إذ إن:

العائد الخالي من المخاطرة: R_f ، عائد السوق: R_m ، البيتا : β

3-6-1-2: العائد المتوقع Expected Return

هو مفهوم يستخدم للتعبير عن التوقعات المالية حول عائد الاستثمار في موجودات مالية أو مشروعات مستقبلية ويرمز له $E(R_i)$ ، إذ يُعرف العائد المتوقع بأنه العائد الذي يُتوقع حدوثه أو تحقيقه على الاستثمار في المستقبل بناءً على تحليل وتقديرات الأداء والظروف الاقتصادية الحالية والمتوقعة، بناءً على تحليل وتقديراتهم الاقتصادية والمالية. يعكس العائد المتوقع توقعات المستثمرين بشأن أداء الموجودات المالية أو المشروعات في المستقبل (Jordan et.al.,2018:364).

قد يتأثر العائد المتوقع بعدة عوامل مثل الظروف الاقتصادية الحالية والمتوقعة، توقعات الأرباح المستقبلية للشركات، مستوى المخاطرة المرتبط بالاستثمار، وتطورات الأحداث العالمية والسياسية. كما يجب الإشارة إلى أن العائد المتوقع هو توقعات مستقبلية وقابلة للتغيير، وقد لا يتحقق بالضرورة في الواقع.

هناك نهجان لحساب معدل العائد المتوقع، الأول هو عن طريق الاحتمالات بناءً على التوقعات بتوليد العوائد وذلك من خلال ضرب معدل العائد المتوقع السنوي في احتمال تحققه ويحسب بالصيغة التالية (Hearth&Zaima،2004،323) :

$$ER = \sum R_i P_i \quad 4$$

إذ إن :

ER : العائد المتوقع

R_i : العائد المتحقق

P_i : احتمالية تحقيق العائد

والثاني باستخدام الوسط الحسابي للبيانات التاريخية لعوائد السهم وتحسب بالصيغة التالية (Besley & Brigham , 2015 : 126)

$$ER = \frac{\sum R_i}{n} \quad 5$$

إذ إن :

ER: العائد المتوقع

R_i : العائد المتحقق

n : عدد الفترات

2-1-6-4: عائد مؤشر السوق Market Index Return

عائد مؤشر السوق اليومي هو النسبة المئوية للتغيرات في قيمة مؤشر السوق من يوم إلى اليوم الذي يليه، يتم استخدام أسعار الإغلاق اليومية للمؤشر لحسابه. هذا العائد يعكس أداء السوق خلال يوم واحد ويمكن للمستثمرين استخدامه لغرض تقييم تقلبات السوق وأداء محافظهم الاستثمارية على المدى القصير. ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$R_{m,t} = LN(P_{mt}) - LN(P_{mt-1}) \quad 6$$

اذ ان:

$R_{m,t}$ يمثل عائد السوق اليومي

$P_{m,t}$ يمثل سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

$P_{m,t-1}$ يمثل سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t-1)

LN: يمثل اللوغاريتم الطبيعي.

2-1-6-5: عائد المحفظة Portfolio Return

وللحصول على عائد المحفظة الذي هو مجموع عوائد مكونات المحفظة مرجحة بأوزانها في المحفظة ويمكن

احتسابه وفق الصيغة الآتية (Hiller et.al,2008,102):

$$R_p = W_1R_1 + W_2R_2 + \dots + W_nR_n \quad 7$$

إذ إن :

R_p : عائد المحفظة

W_i : وزن السهم في المحفظة

R_i : العائد المتحقق للسهم في المحفظة

n: عدد الأسهم في المحفظة

2-1-7: مفهوم المخاطرة:

مخاطر الاستثمار تُعبر عن المبادئ والمفاهيم التي تحكم عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والنظرة التي يتبناها المستثمرون تجاه المخاطر المرتبطة بالاستثمارات. يُعتبر الاستثمار نشاطاً محفوقاً بالمخاطر حيث لا يمكن التنبؤ بالمستقبل بدقة، وهو يتطلب من المستثمرين تحمل مخاطرة فقدان رأس المال أو عدم تحقيق العائد المتوقع. كما تعرف المخاطر في البيئة الاستثمارية وفي ضوء مقياس الانحراف المعياري على انها انحراف القيم عن وسطها الحسابي، وتعرف من زاوية العائد على انها اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع من الاستثمارات وكلما زاد العائد زادت المخاطر (Brealey & Myers,2022:338). فالمخاطرة المالية هي تأثير العوامل المختلفة التي تجعل النتائج الفعلية للاستثمار تختلف عن النتائج المتوقعة (Bernstein,2000:633). توجد العديد من الأساليب المتنوعة لقياس المخاطرة، حيث تشمل منهجيات تقليدية وحديثة تتيح تحليلاً دقيقاً وشاملاً لمستويات المخاطرة، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مدروسة وتحسين استراتيجيات إدارة المخاطر.

2-1-7-1: مخاطر الموجود الفردي Individual asset risks

قياس مخاطر الموجود الفردي هو عملية تحديد وتقييم المخاطر المرتبطة بكل موجود أو استثمار بشكل مستقل عن الموجود الاخر. إذ يتم تحليل هذه المخاطر لفهم مدى التعرض للخطر الذي يواجهه المستثمرين أو الشركات وسيتم مناقشتها بالتفصيل في الأجزاء التالية:

2-1-7-2: التباين Variance يعد من أقدم مقاييس المخاطرة المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية والمقترح من قبل Markowitz، والذي ينظر اليه على انه حجر الزاوية في نظرية المحفظة الحديثة. بعدها طرأ تحسين على التباين ليأتي شبه التباين والذي يجسد هذا التحسين (Yan, W., & Li, S,2009:20).

2-1-7-3: معامل الارتباط Coefficient of Correlation

معامل الارتباط هو مفهوم إحصائي يُستخدم في تحليل البيانات لقياس العلاقة بين اثنين من المتغيرات. ويتمثل معامل الارتباط في قيمة تتراوح بين -1 و $+1$ ، حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط مثبت بين المتغيرين، بينما تشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط عكسي بينهما، والقيمة الصفرية تعني عدم وجود ارتباط (Bodie,et.al,2012,167)، ويمكن ان حسابه باستخدام الصيغة الآتية (Brentani,2004,21):

$$R_{im} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma_{Ri} \sigma_{Rm}} \quad 8$$

إذ إن: معامل الارتباط: R_{im}

تباين مشترك لمعامل R_i, R_m : $\text{Cov}(R_i, R_m)$

الانحراف المعياري لعائد السهم مضروب في الانحراف المعياري لعائد السوق: $\sigma_{Ri} \sigma_{Rm}$

2-1-7-4: الانحراف المعياري:

الانحراف المعياري (Standard Deviation) هو مقياس إحصائي يُستخدم لقياس تباين البيانات حول متوسطها الحسابي أي انه الجذر التربيعي للتباين (Ross et.al,2008:382)، ويرمز له (σ) . إذ يقاس مدى انتشار القيم حول القيمة المتوسطة ويُظهر مقدار التباين بين هذه القيم. يعتبر الانحراف المعياري مؤشرًا هامًا لتقدير المخاطرة أو الاختلاف في مجموعة من البيانات. فأن في حالة المحفظة الاستثمارية يُستخدم الانحراف المعياري لقياس مدى تباين أداء الموجودات ضمن المحفظة، إذا كان الانحراف المعياري للمحفظة عاليًا، فإن ذلك يعني أن الموجودات تتأرجح بشكل كبير وتحمل مخاطرة عالية. بينما إذا كان الانحراف المعياري منخفضًا، فإن ذلك يعكس أن الموجودات أكثر استقرارًا وتتغير بشكل محدود، وبالتالي يمكن تحمل مخاطرة منخفضة (Madura,2010:269).

ويمكن حساب الانحراف المعياري على ضوء البيانات التاريخية في هيئة توزيعات وعلى وفق المعادلة الآتية (McMenamin,1999:191)، (Brigham & Daves,2007:40):

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)^2}{N - 1}} \quad 9$$

إذ إن:

σ :	الانحراف المعياري
σ^2 :	التباين
P_i :	احتمال الحصول على العائد i
R_i :	العائد المتحقق لـ i
\bar{R}_i :	الوسط الحسابي للعائد المتحقق

2-1-7-5: معامل الاختلاف Coefficient of Variation

معامل الاختلاف الذي يُعرف أيضًا باسم معامل التباين، وهو مقياس معياري يستخدم لقياس درجة المخاطر عندما تتساوى درجة الانحراف المعياري لموجودين، إذ يستخدم كمقياس للتشتت النسبي وبزيادته تزداد المخاطرة (Chong,2004:92)، ويتم حسابه على وفق الصيغة الآتية: (James & John,2009:126):

$$C. V = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

10

إذ إن:

C. V : معامل الاختلاف

 σ : الانحراف المعياري \bar{R}_i : متوسط العائد المتوقع

2-1-7-6: التباين المشترك (التغاير) Covariance

التباين المشترك هو مصطلح يُستخدم في الإحصاء والاقتصاد ويتعلق بدراسة العلاقة بين متغيرين أو أكثر. يُقاس التباين المشترك الاختلاف المشترك بين قيم هذه المتغيرات عندما تتغير في نفس الاتجاه. إذا كان التباين المشترك إيجابياً، فهذا يعني أن البيانات تتحرك معاً في نفس الاتجاه، بينما إذا كان سلبياً فإن البيانات تتحرك في اتجاهات متعاكسة. وفي سياق المحفظة الاستثمارية، يُستخدم التباين المشترك لقياس درجة العلاقة بين أداء مختلف الموجودات داخل المحفظة، فإذا كانت الموجودات تعاكس حركة بعضها البعض، فإن التباين المشترك يساعد على تقليل المخاطرة الكلية للمحفظة، بينما إذا كانت الموجودات تتحرك في نفس الاتجاه، فإن التباين المشترك المشترك يمكن أن يزيد من مخاطرة المحفظة (Jones,2004,171).

ويتم حسابه وفق الصيغة الآتية: (Brigham&Daves,2004,74)

$$cov_{AB} = \sum [R_{Ai} - \bar{R}_{Ai}] [R_{Bi} - \bar{R}_{Bi}] P_i \quad 11$$

إذ إن:

cov_{AB} : التباين المشترك بين الورقتين المالتين B,A

R_{Ai} : عائد الورقة المالية A

R_{Bi} : عائد الورقة المالية B

\bar{R}_{Ai} : متوسط عائد الورقة المالية A

\bar{R}_{Bi} : متوسط عائد الورقة المالية B

P_i : الاحتمال

2-1-8: المخاطر في إطار المحفظة الاستثمارية:

مخاطر المحفظة هي المخاطر المتعلقة بالاستثمارات المتنوعة التي تشكل محفظة استثمارية. عندما يجمع المستثمر بين مجموعة متنوعة من الموجودات المالية مثل الأسهم، السندات، السلع، العقارات، وغيرها، يُشكّل محفظة استثمارية تهدف إلى تحقيق التنوع وتقليل المخاطر الكلية للمستثمر. تتكون مخاطر الاستثمار من عنصرين هما المخاطر النظامية Systematic Risk والمخاطر غير النظامية Unsystematic Risk ومجموعهما معا يكوّن المخاطر الكلية للمحفظة.

$$\text{Total Risk} = \text{Systematic Risk} + \text{Unsystematic Risk}$$

12

المخاطر النظامية Systematic Risk أو مخاطر السوق وهي مخاطر عامة تنشأ من عوامل السوق التي تؤثر على جميع الشركات بدرجات متفاوتة، وبالتالي لا يمكن تجنبها بالتنوع. وهي نوع من المخاطر المالية والاقتصادية تتعلق بتغيرات القوى الاقتصادية والعوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر على أسعار الموجودات المالية والاستثمارات على المدى الطويل. تُعتبر هذه المخاطر جزءًا من الحالة الطبيعية والعادية للأسواق المالية، وتحدث بشكل دوري ومنتظم دون توقف.

وتمثل المخاطر المنتظمة :

- مخاطر التضخم Inflation Risk التي تتعلق بتراجع القيمة النقدية للأموال بمرور الوقت بسبب ارتفاع معدلات التضخم، ويؤثر على العوائد الحقيقية للاستثمارات.
- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate التي تتعلق بتأثير تغيرات أسعار الفائدة على قيمة السندات والاستثمارات الثابتة.
- مخاطر العملة Currency Risk وتعلق بتقلبات أسعار الصرف وتأثيرها على الاستثمارات الأجنبية.
- مخاطر السيولة Liquidity Risk تتعلق بقدرة المستثمر على بيع الموجودات وتحويلها إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر كبيرة.
- مخاطر السوق Market Risk وهي تقلبات أسعار الموجودات المالية في الأسواق المالية وتأثير العوامل الاقتصادية والسياسية على الأسواق. بالإضافة للازمات المالية وتشمل الأزمات المالية الكبرى التي

تؤثر على الاسواق المالية بشكل عام، مثل أزمة الرهن العقاري العالمية في عام 2008 (Brigham&Daves,2004,66) (Gitman,2000,256).

والمقياس الاحصائي للمخاطر النظامية هو معامل بيتا والذي يحسب وفق الصيغة التالية: (Arnold,2002,229) :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2_{R_m}} \quad 13$$

إذ إن :

إذ إن :

بيتا : β

تباين مشترك : Cov

معدل عائد السهم : R_i

معدل عائد السوق : R_m

تباين عائد السوق : $\sigma^2_{R_m}$

والعنصر الثاني هو المخاطر غير النظامية **Unsystematic Risk** وهي مخاطر خاصة Firm- **Specific Risk** أو استثنائية وتؤثر على شركة دون غيرها لأسباب تتعلق بالشركة نفسها مثل عدم كفاءة الإدارة أو إضراب عاملها أو خلل فني وغيرها من العوامل غير المسيطر عليها. هذا النوع من المخاطر يمكن التخلص منه عن طريق تنويع المحفظة (Bodie,et.al,2001,186)، (Jordan&Miller,2008,393) والمقياس الاحصائي له هو معامل التباين ويقاس حسب المعادلة الآتية (Brigham&Daves,2004,35) :

$$\text{Unsystematic Risk} = \frac{\sigma_{R_i}}{\bar{R}_i} \quad 14$$

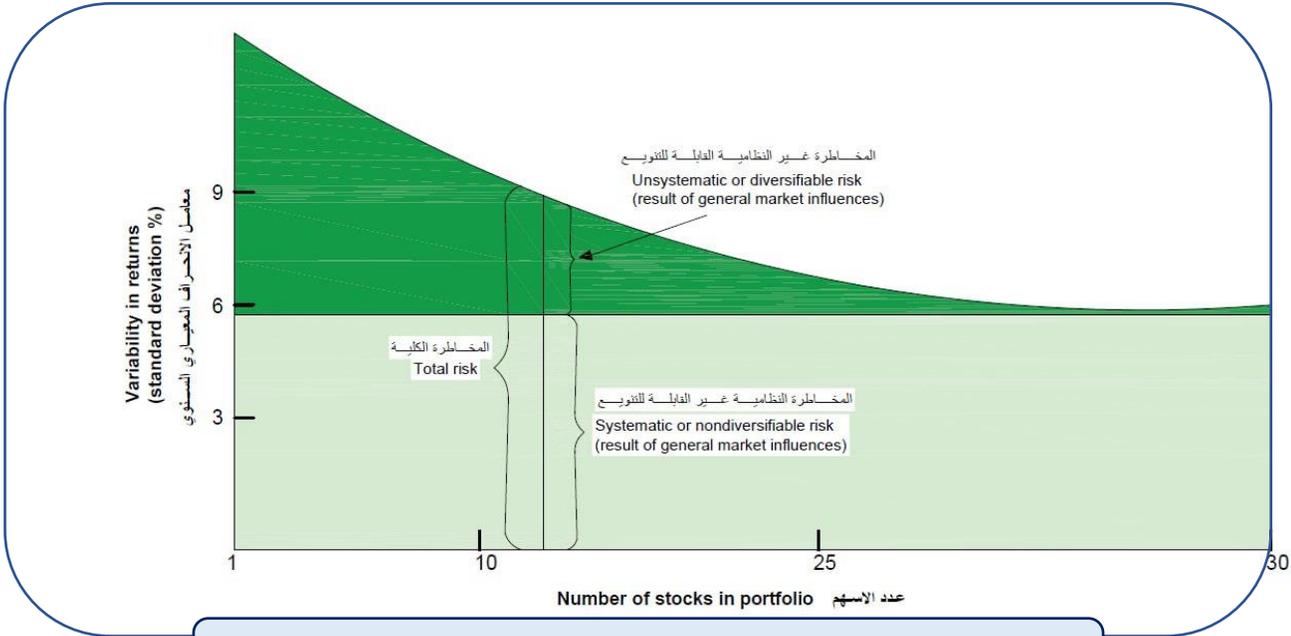
إذ إن :

المخاطرة اللانظامية = **Unsystematic Risk**

σ_{R_i} = الانحراف المعياري لمعدل العائد

\bar{R}_i = متوسط معدل العائد

الشكل (1-2) يوضح دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة.



الشكل (1-2) دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة

Source: Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. Financial Management: Principles and Applications, Global Edition, 13/E. 2018: 266.

ويظهر الشكل (1-2) فعالية التنوع في محافظ الأسهم العادية ويوضح العلاقة بين تغير عوائد المحفظة— التي يُقاس انحرافها المعياري—وعَدَد الأسهم المختارة عشوائيًا. إذ يُلاحظ أن التباين يكون مرتفعًا عند تواجد عدد محدود من الأسهم، لكنه ينخفض بسرعة مع زيادة عددها، مما يُفضي إلى ظهور تأثير "متوسط الخروج". ونقل المخاطر غير النظامية بشكل ملحوظ عندما تتجاوز المحفظة حوالي خمسين سهمًا، حيث يُزال تقريبًا نصف إجمالي المخاطر (Higgins et al., 2023:291) أما في المحفظة الفعلية، فإن المخاطر النظامية لا تبقى ثابتة مع إضافة أوراق مالية جديدة؛ إذ يكمن الهدف في إظهار إمكانية تنوع جزء من المخاطر غير النظامية، مما يؤدي إلى بقاء المخاطر النظامية المرتبطة بالسوق فقط. (Lee et al., 2013:143-144).

وإذا ما أردنا قياس المخاطر الكلية لمحفظة مكونة من ورقتين مالييتين فيمكن حسابها بالصيغة التالية (Jones,1998:188))

$$\sigma_p = \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2W_1 W_2 r_{1,2} \sigma_1 \sigma_2} \quad 15$$

اذ ان:

σ_p = الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

$\sigma_1 \sigma_2$ = الانحرافات المعيارية للموجودين 1,2

$r_{1,2}$ = معامل الارتباط بين عوائد الموجودين 1,2

أما بيتا المحفظة (β_p)، يمكن حسابه وفق الصيغة الآتية:

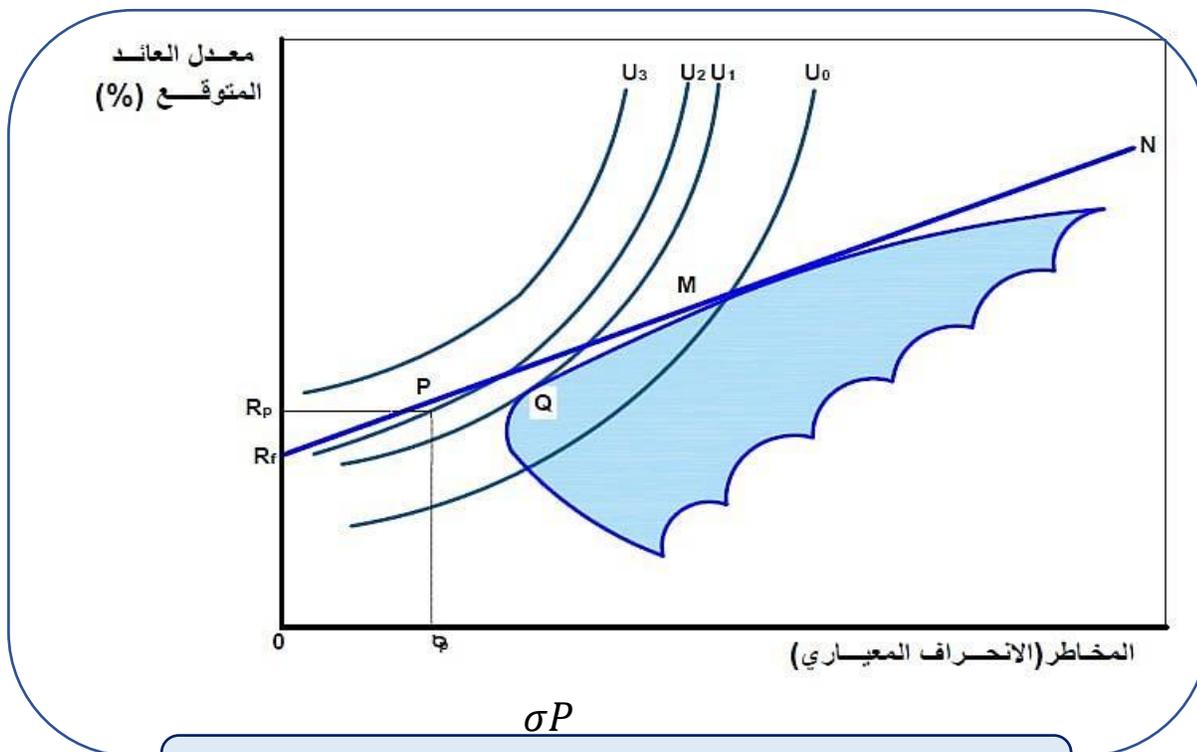
$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \quad 16$$

9-1-2: الحد الكفوء والمحفظة المثلى Efficient Frontier and optimal portfolio

يعد الحد الكفوء احد فروض نظرية المحفظة التي بنيت على أساسها، وهو ان المستثمر دائماً يحاول تعظيم منفعة المتوقعة من الاستثمار، وان تعظيم المنفعة يختلف عن تعظيم الثروة، تعظيم الثروة يرتبط بتعظيم العائد من الاستثمار، أما المنفعة فهي نتيجة المخاطر والعوائد (Singh & Gautam, 2014:110). الحد الكفوء يمثل المنحنى الذي تقع عليه مجموعة من المحافظ الممكنة التي تحقق أفضل توازن بين العائد والخطر، حيث توفر للمستثمر عائداً أعلى عند مقدار معين من المخاطر، أو أقل مخاطر لمستوى معين من العائد المتوقع (Halicki & Uphaus, 2015:3-4). وتعتبر المحافظ التي تقع تحت الخط الكفوء دون المستوى الأمثل، فهي محافظ ممكنة لكنها غير مجدية كونها إما بمخاطرة أكبر أو عائداً أقل مما تكون عليه: Ross et al , 2008 .(294).

إذ ان المستثمرين الذين يتحملون درجة مخاطر منخفضة لديهم عائد محتمل منخفض، وبالمقابل هناك مستثمرون يفضلون المحافظ التي تحقق أعلى العوائد ويكونون على استعداد لقبول مخاطر عالية (Birgham & Ehrhardt,2011:936).

وبالاستناد الى نظرية سلوك المستهلك فانه بالإمكان توظيف منحنيات السواء لبيان تفضيلات المستثمر، حيث ان لكل مستثمر منحنيات سواء خاصة به تمثل توجهاته تجاه توازنه بين العائد والمخاطرة على الحد الكفوء. اذ ان كل مقايضة تمثل محفظة مثلى فمستوى الاشباع ثابت على كل نقاط التماس بين الحد الكفوء ومنحنيات السواء، فنقطة تماس سواء المستثمر للحد الكفوء تمثل مستوى اشباع هذا المستثمر وبنفس الوقت محفظته المثلى. وكلما كانت منحنيات السواء أعلى كانت المنفعة أكبر والمخاطر أكبر أيضا كما في الشكل (2-2) (Chandra,2011:243244).



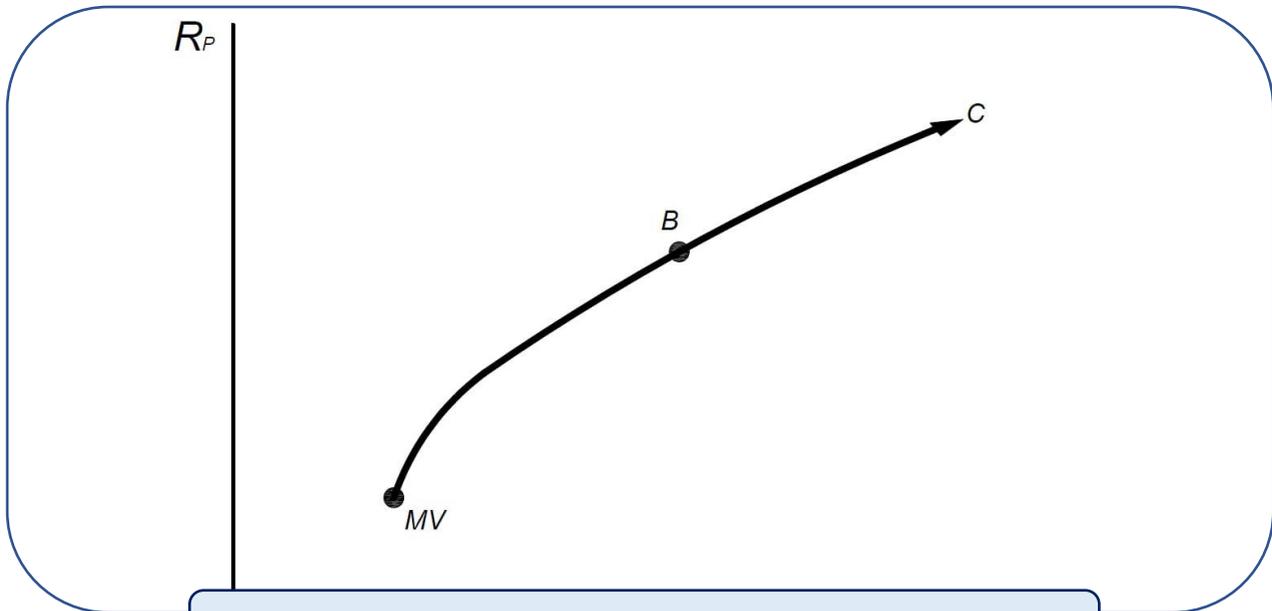
الشكل (2-2) الحد الكفؤ والمحفظة المثلى

Source: Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. Financial Management: Principles and Applications, Global Edition, 13/E. 2018: 266.

10-1-2: المحفظة المثلى في ظل البيع القصير Optimal Portfolio With Short Selling

ان معظم الاستثمارات تتم بشراء الموجودات التي يُعتقد أنّها ستزداد قيمتها بمرور الوقت وبيعها محققاً بذلك أرباح من الفرق بين سعري البيع والشراء، ولكن إذا خمن المستثمر ان سعر السهم مبالغ فيه وان انخفاض سعره المتوقع مستقبلاً يمثل فرصة استثمارية يمكنه حينئذ بيع السهم بيعاً قصيراً (Brown & Reilly, 2012:126)، أذاً فإن البيع القصير Short-Selling هو ممارسة بيع الأوراق المالية المقترضة من الوسيط وبيعها في السوق وعندما ينخفض سعرها يقوم بشرائها وإعادتها الى المقرض، ويجب على البائع ان يقوم بإيداع أولي لرأس المال لدى الوسيط (102:2019). في ضوء نظرية المحفظة الحديثة MPT، يكون لدى المستثمر خيارات تقتصر على الحد الكفوء وضمن (العائد - المخاطرة) وتحدد افتراضات النظرية شكل وخصائص وتكوين الحد الفعال، وبشكل خاص افتراضات البيع القصير Short-Selling والموجودات الخالية من المخاطرة (Rf) Elton & (Gruber ,2011;382).

ويوضّح الشكل (2-3) الحد الكفوء الذي يبدأ من محفظة الاقل تباين MV وفي ظل البيع القصير لا يتوقف عند محفظة أعلى عائد انما يكون مفتوح النهاية وبلا حد (Elton .et, al 2014:81). في ظل السماح بالبيع القصير يمكن للمستثمر بيع الأوراق المالية بيعاً قصيراً والاستفادة من التدفق هذا بشراء أوراق مالية عائدها المتوقع أعلى، أي اتخاذ مركز طويل فيها Long Position مقابل مركز قصير Short Position (مركز قصير) في الأوراق منخفضة العائد المتوقع، عندئذ يكون مجموع أوزان المحفظة يساوي (1) ومكوّن من الأوزان السالبة (البيع القصير) والأوزان الموجبة المتمثلة بالمركز الطويل لأكثر من 100% (Bhalla, 2013;794). على سبيل المثال، إذا كان الوزن الأمثل المخصص لموجود معين في المحفظة هو 10٪، فهذا يعني أنه سيتم تخصيص 10٪ من إجمالي قيمة المحفظة لهذا الموجود كمركز طويل. على العكس من ذلك، إذا تم السماح بالبيع على المكشوف، فإن المركز القصير في ذلك الموجود سيكون له وزن يصل إلى -10٪، مما يشير إلى أن 10٪ من إجمالي قيمة المحفظة يتم اقتراضها وبيعها على المكشوف.



الشكل (2-3) المحفظة المثلى في ظل البيع

Source: Elton , Edwing J. ; Martin J. Gruber ; Stephen J. Brown and William N. Goetzmann “ Modern Portfolio Theory and Investment analyses” 9th Edition , Wiley and Sons, Ltd. 2014.P82.

11-1-2: المحفظة الكفوة في ظل الموجود الخالي من المخاطرة Efficient Portfolio With Risk Free Asset

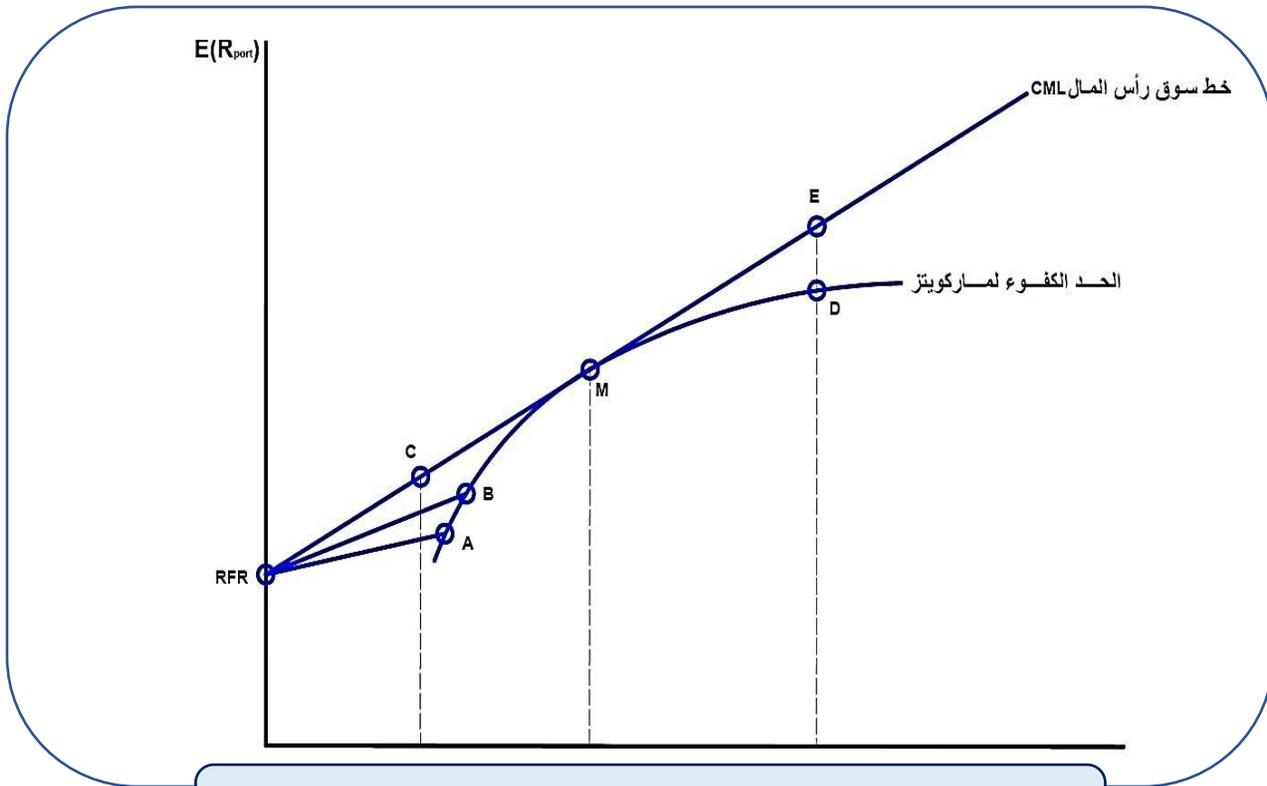
Free Asset

نظرية المحفظة لـ Markowitz ركزت على ان خيارات المستثمر تقتصر على الأوراق المالية الخطرة فقط. لكن في العام 1958 واستنادا للنظرية الكينزية التي تجادل انه العلاقة بين حيازة الأموال وسعر الفائدة هي علاقة عكسية، حصل تطور مهم على هذه النظرية وذلك بفضل العالم المالي والاقتصادي James C. Tobin وتمثل هذا التطور بالحاق افتراض جديد الى افتراضات Markowitz لنماذج اختيار المحفظة والمتمثل بإمكانية المستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطرة Risk-Free-Rate (Bartlett&Partnoy,2020:358) إذ يربط هذا النموذج بين مخاطرة السوق المقاسة بالبينا والعوائد المطلوبة من قبل المساهمين، وذلك من خلال جمع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة مع علاوة المخاطرة للاسهم (المنصور، 2018:36) والذي يتم تقديره بأنه العائد على سندات الخزينة الأمريكية، على سبيل المثال سيكون عائد المحفظة هو نفسه عائد الموجودات الخالية من المخاطرة فيما إذا كانت محفظتك مكونة من موجودات

خالية من المخاطرة فقط. وكلما يقوم المستثمر بإضافة موجود ذو مخاطرة سوف يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطرة Risk Premium وهذا بدوره سيؤدي الى تغير شكل الحد الكفوء من منحني الشكل الى خط مستقيم ويطلق عليه خط سوق رأس المال (CML) Capital Market Line والذي يوضح العائد المتوقع للمستثمر مقابل تحمله وحدة واحدة من المخاطرة (Lindquist,2022:33).

خط سوق رأس المال CML هو مقياس لمكان يختار المستثمرون وضع أنفسهم من حيث المفاضلة بين المخاطرة والعائد. فيكون المستثمر إما الى جهة أقصى أسفل اليسار من خط سوق رأس المال أو الى أقصى جهة أعلى اليمين من هذا الخط، إذا قام المستثمر بدمج محفظة السوق مع RF فسيستثمر في محفظة الإقراض على يسار النقطة M. وإذا استثمر بنسبة صفر % في محفظة السوق يعني أنك استثمرت بنسبة 100% في Rf (Lee & Su,2014:73).

أما المستثمرون الذين يرغبون في الحصول على أكثر من عائد محفظة السوق أي يتفوقون عليها أي الاستثمار في محفظة الاقتراض فيمكنهم استخدام الرافعة المالية، أو المتاجرة بالهامش أو العقود الآجلة وعقود المبادلات والخيارات. لذا فإن استخدام أي من هذه الأوراق المالية المشتقة يعني استخدام الرافعة المالية، وبالتالي الصعود الى أقصى اليمين للأعلى من خط CML. كذلك يوضح بيانياً العلاقة بين المخاطر النظامية للأوراق المالية وبين العائد. إضافة لتمثيل العلاقة المثلى بين المخاطر ومعدل العائد المتوقع لأي محفظة استثمارية كفهو (Elton et.al.,2014:312) وكما في الشكل (2-4) التالي:



الشكل (2-4) خط سوق رأس المال

Source: Reilly, Frnak C. & Brown, Keith G. Sanford J. Leeds
 “Investment Analysis and Portfolio Management” 11th ed. 2018:196.

يوضح ان R_f معدل العائد الخالي من الخطر، والنقطة M هي محفظة السوق، والمحافظ الموزعة على الخط الذي نقطة بدايته هي R_f وبالمرور بالنقطة M تعتبر كلها محافظ كفوة، أي ان المحفظة التي تمزج بين محفظة السوق وكمية R_f تقع على خط CML ، وهي تمثل أعلى نقطة على تماس مع الحد الكفوء لماركويترز (Reilly & Brown, 2012:203).

اما الصيغة الرياضية لخط السوق راس المال فهي: (Francis & Kim, 2013:130)

$$R_p = R_f + \left[\frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \right] \sigma_p \quad 17$$

اذ ان:

$$R_p = \text{العائد المتوقع للمحفظة الكفوءة}$$

$$R_f = \text{معدل الخالي من المخاطرة}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق}$$

$$R_m - R_f = \text{علاوة المخاطرة لمحفظة السوق}$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لمحفظة السوق}$$

$$\sigma_p = \text{الانحراف المعياري للمحفظة}$$

هذه الطروحات مهّدت لنشوء نموذج التقييم المعروف بتسعير الموجودات الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM) على يد كل من (Treyner 1961)، (Sharpe 1964)، (Lintner 1965)، (Mossin 1966) بشكل منفصل ، وبناءً على مبدأ التنوع في طروحات ماركويتز يمكن تحديد العائد المطلوب Required Return، ويعتبر طريقة لتقييم الموجودات الاستثمارية، وطريقة لقياس مخاطر الورقة المالية المنفردة، ويوضح للمستثمر مقدار مكاسب المخاطر في السوق بعد الإدراك بأنّ العائد الخالي من المخاطرة له Beta تساوي صفر، يعتبر معامل بيتا Beta Coefficient هو افضل مقياس للمخاطرة كما أوضح (Sharp).
فهو يقيس المخاطر غير القابلة للتنوع (المخاطرة النظامية) وهو "مؤشر حركة عوائد موجود معين استجابة لتغير عائد السوق" (Schulmerich et.al,2015:54). وتحسب بيتا وفق الصيغة التالية:
(Arnold,2002,229) :

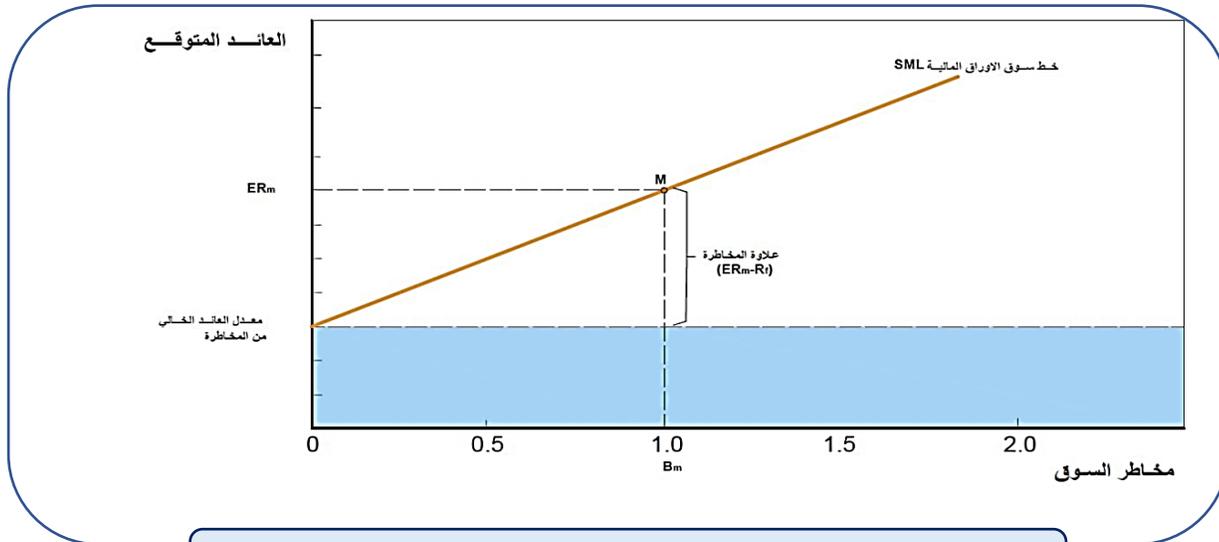
$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2_{R_m}} \quad 18$$

اذ ان :

بيتا : β ، تباين مشترك : Cov ، معدل عائد السهم : R_i ، معدل عائد السوق : R_m ، تباين عائد السوق : $\sigma^2_{R_m}$

ان الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الموجودات الراسمالية تعد هي نفسها صيغة حساب معدل العائد المطلوب كما في المعادلة رقم (3) السالفة ذكرها.

والشكل (5-2) لنموذج تسعير الموجودات الراسمالية CAPM يعرف بخط سوق الورقة المالية (SML) Secuiry Market Line



الشكل (5-2) خط سوق الأوراق المالية

Source: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus - Investments-McGraw Hill - 12 edition, 2021:284.

2-1-12: تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

في عملية الاستثمار المحفظة لابد من وجود مقاييس للحكم على مدى نجاح المنهج المتبع في إدارة المحفظة. هذه المقاييس ينبغي الرجوع اليها بين الحين والآخر لمعرفة أداء المحفظة التي تحتوي على أموالنا ونقارنها بمرجع Benchmark معين اذ يتم ترتيب المحافظ حسب ادائها الاستثماري في ظل مؤشرات العائد والمخاطرة.

فيما يلي استعراض لأهم ثلاثة نماذج لتقييم أداء المحافظ المثلى:

2-1-12-1: نموذج Sharpe

نموذج (Sharpe Ratio) هو أحد أشهر النماذج المستخدمة لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، ويحمل اسم الاقتصادي والباحث ويليام شارب الذي قدم هذا النموذج في عام 1966. الهدف من النموذج هو قياس أداء المحفظة بشكل شامل عن طريق مقارنة العائد المحقق مع المخاطرة المحمولة. يتم حساب معامل شارب عن طريق قسمة الفارق بين عائد المحفظة (عائد الاستثمار) ومعدل الفائدة الآمنة (مثل عائد سندات الخزنة) على الانحراف المعياري للمحفظة. يُمثل معامل شارب العائد الفائض على الاستثمار مقابل الوحدة من المخاطرة. (Bodie et.al.,2021:816)، قيمة نموذج شارب تعطي فكرة عن العائد الإضافي الذي حققته المحفظة بناءً على المخاطرة المتحملة، وكلما زاد قيمة شارب كلما كان العائد الفائض أعلى لكل وحدة من المخاطرة، وبالتالي كانت المحفظة أكثر جاذبية للمستثمرين (Zhang,2020:4).

ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة التالية: (Acma,2014:196)

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad 20$$

إذ إن :

S_p : مقياس شارب :

R_p : عائد المحفظة :

R_f : العائد الخالي من المخاطرة :

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة :

2-1-12-2: نموذج Treynor

نموذج (Treynor Model) يتم استخدام هذا النموذج لتحديد القيمة المضافة من قبل المحفظة بناءً على المخاطر المتحملة. يسمى هذا النموذج باسم الاقتصادي والمستشار المالي جاك ترينور (Jack L. Treynor) الذي قدمه في سبعينيات القرن الماضي. تقوم فكرة النموذج على استخدام معامل ترينور (Treynor Ratio) لتحديد العائد الفائض للمخاطر المتحملة. يمكن حساب معامل ترينور عن طريق قسمة العائد الفائض للمحفظة

عائد المحفظة ناقص العائد الخالي من المخاطر) على معامل بيتا (Beta) للمحفظة Vysniauskas & (Rutkauskas,2014:403).

معامل بيتا هو مقياس لمدى تذبذب أداء المحفظة مقارنةً بأداء سوق الأسهم بشكل عام. إذا كان للمحفظة قيمة بيتا تساوي 1، فإن أداؤها يتحرك بنفس سرعة أداء السوق. إذا كانت القيمة أعلى من 1، فإن المحفظة ستكون أكثر تقلبًا من السوق، وإذا كانت القيمة أقل من 1، فإن المحفظة ستكون أقل تقلبًا من السوق. يُعتبر معامل ترينور قياسًا لكفاءة المحفظة في تحقيق العائد على الاستثمار مقارنة بالمخاطرة التي تتحملها المحفظة مقارنةً بالسوق العام. كلما كانت قيمة معامل ترينور أعلى، كلما كان أداء المحفظة أكثر فعالية بالنسبة للمخاطرة المحتملة (Zhang,2023:480). وتحسب نسبة ترينور حسب المعادلة التالية: (Marios,2014:31):

$$T_R = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

21

إذ أن :

T_R : مقياس ترينور

R_p : عائد المحفظة

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

β_p : بيتا المحفظة

2-1-12-3: نموذج Jensen

هو مقياس شائع اقترحه مايكل جنسن ويتم خلاله حساب معامل Alpha إذ ان زيادتها تعني ان عوائد المحفظة تتفوق على عوائد السوق. فكرة النموذج قائمة على إيجاد الفرق بين العائد الزائد وعلاوة مخاطر السوق (Jones,2013:603-604). العائد الزائد Alpha هو الفرق بين العائد الفعلي للاستثمار والعائد المتوقع لنفس الاستثمار بناءً على نموذج معين. يُعتبر العائد الزائد مؤشرًا على قدرة المدير الاستثماري على تحقيق عوائد

تتجاوز أو تقلّ عن المتوقع بناءً على التحليلات والاستراتيجيات المعتمدة. إذا كان العائد الزائد إيجابياً، فهذا يعني أن المحفظة تحقق أداءً أفضل من المتوقع. وإذا كان سلبياً، فإن المحفظة لم تحقق العائد المتوقع وأدائها دون المتوقع. علاوة مخاطر السوق (Jensen's Market Risk Premium) تُعبّر عن الفرق بين العائد الإضافي للاستثمار والعائد المتوقع بناءً على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM (Kantos,2020:585). ويُمكن حساب علاوة مخاطر السوق جنسن باستخدام العلاقة التالية (Liu & Lee,2021:7):

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p \quad 22$$

إذ إن :

ألفا المحفظة: α_p ، عائد المحفظة: R_p ، العائد الخالي من المخاطرة: R_f ، عائد السوق: R_m ،
بيتا المحفظة: β_p

4-12-1-2: نسبة المعلومات Information Ratio

تعد نسبة المعلومات مقياساً شائعاً للعوائد المعدلة حسب الأداء للمستثمرين النشطين أو مديري المحافظ (Chincarini&Kim,2007:284)، وتسمى نسبة المعلومات (IR) أيضاً بالتباين أو النسبة المعدلة من نسبة شارب، وينتج العائد من مقدار المخاطر الزائدة مقارنة بالمعيار المعياري، وغالباً ما يستخدمه المستثمرون لوضع حدود أو أهداف المحفظة لمدراهم و يتم حسابه بقسمة متوسط العائد الزائد للمحفظة مقارنة بمرجعها على الانحراف التتبعي وفق المعادلة الآتية (Christopherson Et.al,2009:101):

$$IR_p = \frac{E(R_p - R_b)}{\sigma(R_p - R_b)} = \frac{ER_j}{\sigma ER} \quad 23$$

حيث أن:

$E(R_p - R_b)$: العائد الزائد (يمثل R_p عائد المحفظة للفترة الزمنية قيد القياس ويمثل R_b عائد المعيار)

$\sigma(R_p - R_b)$: الانحراف التتبعي Tracking Error (تقلبات الأداء النسبي للمحفظة مقارنة بمؤشر معياري)

يمكن اعتبار ER_j كمتوسط الألفا للمستثمر إذا تم اعتبار العائد المتوسط للمقياس المرجعي هو العائد المتوقع، ويُسمى σER انحراف التتبع لمحفظة المستثمر، وهو "تكلفة" الإدارة النشطة في الحالة التي تُمثل فيها التقلبات في قيم ER_j ضوضاء عشوائية يمكن أن تؤثر سلباً على الأداء، لذا، يمكن اعتبار نسبة IR نسبة فائدة إلى تكلفة تقييم جودة المعلومات التي يتمتع بها المستثمر مع خفض المخاطر غير منتظمة التي تولدها عملية الاستثمار، (Reilly Et.al,2019:704).

تشير نسبة المعلومات الإيجابية إلى أن قرار تجاوز المرجع أدى إلى عائد أعلى، أي أنه كلما ارتفعت نسبة المعلومات التاريخية، زاد العائد الإضافي (ألفا) بنفس المخاطرة (من حيث خطأ التتبع) (Brentani,2004:46).

المبحث الثاني

الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية

2-2: توطئة

يصح الاستثمار في الأوراق المالية أسهل عندما يتمكن المستثمرون من تحديد أفضل الأوقات للدخول والخروج من السوق (الشراء والبيع). طالما لا يستطيع المستثمرون التنبؤ بالأسعار المستقبلية، يجب أن يكون هناك أساس وقواعد للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، والتحليل الفني هو أحد أسس التنبؤ بالأسعار. يُطلق على التحليل الفني اسم التحليل الداخلي لأنه يعتمد على بيانات السوق لفحص العرض والطلب بدلاً من جمع البيانات حول ملفات تعريف الشركة والمعلومات العامة حول الظروف الاقتصادية ثم تحليلها للعثور على القيمة الحقيقية للورقة المالية كما هو الحال في التحليل الأساسي، ولكن بناءً على تتبع الماضي وتحركات أسعار الأسهم وتحديد الأنماط حول تلك التحركات بحيث يمكن التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية بناءً على تلك الأنماط.

2-2-1: مفهوم التحليل الفني

يعد تشارلز داو Charles Dow الذي يعمل محرراً لصحيفة وول ستريت جورنال أول من طرح المبادئ الأساسية للتحليل الفني (Magee,2007:3)، وجميع التحليلات الفنية تقوم على المبدأ الأساسي الذي هو دراسة تاريخ الأسعار الماضي وتقدير حجم عدد الصفقات كذلك حجم العقود القائمة (Weissman,2006:4)، ومتى ما انعكست المعلومات السابقة على الأوراق المالية الحالية عندها يكون التحليل الفني مجدٍ، ويكون القرار الاستثماري بناءً على المعلومات الجديدة (Brunnermeier,2001:99)، ويقوم التحليل الفني بالتركيز على تتبع الحركة الماضية لأسعار الأسهم واحجام تداولها، للتنبؤ بمسارها للفترة القادمة، ويتم ذلك بواسطة استخدام الأساليب المتخصصة بتبديل تغيرات الأسعار إلى أشكال ورسوم بيانية تعمل على ربط الزمن مع السعر. ويطلق على التحليل الفني بالتحليل التقني، فيعد علماءً وفناً في الوقت نفسه يستهدف دراسة لسلوك السابق للتنبؤ بالأثر المترتب عليه مستقبلاً (Vihan,2018,155)، وأن التحليل الفني

يتضمن استخدام البيانات التاريخية للسوق، كالسعر والحجم وبعض المشاهدات الأخرى مما يدعم عملية التنبؤ بالفوائد المستقبلية للموجودات المالية (Karolina,2017:7)، كذلك عرف Chen التحليل الفني على أنه دراسة استخدام الأدوات والتقنيات لتحليل حركة الأسعار والبيانات السابقة للموجودات المالية، بهدف التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية واتخاذ قرارات التداول بناءً على هذا التحليل (Chen:2010:2). كذلك التحليل الفني يركز على دراسة الأنماط والمؤشرات التي تظهر في الرسوم البيانية للأسعار والبيانات السابقة، ويهدف إلى تحديد الاتجاهات والتغيرات في السوق وتحديد النقاط المناسبة للدخول أو الخروج من صفقات التداول (Tsinaslanidis & Zapranis,2016:1). وأضاف Cagliero ان التحليل الفني يعتمد على افتراض أن الأسعار تتبع نماذج متكررة وتتأثر بعوامل نفسية وعوامل العرض والطلب (Cagliero,2023:2)، ومن خلال دراسة هذه النماذج والعوامل المؤثرة في الأسعار يمكن للمتداولين تحديد فرص التداول المحتملة. وفي تعريف آخر نجد ان التحليل الفني يستند إلى استخدام الرسوم البيانية والمؤشرات التقنية والنماذج السعرية لتحليل حركة الأسعار، وذلك بهدف التوصل إلى فهم أفضل للسوق وتحديد الفرص التداولية الناجحة (Gradojevic,2023:4). اذن فهو "دراسة حركة السوق، وليس المنتجات التي يتم تداولها فيه، والتحليل الفني هو علم المراقبة والتسجيل عادة في شكل رسم بياني، كل المعلومات المتعلقة بالتداول (تاريخ التداول، سعر الصفقة، حجم التداول ... إلخ) لورقة مالية معينة أو مجموعة من الأسهم، ثم الاستدلال من هذه البيانات التاريخية على اتجاه الأسعار المستقبلية (Edwards:2007:4).

وعلاوة على ما سبق يمكننا ان نقول ان التحليل الفني هو قيامنا بتفسير السعر السابق للورقة المالية بغية التكهّن والتنبؤ بأسعارها مستقبلاً، ونستخدم بذلك الأنماط والرسوم البيانية لتقييم استثماراتنا وتحديد فرص التداول التي تظهرها تلك الأنماط والرسوم.

أيضاً للتحليل الفني افتراض مهم هو (ان التاريخ يتكرر) أو يعيد نفسه، تستند هذه الفرضية إلى الفكرة الأساسية بأن الأسواق المالية تظهر نماذج وتكرر تحركات سابقة في مستقبل قريب. وبالتالي، من خلال دراسة تاريخ الأسعار والنماذج السابقة، يمكن التنبؤ بمستقبل الأسعار واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة. وفي سياق التحليل الفني، يعتمد المحللون على البحث عن نماذج وأنماط سابقة في حركة الأسعار والتي تم تكرارها في الماضي. يعتقدون أن هذه النماذج قد تكون مرتبطة بسلوك الأسعار في المستقبل، وبالتالي

يمكن استخدامها لتوقع الاتجاهات القادمة (Nelson,2017:1421)، (Brooks,2010:56). (السعر يتحرك بأنماط واتجاهات معينة) هذه الفرضية تشدد على أهمية التركيز على اتجاهات السوق ومتابعتها بدلاً من محاولة التنبؤ بالتغيرات القصيرة الأجل في الأسعار. تقترح هذه الفرضية أن الأسعار تنحاز إلى اتجاه معين على المدى الطويل وتتجه للحفاظ على الاتجاه الحالي، وفقاً لهذه الفرضية، يُعتقد أنه عندما يتشكل اتجاه في حركة الأسعار، فإن هذا الاتجاه يميل إلى الاستمرار على المدى الطويل بدلاً من التغيير المفاجئ. ويتم تحليل الأنماط والمؤشرات التقنية لاكتشاف الاتجاهات الموجودة ولتحديد ما إذا كان الاتجاه سيستمر أو سيتغير في المستقبل (Latva-Mäenpää,2019:34)، (Ilham,2022:1022).

تطور التحليل الفني كان موجوداً منذ قرون عديدة، حيث استخدمه تجار ومحللون لتحديد اتجاهات الأسواق المالية واتخاذ قرارات استثمارية. يُعتقد أن أحد أوائل من نظر إلى تحليل نماذج السعر والتوقعات في الأسواق كان هو الخبير الياباني مونييهيسا هونما Honma Munehisa في القرن الثامن عشر. كان له دور في تطوير نظرية الشموع اليابانية والتحليل الفني في سوق الأسهم (Hagio,2023:28). عموماً، التحليل الفني هو منهج يهدف إلى تقييم الأسواق المالية باستخدام مخططات السعر والحجم والمؤشرات الفنية الأخرى، وهو مكمل للتحليل الأساسي الذي يركز على تقييم الموجودات استناداً إلى الأخبار والأحداث الاقتصادية والمالية.

خلال القرن العشرين، شهد التحليل الفني تطورات كبيرة وتقدم فيما يتعلق بأساليبه وأدواته وتطبيقاته، إذ بدأ استخدام الرسوم البيانية والمؤشرات حيث تطورت الرسوم البيانية بشكل كبير خلال هذا القرن. تم استخدام الرسوم الخطية والشموع اليابانية والبارزة لتمثيل حركة الأسعار على مدار الزمن. كما تم تطوير مؤشرات فنية متعددة مثل مؤشرات الزخم والمتوسطات المتحركة ومؤشرات القوة النسبية كذلك نظرية إلبوت للأموح ونظرية النماذج الفنية. هذه النظريات تقدم نماذج لتحليل حركة الأسعار والتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية (Satari,2020:829). ومع تقدم التكنولوجيا، أصبح من الممكن استخدام الحوسبة لتحليل الأسواق المالية بشكل أكثر دقة وفعالية. إذ ظهرت البرمجيات والمنصات التي تسمح للمحللين برسم الرسوم البيانية وتطبيق المؤشرات والأدوات الفنية بسهولة. أيضاً تم استخدام البيانات التاريخية بشكل كبير، مما سمح للمحللين بتطبيق أساليب إحصائية ورياضية معقدة لتحليل حركة الأسعار وتوليد توقعات دقيقة (Atsalakis,2016:250).

في القرن الحادي والعشرين، شهد التحليل الفني تطورات ملحوظة نتيجة التقدم التكنولوجي والتطورات في مجال المعلوماتية وتزايد توافر البيانات. ومن أبرز ملامح تطور التحليل الفني في هذا القرن هو تكنولوجيا سلسلة الكتل Blockchain والعملات الرقمية مثل البيتكوين والتكنولوجيا المالية FinTech، مما ساعدت على تطوير أساليب جديدة لتحليل الموجودات المالية (Bakar,2018:24). سلسلة الكتل هو تقنية تسجيل موزع ولا مركزي تحتوي على سجل متسلسل ومشفر للمعاملات. تمثل سلسلة الكتل قاعدة بيانات تتكون من مجموعة من الكتل (البلوكات)، وكل كتلة تحتوي على مجموعة من المعاملات، بالإضافة إلى رابط تشير إلى الكتلة السابقة، مما يشكل سلسلة من الكتل المتصلة. هذا يجعلها تقنية آمنة وشفافة وصعبة التلاعب (Verma,2022:684). ومن مظاهر تطور التحليل الفني في القرن الحالي هو انتشار تقنيات التحليل الكمي والذكاء الاصطناعي مما يتيح ذلك للمحللين تحليل كميات كبيرة من البيانات Big Data بشكل أدق وتوليد توقعات معقدة استناداً إلى نماذج رياضية مما يسهل لاستنتاج أنماط واتجاهات من الأسواق المالية (Lavrinenko,2019:45).

2-2-2: النظريات المفسرة للتحليل الفني

هناك عدة نظريات أساسية في التحليل الفني التي تساعد في فهم حركة الأسعار وتوجهات الأسواق المالية. وسنتناول بعض هذه النظريات الأساسية:

2-2-2-1: نظرية داو Dow

نظرية داو هي إحدى النظريات الأساسية في التحليل الفني، والتي طورها تشارلز هنري داو وإدوارد جونز في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين (Bodie et.al.,1998:414)، ويعد نهجاً شاملاً يهدف إلى فهم تحركات الأسعار واتجاهات السوق المالية. تقوم نظرية داو على مجموعة من المبادئ الأساسية التي يجب مراعاتها عند تحليل تحركات الأسعار، ومن أهم هذه المبادئ:

أولاً: السوق يعكس كل شيء: يشير هذا المبدأ إلى أن تحركات الأسعار تعكس جميع المعلومات المتوفرة عن السوق، بما في ذلك الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والمؤشرات الأساسية. وبعبارة أخرى، من المفترض أن تعكس الأسعار تقديرات المستثمرين للقيمة الحقيقية للموجودات (Ratto,2018:2091).

ثانياً: مبدأ الاتجاهات الثلاثة: تشير نظرية داو إلى وجود ثلاثة أنواع رئيسية من الاتجاهات في السوق (Edwards&Magee,2007:15)، (Kirkpatrickm,2017:46)، (Vaidya,2018:58).

1- الاتجاه الأول: هو الاتجاه الرئيسي (المد والجزر) ويمتد لفترات طويلة من الزمن وقد يستمر لعدة سنوات ويكون سوقاً صاعداً يطلق عليه (سوق الثور Bull Market)، أما في حالة الانخفاض فيطلق عليه سوق الدب (Bear Market).

2- الاتجاه الثاني: (الأمواج) هو الاتجاه الفرعي ويشير إلى التصحيحات القصيرة في الاتجاه الرئيسي. عندما يكون السوق في اتجاه صاعد طويل الأجل، فإن الاتجاه الثاني يُمثل التراجعات القصيرة في السوق قبل استئناف الاتجاه الصاعد الرئيسي.

ويهدف مفهوم الاتجاه الثاني إلى الاستفادة من التصحيحات قصيرة المدى في السوق للدخول في صفقات شراء قصيرة المدى في الاتجاه الرئيسي. على سبيل المثال، إذا كان السوق صعودياً بشكل عام وكان هناك تصحيح قصير في الاتجاه الهبوطي، فإن الاتجاه الثاني يعد فرصة للمتداولين للشراء بالقرب من مستويات الدعم الرئيسية قبل أن يستأنف السوق اتجاهه الصعودي.

3- الاتجاه الثالث: (التذبذبات الصغيرة غير الرشيدة) هو الاتجاه اليومي ويشير إلى التقلبات اليومية في السوق ويعد الاتجاه الأقل أهمية من بين الاتجاهات الثلاثة المذكورة في النظرية.

الاتجاه الثالث يركز على التقلبات اليومية في السوق، ويعكس التذبذبات القصيرة الأجل في حركة الأسعار. وعلى الرغم من التركيز الأساسي في التحليل الفني على الاتجاه الرئيسي والفرعي، إلا أنه يمكن استخدام الاتجاه الثالث لتوقع حركة الأسعار في الجلسة التداولية القصيرة الأجل.

ثالثاً: التأكيد المتبادل: تعتمد نظرية داو على مفهوم التأكيد المتبادل لتأكيد الاتجاه الرئيسي للسوق. وتتحقق هذه المبدأ عندما يتحرك مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر متوسط النقل (Transportation Average) في اتجاه متساوٍ. إذا تحركت السوق باتجاه صاعد وتحركت الشركات الصناعية وشركات النقل في اتجاه صاعد أيضاً، فإن ذلك يُعتبر إشارة لتوجه مستدام في السوق (Schabacker,2005:299).

رابعاً: حجم التداول: يُعد حجم التداول أحد المؤشرات الهامة في نظرية داو، إذ يلعب دوراً مهماً في تأكيد الاتجاه سعري وقوته فعندما تكون حركة الأسعار مرتفعة مصحوبة بزيادة في حجم التداول، فإن ذلك يشير إلى تأكيد الاتجاه والقوة التي تدعمه، ويمكن استنتاج أن المشترين هم القوة السائدة في السوق وأن هناك طلباً قوياً على

الموجودات. وبالتالي فإن هذا الزخم الإيجابي يعزز فرص استمرار الاتجاه الصاعد. ان حجم التداول يستخدم كإشارة تأكيدية لدعم الاتجاه السعري (Edwards & Magee,2007:21)، (Monte & Swope,)، (2008:60).

خامسا: الدعم والمقاومة: في نظرية داو، يُعد مفهوم الدعم والمقاومة جزءًا أساسيًا من تحليل الأسعار. إذ تُمثل هذه المناطق في السوق نقاطاً صعبة لحركة السعر للنزول أو الارتفاع عنها على التوالي. ويُعتقد أن هذه المستويات تؤثر على حركة السعر وتشكل نقاطاً هامة لاتخاذ القرارات التجارية. **الدعم** يشير للمستوى الذي يتوقع أن يمنع السعر من الانخفاض أدناه. عندما يصل السعر إلى مستوى الدعم، قد يتجمع الطلب على الورقة في هذا المستوى ويتم تشكيل قوة تدفع السعر للارتفاع. يُعد اختراق مستوى الدعم واستمرار الانخفاض أدناه إشارة سلبية قد تشير إلى تغيير في الاتجاه السعري. **والمقاومة** تشير للمستوى الذي يتوقع أن يمنع السعر من الارتفاع فوقه. عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، قد يزداد العرض على الورقة في هذا المستوى ويتشكل قوة تدفع السعر للانخفاض. يُعد اختراق مستوى المقاومة واستمرار الارتفاع فوقه إشارة إيجابية قد تشير إلى تغيير في الاتجاه السعري (Knight,2010:6)، (Lehtoalho:2018:17).

2-2-2-2: نظرية فيبوناتشي Fibonacci Theory

نظرية فيبوناتشي (Fibonacci Theory) هي نظرية رياضية وهندسية تستند إلى مفهوم التسلسل العددي فيبوناتشي. تم تسمية هذه النظرية على اسم ليوناردو فيبوناتشي، عالم الرياضيات الإيطالي في القرن الثالث عشر الذي اكتشف هذا التسلسل.

متوالية فيبوناتشي هي سلسلة من الأعداد الصحيحة إذ يكون كل رقم هو مجموع الرقمين قبله. يبدأ بصفر وواحد، والمعروفين باسم "أعداد البذور". الرقم التالي هو (0 + 1) واحد، متبوعاً بـ (1 + 1) اثنان وهكذا. وتبدو بداية السلسلة هكذا: (Kazlacheva,2017:1)، (Jain et.al.,2022:2439).

(0,1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144)

ستتضح الصورة أكثر عند تضمين الرياضيات وراء كل عدد:

$$1+1=2, 1+2=3, 2+3=5, 3+5=8$$

ان تسلسل فيبوناتشي ليس مهماً بحد ذاته بالنسبة للمتداولين بقدر أهمية نسب فيبوناتشي التي هي عبارة عن سلسلة من النسب المئوية تم حسابها بقسمة الأرقام ضمن تسلسل فيبوناتشي.

هناك عدة نسب مختلفة لكن النسب الأكثر شيوعاً هي: **38.2%**، **61.8%**، **78.6%** و**161.8%**

سنأخذ مثالاً توضيحياً لكي نعرف كيف تعمل، فمثلاً للحصول على النسبة **61.8%** ما علينا سوا قسمة كل رقم في تسلسل فيبوناتشي على الرقم الذي بعده، ونستمر بفعل هذا على طول السلسلة وسنلاحظ انها تنتج **0.618** تقريباً في كل مرة خاصة من **21 ÷ 34** وما يليها (Negishi,2023:41)

$$8 \div 13 = 0.615$$

$$13 \div 21 = 0.619$$

$$21 \div 34 = 0.618$$

$$34 \div 55 = 0.618$$

$$55 \div 89 = 0.618$$

إذا قمنا بتحويل **0.618** إلى نسبة مئوية، فنحصل على **61.8%**. ولكي نجد نسبة **161.8%** فما عليك سوا قسمة كل رقم على الرقم الذي يسبقه. يستخدم المحللون الماليون والمتداولون نظرية فيبوناتشي لتحديد مستويات الدعم والمقاومة المحتملة، وتحديد نقاط الانعكاس والتوقيت المحتمل للتداول. تُرسم مستويات نسب فيبوناتشي على الرسوم البيانية للأسعار لتحديد مناطق انعكاس محتملة.

2-2-3: نظرية Gann

نظرية (Gann Theory) هي نظرية تحليل فني تم تطويرها بواسطة رجل الأعمال والمستثمر المعروف William Delbert Gann وهو محلل مالي ومتداول أمريكي في القرن العشرين (Murgea,2016:52). تشمل مبادئ نظرية Gann مفهومين رئيسيين: الزمن والسعر يتم الاعتماد عليهما في تحديد الاتجاهات والمستويات القوية في الأسواق المالية. يعتقد Gann أن الأسعار تتحرك وفقاً للزمن والأنماط الهندسية، ويمكن استخدام الزمن لتحديد النقاط الزمنية الحاسمة التي قد تتسبب في تغيير اتجاه السعر. بالإضافة إلى ذلك، يستخدم Gann الأنماط الهندسية، مثل المربعات والمربعات الزمنية، لتحديد مستويات الدعم والمقاومة

المحتملة ولتوقع حركة الأسعار المستقبلية (Chen,2010:20). واحدة من الأفكار الأساسية في نظرية Gann هي استخدام دورة الزمن لتحديد نقاط التحول والتوقيت المحتمل للتداول. وفقاً لـ Gann، الأسواق المالية تتحرك بشكل دوري وتعيش دورات صاعدة وهابطة. وعندما يتم فهم الدورات الزمنية، يمكن للمتداولين تحديد مستويات الدعم والمقاومة المحتملة وتوقع حركة الأسعار المستقبلية. بالنسبة لفصول السنة، Gann كان يعتقد أن هناك علاقة بين الزمن وفصول السنة الأربعة. وفقاً له، كانت هناك دورة زمنية تستمر لمدة 90 يوماً تتكرر على مدار السنة، إذ يتوقع أن تحدث تغيرات هامة في الأسواق المالية في نهاية كل دورة 90 يوماً. وعلاوة على ذلك، كان يستخدم Gann الشهور الـ 12 في السنة كأدوات توقيت لتحديد النقاط الحاسمة في السوق (Macleay,2005:162)، (Zhou,2021:3).

2-2-4: نظرية موجات إليوت

رالف نيلسون إليوت (Ralph Nelson Elliot) هو محلل فني ومتداول في السوق المالي عاش في القرن العشرين. وهو معروف بتطويره نظرية موجات إليوت (Elliott Wave Theory)، والتي تعتبر أحد الأسس الرئيسية للتحليل الفني (Khan,2022:302). هي نظرية تحليل فني تم تطويرها بواسطة رالف نيلسون إليوت في الثلاثينيات من القرن العشرين. تقوم النظرية على فكرة أن سلوك الأسعار في الأسواق المالية يتبع نمطاً من الأمواج التصاعدية والهابطة، ويتأثر بعوامل نفسية لدى المتداولين. ووصفها Murphy بأنها أسلوب لتحليل الاسواق قائم على مبدأ التكرار في أنماط الموجات ومنتالية فيبوناتشي (Murphy,1991:273). تعد أول نظرية ذات انماط هندسية متكررة لتتبع أسعار الأسهم بناءً على المبادئ الأساسية لـ (Dow و Gann)، ولقد اعتمد ايليوت على منتالية (Fibonacci) كقاعدة في مبدأ الموجة للنظرية (Soares,2008:10).

نظرية إليوت للموجات المالية تقترح أن حركة الأسعار في الأسواق المالية تتبع نمطاً موجباً يتألف من الموجات الصاعدة والهابطة. وفقاً لهذه النظرية، تتكون الاتجاهات الرئيسية للسوق من خمس موجات تُعرف بـ "الموجات الرئيسية"، وترقم عادةً من 1 إلى 5.

الموجات الصاعدة (الموجات الرئيسية 1 و 3 و 5): تشير إلى فترات زيادة في الأسعار حيث يكون الاتجاه صعودياً. يُعتبر تحقيق أعلى قمة للسعر في الموجة الخامسة (الموجة الصاعدة الأخيرة) إشارة قوية على

انتهاء الاتجاه الصاعد، الموجات الهابطة (الموجات الرئيسية 2 و4): تشير إلى فترات هبوط في الأسعار حيث يكون الاتجاه هابطاً. يعتبر تحقيق أدنى قاع للسعر في الموجة الثانية (الموجة الهابطة الثانية) إشارة قوية على انتهاء الاتجاه الهابط.

بالنسبة للأحرف A و B و C فإنها قد تشير إلى تصحيحات داخلية أو موجات فرعية داخل الموجات الرئيسية. على سبيل المثال، يمكن أن تتكون الموجة الصاعدة الأولى (1) من ثلاث موجات فرعية، وتُرمز لها بـ A و B و C (Pan,2003:8)، (Prechter,2009:24).

2-2-3: استراتيجية الاستثمار العكسية Contrarian investment strategy

تمهيد:

السباحة ضد التيار قد تكون معضلة في تاريخنا البشري وفي سلوكنا الفردي، وبالتحديد عندما نعني اننا نسبح في البحر ضد الأمواج أو تيار الماء أو حتى ضد اتجاه الرياح خصوصا إذا كانت هذه الرياح قوية وعكسية.

يُظهر المنطق البسيط ان السباحة ضد اتجاه التيار ليست ذات جدوى. حيث تستهلك الكثير من طاقتنا دون فائدة، وبصورة عامة يميل الانسان الى عدم إضاعة طاقته في أمور ليس لها فائدة. وهذا يتوافق مع حكمة الانسان الاقتصادية فقد ابتكر الانسان منذ زمن بعيد السفن الشراعية التي تستغل اتجاه الرياح للمساعدة في التحرك دون بذل جهد كبير. ومع ذلك يختلف معنى التيار في حياتنا في العديد من الاشكال. فهو يمكن ان يشير الى الرياح والأمواج في الحياة الطبيعية، وقد يعبر أيضا عن آراء الناس وتصوراتهم العامة ومعتقداتهم والأنظمة الاجتماعية والسياسية، هو أيضا يمكن ان يشير الى الروتين والعادات الشخصية وأنظمة الحياة التي نعيشها. لذلك يتعين علينا ان ندرك ونحدد بدقة ما نعنيه بالتيار في كل حالة لكي نستطيع تحديد إذا ما كان جدير بالجهد أن نسبح ضده.

2-2-4: مفهوم الاستراتيجية العكسية Concept of a Contrarian Strategy

من اجل توضيح مفهوم هذه الإستراتيجية لا بد لنا ان نبين مفهوم كلمة عكسي لغوياً فعكس الشيء يعكسه عكسا فهو معكوس؛ قلبه وردّ آخره على أوله، وعاكسه: رادّه ومانعهُ. وتعاكس الشخصان أو الشيئان: تراءداً وتمانعا، وتعاكسا في الرأي: اختلفا فيه. ويقال للنظريتين إنّ كلاً منهما عكس الأخرى إذا كانت نتيجة كل منهما مقدمة للأخرى (عبد الحميد، 2008: 1535).

بناءً على ما سبق، يمكننا الآن تقديم مفهوم استراتيجية الاستثمار العكسية، والمعروفة أيضاً باسم التداول العكسي، والتي تتخذ مواقف ضد اتجاه السوق السائد. بدلاً من اعتماد النهج التقليدي المتمثل في الشراء عندما يرتفع السعر، والبيع عندما تنخفض الأسعار، تتضمن الإستراتيجية العكسية الشراء عندما ينخفض

السعر والبيع عندما ترتفع الأسعار. وهذا يمنع المستثمرين من اتخاذ قرارات غير حكيمة أثناء الانهيار، مما يؤدي إلى تفاقم أخطائهم (McDowell,2008:128). المستثمر العكسي هو الذي يحاول تحقيق الأرباح من خلال الاستثمار بطريقة ما تختلف عن الفكرة التقليدية، يُعتقد أن الطريق إلى تحقيق عوائد أعلى على الأسهم يكمن في شراء ما يبيعه الآخرون وبيع ما يشترونه. إذ يعتقد أن سلوك قطاع معين من المشاركين في السوق يمكن أن يؤدي إلى سوء تسعير قابل للاستغلال (Rebekka,2010:14) إذ أن التشاؤم الكبير تجاه سهم معين يؤدي إلى انخفاض سعره إضافة للمبالغة في تقدير مخاطر الشركة وتقليل من احتمالية تحقيق الأرباح، مما يمثل فرصة استثمارية للمستثمرين العكسيين الذين يسعون للحصول على فرص لشراء وبيع الموجودات عندما يبدو أن قطاع المشاركين في السوق يفعلون العكس، لدرجة أن الأوراق المالية قد اسيء تسعيرها، إذ أن كلا من الأسعار المرتفعة والمنخفضة للأسهم مؤقتة لا بد لها من الرجوع لمتوسط سعرها عبر الوقت، لذلك عندما يكون سعر السوق المالي أقل من متوسط السعر يكون السهم جذاباً للشراء بسبب توقع ارتفاع السعر بمرور الوقت والعكس صحيح (Abd Halim,2019:25). يشبه الاستثمار العكسي استثمار القيمة، حيث يسعى كل من المستثمرين في القيمة والمستثمرين العكسيين إلى العثور على الأسهم التي يُسجل سعرها أقل من القيمة الجوهرية للشركة. عادةً ما يعتقد مستثمرو القيمة أن السوق يميل إلى المبالغة في رد فعله تجاه الأخبار الإيجابية والسلبية. لذلك يعتقدون أن تحركات أسعار الأسهم على المدى القصير لا تتوافق مع أساسيات الشركة على المدى الطويل (Damodaran,2012:2) .

استراتيجية الاستثمار العكسية هي استراتيجية استثمارية تدور حول اتخاذ قرارات استثمارية تختلف عن الاتجاه السائد في السوق. من المعتقد أن رد فعل الأسواق المالية تجاه الأخبار والأحداث قد يكون مفرطاً وغير عقلاني (Raza,2023:2) وأصبح واضحاً قيام متبعو نهج الاستثمار العكسي باتخاذ مواقف معاكسة للاتجاه العام للسوق وتوقع حدوث تغييرات في الاتجاه. تهدف هذه الاستراتيجية إلى الاستفادة من تقلبات السوق والتوقعات الخاطئة التي يمكن أن تؤدي إلى تقييمات غير عادلة للموجودات المالية. تتناقض نتائج هذه الاستراتيجية مع فرضية كفاءة السوق السائدة في الأسواق المالية، والتي تؤكد أن المستثمرين عقلانيون، وبالتالي يقومون بتقييم الأوراق المالية بشكل عقلاني (Jagirdar,2023:113). يشرح Chan بإيجاز الأساس النظري لاستراتيجية الاستثمار العكسية ويشير إلى أن أسواق الأسهم غالباً ما تسرف في استجابتها

تجاه الأخبار، سواء كانت جيدة أو سيئة، مما يؤدي غالباً إلى المغالاة في تقدير قيمة الأوراق الرابحة وتقليل قيمة الأوراق الخاسرة. في النظرية المالية، تُعرف هذه الفكرة أو الافتراض عمومًا باسم فرضية رد الفعل المبالغ فيه، يستغل المستثمرون العكسيون هذا الاتجاه من خلال شراء الأسهم التي كان أداءها سيئاً نسبياً (الأسهم الخاسرة)، أما الأسهم التي كان أداءها جيداً نسبياً (الأسهم الرابحة) فيتم بيعها بيعاً قصيراً (Chan, 1998: 147). فالمستثمرون الذين تتضمن استراتيجياتهم التداول ضد قطيع المستثمرين، أي الشراء عندما يبيع القطيع، والبيع عندما يشتري القطيع يعرف هؤلاء المستثمرون بالمستثمرين العكسيين (Sarpong, 2014: 121) إذ لا يتبعون استراتيجية الاستثمار النمطية للمراهنة على الأسهم الجيدة، بمعنى آخر يشتري المستثمر الأوراق التي يُنظر إليها على أنها أوراق رديئة بسبب الأخبار السلبية الصادرة عنها أو نتيجة للأداء السيء في الماضي إذ يتم تداولها بأقل من قيمتها الحقيقية، متوقعين ان السوق سوف يتعرف في النهاية على قيمتها الحقيقية (De Carvalho, 2018: 1).

توضح النظريات المالية انه في كل بورصة تسود الكفاءة مما يعني ان أسعار الأسهم تحدد بشكل عادل بمساعدة المعلومات المتاحة وهذه ما يعرف بنظرية السوق الكفوة إذ يعد حجر الزاوية في التمويل الحديث. ومع ذلك هناك العديد من الأدلة على وجود حالات شاذة مثل التأثير العكسي للأسعار، فان الأسهم التي حققت أفضل (أسوأ) نمو في الماضي تميل ان يكون أداءها ضعيفاً (جيداً) في الفترات التالية (Qashqai, 2023: 118) فهي تتطوي على شراء الأسهم التي كان أداءها سيئاً خلال الفترة الماضية وبيع الأسهم التي كان اداءها جيداً، وبعض الدراسات أظهرت ان هذه الاستراتيجيات تساعد المستثمرين على كسب عوائد فائضة (Abd Halim, 2019: 25) لذا فإن الاستثمار العكسي يتضمن شراء الأسهم الخاسرة وبيع الأسهم الرابحة وذلك لاعتقادهم ان الخاسرين السابقين سيكونون رابحين في المستقبل (Hasan, at al, 2020: 242). ينظر المدير العكسي إلى القيمة الدفترية للشركة ويركز على تلك الشركات التي تباع بقيمة منخفضة مقارنة بالقيمة الدفترية. عادةً ما تكون الشركات التي تندرج ضمن هذه الفئة أسعار اسهمها متراجعة، ومن المتوقع أن يمر السهم في حالة انتعاش دوري أو أن أرباح الشركة سوف تتصاعد (Fabozzi, 2002: 11).

قام DeBondt and Thaler بدراستين عامي 1985 و 1987 وقدموا أدلة قوية على انعكاس العوائد طويلة الأجل التي تتحدى فكرة كفاءة السوق (Thaler,1987:566)، (Dhankar,2019:67). يعتقد كل من Thaler و Haugen ان هذا الرد المبالغ فيه هو ميل المستثمرين لتقديم عروض من أجل خفض أسعار الأسهم الضعيفة ذات الأداء السيء في الماضي، مما يؤدي الى خفض الأسعار عند تصحيح ردة الفعل المفرطة عندها تصبح أسعار أسهم الشركة أقرب الى قيمتها الأساسية وتجني عوائد مرتفعة (Jagirdar,2023:3). لذا فان العوائد السابقة تعد الأساس لاستراتيجية الاستثمار العكسي والتي يقصد بها بيع الأسهم الرابحة سابقاً، وشراء الأسهم الخاسرة سابقاً (Mayo,2011:431). في دراسة لـ Jegadeesh و Titman أوضحت ان بيع الربحين السابقين وشراء الخاسرين السابقين يحقق عوائد غير طبيعية وكبيرة (Jegadeesh,1995:977).

2-2-4-1: نشأة استراتيجية الاستثمار العكسية

تاريخ استراتيجيات الاستثمار العكسية (Contrarian Investing) يمتد لعقود عديدة. حيث أبصرت النور رسمياً في سبعينيات القرن العشرين إذ طرحها Dived Dreman كاستراتيجية تحليل فني والتي تنص على ان عواطف المستثمر ونفسيته تعد من أكبر المحددات لأسعار الأوراق المالية. ومن أجل الاستفادة القصوى من توقعات المحللين يتم الاستثمار في الأسهم غير المرغوبة (Dreman,1979). هذه الاستراتيجية قائمة على الاستجابة المفرطة في السوق تجاه الأخبار والمعلومات السلبية أو الإيجابية نتيجة السلوك غير العقلاني للمستثمرين وفي هذا السياق يتبع المستثمرون العكسيون استراتيجية عكس اتجاه السوق السائد، إذ يقومون بشراء الموجودات عندما تكون قيمتها منخفضة وبيعها عندما ترتفع قيمتها (Thampanya,2020:2).

تاريخياً، يعود استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية إلى العديد من الأزمات المالية والانكماشات الاقتصادية. واحدة من الأمثلة البارزة هي أزمة السوق المالية في عام 1929، حيث استخدم المستثمرون العكسيون استراتيجيات الشراء عندما كانت الأسهم في أدنى مستوياتها، وهو ما ساعدهم على تحقيق عوائد جيدة في السنوات التالية عندما تعافت الأسواق بعد فترة الركود (Milovidov,2020:8).

تعد استراتيجية الاستثمار العكسية تحديًا للمستثمرين، حيث يتطلب التوقيت الصحيح والقدرة على تحليل الأسواق وتمييز الفرص الجيدة. قد يكون لهذه الاستراتيجية فوائد طويلة الأجل في تحقيق عوائد مرتفعة، ولكنها تنطوي أيضًا على مخاطر، حيث قد يتعرض المستثمرون لخسائر إذا لم يكن لديهم تقدير صحيح للأسواق والتوقيت المناسب للدخول والخروج.

2-4-2-2: استراتيجية الاستثمار العكسية تاريخيا

تعد استراتيجية الاستثمار العكسية من الأساليب الفريدة في الأسواق المالية، حيث يعتمد المستثمرون على شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون، مستفيدين من ردود الفعل المبالغ فيها للسوق. تاريخياً، تعكس هذه الاستراتيجية نهجاً تحليلياً يتجاوز النظرة التقليدية، مما يسهم في تحقيق عوائد محتملة أعلى. ونستعرض بعض الأمثلة عنها في التالي:

- 1- أزمة النفط في عام 1973: بعد حرب أكتوبر في الشرق الأوسط، تعرضت أسعار النفط لزيادة كبيرة. واستفاد المستثمرون العكسيون من استراتيجية الاستثمار العكسي من خلال بيع الأسهم المتأثرة بارتفاع أسعار النفط وشراء الموجودات الأخرى التي تراجعت قيمتها (Li,2019:30).
- 2- أزمة التكنولوجيا في أواخر التسعينات: خلال فترة ثورة الانترنت في أواخر التسعينات، شهدت الشركات التكنولوجية طفرة هائلة في القيمة. ولكن في عام 2000، انهارت فقاعة الأسهم التكنولوجية (دوت كوم)، وتكبد المستثمرون خسائر فادحة. وفي هذا السياق، استفاد المستثمرون العكسيون من تلك الأزمة من خلال بيع أسهمهم قبل الانهيار وشراء موجودات أخرى بأسعار منخفضة. (Mazza,2022:74)
- 3- أزمة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة عام 2008: خلال هذه الأزمة، انهارت أسواق العقارات والقروض العقارية، وتكبد المستثمرون خسائر كبيرة. ومع ذلك، استفاد المستثمرون العكسيون من هذه الأزمة من خلال شراء أسهم وموجودات بأسعار منخفضة في السوق المنهارة. وفي السنوات التالية، حققوا عوائد جيدة عندما تعافت الأسواق (Liu,2016:338).

4- أزمة الديون السيادية في أوروبا عام 2011: خلال هذه الأزمة، تعرضت بعض الدول الأوروبية لمشاكل مالية خطيرة وتدهور في الثقة. وفي هذا السياق استفاد المستثمرون العكسيون من الأزمة عن طريق الاستثمار في الموجودات التي تأثرت سلباً مثل السندات السيادية بأسعار منخفضة، وعندما تعافت الثقة وتحسنت الأوضاع، حققوا عوائد جيدة (Van Riet,2021:446).

5- أزمة النفط في عام 2014: في هذه الفترة، شهدت أسعار النفط هبوطاً حاداً بسبب زيادة المعروض وتراجع الطلب. وفي هذا السياق، استفاد المستثمرون العكسيون من الأزمة عن طريق شراء أسهم شركات النفط والطاقة التي تأثرت سلباً بالهبوط، وعندما تعافت أسعار النفط في السنوات التالية، حققوا عوائد قوية (Lawal,2018:293).

2-2-3: اشكال وأنواع استراتيجية الاستثمار العكسية

استراتيجية الاستثمار العكسية (Contrarian Investing) تشمل الاستثمار في الموجودات أو الأسواق التي تعكس الاتجاه السائد في السوق. بدلاً من اتباع جمهور المستثمرين، تقوم استراتيجية الاستثمار العكسية بشراء الموجودات التي تعتبر غير مرغوب فيها أو تعاني من تقييم منخفض، وبيع الموجودات التي يعتقد الآخرون أنها مرغوب فيها ومرتفعة التقييم. هناك عدة أشكال وأنواع لاستراتيجية الاستثمار العكسية، بما في ذلك: (Battisti,2019:257)، (Ahmad,2021:2019)، (Chen,2018:1557).

1- البيع القصير (Short Selling) في هذه الاستراتيجية، يقوم المستثمرون ببيع الأسهم المستهدفة التي يعتقدون أنها مقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية أو ستخف في القيمة. يتم استئانة الأسهم المستهدفة من وسيط مالي وبيعها في السوق، ثم يتم إعادة شراء الأسهم في وقت لاحق بسعر أقل لإغلاق العملية وجني الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

2- الشراء عند الحد السفلي (Buy at Support) تعتمد هذه الاستراتيجية على شراء الأسهم عندما تصل إلى مستويات الدعم الفني. يتم اعتبار مستويات الدعم كفرصة لشراء الأسهم بسعر منخفض، بناءً على اعتقاد أن الأسعار ستترد صعوداً من هذه المستويات.

3- الاستثمار العكسي في القطاعات (Sector Contrarian Investing): تركز هذه الاستراتيجية على شراء الأسهم في القطاعات أو الصناعات التي تعتبر ضعيفة أو تعيش فترة صعود صعبة. يعتقد المستثمرون أن هذه القطاعات قد تشهد تحسناً في المستقبل ويستفيدون من صعودها.

4- الاستثمار العكسي في الأخبار السلبية (News Contrarian Investing): تعتمد هذه الاستراتيجية على الاستفادة من تأثير الأخبار السلبية على الأسواق. عندما تدفع الأخبار السلبية الأسعار للانخفاض بشكل حاد، يمكن للاستثمار العكسي أن يشتري الموجودات المتأثرة بتلك الأخبار عندما يكون السوق في حالة تشبع بالبيع وتكون الأسعار قد انخفضت إلى مستويات منخفضة جداً.

2-2-4: مؤشرات الاستراتيجية العكسية

استراتيجية الاستثمار العكسية تعتمد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق. هنا بعض المقاييس الشائعة التي يمكن استخدامها في هذه الاستراتيجية: (Lyukevich,2021:410)، (Heinz,2021:230)، (Phuong,2021:38).

1- المتوسطات المتحركة (Moving Averages): تستخدم المتوسطات المتحركة لتحديد اتجاه السوق. على سبيل المثال، يمكن استخدام تقاطع المتوسط المتحرك لفتح وإغلاق المراكز.

2- مؤشر تقاطع المتوسطات المتحركة (Moving Average Crossovers): يتم استخدام خطوط المتوسط المتحرك لتحديد نقاط التقاطع بينها. إذا كانت الخطوط تتقاطع بحيث يعبر المتوسط المتحرك السريع فوق المتوسط المتحرك البطيء، فقد يشير ذلك إلى فرصة للشراء، وعلى العكس، إذا كان المتوسط المتحرك السريع يعبر تحت المتوسط المتحرك البطيء، فقد يشير ذلك إلى فرصة للبيع.

3- مؤشر الثقة (Investor Sentiment): يقيس مستوى الثقة أو التشاؤم بين المستثمرين في السوق. إذا كانت الثقة مرتفعة لدرجة كبيرة، فقد يشير ذلك إلى احتمالات انتهاء الارتفاع وحدوث تصحيح سعري، وعلى العكس، إذا كان التشاؤم مرتفعاً جداً، فقد يشير ذلك إلى احتمالات انتهاء الهبوط وحدوث ارتفاع في السوق.

4- مؤشر الحجم (Volume Indicator): يراقب حجم التداول في السوق، إذا كان حجم التداول مرتفعاً في فترة هبوط، فقد يشير ذلك إلى احتمالية انتهاء الهبوط وبداية تصحيح صعودي.

5- مؤشر التشبع الشرائي/البيعي (Overbought/Oversold Indicator): يقيس مدى تشبع السوق بالشراء أو البيع. إذا كان المؤشر يشير إلى تشبع شرائي مفرط، فقد يكون هذا إشارة لانتهاج ارتفاع السوق، وعلى العكس، إذا كان المؤشر يشير إلى تشبع بيعي مفرط، فقد يكون هذا إشارة لانتهاج الهبوط.

2-2-4-5: تطبيق الاستراتيجية العكسية

تنفيذ استراتيجية الاستثمار العكسي في سوق الأسهم يتطلب بعض الخطوات والممارسات الأساسية. هنا هي الخطوات العامة التي يمكن اتباعها (Dicks,2010,35)، (Schmitt,2021:117)، (Kadoya,2008:121)، (El Hajj, 2023:436):

- 1- تحليل السوق: يبدأ المستثمر في تطبيق استراتيجية الاستثمار العكسي بتحليل السوق. يُراقب الاتجاهات والمؤشرات الفنية للأسهم والقطاعات المختلفة. يتم مراقبة الأسهم التي ارتفعت بشكل قوي وتظهر علامات على التراجعات المتوقعة في الأسعار
- 2- أول خطوة في تحليل الاتجاه هي تحديد الاتجاه العام للسوق. يمكن استخدام الرسوم البيانية اليومية أو الأسبوعية لتحديد ما إذا كان السوق في اتجاه صعودي أو هبوطي. يمكن أن تساعد المتوسطات المتحركة، مثل المتوسط المتحرك البسيط (SMA) أو المتوسط المتحرك الأسّي (EMA)، في تحديد الاتجاه. إذا كان السعر فوق المتوسط المتحرك، فهذا يشير إلى اتجاه صعودي، بينما إذا كان السعر تحت المتوسط، فهذا يشير إلى اتجاه هبوطي.
- 3- بعد تحديد الاتجاه العام، يجب على المتداولين البحث عن إشارات تدل على احتمالية حدوث الانعكاس. يمكن استخدام مؤشرات مثل مستويات فيبوناتشي، التي تساعد في تحديد نقاط الدعم والمقاومة، أو أنماط الشموع اليابانية، مثل الشموع الانعكاسية، لتحديد اللحظات المناسبة للدخول في صفقة عكسية.
- 4- تحديد الفرص العكسية: بعد تحديد الاتجاهات السائدة، يمكنك البحث عن الفرص المحتملة للاستثمار العكسي. هذه الفرص تنشأ عندما يكون هناك اختلاف بين الأسعار الحالية للأسهم والتقديرات الخاصة بك لقيمتها الحقيقية. يمكن استخدام التحليل الفني والتحليل الأساسي ونماذج التداول لتحديد هذه الفرص.

5- إدارة المخاطر: تعد جزءًا أساسيًا من استراتيجية التداول العكسية. يجب على المتداولين وضع أوامر وقف الخسارة لتقليل المخاطر المحتملة. على سبيل المثال، يمكن وضع وقف الخسارة فوق مستوى المقاومة في حالة الشراء، أو تحت مستوى الدعم في حالة البيع. هذا يساعد في حماية رأس المال في حال لم يحدث الانعكاس المتوقع.

2-2-4-6: تشكيل الاستراتيجية العكسية

لغرض اختبار العوائد العكسية في الأسواق المالية، تم تشكيل مجموعة من الاستراتيجيات العكسية والتي هي بمثابة استراتيجيات للاستثمار. وذلك بالأسناد الى دراسة (Jagadeesh & Titman 1993)، وتكون حسب الخطوات الاتية: (وردة، 2018:68).

2-2-4-1 فترات التشكيل والاحتفاظ

تشمل كل استراتيجية عكسية على فترتين: الأولى تسمى بفترة التشكيل Formation Period يطلق عليها بفترة التصنيف او وضع الرتب Ranking Period ، تمثل هذه الفترة عدد الاشهر التي تشكل خلالها المحفظة العكسية (Siganos, 2004:184). اما الفترة الثانية؛ فترة الاحتفاظ Holding Period والتي تسمى ايضا بفترة الاختبار Test Period او فترة الاستثمار Investment Period او فترة التقييم Evaluation Period، وهي تمثل عدد الاشهر التي يتم فيها الاحتفاظ بالمحفظة بعد تشكيلها، وقد عرفت بانها الفترة التي يبقى فيها المستثمر على استثماراته (Vas & Absalonsen, 2014:46).

وتستند الاستراتيجية العكسية على حساب العوائد اليومية لاسهم الشركات خلال (J = 1 أسبوع، و 1، 3، 6، 9، 12 شهر) وهي فترة التشكيل، ومن ثم مراقبة سلوك العوائد اليومية لهذه الاسهم خلال فترة الاحتفاظ (K = 1 أسبوع، و 1، 3، 6، 9، 12 شهر) وهي نفس الاستراتيجية التي استند لها. (Jagadeesh & Timan 1993)

ويتم تقسيم الاستراتيجية العكسية الاستثمارية الى ستة اقسام وذلك حسب تسلسل الاشهر السابقة والاحتفاظ بها) (Al Muhairi, 2011:124): (العتيبي واخرون، 2009:421)، (عبد القادر، 2015:17).

الاستراتيجية الأولى: استراتيجية الاسبوع السابق: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:
الاستراتيجية (اسبوع-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (اسبوع-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (اسبوع-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الثانية: استراتيجية الشهر السابق: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:
الاستراتيجية (1-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (1-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (1-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الثالثة: استراتيجية الثلاثة أشهر السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (3-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (3-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الرابعة: استراتيجية الأشهر الستة السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (6-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (6-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (6-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الخامسة: استراتيجية الأشهر التسعة السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (9-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (9-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (9-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (12-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية السادسة: استراتيجية الأشهر ال 12 السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (12-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (1-12) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (9-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (12-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق. وكما موضح في الجدول رقم (1-2)

الجدول رقم (1-2) عدد مرات إعادة تشكيل المحافظ ضمن الاستراتيجيات العكسية المختبرة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (كانون الثاني 2019- كانون الأول 2023)

وصف الاستراتيجية	الاستراتيجيات العكسية (تشكيل / احتفاظ k)	ت
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 1 (إسبوع/إسبوع)	1
فترة التشكيل اسبوع وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 2 (إسبوع/1)	2
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 3 (إسبوع/3)	3
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 4 (إسبوع/6)	4
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 5 (إسبوع/9)	5
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 12 أشهر	استراتيجية 6 (إسبوع/12)	6
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 7 (1/إسبوع)	7
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 8 (1/1)	8
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 9 (3/1)	9
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 10 (6/1)	10
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 11 (9/1)	11
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 12 (12/1)	12
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 13 (3/إسبوع)	13
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 14 (1/3)	14
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 15 (3/3)	15
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 16 (6/3)	16
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 17 (9/3)	17
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 18 (12/3)	18
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 19 (6/إسبوع)	19
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 20 (1/6)	20
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 21 (3/6)	21
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 22 (6/6)	22
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 23 (9/6)	23
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 24 (12/6)	24
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ أسبوع	استراتيجية 25 (9/إسبوع)	25
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 26 (1/9)	26
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 27 (3/9)	27
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 28 (6/9)	28
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 29 (9/9)	29
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 30 (12/9)	30
فترة التشكيل 12 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 31 (12/إسبوع)	31
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 32 (1/12)	32
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 33 (3/12)	33
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 34 (6/12)	34
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 35 (9/12)	35
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 36 (12/12)	36

المصدر: من اعداد الباحث

2-2-4-8: المالية السلوكية والاستثمار العكسي

المالية السلوكية (Behavioral Finance) هو مجال دراسة يركز على فهم سلوك المستثمرين وكيفية تأثير العوامل النفسية والسلوكية على قرارات الاستثمار وأداء الأسواق المالية. تعد المالية السلوكية امتدادًا للتمويل التقليدي الذي يفترض فيه المستثمرون سلوكًا رشيدًا وعقلانيًا في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Shah,2018:90). الاستراتيجية العكسية هي نهج استثماري ينطوي على مخالفة معلومات السوق السائدة واتخاذ مواقف عكسية لغالبية المستثمرين. تفترض هذه الإستراتيجية أن المشاركين في السوق غالبًا ما يبالغون في رد فعلهم تجاه الأخبار والأحداث، مما يؤدي إلى سوء تسعير الموجودات. يهدف المستثمرون العكسيون إلى الربح من عدم كفاءة السوق هذه عن طريق الشراء عندما يبيع الآخرون ويبيعون عندما يشتري الآخرون (George,2018:189). يعتمد الاستثمار العكسي على مفهوم أن المستثمرين يتفاعلون مع الأخبار والتوقعات بشكل زائد، مما يؤدي إلى حدوث تحركات غير مبررة في الأسعار (Manoach,2010:704). في الاستثمار العكسي، المستثمرون يقومون باتخاذ مواقف عكسية للاتجاه السائد في السوق. على سبيل المثال، إذا كانت الأسعار ترتفع بشكل مبالغ فيه ويظهر تشبع شرائي، قد يقوم المستثمرون العكسيون ببيع الموجودات واتخاذ موقف قصير (الرهان على انخفاض الأسعار) بتوقع أن الأسعار ستتخفف في المستقبل (Ahmed,2014:27).

استراتيجية الاستثمار العكسي تعتمد على عدة مبادئ أساسية، بما في ذلك: (Parikakis,2008:320)، (Gorbunova,2016:230)، (Jagirdar,2023:2).

1- التفكير المنفصل عن الاتجاه العام: المستثمرون العكسيون يحاولون تجاهل تأثير العواطف والتصورات الشائعة للسوق والتفكير بشكل مستقل. يهدفون إلى تحليل الأسهم والأسواق بناءً على القيم الأساسية والتقييم الفعلي للشركات.

2- الاستفادة من التهويل والتضخيم: يقوم المستثمرون العكسيون بالبحث عن الأسهم التي تم تهويلها أو تضخيمها بشكل غير مبرر وتقييمها بشكل منطقي. يعتقدون أنه في حالة التهويل الزائد أو التضخيم الزائد، قد يكون هناك فرصة لتحقيق عوائد عالية من الاستثمار في تلك الأسهم.

3- التحليل الفني: يستفيد المستثمرون العكسيون من التحليل الفني كأداة حيوية لتحديد نقاط الدخول والخروج المثلى في السوق. يعتمد هذا التحليل على دراسة الأنماط السعرية والتوجهات التاريخية من أجل التنبؤ بالحركات المستقبلية للأسعار. من خلال تحليل المؤشرات الفنية، مثل المتوسطات المتحركة ومؤشرات القوة النسبية، يستطيع المستثمرون تحديد اللحظات المناسبة للدخول في صفقات عكسية أو الخروج منها، مما يعزز قدرتهم على تحقيق العوائد المرجوة وتقليل المخاطر المحتملة.

تتوافق الاستراتيجيات العكسية بشكل وثيق مع المالية السلوكية، والذي يدرس كيف يمكن للتحيزات النفسية والسلوك غير العقلاني أن يؤثر على الأسواق المالية. يدرك التمويل السلوكي أنه يمكن للمستثمرين إظهار سلوك القطيع، مما يؤدي إلى المبالغة في رد فعل السوق وانعكاسات الأسعار اللاحقة. يوفر هذا الأساس النظري للاستراتيجيات العكسية من خلال اقتراح إمكانية فصل معنويات السوق عن الاطر الأساسية.

ان دور المالية السلوكية في الاستثمار العكسي يكمن في فهم العوامل النفسية والسلوكية التي تؤثر في اتخاذ القرارات العكسية. يساعد التمويل السلوكي على توضيح دوافع المستثمرين وتحليل سلوكهم في مواجهة الأخبار والتوقعات، ويعزز فهم الظواهر السلوكية مثل العزو الذاتي والرغبة في التجنب من المخاطر والمعاملات الجماعية. والسبب وراء وجود أرباح عكسية يعود للزيادة في ردود الأفعال وانجراف المستثمرين المؤسسيين الى تفضيل الأسهم الرابحة السابقة على الأسهم الخاسرة السابقة، والاختفاء الفادحة من قبل المستثمرين الأفراد. إذ تدفع العاطفة بالسعر بعيداً عن القيمة الحقيقية بسبب التأثيرات العاطفية والتفاعلات غير العقلانية، وثقة المستثمرين المفرطة (Jagirdar,2023:2)، والعزو الذاتي المتحيز - **biased self attribution** ويقصد به يعزو المستثمرين النجاح الى قدراتهم الخاصة ويعتبرونه دليلاً على نكائهم وقدراتهم. وبالمقابل عند تحقيق الخسارة تنسب هذه الخسارة الى عوامل خارجة عن إرادتهم (Koo,2018:149). كذلك التحيز التحفظي **conservatism bias** الذي يعني تمسك المستثمر بتوقعاته القديمة تجاه لسهم، ولا يهتم بالمعلومات الجديدة غير المتوافقة مع تفضيلاتهم حتى وان كانت مهمة (Pouget,2017:2078). والتحيز التمثيلي **representativeness bias** الذي يحدث عندما يعتمد المستثمرون بشكل زائد على القوالب العقلية أو النماذج الذهنية لتقييم الشركات أو الأسهم بناءً على معايير قليلة أو محدودة وبناءً على انطباعه الاولي عن الشركة أو على أساس مظهر المدير التنفيذي للشركة

(Costa,2017:1781). أيضا هناك رد الفعل الناقص **underreaction** من خلال إيلاء مزيداً من الاهتمام والتركيز على المعلومات والايخبار السلبية وتجاهل الإيجابية منها، مما يؤثر على تحليل الأسهم واتخاذ القرارات الاستثمارية (Yu,2022:3).

الفصل الثالث الإطار العملي

المبحث الأول

بناء وتحليل عائد استراتيجيية
التداول العكسيية

المبحث الثاني

تحليل وتقييم أداء المحفظة
العكسيية ومكوناتها

المبحث الأول: بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية

سنركز في هذا البحث على بناء وتحليل أداء استراتيجيات التداول العكسي في فترة معينة في سوق العراق للأوراق المالية، مع التركيز بشكل خاص على الفترة من بداية 2019 إلى نهاية 2023. وسيتم توفير تحليل شامل للبيانات التاريخية للأسهم. وسيتم استخدام نماذج إحصائية ومالية متقدمة لتقييم أداء هذه الاستراتيجيات. يهدف هذا البحث إلى فهم العوامل التي تؤثر على نجاح استراتيجيات التداول العكسي في سوق مثل سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى تقديم توصيات عملية قد تساعد المستثمرين والمتداولين على تحسين الأداء وتحقيق عوائد أكبر.

قبل كانت الأسواق المالية، بما في ذلك سوق العراق للأوراق المالية تعمل في ظروف اقتصادية واجتماعية أكثر استقرارًا نسبيًا. إذ كانت استراتيجيات التداول العكسي تعتمد على دورات السوق العادية والتغيرات التقليدية في العرض والطلب. ولكن مع ظهور الجائحة، ظهرت تحديات جديدة وغير متوقعة، بما في ذلك الصدمات الاقتصادية والانهيئات الحادة في العديد من القطاعات. وقد دفعت هذه التغيرات المفاجئة المستثمرين إلى تبني استراتيجيات تداول مختلفة لتناسب الظروف الطارئة، ولهذا السبب من الضروري إجراء تحليل لأداء استراتيجيات التداول العكسي خلال هذه الفترة لفهم مدى مرونتها وفعاليتها في مثل هذه الظروف.

3-1-1 آلية بناء المحافظ العكسية Building a Contrarian Portfolios

استنادا الى أسعار الإغلاق اليومية وبإعتماد على موقع سوق العراق للأوراق المالية تم إعداد البيانات باستعمال برنامج (Ms. Excel 2021) الخاصة بالعينة المكونة من 31 شركة، وحساب عائدها الرأسمالي اليومي والذي يعد متطلب لأغراض التقييم وانتقاء الأسهم وحسب الخطوات التالية:

3-1-2 خطوات بناء إستراتيجية الاستثمار لشهر واحد (J1/K1): كمثل يسري على جميع الاستراتيجيات الباقية:

1- في بداية كل شهر (تبدأ الإستراتيجية الحالية من الشهر الأول من 2020) نحسب معدل عائد الأسهم بناء على العوائد اليومية للشهر السابق (كانون الأول 2019) والذي يمثل مدة الترتيب (J) في إستراتيجيتنا هذه.

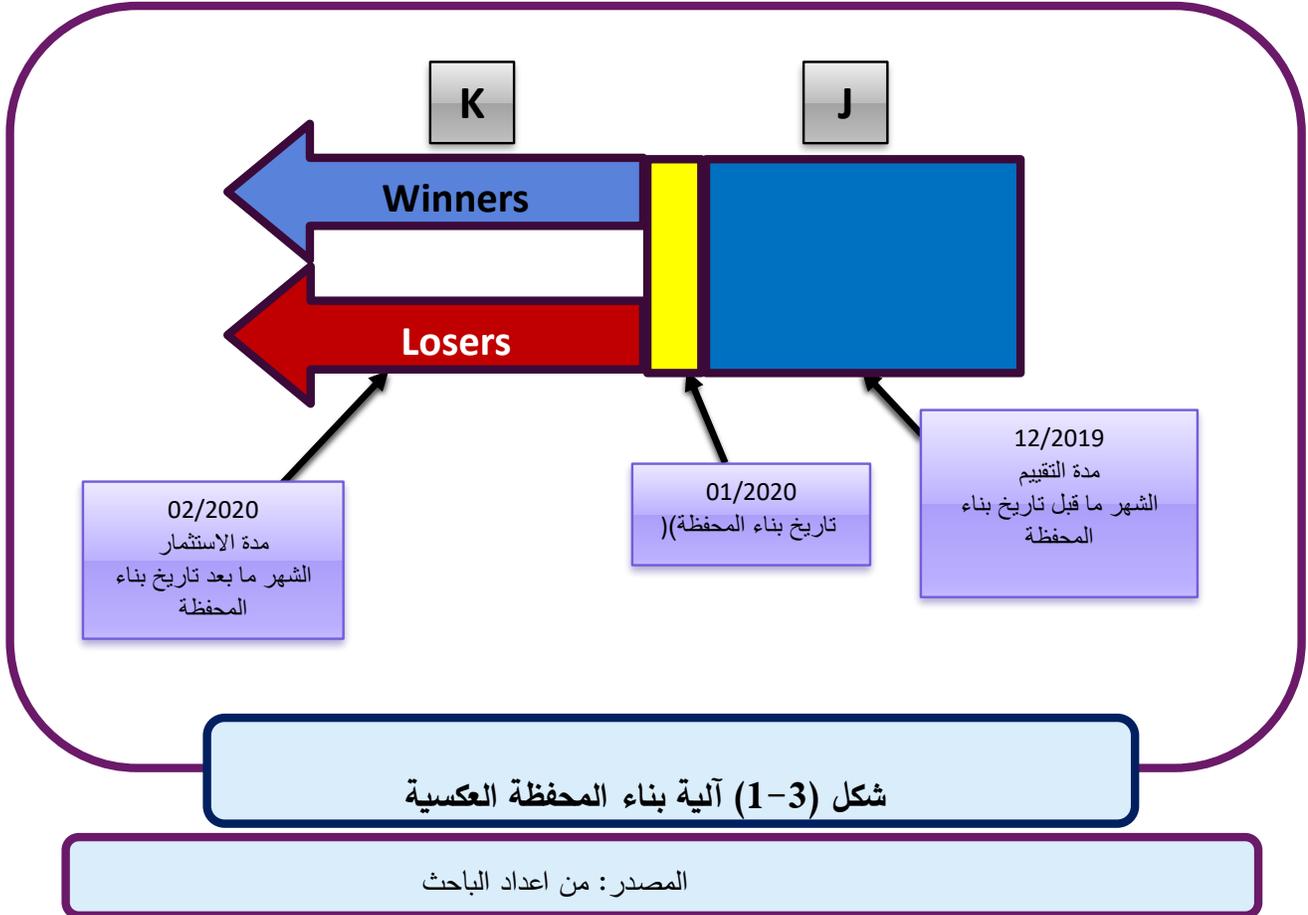
2- نقوم بفرز الأسهم ال 31 على أساس معدل عائدها اليومي في الشهر السابق بشكل تصاعدي أي من الأسهم ذات أعلى عائد الى الأقل خلال الشهر السابق.

3- نقوم باختيار ال 10 أسهم الأعلى (الرابحون) لبناء محفظتها الرابحة والمتساوية الأوزان وتستمر مدة الاحتفاظ بها (K) لمدة شهر من تاريخ بداية (الشهر 1 لعام 2020). وبنفس الطريقة للمحافظ الخاسرة اذ يتم اختيار ال 10 أسهم الأقل عائدا (نهاية الترتيب) لغرض بناء محفظة خاسرة (آملين استمرارها بالخسارة لجني العوائد في البيع القصير) وأيضا متساوية الأوزان يتم الاحتفاظ بها لمدة توازي الرابحة (شهر).

4- بعد انقضاء الشهر الأول من العام 2020 نحسب العوائد الفعلية لكل من المحافظ الرابحة والخاسرة بعد تصفية المراكز ويتم جمع عوائدها معا (الخاسرة ذات عوائد عكسية اعتيادية والرابحة عوائدها متأتية عن البيع القصير) من أجل تكوين المحفظة العكسية Contrarian أو ما يسمى بالعائد العكسي والذي يمثل عائد محفظة الشهر (2020/1).

5- يتم تكرار هذه العملية كل شهر على طول امتداد الأشهر المتاحة في عينة الدراسة والتي تبدأ من شهر (كانون الثاني 2019 لغاية كانون الأول 2023).

والشكل (1-3) يوضح آلية بناء المحفظة العكسية في الشهر الواحد.



3-1-3: المعنوية الإحصائية Statistical

من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لعائد الاستراتيجية العكسية تم استعمال اختبار (t) للعينة الواحدة (One – Sample t Test) والمعتمد في كشف وإيضاح فيما إذا كانت عوائد الاستراتيجية مساوي للوسط الحسابي الفرضي والذي هو صفر في دراستنا هذه، لمعرفة فيما إذا كانت الإستراتيجية العكسية تولد عوائد تختلف عن الصفر بمعنوية إحصائية، فيما يخص نسبة المعنوية فقد تم اعتمادها 5% (P value -). وبناء عليه ستكون فرضية الاختبار الاحصائي ولجميع الإستراتيجيات المعتمدة في الدراسة كالآتي:

3-1-4: المعنوية الاقتصادية Economic

من أجل اختبار المعنوية الاقتصادية للاستراتيجية العكسية تم اعتماد كلفة المعاملات للصفحة الواحدة بمقدار (1%) وفق المادة (16) من الفصل 2 من تعليمات التداول في سوق العراق للأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004. وبذلك تكون كلفة المعاملة للمحفظة العكسية هي (4%) موزعة على محفظتين رابحة وخاسرة وكل محفظة فيها مركزين شراء وبيع.

3-1-5: الإستراتيجيات العكسية:

بالاستناد الى بيانات الدراسة الموصوفة في منهجيه الدراسة وباستخدام المعادلات تم حساب العوائد العكسية لجميع الاستراتيجيات العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة) وسيتم عرض جميع الاستراتيجيات كما في ادناه:

أولاً: نتائج استراتيجية JW-KW (مع وبدون تكلفة المعاملات)

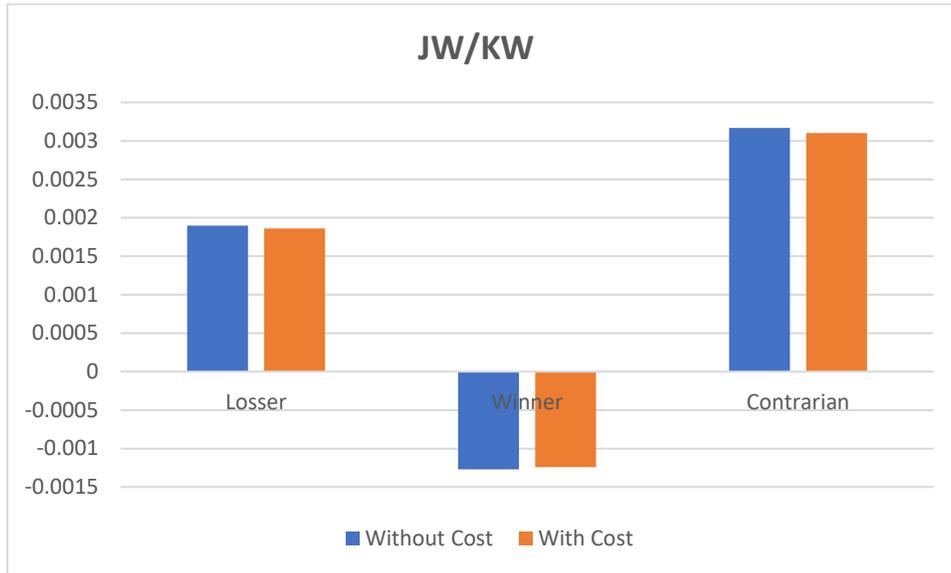
يتبين من الجدول (1-3) والشكل (2-3) نتائج استراتيجية JW-KW، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجبا قدره 0.00317، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0160، وهو لا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت إيجابية بشكل ملحوظ وكان التأثير الإيجابي معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد ذا دلالة إحصائية وبمقدار 0.0160. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الإيجابي والمعنوي احصائياً، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرباحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اقل من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (1-3) نتائج استراتيجية JW-KW

JW-KW						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00310	-0.00124	0.00186	0.00317	-0.00127	0.00190	Return. P
0.0083	0.0047	0.0090	0.0085	0.0048	0.0092	Risk. P
2.5110	-1.7650	1.3970	2.5110	-1.7650	1.3970	t-statistic
0.0160	0.0840	0.1690	0.0160	0.0840	0.1690	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (2-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/KW (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثانياً: نتائج استراتيجية JW-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يلاحظ من الجدول (2-3) والشكل (3-3) ان نتائج استراتيجية JW-K1 حققت عائداً إيجابياً للمحفظة العكسية بلغ 0.000080، إلا أن هذا العائد يعتبر ضئيلاً، ومن ناحية إحصائية يلاحظ ان هناك علاقة غير معنوية وذلك لان قيمه (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ 5% وان كل ذلك يؤكد على رفض الفرضية من الدراسة التي تشير الى ان (لا يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية) ضمن مستوى ثقة 95%.

بعد احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً، حيث بلغ 0.8350. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة في الاعتبار، استمرت المحفظة العكسية في تسجيل أداء ضعيف وغير معنوي إحصائياً، مما يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من (الفرضية الرئيسية الثانية) التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. وبالتالي، يشير ذلك إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا دلالات إحصائية معنوية بمقدار 0.0160، سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من (الفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (2-3) نتائج استراتيجية JW-K1

JW-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000078	0.863460	0.863538	0.000080	0.881082	0.881161	Return. P
0.0025	2.3290	2.3290	0.0025	2.3770	2.3770	Risk. P
0.2100	2.5140	2.5140	0.2080	2.5140	2.5140	t-statistic
0.8350	0.0160	0.0160	0.8360	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (3-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K1 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثالثاً: نتائج استراتيجية JW-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول رقم (3-3) والشكل (4-3) والذي يعرض نتائج استراتيجية JW-K3، كانت النتائج تشير إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.0004، وهو عائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.0950. هذه النتائج تدعم الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة كانت غير فعالة بشكل ملحوظ، وأن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.0960. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في إظهار أداء سلبي وغير معنوي إحصائيًا. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الربحية والخاسرة غير معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب التكلفة، لكنهما حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-3) نتائج استراتيجية JW-K3

JW-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.0003	0.6724	0.6721	-0.0004	0.6862	0.6858	Return. P
0.0013	2.5490	2.5490	0.0013	2.6010	2.6010	Risk. P
-1.7040	1.7500	1.7490	-1.7070	1.7500	1.7490	t-statistic
0.0960	0.0870	0.0880	0.0950	0.0870	0.0880	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (4-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

رابعاً: نتائج استراتيجية JW-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

تشير نتائج الجدول رقم (3-4) والشكل (3-5) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره - 0.00026، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0780، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.0780. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الربحية والخاسرة فكانت ذا دلالة إحصائية مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-4) نتائج استراتيجية JW-K6

JW-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00025	0.00079	0.00054	-0.00026	0.00080	0.00055	Return. P
0.0008	0.0011	0.0010	0.0009	0.0012	0.0010	Risk. P
-1.8090	4.3920	3.3650	-1.8060	4.3840	3.3660	t-statistic
0.0780	0.0000	0.0020	0.0780	0.0000	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (5-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خامسا: نتائج استراتيجية JW-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (5-3) والشكل (6-3) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.000125، وهو عائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.2740. هذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.2740. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد كانت معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (5-3) نتائج استراتيجية JW-K9

JW-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000122	0.674135	0.674013	-0.000125	0.687893	0.687768	Return. P
0.0006	1.2140	1.2140	0.0006	1.2380	1.2380	Risk. P
-1.1100	3.4230	3.4220	-1.1110	3.4230	3.4220	t-statistic
0.2740	0.0020	0.0020	0.2740	0.0020	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (6-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K9 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سادسا: نتائج استراتيجية JW-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ من خلال الجدول (6-3) والشكل (7-3) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره - 0.000081، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.4370، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويا إحصائيا. وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.4300. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابعة والخامسة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (6-3) نتائج استراتيجية JW-K12

JW-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000079	0.760813	0.760734	-0.000081	0.776340	0.776260	Return. P
0.0005	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-0.7990	4.4130	4.4120	-0.7870	4.4130	4.4120	t-statistic
0.4300	0.0000	0.0000	0.4370	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (7-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K12 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سابعا: نتائج استراتيجية J1-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-7) والشكل (3-8) والذي يبين نتائج استراتيجية J1-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.0024، وهو عائد ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.0490. هذا يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير الإيجابي كان معنوياً إحصائياً.

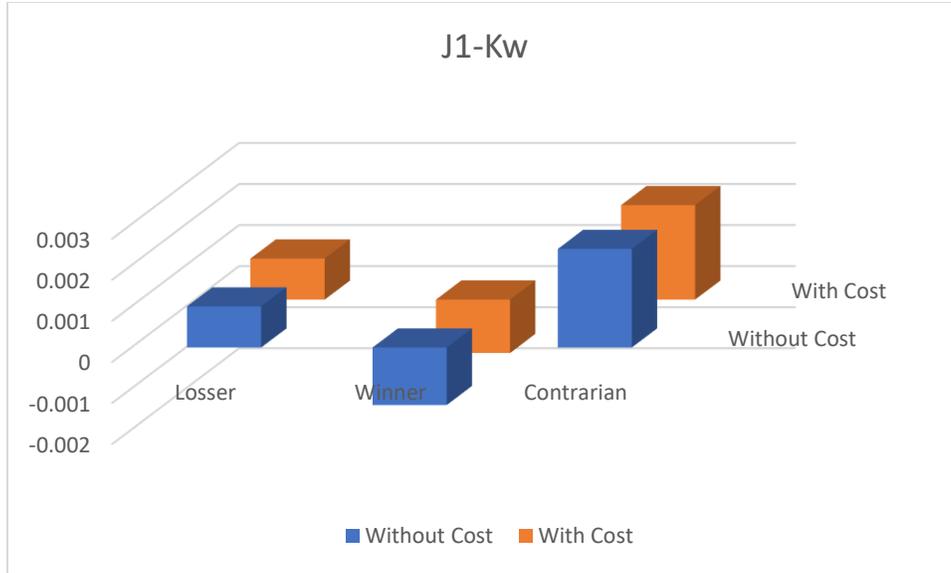
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد معنوياً إحصائياً بمقدار 0.0490. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي والمعنوي إحصائياً. يتعارض هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-7) نتائج استراتيجية J1-Kw

J1-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.0023	-0.0013	0.0010	0.0024	-0.0014	0.0010	Return. P
0.0078	0.0075	0.0078	0.0080	0.0076	0.0079	Risk. P
2.0240	-1.2100	0.8750	2.0230	-1.2100	0.8750	t-statistic
0.0490	0.2320	0.3860	0.0490	0.2320	0.3860	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (8-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية $J1/KW$ (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثامنا: نتائج استراتيجية $J1-K1$ (مع وبدون تكلفة المعاملة)

وإذا ما نظرنا الى الجدول رقم (8-3) والشكل (9-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية $J1-K1$ ، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.000053، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.8990، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.9010. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الربحية والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (8-3) نتائج استراتيجية J1-K1

J1-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000052	0.000130	0.000182	0.000053	0.000133	0.000186	Return. P
0.0027	0.0030	0.0025	0.0028	0.0030	0.0026	Risk. P
0.1250	0.2910	0.4830	0.1280	0.2910	0.4850	t-statistic
0.9010	0.7720	0.6310	0.8990	0.7720	0.6300	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (9-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تاسعا: نتائج استراتيجية J1-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (9-3) والشكل (10-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية J1-K3، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000134، ولكن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.5030. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.5030. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائياً. يتفق هذا مع

الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الرابحة والخاسرة معنويتين إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (9-3) نتائج استراتيجية J1-K3

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000132	0.079793	0.079924	0.000134	0.081421	0.081555	Return. P
0.0012	0.2021	0.2025	0.0013	0.2062	0.2066	Risk. P
0.6760	2.6180	2.6180	0.6750	2.6180	2.6180	t-statistic
0.5030	0.0120	0.0120	0.5030	0.0120	0.0120	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (10-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

عاشرا: نتائج استراتيجية J1-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-10) والشكل (3-11) والذي تتوضح فيه نتائج استراتيجية J1-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000082، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.6130، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.6160. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-10) نتائج استراتيجية J1-K6

Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000080	0.000733	0.000653	-0.000082	0.000748	0.000666	Return. P
0.0009	0.0010	0.0011	0.0010	0.0011	0.0012	Risk. P
-0.5060	4.2250	3.4950	-0.5100	4.2250	3.4940	t-statistic
0.6160	0.0000	0.0010	0.6130	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (11-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

إحدى عشرة: نتائج استراتيجية J1-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول رقم (11-3) والشكل (12-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J1-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.000140، وكان هذا العائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.3290. يتماشى هذا مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.3200. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد كانت معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (11-3) نتائج استراتيجية J1-K9

J1-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000137	0.000639	0.000502	-0.000140	0.000652	0.000512	Return. P
0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	Risk. P
-1.0080	4.7300	3.7310	-1.0080	4.7350	3.7390	t-statistic
0.3200	0.0000	0.0010	0.3200	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (12-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنا عشر: نتائج استراتيجية J1-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (12-3) والشكل (13-3) والذي يشير الى نتائج استراتيجية J1-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000058، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.6660، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

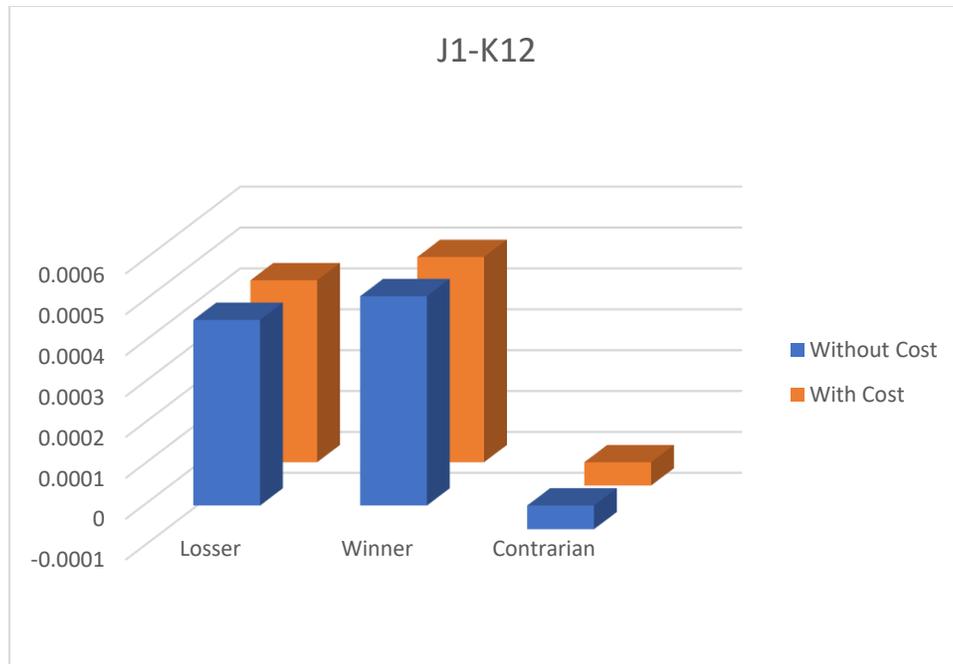
وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.6660. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد

العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت ذات دلالة احصائية مع وبدون الكلفة وحقت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (12-3) نتائج استراتيجية J1-K12

J1-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000057	0.000502	0.000445	-0.000058	0.000512	0.000454	Return. P
0.0008	0.0006	0.0007	0.0008	0.0006	0.0007	Risk. P
-0.4330	4.7660	3.5700	-0.4350	4.7750	3.5790	t-statistic
0.6680	0.0000	0.0010	0.6660	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (13-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K12 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة عشر: نتائج استراتيجية J3-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-13) والشكل (3-14) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.00125، وكان هذا العائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.3380، مما يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

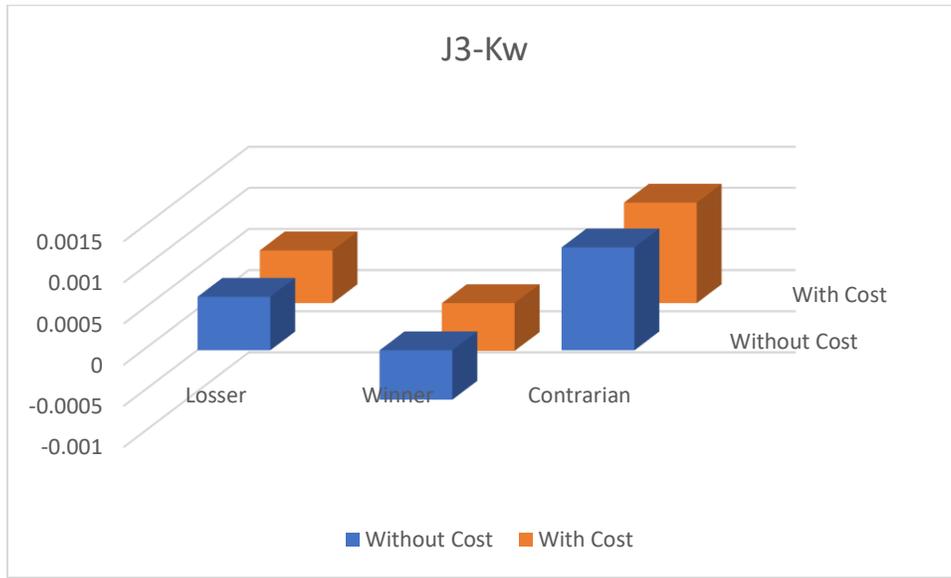
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.3380. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-13) نتائج استراتيجية J3-Kw

J3-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00122	-0.00058	0.00064	0.00125	-0.00060	0.00065	Return. P
0.0085	0.0086	0.0061	0.0087	0.0088	0.0061	Risk. P
0.9680	-0.4590	0.7130	0.9680	-0.4590	0.7150	t-statistic
0.3380	0.6480	0.4790	0.3380	0.6480	0.4780	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (14-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-Kw (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة عشر: نتائج استراتيجية J3-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (14-3) والشكل (15-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K1 والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.000270، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.4880، وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.4880. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الايجابي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرباحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (14-3) نتائج استراتيجية J3-K1

J3-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000265	1.031532	1.031797	0.000270	1.052583	1.052854	Return. P
0.0025	3.0160	3.0170	0.0026	2.9600	3.0780	Risk. P
0.7000	2.3190	2.3190	0.7000	2.3490	2.3190	t-statistic
0.4880	0.0250	0.0230	0.4880	0.0230	0.0250	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (15-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة عشر: نتائج استراتيجية J3-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (15-3) والشكل (16-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية J3-K3، تبين النتائج أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000022، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.9210، مما يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. ويعكس ذلك أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.9180. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي وغير المعنوي إحصائيًا. يتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الرابحة والخاسرة معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (15-3) نتائج استراتيجية J3-K3

J3-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000021	0.968906	0.968927	0.000022	0.988679	0.988701	Return. P
0.0014	2.7610	2.7616	0.0014	2.8170	2.8180	Risk. P
0.1030	2.3270	2.3270	0.1000	2.3270	2.3270	t-statistic
0.9180	0.0250	0.0250	0.9210	0.0250	0.0250	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (16-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سنة عشر: نتائج استراتيجية J3-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-16) والشكل (3-17) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالبا قدره -0.00014، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.3810، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.3770. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الربحية والخاسرة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-16) نتائج استراتيجية J3-K6

J3-K6						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00013	0.00061	0.00047	-0.00014	0.00062	0.00048	Return. P
0.0010	0.0009	0.0010	0.0009	0.0010	0.0010	Risk. P
-0.8930	3.8800	2.8630	-0.8860	3.8800	2.8600	t-statistic
0.3770	0.0000	0.0070	0.3810	0.0000	0.0070	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (17-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سبعة عشر: نتائج استراتيجية J3-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالعودة للجدول رقم (17-3) والشكل (18-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000053، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.8990، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

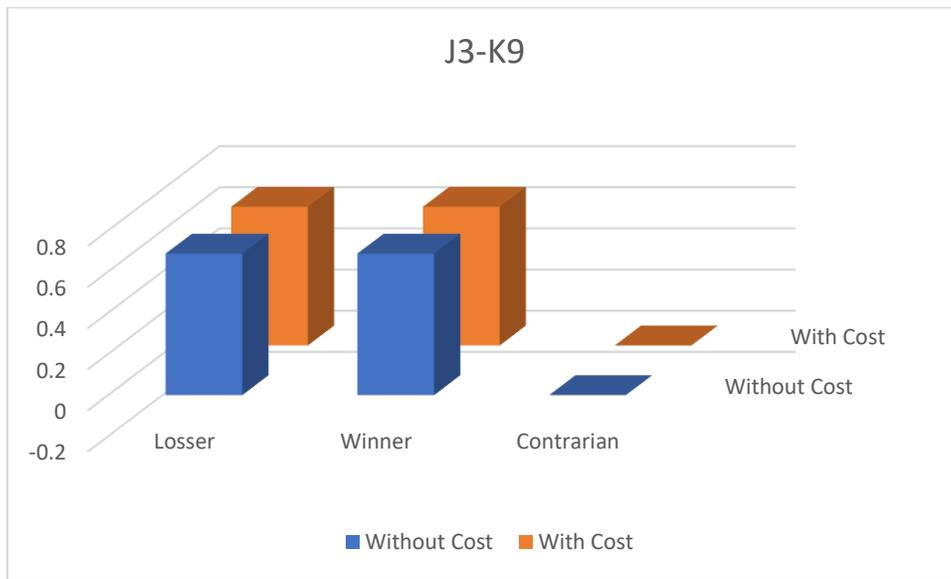
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.9010. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (17-3) نتائج استراتيجية J3-K9

J3-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000120	0.674123	0.674004	-0.000122	0.687881	0.687759	Return. P
0.0007	1.2025	1.2140	0.0007	1.2380	1.2380	Risk. P
-0.9830	3.4380	3.4220	-0.9890	3.4230	3.4330	t-statistic
0.3320	0.0010	0.0020	0.3290	0.0020	0.0021	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (18-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K9 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثمانية عشر: نتائج استراتيجية J3-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول (18-3) والشكل (19-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.000160، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.1420، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.1430. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحقت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-18) نتائج استراتيجية J3-K12

J3-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000157	0.761177	0.761020	-0.000160	0.776711	0.776551	Return. P
0.0006	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-1.4980	4.4160	4.4150	-1.5030	4.4160	4.4150	t-statistic
0.1430	0.0000	0.0000	0.1420	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (3-19) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K12 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تسعة عشر: نتائج استراتيجية J6-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-19) والشكل (3-20) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.0024، ورغم أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0370، إلا أنه يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير الإيجابي كان معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد معنوياً إحصائياً بمقدار 0.0370. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي والمعنوي إحصائياً. يتعارض هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتماشى مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-19) نتائج استراتيجية J6-Kw

J6-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.0023	-0.0013	0.0010	0.0024	-0.0014	0.0010	Return. P
0.0074	0.0081	0.0048	0.0075	0.0083	0.0049	Risk. P
2.1440	-1.1000	1.4140	2.1450	-1.0990	1.4140	t-statistic
0.0370	0.2770	0.1640	0.0370	0.2780	0.1640	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (20-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-Kw (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

عشرون: نتائج استراتيجية J6-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (20-3) والشكل (21-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K1، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.00019، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.5990، وهو لا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.5980. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الإيجابي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (20-3) نتائج استراتيجية J6-K1

J6-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00018	0.86332	0.86350	0.00019	0.88093	0.88112	Return. P
0.0023	2.3290	2.3300	0.0023	2.3770	2.3770	Risk. P
0.5310	2.5130	2.5130	0.5300	2.5130	2.5130	t-statistic
0.5980	0.0160	0.0160	0.5990	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (21-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

واحد وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ من الجدول رقم (21-3) والشكل (22-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K3، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000053، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.7820، مما يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

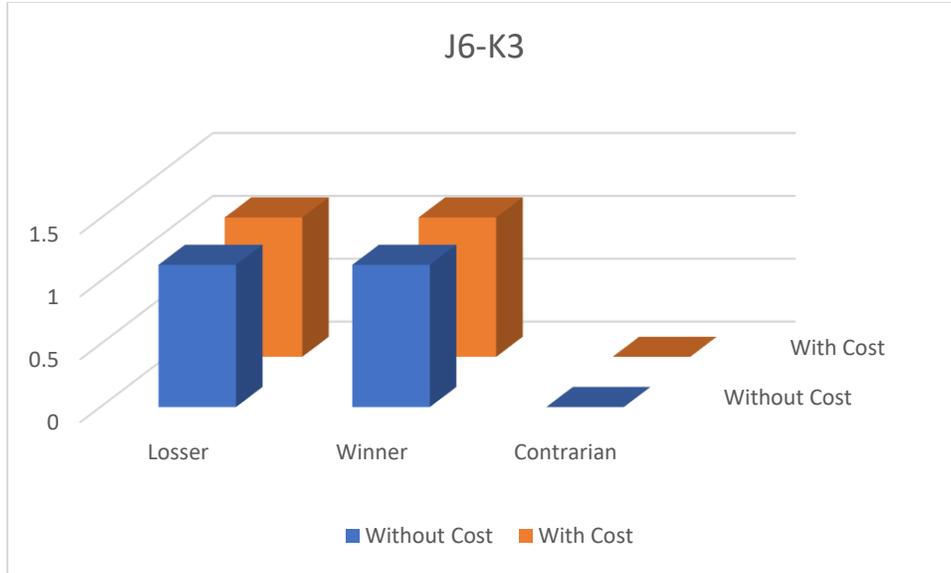
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.7830. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيًا. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (21-3) نتائج استراتيجية J6-K3

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000052	1.107966	1.108018	0.000053	1.130578	1.130631	Return. P
0.0012	2.6950	2.6960	0.0012	2.7130	2.7510	Risk. P
0.2770	2.7260	2.7260	0.2780	2.7360	2.7260	t-statistic
0.7830	0.0090	0.0090	0.7820	0.0090	0.0090	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (22-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K3 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنا عشر: نتائج استراتيجية J6-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (22-3) والشكل (23-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالبا قدره -0.00014، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.2950، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.2940. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (22-3) نتائج استراتيجية J6-K6

J6-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00013	0.00056	0.00042	-0.00014	0.00057	0.00043	Return. P
0.0007	0.0009	0.0009	0.0008	0.0010	0.0009	Risk. P
-1.0640	3.5900	2.8770	-1.0610	3.5890	2.8760	t-statistic
0.2940	0.0010	0.0060	0.2950	0.0010	0.0060	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (23-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K6 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (23-3) والشكل (24-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K9، تُظهر النتائج أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00025، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0360، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير السلبي غير معنوي إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0350، مما يدل على أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتناقض مع الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، وحققتا عوائد أعلى مقارنة بالمحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-23) نتائج استراتيجية J6-K9

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00024	0.72310	0.72286	-0.00025	0.73786	0.73761	Return. P
0.0006	1.1910	1.1910	0.0007	1.2150	1.2150	Risk. P
-2.1840	3.7420	3.7400	-2.1740	3.7420	3.7400	t-statistic
0.0350	0.0010	0.0010	0.0360	0.0010	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (24-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول (24-3) والشكل (25-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.000212، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0440، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد معنوي إحصائياً بمقدار 0.0440. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي إحصائياً، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الراجعة والخاسرة فكانت معنوية إحصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (24-3) نتائج استراتيجية J6-K12

J6-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000208	0.760822	0.760614	-0.000212	0.776348	0.776136	Return. P
0.0005	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-2.0890	4.4130	4.4120	-2.0900	4.4130	4.4120	t-statistic
0.0440	0.0000	0.0000	0.0440	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (25-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K12 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (25-3) والشكل (26-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-KW، تُظهر النتائج أن المحفظة العكسية سجلت عائداً موجباً قدره 0.00082، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة

0.4840. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير غير معنوي إحصائيًا.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.4840، مما يدل على أن المحفظة العكسية لم تُظهر تحسنًا في أدائها حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما غير معنوية إحصائيًا سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتماشى مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-25) نتائج استراتيجية J9-Kw

J9-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00080	-0.00019	0.00062	0.00082	-0.00019	0.00063	Return. P
0.0077	0.0088	0.0052	0.0078	0.0090	0.0053	Risk. P
0.7060	-0.1450	0.8000	0.7060	-0.1450	0.8000	t-statistic
0.4840	0.8850	0.4280	0.4840	0.8860	0.4280	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (26-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-KW (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ستة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتضح من الجدول رقم (26-3) والشكل (27-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K1، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000015، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.9680. ويتماشى ذلك مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.9650، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية لم تشهد أي تحسن في أدائها حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. ويتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية، وهو ما يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (26-3) نتائج استراتيجية J9-K1

J9-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000014	0.863465	0.863479	0.000015	0.881086	0.881101	Return. P
0.0022	2.3290	2.3290	0.0023	2.3510	2.3770	Risk. P
0.0440	2.5140	2.5140	0.0400	2.5100	2.5140	t-statistic
0.9650	0.0160	0.0160	0.9680	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (27-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سبعة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتبين من الجدول رقم (3-27) والشكل (3-28) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K3، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000223، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.3330، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.3330. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-27) نتائج استراتيجية J9-K3

J9-K3						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000218	0.984827	0.984609	-0.000223	1.004926	1.004703	Return. P
0.0014	2.7640	2.7650	0.0014	2.8210	2.8210	Risk. P
-0.9800	2.3360	2.3350	-0.9790	2.3360	2.3350	t-statistic
0.3330	0.0240	0.0240	0.3330	0.0240	0.0240	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (28-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K3 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثمانية وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ الجدول رقم (28-3) والشكل (29-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K6، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00031 ، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.0190 . وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.0180 ، مما يدل على أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتناقض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (28-3) نتائج استراتيجية J9-K6

J9-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00030	0.00064	0.00034	-0.00031	0.00065	0.00035	Return. P
0.0007	0.0011	0.0008	0.0007	0.0011	0.0008	Risk. P
-2.4650	3.5450	2.5540	-2.4540	3.5480	2.5590	t-statistic
0.0180	0.0010	0.0150	0.0190	0.0010	0.0140	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (29-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K6 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تسعة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-29) والشكل (3-30) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K9، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.00036، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0050، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.0050. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي إحصائياً، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرباحة والخسارة فكانت معنوية إحصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-29) نتائج استراتيجية J9-K9

J9-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00035	0.67419	0.67384	-0.00036	0.68795	0.68759	Return. P
0.0007	1.2140	1.2140	0.0007	1.2380	1.2380	Risk. P
-3.0000	3.4230	3.4210	-2.9960	3.4230	3.4210	t-statistic
0.0050	0.0020	0.0020	0.0050	0.0020	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (30-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثون: نتائج استراتيجية J9-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتضح من خلال الجدول رقم (30-3) والشكل (31-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K12، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00028 ، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0120 ، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير السلبي غير معنوي إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند نفس المستوى البالغ 0.0120 ، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (30-3) نتائج استراتيجية J9-K12

J9-K12

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00027	0.76084	0.76057	-0.00028	0.77637	0.77610	Return. P
0.0006	1.0190	1.0200	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-2.6380	4.4130	4.4110	-2.6390	4.4130	4.4110	t-statistic
0.0120	0.0000	0.0000	0.0120	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (31-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K12 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

واحد وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (31-3) والشكل (32-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-KW، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجب قدره 0.00038، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.7090، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً وبمقدار 0.7090. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائياً، وهذا يتوافق مع

الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحقت عوائد نفس وأقل من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (31-3) نتائج استراتيجية J12-Kw

J12-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00037	0.00000	0.00037	0.00038	0.00000	0.00038	Return. P
0.0066	0.0083	0.0052	0.0067	0.0084	0.0053	Risk. P
0.3760	0.0020	0.4780	0.3750	0.0020	0.4790	t-statistic
0.7090	0.9990	0.6350	0.7090	0.9980	0.6340	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (32-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-KW (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنان وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-32) والشكل (3-33) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K1، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.000139، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.6990. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند نفس المستوى البالغ 0.6990، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد، وهو ما يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-32) نتائج استراتيجية J12-K1

J12-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000136	0.863365	0.863230	-0.000139	0.880985	0.880846	Return. P
0.0023	2.4680	2.4680	0.0023	2.5180	2.5180	Risk. P
-0.3890	2.3460	2.3460	-0.3890	2.3460	2.3460	t-statistic
0.6990	0.2400	0.0240	0.6990	0.0240	0.0200	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (33-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K1 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يعرض الجدول رقم (33-3) والشكل (34-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K3، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.00038، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0270، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً وبمقدار 0.0270. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابعة والخامسة فكانت معنوية إحصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (33-3) نتائج استراتيجية J12-K3

J12-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00037	0.90369	0.90332	-0.00038	0.92213	0.92176	Return. P
0.0010	2.7400	2.7400	0.0010	2.7960	2.7960	Risk. P
-2.2980	2.1620	2.1610	-2.2990	2.1620	2.1610	t-statistic
0.0270	0.0360	0.0360	0.0270	0.0360	0.0360	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (34-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K3 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (34-3) والشكل (35-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K6، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00041، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0020، مما

يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، في حين أن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية قوية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا عند نفس المستوى البالغ 0.0020، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتماشى مع الفرضية الفرعية الأولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الثانية، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس عدم كفاءة استراتيجيات المحفظة في تجاوز تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا عوائد معنوية إحصائية سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث الأداء. وهذا يتناقض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-34) نتائج استراتيجية J12-K6

J12-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00040	0.000716	0.000309	-0.00041	0.000731	0.000316	Return. P
0.0007	0.0012	0.0007	0.0007	0.0012	0.0007	Risk. P
-3.3110	3.6360	2.6490	-3.3170	3.6300	2.6500	t-statistic
0.0020	0.0010	0.0120	0.0020	0.0010	0.0120	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (35-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K6 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (35-3) والشكل (36-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K9، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.00038، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0030، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.0030. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي احصائيا، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (35-3) نتائج استراتيجية J12-K9

J12-K9

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00037	0.652805	0.652430	-0.00038	0.666128	0.665745	Return. P
0.0007	1.2230	1.2230	0.0007	1.2480	1.2480	Risk. P
-3.1520	3.2450	3.2440	-3.1590	3.2450	3.2440	t-statistic
0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (36-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K9 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سته وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالعودة الى الجدول رقم (3-36) والشكل (3-37) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K12، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00028، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0200، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، في حين أن التأثير السلبي لم يكن قوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند مستوى 0.0190، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتماشى مع الفرضية الفرعية الأولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الثانية، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس عدم كفاءة استراتيجيات المحفظة في تجاوز تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا عوائد معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث الأداء. وهذا يتناقض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-36) نتائج استراتيجية J12-K12

J12-K12

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00027	0.76512	0.76485	-0.00028	0.78073	0.78046	Return. P
0.0006	1.0220	1.0220	0.0006	1.0430	1.0430	Risk. P
-2.4600	4.4250	4.4230	-2.4520	4.4250	4.4230	t-statistic
0.0190	0.0000	0.0000	0.0200	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (3-37) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K12 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-1-6 تحليل ظاهرة الانعكاس بصورة عامة:

الفقرات السابقة تضمنت الإشارة التفصيلية لكل الاستراتيجيات ونتائجها مع وبدون كلفة المعاملة، أما في الفقرة الحالية سنبين ونوضح خصائص التداول العكسي وطبيعتها في سوق العراق للأوراق المالية مع وبدون كلفة المعاملة. وذلك بمقارنة الاستراتيجيات وبيان أنماط الانعكاس في سوق العراق للأوراق المالية ويتم ذلك عن طريق تحليل نتائج الجدول (3-37) والذي يوضح معدل عائد المحفظة العكسية ومكوناتها و (t) المحسوبة للمحفظة العكسية ولكافة الاستراتيجيات التي تم اختبارها.

شهدت الأسواق المالية تقلبات شديدة وتغيرات غير مسبوقة في سلوك المستثمرين. وفي هذه الظروف الاستثنائية، برزت ظاهرة العائد العكسي كاستراتيجية مثيرة للاهتمام، والتي تشير الى الاستراتيجية التي ينتهجها بعض المستثمرين لتحقيق العوائد عن طريق الاستثمار عكس الاتجاه السائد في السوق المالية. إن تحليل ظاهرة العوائد العكسية خلال هذه الفترة يوفر نظرة عميقة حول كيفية تفاعل الأسواق مع الصدمات غير المتوقعة وكيف

يمكن للمستثمرين استخدام هذه الاستراتيجيات لتحقيق عوائد متفوقة. ومن خلال تحليل البيانات المالية وتطبيق استراتيجية التداول العكسية خلال فترة الجائحة.

يبين الجدول (3-37) ان (14) استراتيجية فقط من أصل (36) (والمحددة باللون الأخضر) تُظهر وجود عائد عكسي Contrarian في العوائد وهي استراتيجيات (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW)، (J3/KW)، (J9/KW)، (J12/KW)، (J3/K1)، (J6/K1)، (J1/K3)، (JW/K1)، (J1/K1)، (J6/K3)، (J3/K3)، (J9/K1) ومع ذلك فجميع الاستراتيجيات المذكورة لم تحقق فيها المحافظ العكسية عائدا معنوي احصائيا ماعدا (3) استراتيجيات وهي (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW) حققت عوائد معنويا احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية.

وكان أعلى عائد من نصيب استراتيجية (JW/KW) بمقدار (0.00317) والمعنوي احصائيا بمقدار 0.016، فيما كان أقل عائد في استراتيجية (J9/K1) بمقدار (0.00001) وغير المعنوي احصائيا بمقدار 0.968، وهذا يوضح بان المحافظ العكسية قد حققت عوائد طفيفة لا تختلف عن الصفر وفق وجهة النظر الإحصائية، وهذا يقودنا للقول ان العوائد العكسية هنا عوائد منخفضة وغير مجدية للمستثمرين.

أيضا تمت ملاحظة ان المحفظتين الرباحة والخاسرة سجلت دلالة احصائية مع وبدون كلفة المعاملة في 28 استراتيجية من أصل 36 وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

أيضا تم ملاحظة ان أفضل مدة ترتيب (J) بصورة عامة هي كانت استراتيجية (1 شهر) و (3 شهر) و (6 شهر) إذ حققت عوائد عكسية في 3 استراتيجيات من أصل 6. بالمقابل كانت أفضل مدة احتفاظ (K) فكانت من نصيب استراتيجية مدة أسبوع (W) إذ حققت عوائد في جميع الاستراتيجيات ال 6.

في حين كانت أسوأ مدة ترتيب (J) هي استراتيجية فترة (12) إذ لم تحقق عوائد إيجابية سوا مرة واحدة. وأسوأ مدة احتفاظ (K) كانت لاستراتيجيات (6) و(9) و (12) لم تحقق عوائد موجبة في كل الاستراتيجيات.

الجدول (3-37) بدون كلفة المعاملة

مدة الترتيب J		مدة الاحتفاظ K					
		Week	Month	3 Month	6 Month	9 Month	12 Month
Week	Winner	-0.00127	0.88108	0.68617	0.00080	0.68789	0.77634
	Losser	0.00190	0.88116	0.68581	0.00055	0.68777	0.77626
	Contrarian	0.00317	0.00008	-0.00036	-0.00026	-0.00012	-0.00008
	P-Value	0.016	0.836	0.095	0.078	0.274	0.437
Month	Winner	-0.00137	0.00013	0.08142	0.00075	0.00065	0.00051
	Losser	0.00103	0.00019	0.08156	0.00067	0.00051	0.00045
	Contrarian	0.00240	0.00005	0.00013	-0.00008	-0.00014	-0.00006
	P-Value	0.049	0.899	0.503	0.613	0.320	0.666
3 Month	Winner	-0.00060	1.05258	0.98868	0.00062	0.68788	0.77671
	Losser	0.00065	1.05285	0.98870	0.00048	0.68776	0.77655
	Contrarian	0.00125	0.00027	0.00002	-0.00014	-0.00012	-0.00016
	P-Value	0.338	0.488	0.921	0.381	0.329	0.142
6 Month	Winner	-0.00135	0.88093	1.13058	0.00057	0.73786	0.77635
	Losser	0.00104	0.88112	1.13063	0.00043	0.73761	0.77614
	Contrarian	0.00239	0.00019	0.00005	-0.00014	-0.00025	-0.00021
	P-Value	0.037	0.599	0.782	0.295	0.036	0.044
9 Month	Winner	-0.00019	0.88109	1.00493	0.00065	0.68795	0.77637
	Losser	0.00063	0.88110	1.00470	0.00035	0.68759	0.77610
	Contrarian	0.00082	0.00001	-0.00022	-0.00031	-0.00036	-0.00028
	P-Value	0.484	0.968	0.333	0.019	0.005	0.012
12 Month	Winner	0.00000	0.88099	0.92213	0.00073	0.66613	0.78073
	Losser	0.00038	0.88085	0.92176	0.00032	0.66574	0.78046
	Contrarian	0.00038	-0.00014	-0.00038	-0.00041	-0.00038	-0.00028
	P-Value	0.709	0.699	0.027	0.002	0.003	0.020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)

ولإضفاء مزيداً من المعنوية على التداول باستخدام الاستراتيجيات العكسية لاسيما المعنوية الاقتصادية تم أخذ كلفة المعاملة بنظر الاعتبار في ظل الاستراتيجيات العكسية قيد الدراسة، ومما زاد أهمية هذا الاعتبار هو ان الاستراتيجيات العكسية تُعد استراتيجيات نشطة تتطلب المزيد من الدوران للأسهم إضافة للتغيير الدائم بمراكز الأوراق المالية والمحفظة وبالتالي سينجم عن ذلك ارتفاع في تكاليف المعاملات.

الجدول (3-38) يبين عائد المحفظة العكسية ومكوناتها وقيمة (t) المحسوبة لها لكل من الاستراتيجيات المختارة. يتضح من النتائج ان المحافظ ال (14) التي أظهرت عوائد عكسية طفيفة لكنها لم تكن ذات معنوية احصائيا أي أنها طفيفة وضئيلة وفق المنظور الاحصائي باستثناء (3) استراتيجيات فقط تمتعت بالمعنوية الإحصائية وهي (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW)، وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية.

اما المحفظتين الرابعة والخاسرة فكانت بدلالة احصائية مع وبدون كلفة المعاملة في 28 استراتيجية من أصل 36 وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-38) مع كلفة المعاملة

مدة الترتيب J		مدة الاحتفاظ K					
		Week	Month	3 Month	6 Month	9 Month	12 Month
Week	Winner	-0.00124	0.86346	0.67245	0.00079	0.67414	0.76081
	Losser	0.00186	0.86354	0.67210	0.00054	0.67401	0.76073
	Contrarian	0.00310	0.00008	-0.00035	-0.00025	-0.00012	-0.00008
	P-Value	0.016	0.835	0.096	0.078	0.274	0.430
Month	Winner	-0.00134	0.00013	0.07979	0.00073	0.00064	0.00050
	Losser	0.00101	0.00018	0.07992	0.00065	0.00050	0.00045
	Contrarian	0.00235	0.00005	0.00013	-0.00008	-0.00014	-0.00006
	P-Value	0.049	0.901	0.503	0.616	0.320	0.668
3 Month	Winner	-0.00058	1.03153	0.96891	0.00061	0.67412	0.76118
	Losser	0.00064	1.03180	0.96893	0.00047	0.67400	0.76102
	Contrarian	0.00122	0.00027	0.00002	-0.00013	-0.00012	-0.00016
	P-Value	0.338	0.488	0.918	0.377	0.332	0.143
6 Month	Winner	-0.00133	0.86332	1.10797	0.00056	0.72310	0.76082
	Losser	0.00102	0.86350	1.10802	0.00042	0.72286	0.76061
	Contrarian	0.00234	0.00018	0.00005	-0.00013	-0.00024	-0.00021
	P-Value	0.037	0.598	0.783	0.294	0.035	0.044
9 Month	Winner	-0.00019	0.86346	0.98483	0.00064	0.67419	0.76084
	Losser	0.00062	0.86348	0.98461	0.00034	0.67384	0.76057
	Contrarian	0.00080	0.00001	-0.00022	-0.00030	-0.00035	-0.00027
	P-Value	0.484	0.965	0.333	0.018	0.005	0.012
12 Month	Winner	0.00000	0.86337	0.90369	0.00072	0.65281	0.76512
	Losser	0.00037	0.86323	0.90332	0.00031	0.65243	0.76485
	Contrarian	0.00037	-0.00014	-0.00037	-0.00041	-0.00038	-0.00027
	P-Value	0.709	0.699	0.027	0.002	0.003	0.019

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)

المبحث الثاني

3-2 تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها

يعد تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية خطوة أساسية في فهم نجاح استراتيجيات الاستثمار المستخدمة، خاصة في سياق الأسواق المالية المتقلبة. يهدف هذا المبحث إلى تقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها، والتي تعتمد على شراء الأسهم ذات الأداء الضعيف وبيع الأسهم التي كان أداءها قويا على مدى فترة من الزمن. تم بناء هذه المحفظة على فرضية أن الأسعار التي شهدت تغيرات مفاجئة يمكن أن تعود إلى قيمتها الأصلية بمرور الوقت، مما يوفر فرصًا لتحقيق الربح.

يركز هذا البحث على تحليل المحفظة العكسية ومكوناتها كمحفظة نشطة **Active** وتقييم أدائها مقارنة بالمحفظة المرجعية **Benchmark** (محفظة السوق) ممثلة بمحفظة المؤشر **Index Portfolio** والتي تتكون باستخدام عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية **ISX** باستخدام مقاييس العائد أو الأداء المعدلة بالمخاطرة **Risk Adjusted**. للنظر فيما إذا كانت المحافظ العكسية النشطة **Superiority** يمكن أن تتفوق على محافظ السوق بناءً على العوائد المعدلة حسب المخاطر، قبل وبعد إدخال افتراضات تكلفة المعاملات وفي الحالات قبل و.

وعن طريق تحليل كافة الاستراتيجيات ال 36 المدروسة ويتم عرض النتائج في الجداول (3-39)، (3-40)، (3-41)، (3-42)، (3-43)، (3-44) والتي تبين نتائج كل استراتيجية ممثلة بالأعمدة التسعة والتي تحت المسميات التالية:

العمود الأول: **Return** يشير لمتوسط عائد المحفظة العكسية للاستراتيجية الواحدة ويحسب عن طريق إيجاد متوسط العوائد المتولدة عن كل محفظة عكسية تم تكوينها بالاستراتيجية الواحدة وكما في المعادلة رقم (7).

العمود الثاني: نسبة **Sharpe** تتمثل بالعائد الفائض أي متوسط عائد المحفظة مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوماً على الانحراف المعياري لعوائد المحفظة العكسية وحسب المعادلة رقم (20)

العمود الثالث: نسبة **Treynor** هي العائد الفائض أي متوسط عائد المحفظة مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوماً على معامل بيتا لعوائد المحفظة العكسية وحسب المعادلة رقم (21)

العمود الرابع: قيمة **Alpha** يقصد بها مقياس **Jensen's Alpha** وتحسب عن طريق معدل عائد المحافظ العكسية مطروحا منه العائد المتوقع (**CAPM**) وفقا للمعادلة رقم (22)

العمود الخامس: نسبة المعلومات **Information Ratio** تتولد عن طريق قسمة العائد النشط على الانحراف المعياري للعائد النشط وفق المعادلة رقم (23).

العمود السادس: العائد النشط **Active Return** يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة العكسية أو احدى مكوناتها مع عائد محفظة السوق (مؤشر البورصة) للمدة نفسها.

العمود السابع: السوق **Market** معدل عائد محفظة السوق (المؤشر) للمدة المقارنة وحسب المعادلة رقم (6)

العمود الثامن: نسبة **Sharpe** لمحفظة السوق وتتمثل بالعائد الزائد أي متوسط عائد محفظة السوق مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوما على الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق.

العمود التاسع: نسبة **Treynor** لمحفظة السوق هي العائد الفائض أي متوسط عائد محفظة السوق مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوما على معامل بيتا لعوائد محفظة السوق.

3-2-1 المحفظة العكسية بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-39) والشكل (3-38) تقييم أداء المحفظة العكسية بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية JW/KW إذ بلغ 0.00317، يليها كل من (J1/KW و J6/KW و J3/KW) بمقدار عائد (0.0024، 0.00239، 0.00125)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K9، J12/K6، J12/K3) بمقدار (-0.0004، -0.000414، -0.0003789) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة (19) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها، أي انها كانت قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية JW/KW، J3/K3، J3/K6 فحققت (0.1197، 0.1232، 0.2125)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J6/K12، J6/K1، J6/K9 (-0.0017، -0.0017، -0.0018) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها.

ويتضح ذلك من الشكل (3-38) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية J12/K6 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J12/K9 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-39) العكسية بدون كلفة معاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.00317	-24.0426	0.2125	-0.0181	-0.0109	-0.0035	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.00008	-24.0457	0.0197	-0.0178	-0.0107	-0.0220	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	-0.00036	-24.0461	0.0195	-0.0491	-0.0296	0.0082	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	-0.00026	-24.0460	0.0147	-0.0478	-0.0288	0.0003	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	-0.00012	-24.0459	0.0140	-0.0613	-0.0369	0.0089	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	-0.00008	-24.0459	0.0123	-0.0492	-0.0296	-0.0020	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0024	-24.0434	0.0147	-0.0608	-0.0366	0.0090	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0457	0.0745	-0.0280	-0.0169	0.0101	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0001	-24.0456	0.0748	-0.0252	-0.0152	0.0000	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	-0.0001	-24.0459	0.0833	-0.0243	-0.0146	-0.0026	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	-0.0001	-24.0459	0.0791	-0.0248	-0.0150	-0.0016	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	-0.0001	-24.0458	0.0674	-0.0238	-0.0143	-0.0075	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0012	-24.0445	0.0838	-0.0228	-0.0137	-0.0021	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	0.0003	-24.0455	0.0674	-0.0259	-0.0156	0.0010	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.0000	-24.0458	0.1232	-0.0223	-0.0135	-0.0054	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	-0.0001	-24.0459	0.1197	-0.0232	-0.0140	-0.0016	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	-0.0001	-24.0459	0.0983	-0.0252	-0.0152	0.0048	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	-0.0002	-24.0459	0.0559	-0.0291	-0.0176	0.0050	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0024	-24.0434	0.0367	-0.0318	-0.0191	0.0067	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.0002	-24.0456	-0.0017	0.1775	0.1069	-0.0007	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	0.0001	-24.0457	-0.0016	0.2786	0.1678	0.0054	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	-0.0001	-24.0459	-0.0016	0.2029	0.1223	-0.0034	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	-0.0002	-24.0460	-0.0017	0.3241	0.1952	0.0055	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	-0.0002	-24.0460	-0.0018	0.1306	0.0787	-0.0082	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0008	-24.0450	-0.0008	0.0774	0.0466	-0.0116	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.0000	-24.0458	-0.0008	-0.1462	-0.0881	-0.0250	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	-0.0002	-24.0460	-0.0013	0.3964	0.2388	0.0024	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	-0.0003	-24.0461	-0.0014	0.4020	0.2422	0.0023	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	-0.0004	-24.0461	-0.0015	-0.0119	-0.0071	-0.0199	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0012	0.3377	0.2035	-0.0043	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.0005	0.1294	0.0779	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	-0.0001	-24.0459	-0.0004	0.1817	0.1094	-0.0176	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	-0.0004	-24.0462	-0.0007	-1.3327	-0.8029	-0.0410	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	-0.0004	-24.0462	-0.0006	6.1401	3.6989	0.0213	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	-0.0004	-24.0462	-0.0005	7.0670	4.2573	0.0206	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0005	3.8493	2.3189	0.0021	-0.0024	-24.0482	-0.0224

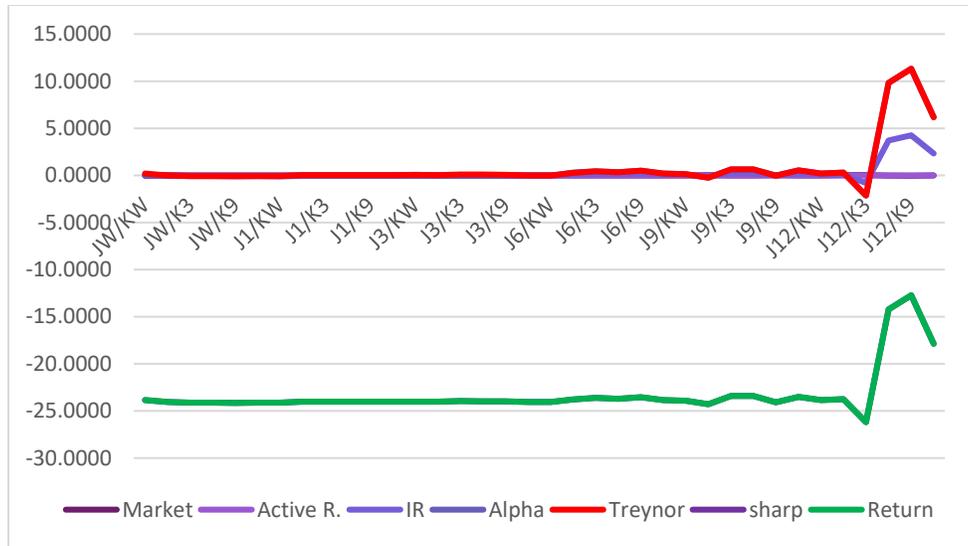
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-39)، والشكل (3-38) يلاحظ من العمود (4) ان 14 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J12/K9، J12/K6، J12/K12، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J12/K3، J9/K1، JW/K9.

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة — 14 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J12/K9، J12/K6، J12/K12، وأدنى أداء كانت J12/K3، J9/K1، JW/K9.

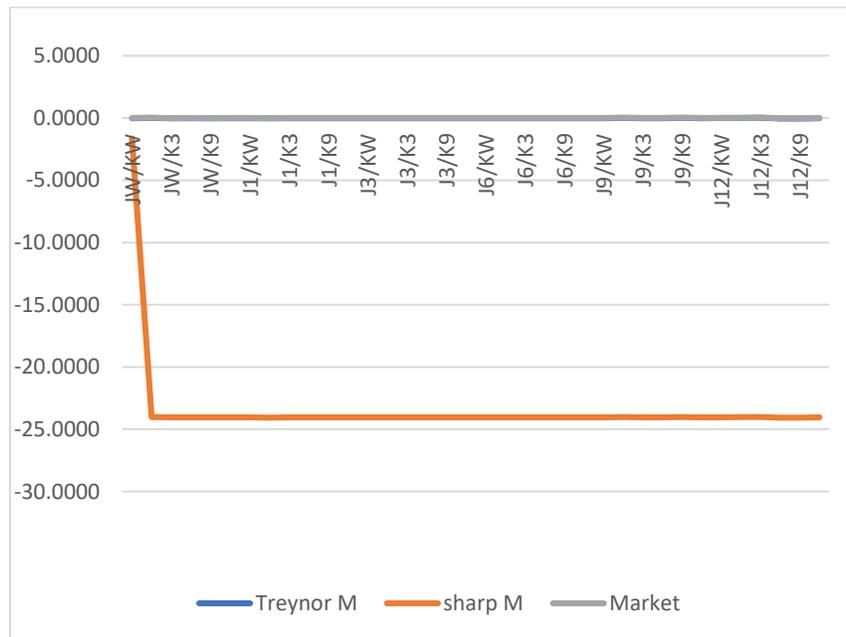
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (16) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (44%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في عدة استراتيجيات وقد أخفقت في استراتيجيات أخرى لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-39) والشكل (3-39) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.020، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



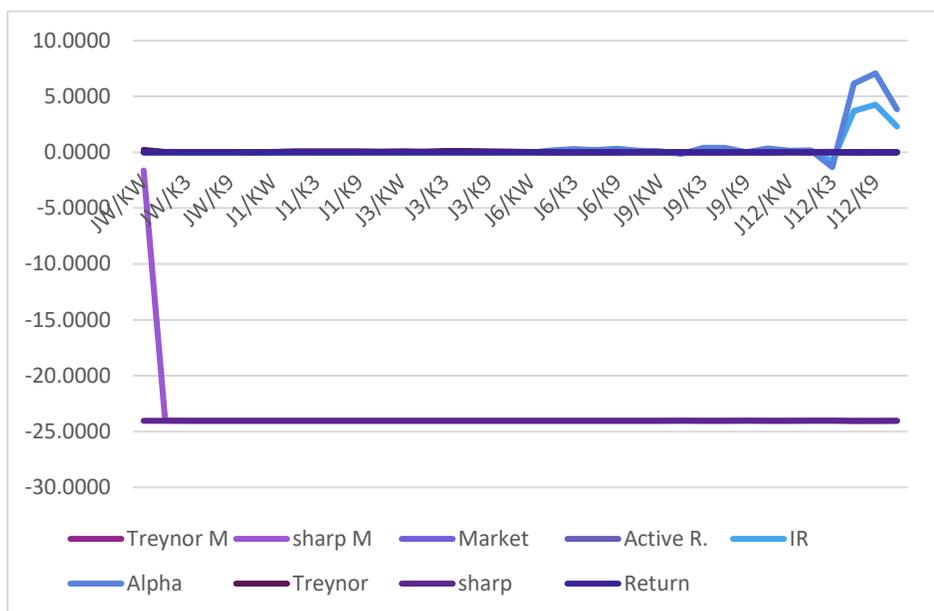
الشكل (3-38) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-39) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-40) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-2 المحفظة الربحية بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-40) والشكل (3-41) تقييم أداء المحفظة الربحية بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K1 إذ بلغ 1.13058، يليها كل من (J3/KW و J9/K1 و J3/K1) بمقدار عائد (1.0525، 1.00004، 0.9886)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J1/KW, JW/KW, J6/KW) بمقدار (-0.00137، -0.0000135، -0.00127) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ(4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنويع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 4 استراتيجيات فقط و32 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.543, 0.543, 0.510)، والاسراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.656, -4.515, -4.463) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-41) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J9/K1) , J12/K3 , JW/K1 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الرباحة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-40) الربحية بدون كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	-0.0013	-0.0479	-3.5946	-0.0212	-0.0494	-0.0079	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8811	-23.1647	-2.4016	0.8611	0.5187	0.8590	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6862	-23.3596	-3.3914	0.6663	0.4014	0.6947	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0008	-24.0450	-3.7504	-0.0191	-0.0115	0.0013	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6879	-23.3579	-3.0678	0.6680	0.4024	0.6969	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7763	-23.2694	-2.6749	0.7564	0.4557	0.7744	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	-0.0014	-24.0471	-3.3776	-0.0212	-0.0128	0.0052	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0456	-3.7234	-0.0197	-0.0119	0.0102	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0814	-23.9644	-4.4637	0.0615	0.0371	0.0813	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0450	-4.6565	-0.0192	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0007	-24.0451	-4.5015	-0.0193	-0.0116	-0.0008	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.4547	-0.0194	-0.0117	-0.0069	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	-0.0006	-24.0464	-3.7253	-0.0205	-0.0124	-0.0039	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0526	-22.9932	-2.3645	1.0327	0.6221	1.0533	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9887	-23.0571	-1.9775	0.9688	0.5836	0.9833	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0006	-24.0452	-2.9180	-0.0193	-0.0116	-0.0009	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6879	-23.3579	-2.0853	0.6681	0.4024	0.6928	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7767	-23.2691	-1.8727	0.7569	0.4560	0.7819	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	-0.0014	-24.0471	-2.4132	-0.0212	-0.0127	0.0029	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8809	-23.1648	-1.8183	0.8611	0.5187	0.8800	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1306	-22.9152	-1.3347	1.1108	0.6692	1.1360	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0006	-24.0452	-1.6706	-0.0192	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7379	-23.3079	-0.7876	0.7182	0.4327	0.7436	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7763	-23.2694	-0.6206	0.7565	0.4557	0.7683	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	-0.0002	-24.0460	-1.3755	-0.0201	-0.0121	-0.0126	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8811	-23.1647	-0.1344	0.8610	0.5187	0.8561	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	1.0049	-23.0408	-0.1733	0.9853	0.5936	1.0075	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0007	-24.0451	-0.8934	-0.0188	-0.0114	0.0032	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6879	-23.3578	-0.1220	0.6680	0.4024	0.6684	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7764	-23.2694	-0.0773	0.7567	0.4559	0.7723	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0000	-24.0458	-0.8097	-0.0198	-0.0119	-0.0134	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8810	-23.1648	0.4844	0.8611	0.5187	0.8636	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9221	-23.1236	0.5105	0.9011	0.5429	0.8815	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0007	-24.0450	-1.2002	-0.0186	-0.0112	0.0225	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6661	-23.3796	0.5431	0.6528	0.3933	0.6871	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7807	-23.2650	0.5431	0.7644	0.4605	0.7831	-0.0024	-24.0482	-0.0224

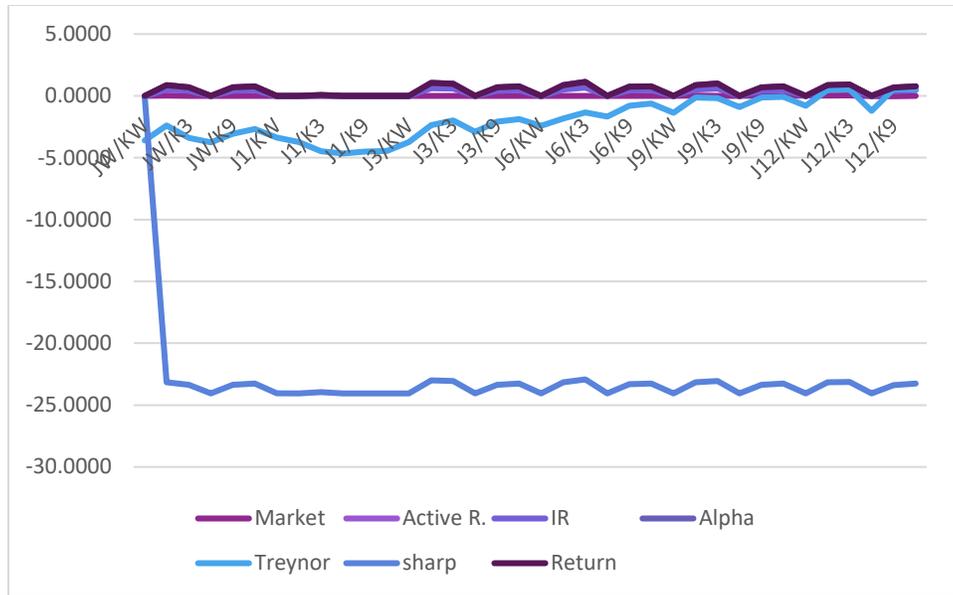
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-40)، والشكل (3-41) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/KW، JW/KW، J6/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 20 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/KW، J6/KW.

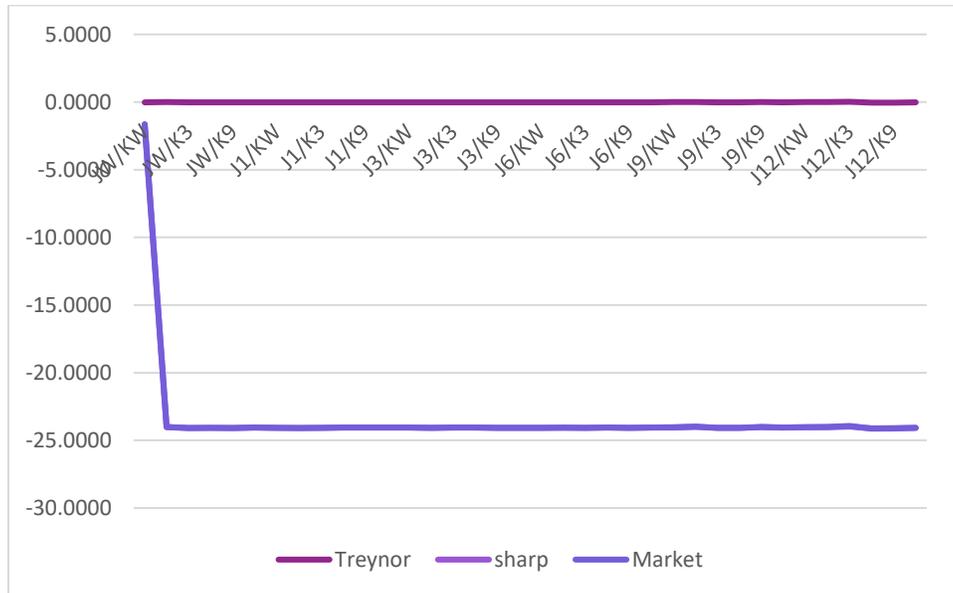
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الرابعة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-40) والشكل (3-42) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (JW/K1، J12/K3، J9/K1) بمقدار (0.0207، 0.005، 0.0021) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



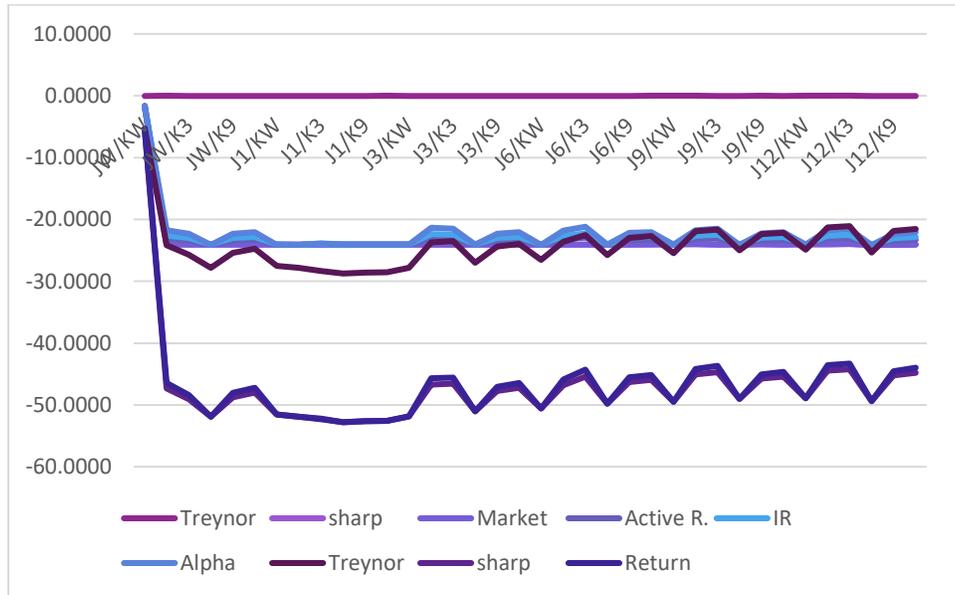
الشكل (3-41) مؤشر المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-42) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-43) مؤشر تقييم المحفظة الربحية مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-3 المحفظة الخاسرة بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-41) والشكل (3-44) تقييم أداء المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية (J6/K3) إذ بلغ 1.13063، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.0528، 1.0047، 0.9887)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J1/K1، J9/K6، J12/K6) بمقدار (0.00019، 0.00032، 0.00035)، وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل استراتيجيتين موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 4 استراتيجيات فقط و32 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.542، 0.542، 0.510)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.652، -4.497، -4.459) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-44) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3)، J9/K1، JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-41) المحفظة الخاسرة بدون كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0019	-0.0447	-3.5862	-0.0180	-0.0420	-0.0047	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8812	-23.1646	-2.3991	0.8611	0.5188	0.8591	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6858	-23.3600	-3.3891	0.6660	0.4012	0.6944	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0005	-24.0452	-3.7487	-0.0193	-0.0117	0.0011	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6878	-23.3580	-3.0658	0.6679	0.4024	0.6968	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7763	-23.2695	-2.6732	0.7564	0.4556	0.7743	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0010	-24.0447	-3.3735	-0.0188	-0.0113	0.0076	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0002	-24.0456	-3.7204	-0.0197	-0.0118	0.0103	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0816	-23.9642	-4.4599	0.0616	0.0371	0.0814	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0451	-4.6528	-0.0193	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0005	-24.0453	-4.4976	-0.0194	-0.0117	-0.0009	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.4504	-0.0195	-0.0117	-0.0070	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0007	-24.0451	-3.7199	-0.0193	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0529	-22.9929	-2.3613	1.0330	0.6223	1.0536	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9887	-23.0571	-1.9744	0.9688	0.5836	0.9833	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0005	-24.0453	-2.9149	-0.0194	-0.0117	-0.0010	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6878	-23.3580	-2.0819	0.6679	0.4024	0.6927	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7766	-23.2692	-1.8697	0.7567	0.4559	0.7817	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0010	-24.0447	-2.4081	-0.0188	-0.0113	0.0053	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8811	-23.1647	-1.8146	0.8613	0.5188	0.8802	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1306	-22.9151	-1.3312	1.1108	0.6692	1.1360	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0004	-24.0453	-1.6684	-0.0194	-0.0117	-0.0029	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7376	-23.3082	-0.7854	0.7179	0.4325	0.7434	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7761	-23.2696	-0.6188	0.7563	0.4556	0.7681	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0006	-24.0451	-1.3727	-0.0193	-0.0116	-0.0118	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8811	-23.1647	-0.1337	0.8610	0.5187	0.8561	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	1.0047	-23.0411	-0.1727	0.9851	0.5934	1.0073	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0003	-24.0454	-0.8931	-0.0191	-0.0115	0.0029	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6876	-23.3582	-0.1216	0.6676	0.4022	0.6681	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7761	-23.2697	-0.0767	0.7565	0.4557	0.7720	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.8084	-0.0195	-0.0117	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8808	-23.1649	0.4842	0.8610	0.5187	0.8634	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9218	-23.1240	0.5100	0.9008	0.5426	0.8811	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0003	-24.0455	-1.2006	-0.0190	-0.0114	0.0221	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6657	-23.3800	0.5426	0.6524	0.3930	0.6868	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7805	-23.2653	0.5426	0.7641	0.4603	0.7829	-0.0024	-24.0482	-0.0224

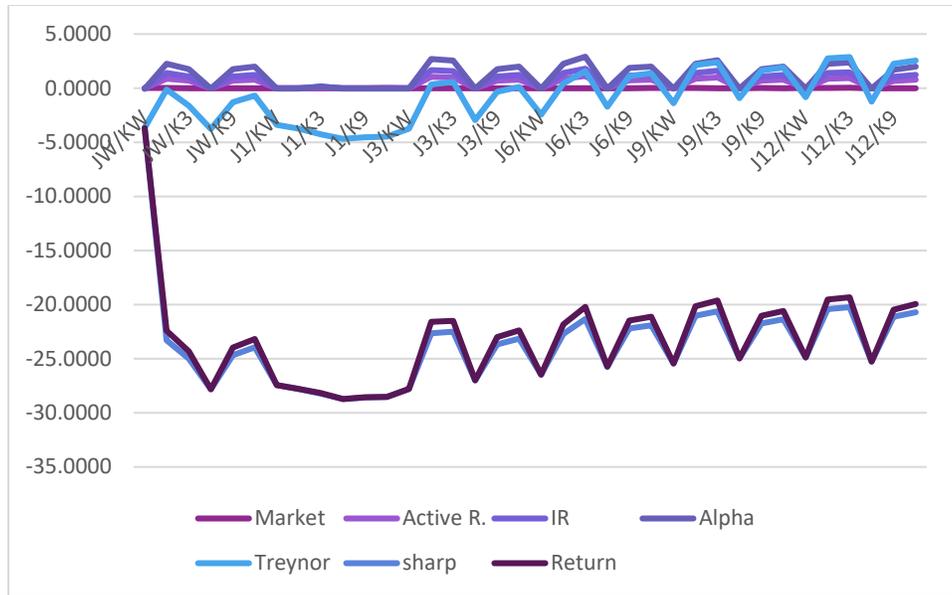
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-41)، والشكل (3-44) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/K1، J1/K12، J12/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 20 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. إذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت J1/K12، J1/K1، JW/KW.

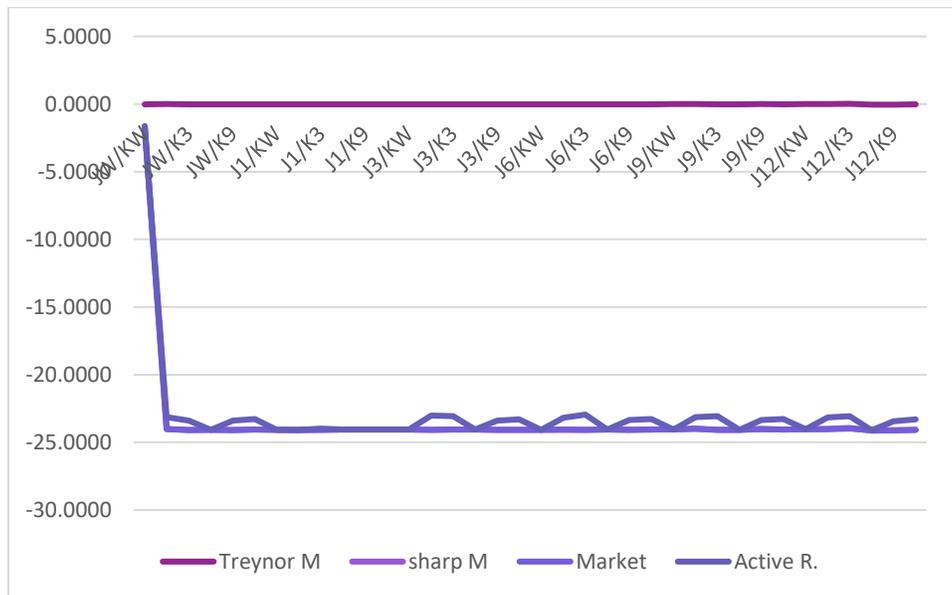
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-41) والشكل (3-45) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق إذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الآخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



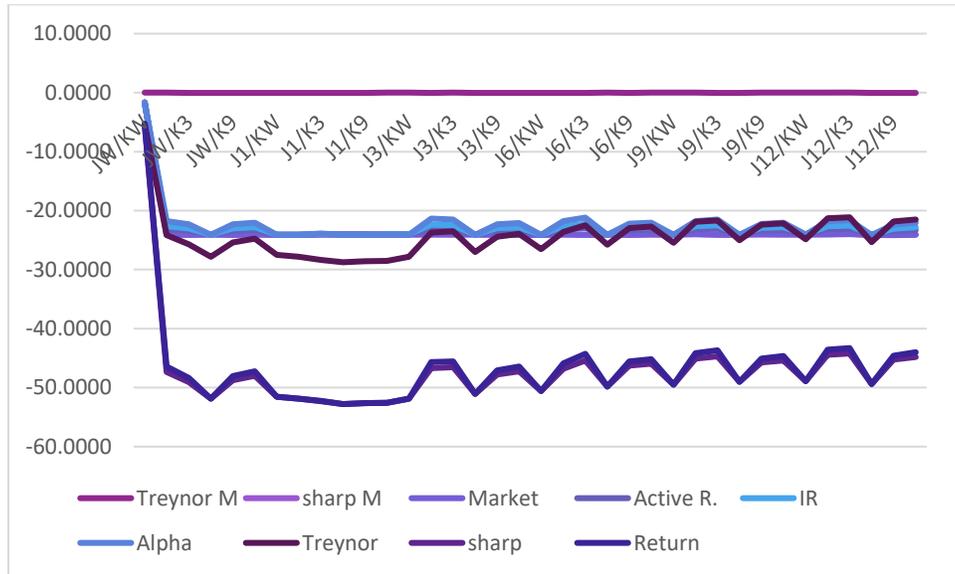
الشكل (3-44) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-45) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-46) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-4 المحفظة العكسية مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-42) والشكل (3-47) تقييم أداء المحفظة العكسية مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاسراتيجية JW/KW إذ بلغ 0.031، يليها كل من (J1/KW و J6/KW و J3/KW) بمقدار عائد (0.0023, 0.0023, 0.0012)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K6, J12/K3, J12/K9) بمقدار (-0.00041, -0.00038, -0.00037) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (20) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 20 استراتيجيات و 16 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية JW/KW، J3/K3، J3/K6 فحققت (0.117, 0.120 , 0.208)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت (J6/K12، J6/K1، J6/K9) (-0.0017 , -0.0017 , -0.0017)، وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-47) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية J12/K3 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J12/K9 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-42) العكسية مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0031	-24.5334	0.2083	-0.0182	-0.0107	-0.0035	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.0001	-24.0457	0.0193	-0.0178	-0.0107	-0.0220	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	-0.0003	-24.0461	0.0191	-0.0497	-0.0299	0.0082	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	-0.0003	-24.0460	0.0144	-0.0483	-0.0291	0.0003	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	-0.0001	-24.0459	0.0137	-0.0621	-0.0374	0.0089	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	-0.0001	-24.0459	0.0121	-0.0498	-0.0300	-0.0020	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0023	-24.0434	0.0144	-0.0617	-0.0372	0.0089	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0457	0.0730	-0.0282	-0.0170	0.0101	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0001	-24.0456	0.0733	-0.0253	-0.0152	0.0000	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	-0.0001	-24.0459	0.0816	-0.0244	-0.0147	-0.0026	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	-0.0001	-24.0459	0.0775	-0.0249	-0.0150	-0.0016	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	-0.0001	-24.0458	0.0661	-0.0239	-0.0144	-0.0075	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0012	-24.0445	0.0821	-0.0229	-0.0138	-0.0021	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	0.0003	-24.0455	0.0661	-0.0260	-0.0157	0.0010	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.0000	-24.0458	0.1208	-0.0224	-0.0135	-0.0054	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	-0.0001	-24.0459	0.1173	-0.0233	-0.0140	-0.0016	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	-0.0001	-24.0459	0.0964	-0.0253	-0.0152	0.0048	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	-0.0002	-24.0459	0.0547	-0.0293	-0.0177	0.0050	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0023	-24.0434	0.0360	-0.0321	-0.0193	0.0066	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.0002	-24.0456	-0.0017	0.1815	0.1093	-0.0007	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	0.0001	-24.0457	-0.0016	0.2846	0.1715	0.0054	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	-0.0001	-24.0459	-0.0016	0.2075	0.1250	-0.0034	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	-0.0002	-24.0460	-0.0017	0.3311	0.1995	0.0055	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	-0.0002	-24.0460	-0.0018	0.1337	0.0806	-0.0082	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0008	-24.0450	-0.0007	0.0793	0.0478	-0.0116	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.0000	-24.0458	-0.0008	-0.1488	-0.0896	-0.0250	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	-0.00022	-24.0460	-0.0013	0.4049	0.2439	0.0024	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	-0.00030	-24.0461	-0.0013	0.4106	0.2473	0.0023	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	-0.0003	-24.0461	-0.0015	-0.0117	-0.0070	-0.0199	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0011	0.3451	0.2079	-0.0043	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.0005	0.1324	0.0798	-0.0131	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	-0.0001	-24.0459	-0.0004	0.1858	0.1119	-0.0176	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	-0.0004	-24.0461	-0.0007	-1.3595	-0.8190	-0.0410	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	-0.0004	-24.0462	-0.0005	6.2659	3.7746	0.0213	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	-0.0004	-24.0461	-0.0005	7.2117	4.3444	0.0206	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0005	3.9283	2.3665	0.0021	-0.0024	-24.0482	-0.0224

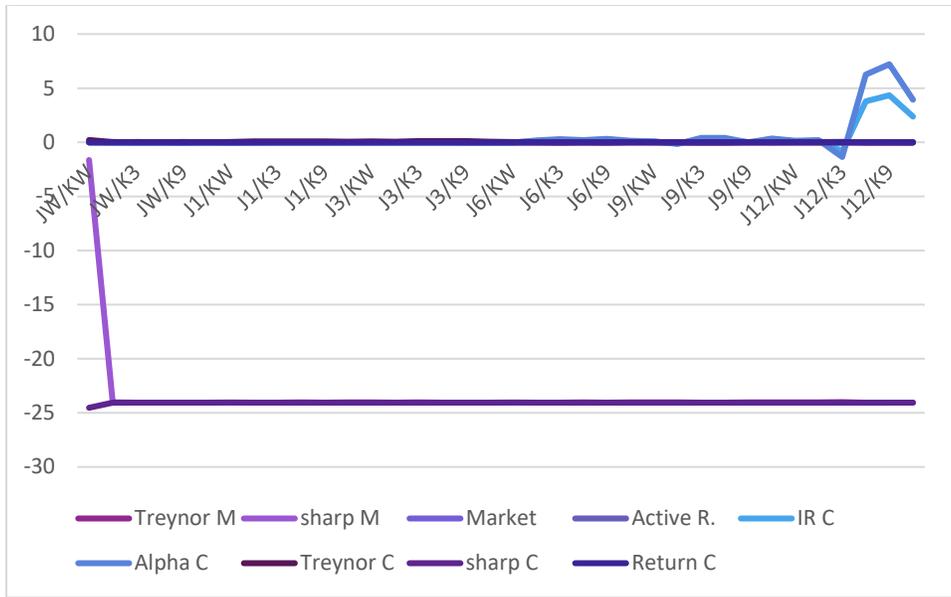
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-42)، والشكل (3-47) يلاحظ من العمود (4) ان 14 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J12/K9، J12/K6، J12/K12، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J12/K3، J9/K1، JW/K9،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 14 استراتيجية مما يعكس تواضع في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J12/K9، J12/K6، J12/K12، وأدنى أداء كانت J12/K3، J9/K1، JW/K9.

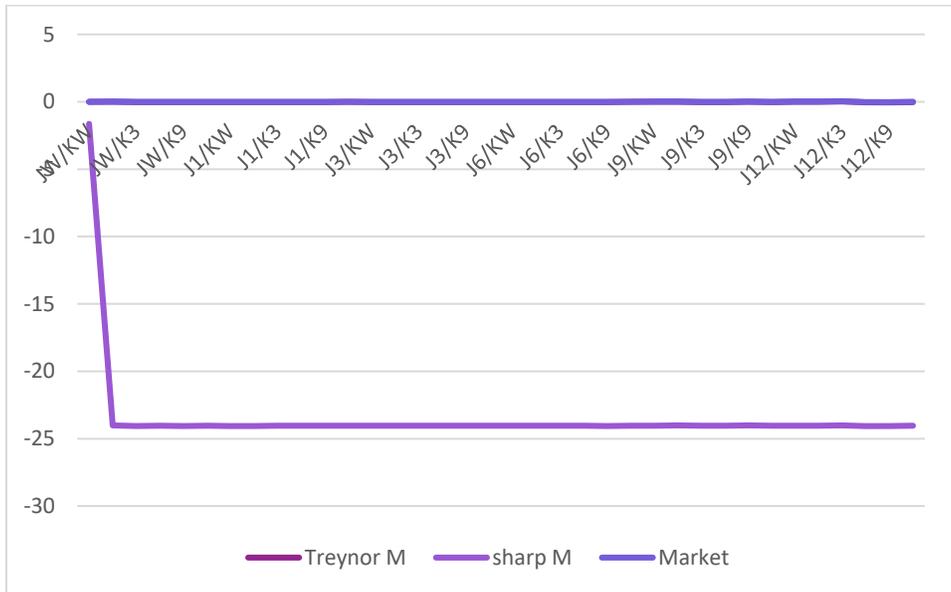
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (17) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (47%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-42) والشكل (3-48) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



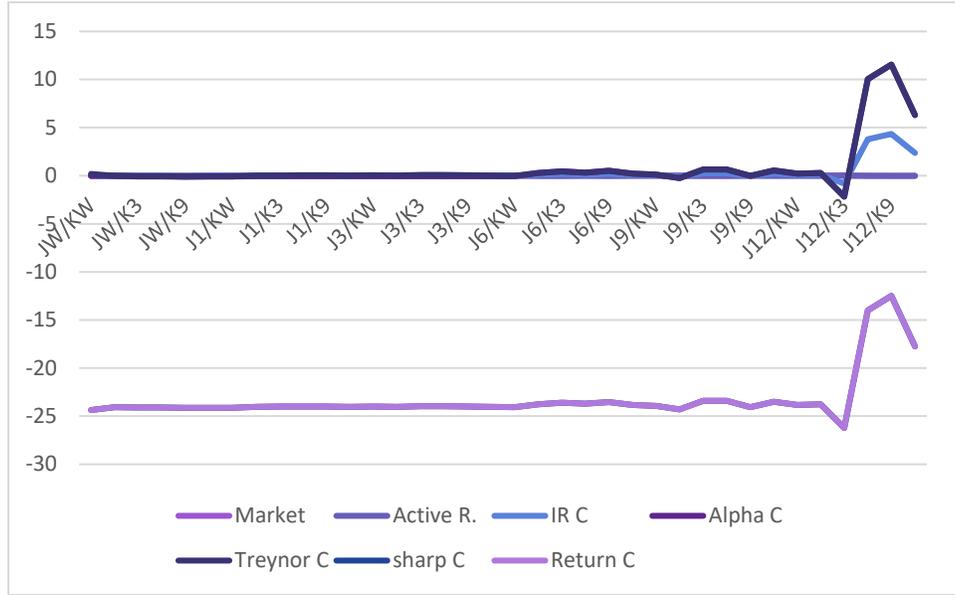
الشكل (3-47) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-48) مؤشر تقييم السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-49) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-5 المحفظة الربحة مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-43) والشكل (3-50) تقييم أداء المحفظة الربحة مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 إذ بلغ 1.1079، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.031، 0.984، 0.968)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J6/KW, J1/KW JW/KW) بمقدار (-0.0013، -0.0013، -0.0012) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم

تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداءها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للتقييم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة لم تحقق عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في أغلب الاستراتيجيات، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.532, 0.532, 0.500)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.563, -4.411, -4.374) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-50) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3, J9/K1, JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-43) الرباحة مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	-0.0012	-0.0488	-3.5227	-0.0212	-0.0503	-0.0079	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8635	-23.1823	-2.3535	0.8434	0.5081	0.8414	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6724	-23.3733	-3.3236	0.6526	0.3931	0.6810	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0008	-24.0450	-3.6754	-0.0191	-0.0115	0.0013	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6741	-23.3716	-3.0064	0.6543	0.3942	0.6832	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7608	-23.2850	-2.6214	0.7409	0.4463	0.7589	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	-0.0013	-24.0471	-3.3101	-0.0212	-0.0128	0.0053	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0456	-3.6489	-0.0197	-0.0119	0.0102	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0798	-23.9660	-4.3744	0.0599	0.0361	0.0796	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0450	-4.5634	-0.0192	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0006	-24.0451	-4.4115	-0.0193	-0.0116	-0.0008	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.3656	-0.0194	-0.0117	-0.0069	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	-0.0006	-24.0464	-3.6508	-0.0205	-0.0123	-0.0039	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0315	-23.0142	-2.3173	1.0117	0.6094	1.0322	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9689	-23.0769	-1.9380	0.9490	0.5717	0.9635	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0006	-24.0452	-2.8596	-0.0193	-0.0116	-0.0009	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6741	-23.3716	-2.0436	0.6543	0.3942	0.6790	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7612	-23.2846	-1.8353	0.7414	0.4466	0.7663	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	-0.0013	-24.0471	-2.3650	-0.0211	-0.0127	0.0030	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8633	-23.1825	-1.7819	0.8435	0.5081	0.8624	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1080	-22.9378	-1.3080	1.0882	0.6555	1.1134	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0006	-24.0452	-1.6372	-0.0192	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7231	-23.3227	-0.7719	0.7034	0.4238	0.7289	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7608	-23.2850	-0.6082	0.7410	0.4464	0.7528	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	-0.0002	-24.0460	-1.3480	-0.0201	-0.0121	-0.0126	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8635	-23.1823	-0.1317	0.8434	0.5081	0.8384	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	0.9848	-23.0609	-0.1699	0.9652	0.5815	0.9874	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0006	-24.0451	-0.8755	-0.0188	-0.0114	0.0032	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6742	-23.3716	-0.1196	0.6542	0.3941	0.6547	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7608	-23.2849	-0.0758	0.7412	0.4465	0.7568	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0000	-24.0458	-0.7935	-0.0198	-0.0119	-0.0134	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8634	-23.1824	0.4747	0.8435	0.5081	0.8459	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9037	-23.1421	0.5003	0.8827	0.5317	0.8630	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0007	-24.0451	-1.1762	-0.0186	-0.0112	0.0225	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6528	-23.3930	0.5322	0.6396	0.3853	0.6738	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7651	-23.2807	0.5322	0.7488	0.4511	0.7675	-0.0024	-24.0482	-0.0224

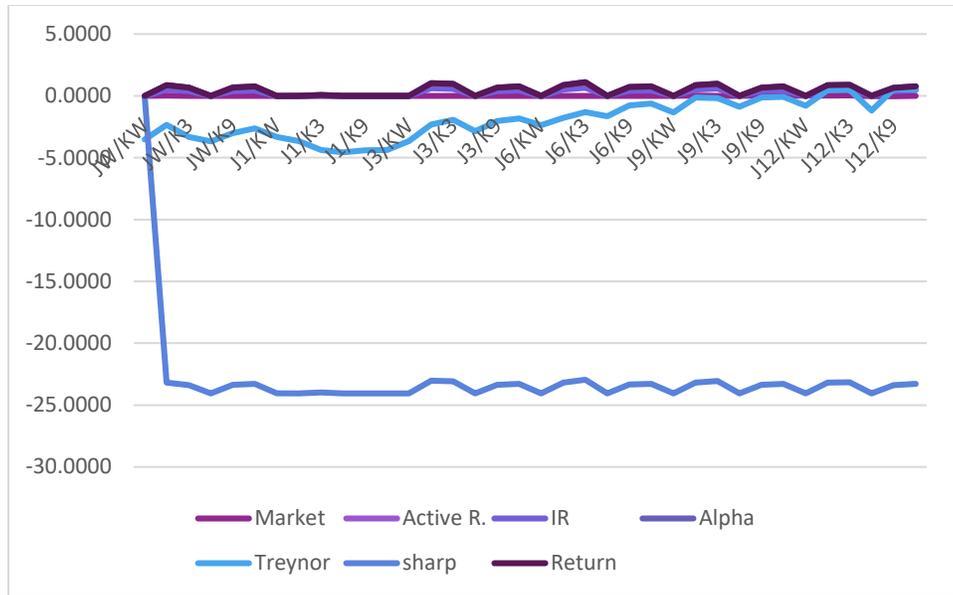
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-43)، والشكل (3-50) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/KW، JW/KW، J6/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 21 استراتيجية مما يعكس جودة في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/KW.

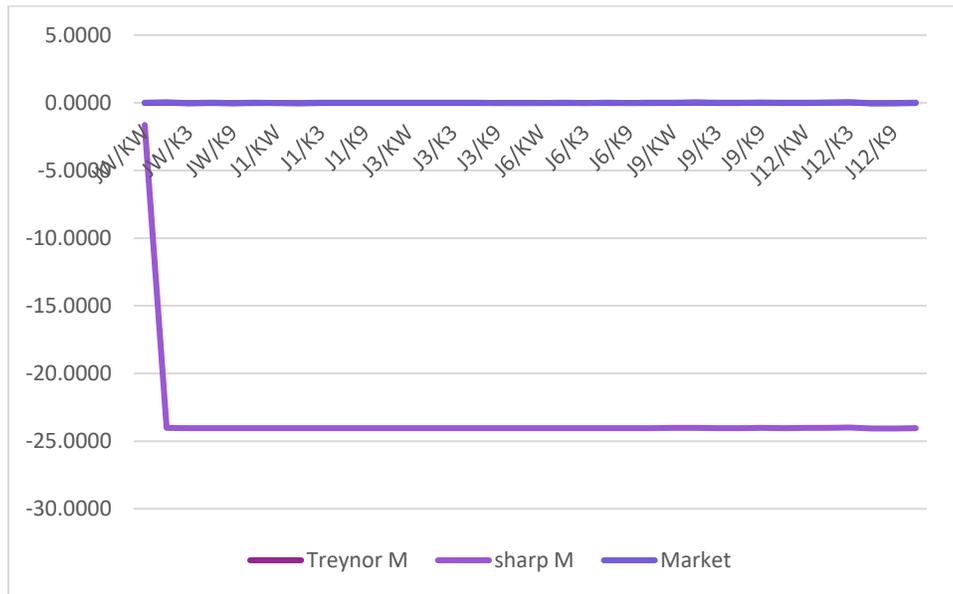
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الراجعة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (26) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (72%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-43) والشكل (3-51) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



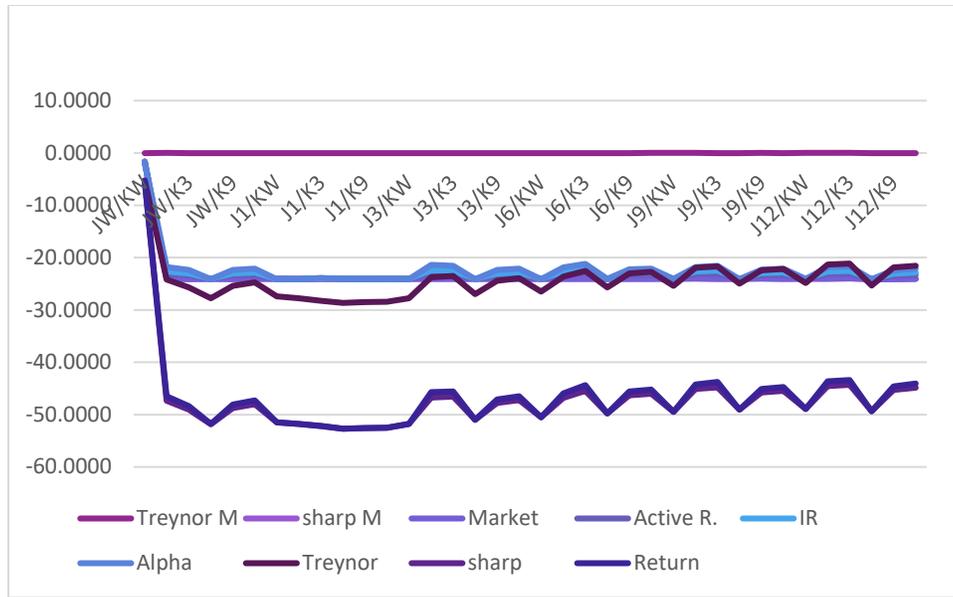
الشكل (3-50) مؤشر المحفظة الراجعة مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-51) مؤشر اداء السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-52) مؤشر تقييم المحفظة الرابحة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

6-2-3 المحفظة الخاسرة مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-44) والشكل (3-53) تقييم أداء المحفظة الخاسرة مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 إذ بلغ 1.1080، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.031، 0.984، 0.968)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K6، J1/K1 J9/K6) بمقدار (0.00018، 0.00031، 0.00034) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة لم تحقق عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في أغلب الاستراتيجيات، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.531, 0.531, 0.499)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.559, -4.4076, -4.370) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-53) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3, J9/K1, JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية 6J/6K مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-44) الخاسرة مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0019	-0.0457	-3.5145	-0.0181	-0.0430	-0.0048	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8635	-23.1822	-2.3512	0.8435	0.5082	0.8415	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6721	-23.3737	-3.3214	0.6522	0.3929	0.6807	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0005	-24.0452	-3.6738	-0.0194	-0.0117	0.0011	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6740	-23.3718	-3.0045	0.6542	0.3941	0.6830	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7607	-23.2850	-2.6198	0.7408	0.4463	0.7588	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0010	-24.0448	-3.3060	-0.0188	-0.0113	0.0076	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0002	-24.0456	-3.6460	-0.0197	-0.0118	0.0103	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0799	-23.9658	-4.3707	0.0600	0.0362	0.0798	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0451	-4.5597	-0.0193	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0005	-24.0453	-4.4077	-0.0194	-0.0117	-0.0009	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0004	-24.0453	-4.3614	-0.0195	-0.0117	-0.0070	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0006	-24.0451	-3.6455	-0.0193	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0318	-23.0140	-2.3141	1.0119	0.6096	1.0325	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9689	-23.0768	-1.9349	0.9490	0.5717	0.9635	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0005	-24.0453	-2.8566	-0.0194	-0.0117	-0.0010	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6740	-23.3718	-2.0403	0.6542	0.3941	0.6789	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7610	-23.2848	-1.8323	0.7412	0.4465	0.7662	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0010	-24.0448	-2.3599	-0.0188	-0.0113	0.0053	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8635	-23.1823	-1.7783	0.8436	0.5082	0.8626	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1080	-22.9378	-1.3046	1.0882	0.6556	1.1134	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0004	-24.0453	-1.6350	-0.0194	-0.0117	-0.0029	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7229	-23.3229	-0.7697	0.7032	0.4236	0.7286	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7606	-23.2852	-0.6064	0.7408	0.4463	0.7526	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0006	-24.0452	-1.3452	-0.0193	-0.0116	-0.0118	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8635	-23.1823	-0.1311	0.8434	0.5081	0.8385	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	0.9846	-23.0612	-0.1693	0.9650	0.5813	0.9872	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0003	-24.0454	-0.8752	-0.0191	-0.0115	0.0029	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6738	-23.3719	-0.1191	0.6539	0.3939	0.6543	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7606	-23.2852	-0.0752	0.7410	0.4464	0.7565	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.7923	-0.0195	-0.0117	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8632	-23.1825	0.4745	0.8434	0.5081	0.8458	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9033	-23.1425	0.4998	0.8823	0.5315	0.8627	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0003	-24.0455	-1.1766	-0.0190	-0.0114	0.0221	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6524	-23.3933	0.5317	0.6392	0.3851	0.6735	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7648	-23.2809	0.5317	0.7486	0.4509	0.7672	-0.0024	-24.0482	-0.0224

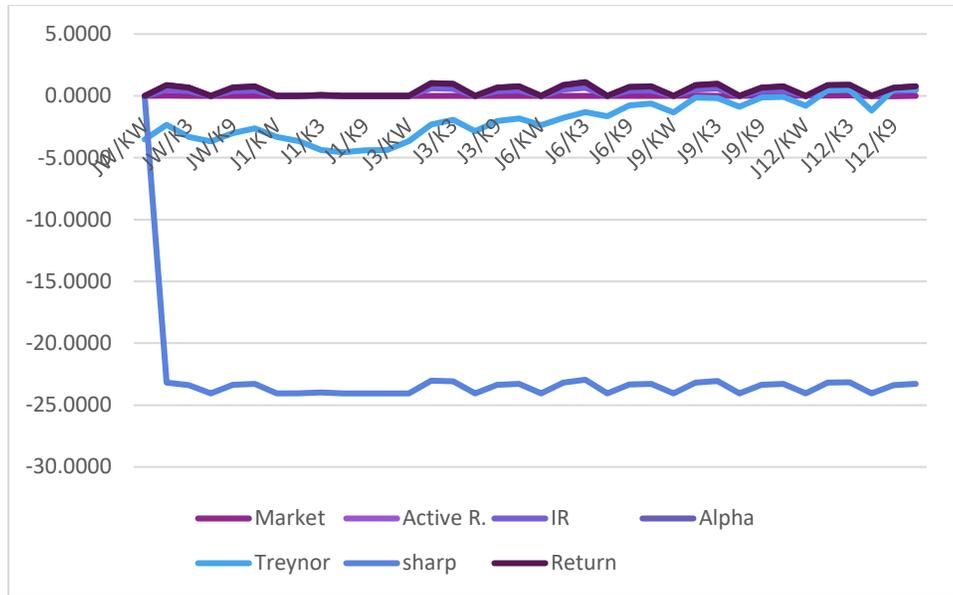
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-44)، والشكل (3-53) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/K1، J1/K12، J12/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 21 استراتيجية مما يعكس جودة في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/K12، J1/K1.

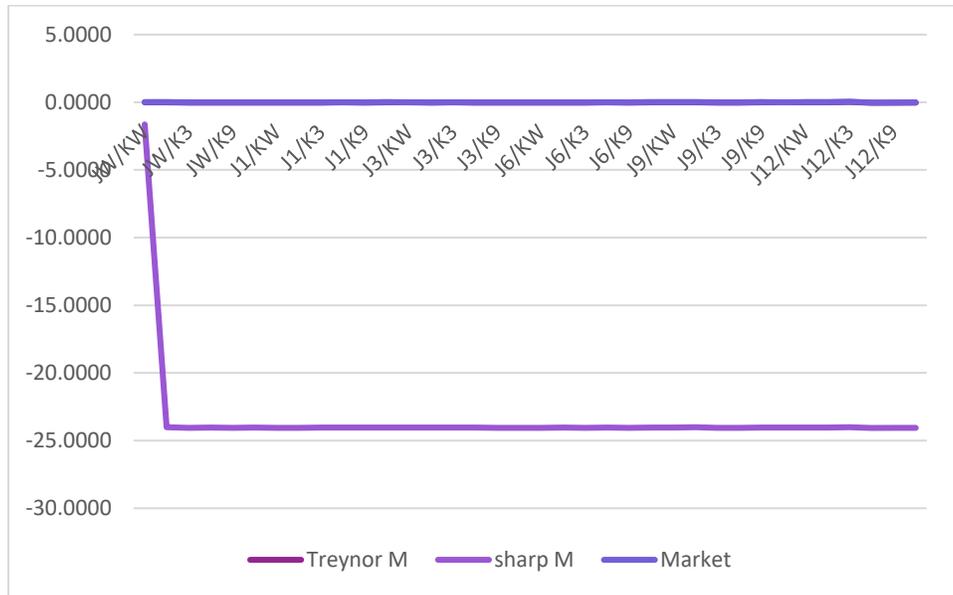
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-44) والشكل (3-54) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



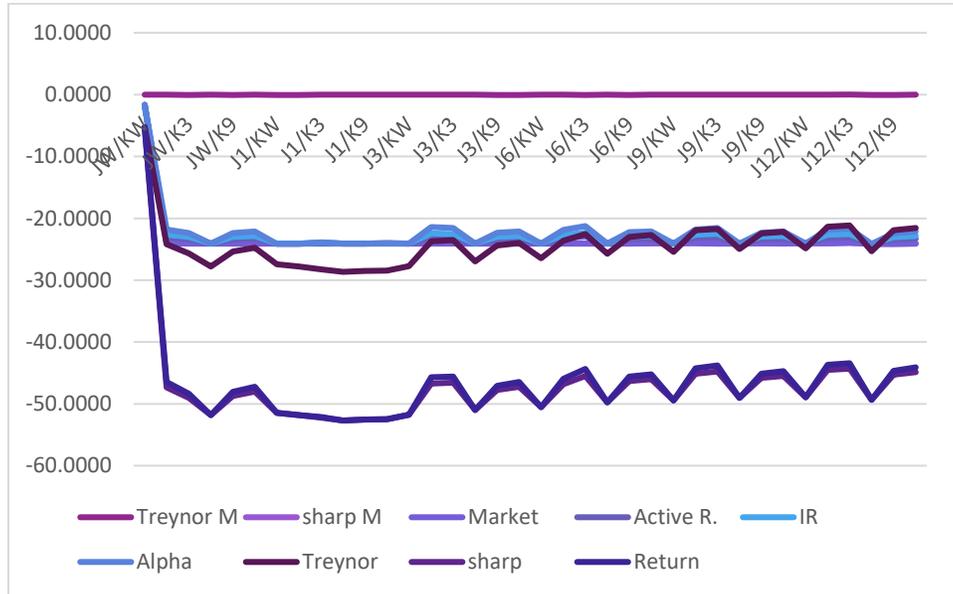
الشكل (3-53) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-54) مؤشر تقييم اداء السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-55) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الاول

الاستنتاجات

المبحث الثاني

التوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات

4-1-1 الاستنتاجات:

بعد القيام بتحليل واختبار بيانات سوق العراق للأوراق المالية وخلال مدة الدراسة توصلت الدراسة لمجموعة من الاستنتاجات وكما يلي:

1- بينت النتائج ان الاتجاه كان صعوديا لسوق العراق للأوراق المالية، الا انه رافقها بعض الانخفاض في حجم التداول جراء المخاطر التي رافقت الازمه التي اصابته في تلك الفترة وهي ازمه كورونا. وان هذه النتائج تعكس التناقض الذي يمكن ان ينشأ في الاسواق المالية وتحديد في سوق العراق للأوراق المالية رغم ارتفاع بعض المؤشرات السوق؛ الا ان تراجع حجم التداول كان يدل على قلق المستثمرين وتفضيلهم للاحتفاظ في الاسهم بدل استثماره وهو سلوك طبيعي وذلك لكون الاعم الاغلب من المستثمرين هم متجنبو للمخاطر؛ في حين بعض الزيادة التي لوحظت نشئت عن التوقعات الايجابية لبعض الشركات وذلك نتيجة لتدخلات السياسية والاقتصادية التي دعمت السوق.

2- تبين من النتائج ان جميع المحافظ المحفظة حققت عوائد متباينة، وكان أعلى عائد عكسي بالنسبة للمحفظة العكسية (بدون ومع كلفة المعاملة) في استراتيجية JW/KW اذ بلغ 0.00317، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجية (J12/K3) بمقدار (-0.0004). اما المحافظ الرابحة (بدون كلفة المعاملة) فكان أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 اذ بلغ 1.13058، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J6/KW) بمقدار (-0.00137). فيما حققت المحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) أعلى عائد عكسي لاستراتيجية (J6/K3) اذ بلغ 1.13063، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J6/K6) بمقدار (0.0004)، والموقف مشابه تقريبا بعد اخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار، توضح هذه النتائج ان العوائد المتأتبة من الاستراتيجيات العكسية تعتبر ضئيلة وغير مجدية اقتصاديا، كما تشير إلى وجود تباين كبير في الأداء بين الاستراتيجيات المختلفة، مما يعكس تأثير استراتيجيات الاستثمار المستخدمة على العوائد. كما يدل الانخفاض في العوائد لبعض الاستراتيجيات على الحاجة لمراجعة وتقييم هذه الاستراتيجيات لضمان تحسين الأداء وتقليل المخاطر المستقبلية، تتوافق هذه النتائج مع فرضية الدراسة الرئيسية الأولى.

3- ان المعنوية الإحصائية التي تبينها نتائج الدراسة تؤكد بأن الأداء الاستثماري لهذه الاستراتيجيات هو نتيجة قابلة للتكرار ويمكن الاعتماد عليها لتحسين الأداء المالي في المستقبل، وأن هناك علاقة قوية بين الاستراتيجيات

والعوائد المتحققة وليس مجرد تأثيرات عشوائية أو تقلبات سوقية. ومن الجدير بالذكر ان المحافظ العكسية (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) حققت معنوية إحصائية في 12 استراتيجية من أصل 36. بالمقابل حققت المحافظ الربحة والخاسرة (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) معنوية إحصائية في 28 استراتيجية من أصل 36. اثبتت هذه النتائج ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. الاستراتيجيات التي حققت معنوية إحصائية تتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية، اما تلك التي لم تكن ذات دلالة إحصائية فهي تتوافق مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية.

4- بينت نتائج الدراسة أن الاستراتيجية العكسية لم تحقق أرباح معدلة بالمخاطر حسب مقياس Sharpe في جميع المحافظ وفي كلتا المواقف (مع وبدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق فيلاحظ أن جميع المحافظ لم تحقق أداء معدل بالمخاطر بل حققت أداء سلبي فإن هذه المحافظ لم تحقق عائد يتجاوز العائد الذي يمكن تحصيلهم من الاستثمار الخالي من المخاطر كما في سندات الحكومة فيلاحظ إن المحفظة والسوق لم يكافئا المستثمر بالمخاطر الذي تحملها بوفق مقياس Sharpe أي أن هذا المقياس لم يكن مجدي في قياس الأداء المعدل بالمخاطرة لكل الحالتين السوق والمحفظة وذلك لأن الاستراتيجيات 36 حققت أداء سلبي من حيث العدد للسوق وللمحافظ الا انها تباينت في ذلك.

5- أوضحت الدراسة ان الاستراتيجية العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة) تفوقت من حيث العوائد المعدلة بالمخاطر لمؤشر Treynor اذ حققت عوائد ايجابية بمعدل 19 استراتيجيه مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية العكسية اثبتت ادائها وحققت عائد معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادره على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيما حققت عوائد موجبة حسب مقياس Treynor في استراتيجيتين فقط للمحفظة الربحة (بدون كلفة المعاملة)، وفي 4 استراتيجيات (مع كلفة المعاملة)، بالمقابل حققت عوائد موجبة في 4 استراتيجيات ضمن المحافظ الخاسرة وفي كلتا الحالتين (مع وبدون كلفة المعاملة)، استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية التي حققت قيم موجبة اثبتت ادائها وحققت عائد معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادره على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. أما باقي الاستراتيجيات التي حققت قيم سالبة فيوضح عدم تحقيقها عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (السوقية التي لا يمكن تنويعها).

6- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة)، حققت نتائج موجبة في 14 استراتيجية وفقاً لمقياس Alpha، مما يدل على أنها حققت عائداً فائضاً يفوق العوائد المتوقعة بناءً على مستوى المخاطر المرتبطة بها، فيما سجلت المحافظ الربحية والخاسرة وفي كلا الموقفين (مع وبدون تكلفة المعاملة) نتائج موجبة في 21 استراتيجية من أصل 36 وهذا يوضح قدرتها على توليد عوائد أعلى من العوائد السوقية المتوقعة، مما يعكس كفاءة هذه الاستراتيجيات في إدارة المخاطر وتحقيق الأداء الإيجابي.

7- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) حققت نتائج إيجابية في 14 استراتيجية وفقاً لمقياس نسبة المعلومات (IR)، مما يدل على تحقيقها عائداً جيداً بالنسبة للمخاطر المحتملة. كما حققت المحافظ الربحية والخاسرة، في كلا الحالتين (مع وبدون تكلفة المعاملة)، نتائج إيجابية في 21 استراتيجية من أصل 36. وهذا يوضح قدرتها على توليد عوائد أعلى من العوائد الخالية من المخاطر بعد الأخذ في الاعتبار المخاطر المرتبطة بها، كما تعكس هذه النتائج أهمية تحليل نسبة المعلومات كأداة لتقييم أداء الاستراتيجيات، إذ تُعد أداة مفيدة لفهم كيف يمكن لعوائد الاستثمارات أن تعكس المخاطر المرتبطة بها، مما يعزز من استراتيجيات إدارة المخاطر وتوجيه القرارات الاستثمارية.

8- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية النشطة (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) قد تفوقت على محفظة السوق في 17 استراتيجية من أصل 36، مما يشكل 47% من الإجمالي. تعكس هذه النسبة قدرة المحفظة العكسية على تحقيق عوائد تفوق متوسط السوق في عدة استراتيجيات، مما يدل على فعاليتها في بعض الحالات. ومع ذلك، فإن التفوق في 47% فقط من الاستراتيجيات يشير إلى وجود قصور في الأداء في النسبة المتبقية، حيث لم تتمكن المحفظة العكسية من تحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة بمؤشر السوق في 53% من الاستراتيجيات. بالمقابل المحافظ النشطة (الربحية والخاسرة) (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) سجلت تفوق على محفظة السوق في 27 استراتيجية من أصل 36 مما يشكل 75% من الإجمالي، تبرز هذه النتائج أهمية تنوع الاستراتيجيات وتقييم أدائها بشكل دوري، حيث يمكن أن توفر بعض الاستراتيجيات عوائد إيجابية، بينما قد تخفق أخرى في تلبية الأهداف المرجوة. وبالتالي، فإن تحليل الأداء النسبي للمحفظة النشطة مقارنة بمؤشر السوق يُعد أداة قيمة للمستثمرين لتوجيه قراراتهم الاستثمارية وتحسين استراتيجياتهم.

9- تشير النتائج المستخلصة من مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق، إلى أن السوق لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر. يدل هذا على أن العوائد التي يوفرها السوق ليست كافية لتغطية المخاطر التي يتحملها المستثمرون، مما يعكس عدم جاذبية السوق كوجهة استثمارية. في سياق الاستثمار، يُعتبر هذا الوضع غير مثالي، حيث يتوقع المستثمرون عادةً عوائد تتناسب مع المستوى المُأخوذ من المخاطر.

10- أما بخصوص مقياس Treynor، فقد حقق قيمًا موجبة في ثلاث استراتيجيات فقط، يُشير تحقيق قيم موجبة في هذه الاستراتيجيات إلى قدرتها على تحقيق عوائد تفوق المخاطر النظامية المرتبطة بها. ومع ذلك، فإن بقية الاستراتيجيات قد حققت قيمًا سالبة، مما يدل على عدم قدرتها على تقديم عوائد كافية مقارنة بالمخاطر التي تتحملها. بصفة عامة، تُظهر هذه النتائج أهمية تقييم العوائد المعدلة بالمخاطر عند اتخاذ قرارات استثمارية. حيث تبرز الحاجة إلى استراتيجيات أكثر فعالية لتحقيق توازن أفضل بين العوائد والمخاطر، مما يسهل على المستثمرين اختيار الخيارات الأكثر جاذبية وتعزيز أداء محافظهم الاستثمارية.

المبحث الثاني: التوصيات

4-1-2 التوصيات:

- 1- توصي الدراسة بتبني استراتيجيات التداول العكسية في الأسواق ذات التقلبات العالية مثل سوق العراق للأوراق المالية، لما لها من قدرة على تحقيق عوائد إضافية خلال فترات الأزمات الاقتصادية.
- 2- يُنصح بمراجعة المحفظة بشكل منتظم لضمان توافقها مع تغييرات السوق، خاصة في ظل الظروف الاقتصادية غير المستقرة، لتجنب المخاطر وتحقيق عوائد أفضل.
- 3-: يُنصح المستثمرون بتبني الاستراتيجية العكسية كخيار استثماري رئيسي، نظرًا لتفوقها في تحقيق عوائد معدلة بالمخاطر حسب مقياس Treynor، حيث أظهرت 19 استراتيجية عكسية أداءً إيجابيًا مقارنةً بـ 3 استراتيجيات فقط حققها السوق.
- 4-تنصح الدراسة باستخدام مؤشر IR بشكل دوري لتقييم أداء المحفظة، مما يسمح بتحديد فعالية الاستراتيجيات المتبعة في تحقيق عوائد إيجابية تتناسب مع مستوى المخاطر.
- 5- ضرورة الاعتماد على التحليل الإحصائي الدقيق لتقييم أداء المحفظة واستخدام تقنيات مثل اختبار "t" لاختبار معنوية النتائج المحققة وضمان دقتها.
- 6- يفضل تكيف الاستراتيجيات الاستثمارية بحيث تتناسب مع التغيرات المفاجئة في السوق، مع وضع خطط بديلة لتقليل المخاطر والاستفادة من الفرص الجديدة.
- 7- من الضروري تعزيز البنى التحتية التكنولوجية في سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى تحسين بيئة السوق لجعلها أكثر جاذبية لدخول المزيد من الشركات. هذا يعزز من زيادة عمليات الاستثمار، مما يساهم في تحقيق فوائد لكلا من الشركات والأفراد على وجه الخصوص، ويعزز أيضًا من نمو الاقتصاد العراقي بشكل عام.
- 8- ينبغي على المستثمرين استغلال استراتيجية البيع القصير، حيث أظهرت النتائج أنه في حالات الأزمات، يميل السوق إلى الانخفاض، مما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح. لذلك، توصي السلطات المعنية بتشريع البيع القصير والسماح به كوسيلة لتعزيز كفاءة السوق وتمكين المستثمرين من الاستفادة من تقلبات الأسعار.

- 9- توصي بتصميم وتنفيذ منصات إلكترونية متخصصة في التداول تعتمد على تقنيات التحليل الفني، مما يسهل على الأفراد دخول السوق. هذه المنصات يجب أن توفر أدوات تحليل متقدمة، وبيانات فورية، ودروس تعليمية لتعزيز قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة.
- 10- توصي بضرورة تعزيز اهتمام الجهات المعنية بمزودي السيولة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ يلعبون دورًا حيويًا في تحسين كفاءة السوق واستقرار الأسعار وتقليل الفجوة بين العرض والطلب، فضلًا عن تسريع تنفيذ الأوامر. إذ ينبغي تطوير آليات تشجيع هؤلاء المزودين وتعزيز الشفافية لجذب المزيد من الاستثمارات.
- 11- توصي الدراسة بضرورة تعزيز دور صانع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، حيث يساهم في تحسين السيولة واستقرار الأسعار وتقليل تذبذبها، إضافة لزيادة الفرص الاستثمارية. إذ يجب تطوير آليات تحفيزية لجذب صناع السوق وتوفير بيئة تنظيمية تشجع على المشاركة الفعالة لتحقيق نمو مستدام.
- 12- ينبغي العمل على مراجعة الدراسات السابقة حول الاستراتيجيات العكسية والاستفادة من النتائج لتطوير استراتيجيات تتوافق مع طبيعة سوق العراق للأوراق المالية.
- 13- ضرورة الاهتمام في العمل على تقديم تدريب للمستثمرين على استراتيجيات التداول العكسية وتطوير فهم عميق لكيفية عملها في الأسواق المتقلبة مثل سوق العراق للأوراق المالية.
- 14- يفضل تقسيم فترة الدراسة إلى فترات زمنية محددة لتحليل أداء المحفظة خلال كل فترة بشكل منفصل، مما يسهل فهم تأثير الأحداث الاقتصادية المختلفة على العوائد.
- 15- يتطلب تطوير آليات رقابة وإدارة مخاطر فعالة تساعد على اكتشاف المخاطر مبكرًا والتعامل معها بشكل فعال، مما يساهم في الحفاظ على أداء إيجابي للمحفظة في الأزمات.
- 16- من الضروري إجراء دراسات مقارنة بين الأسواق المختلفة والاستراتيجيات المتنوعة لتحديد الأنماط الأكثر فعالية وتحقيق نتائج أفضل، مما يساهم في تحسين القرارات الاستثمارية وتقليل المخاطر.

المصادر والمراجع

• القرآن الكريم.

أولاً: المصادر العربية (الكتب):

1. آل شبيب، دريد كامل (2010)، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
2. باكير، محمد مجد الدين (2008)، محافظ الاستثمار إدارتها وإستراتيجياتها، سوريا: دار شعاع للنشر.
3. الجبوري، احمد جدعان حماد موسى (2011)، قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية - دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت.
4. الحناوي، محمد صالح وآخرون (2010)، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، (ط1)، الإسكندرية، مصر: المكتب الجامعي الحديث.
5. الشاورة، فيصل محمود (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (ط1)، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
6. العامري، محمد علي إبراهيم، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، عمان، الأردن: دار إثراء للنشر والتوزيع.
7. عبد الحميد، احمد مختار. معجم اللغة العربية المعاصرة ج2، تأليف الدكتور أحمد مختار عبد الحميد بمساعدة فريق عمل/ الناشر عالم الكتب/ الطبعة الأولى / 2008م.

الدوريات:

8. الحمدوني، إلياس خضير (2011)، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4(7).
9. العتيبي، محمود حسني، وعانسوه، محمد سلامة، وحمدان، علام محمد (2009)، تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية، وأثرها في كفاءة السوق، والأرباح غير العادية، مجلة العربية للعلوم الادارية، مجلد 13، عدد 3.

10. فراس خضير عباس الزبيدي, & قاسم كريم جعيل العابدي. (2022). أثر التدفقات النقدية على مخاطر الإستثمار في الأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الكلية الاسلامية الجامعة, 1(67), 239-270.
11. القاضي, & كريم محمد حافظ توفيق. (2024). أثر الإفصاح عن تقرير إدارة مخاطر الأمن السيبراني علي قرارات الإستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم دراسة تجريبية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 8(1), 323-374.

التقارير:

12. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للبحوث والاحصاء، الفائدة على اذونات الخزينة للسنوات (2019-2023).
13. التقارير الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2019-2023).

الاطاريح ورسائل الماجستير العربية:

14. الدليمي، حيدر قادر، اتجاهات تصميم المحافظ الاستثمارية المثلى والبديلة في سوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الانبار. 2010.
15. الزوبعي، محمد فائز حسن (2017)، بناء محفظة نشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه - جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد.
16. عبد القادر، دعاء ذيب (2015) امكانية استعمال استراتيجية الزخم للتحقق من الكفاءة الضعيفة للسوق المالي، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية.
17. مطر، محمد وتيم، فائز (2005)، إدارة المحافظة الاستثمارية، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
18. هندي، منير إبراهيم (2010)، الفكر الحديث في الاستثمار، (ط3)، إسكندرية: دار المعرفة الجامعية للتوزيع.

19. وردة، المغير اسماعيل (2018)، ربحية استراتيجيات الزخم في الأسواق المالية العربية - دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سوريا.

ثانيا: المصادر الاجنبية:

A- Books:

20. Arnold, Curtis M. (1993) "Timing the market: How to profit in Bull and Bear market with technical Analysis" 1st edition, Mc Graw-Hill, Inc.
21. Arnold, Glen (2002), Corporate Financial Management, 2nd ed. , Prentice Hall.
22. Arnold, Glen, Modern Financial Markets and Institutions, First published, Pearson Education Limited, 2012.
23. Baker, H. K., & Filbeck, G. (Eds.). (2013). Portfolio theory and management. Oxford University Press.
24. Besley and Eugene F. Brigham " CFIN4" 2nd Edition , Cengage Learning , Mason , USA , 2015.
25. Bhalla , V.K " Investment Management Security Analyses and Portfolio " 19th revised Edition , S.Chand & Company PVT. Ltd , 2013.
26. Bodie Zvi, Kane Alex, & Marcus, Alan J., 2014, " Investment", 10th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., US
27. Bodie Zvi, Kane Alex, & Marcus, Alan J., 2018, " Investment", 11th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., US
28. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2012). *Essentials of Investments 9th Edition*. McGraw-Hill.
29. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2001), *Essentials Of Investments*, 4th.ed, McGraw-Hill Companies, New York, N.Y. , America .
30. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2021), *Essentials Of Investments*, 12th.ed, McGraw-Hill Companies, New York, N.Y. , America .
31. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus, Alan J. (1998), "Essentials of Investment" 4th ed., N.Y.: McGraw-Hill, Inc.

32. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. & Marcus, Alen (2022), Fundamentals Of Corporate Finance, 11th ed. , McGraw–Hill, Higher Education, Americas .
33. Brentani , Christine “ Portfolio Management in Practice “ 1st edition , Butterworth-Heinemann , MA , 2004.
34. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8th ed. THOMSON, United States Of America .
35. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2007) “Intermediate Financial Management” 9th ed. THOMSON, United States of America.
36. Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (2011) “Financial Management, Theory and Practice” 13th edition. United State of America, South- western.
37. Brigham, Eugene F. & Houston Joel F. (2009) “Fundamentals of Financial Management” 10th Edition, South-Western Cengage Learning.
38. Brooks , John C. "Mastering Technical Analysis "using the tools of Technical Analysis for profitable trading , "1st , McGraw-Hill companies , 2010.
39. Brooks, Raymond, Financial Management: Core Concepts, Third Edition, Pearson Education Limited, England, 2016.
40. Cecchetti, Stephen G., & Schoenholtz, Kermit L., Money, Banking, And Financial Markets, Fourth Edition, McGraw-Hill, 2015.
41. Cheol Eun, Bruce Resnick, Tuugi Chuluun - International Financial Management-McGraw-Hill Education (2020)
42. Chong, Yenyee (2004) “Investment Risk Management” John Wiley & Sons Ltd.
43. Christopherson , Jon A. ; Daivd R. Carino And Wayne E. Ferson "Portfolio Performance Measurement And Benchmarking " 1st Edition , Mcgraw-Hill/ Irwin, Inc. 2009.
44. Derivatives” 1st Ed, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2013.
45. Donald,” Security Analysis, Portfolio Management, And Financial
46. Douglas , Alex and Larry Loveneic and Peter Pontikis " Fx trading : A guide to trading foreign exchange " 2nd edition , Wright Books , Ltd 2012. Education. 2023. p29 1.
47. Edwards, Robert D. & Magee, John W.H.C. (2007) “Technical Analysis of Stock Trends” 9th ed., CRC Press an Imprint of Taylor & Francis Group.

48. Elton, Edwing J. & Martin, J. Gruber & Stephen J. Brown & William N. Goetzmann (2014) "Modern Portfolio Theory and Investment Analyses" 9th Ed., John Wiley and Sons, Ins.
49. Elton, Edwing J. and Martin J. Gruber "Investment and Portfolio Performance" 1st Edition, World Scientific Press, 2011.
50. Eric Tyson - Investing All-in-One for Dummies-For Dummies (2022).
51. Eun, Cheol S., & Rsrnick, Bruce G., & Chuluun, Tungi, International financial management, Ninth edition McGraw-Hill, 2021.
52. Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (Eds.). (2002). The theory and practice of investment management. John Wiley & Sons. For Financial Management", 13th Edition, Mcgraw-Hill
53. Francis, Jack Clark & Kim, Donchez (2013) "Modern Portfolio Theory" Foundation, Analysis and New Developments.
54. Frank J. Fabozzi(auth.) - Institutional Investment Management_ Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications (2009).
55. Gitman, Lowrance J. (2000), Principles of Managerial Finance, 9th ed. World Student Series Edition, USA.
56. Graham, B., & Dodd, D. (2008). Security Analysis: Foreword by Warren Buffett (Security Analysis Prior Editions).
57. Hearth, Douglas & Zaima, Janis K. (2004), Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis ,4th ed., THOMSON, South-western, Canada.
58. Hersh Shefrin - Behavioral Corporate Finance-McGraw Hill (2017).
59. Higgins, Robert C., & Koski, Jennifer L., & Mitton, Todd, Analysis for Financial Management, 13th ed, McGraw-Hill ,2023.
60. Higgins, Robert C., Koski, Jennifer L. And Mitton, Todd," Analysis
61. Hiller, David & Grinblatt, Mark & Titman, Sheridan, (2008), Financial Markets and Corporate strategy, 8th ed., McGraw –Hill Companies.
62. Ilmanen, Antti, Investing Amid Low Expected Returns, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2022.
63. James Chen: Essentials of Technical Analysis for Financial Markets, 1st edition, John Wiley & Sons, (2010)
64. James Dicks: Forex Trading Secrets: Trading Strategies for the Forex Market, 1st edition, The McGraw-Hill, (2010).

65. James, C. & John, M. (2009) "Fundamentals of Financial Management" 13th ed., prentice – Hall.
66. Jones, Charles P. (1998) "Investments: Analysis and Management" 6th ed, N.Y: John Wiley & Sons, Inc.
67. Jones, Charles P. (2004), Investments Analysis and Management, 9th ed., John Wiley and Sons, Inc, New York.
68. Jones, Charles P. (2013) "Investment Analysis and Management" 12th ed., John Wiley & Sons, Inc.
69. Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. & Dolvin, Steven D. (2018) "Fundamentals of Investments Valuation and Management" 8th ed, McGraw-Hill, Inc., New York.
70. Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. (2008) Fundamentals of Investment, Valuation and Management, 4th ed, McGraw-Hill, United States of America.
71. Keown, Arthur J., & Martin, John D., & Petty, William J. , Foundations of Finance, 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey, 2020.
72. Keown, Arthur J., & Martin, John D., & Petty, William J. , Foundations of Finance, 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey, 2020.
73. Lee ,Cheng Few, Finnerty ,Joseph, And Lee, John , Lee ,Alice C., Wort,
74. Levy, Haim. Post, Thierry "Investment" Prentice Hall, 2005.
75. Maclean, George Alexander (2005) "Fibonacci and Gann Applications in Financial Markets" John Wiley & Sons Ltd.
76. Madura, Jeff (2010), International Corporate Finance, 10th ed. South-Western.
77. Mayo, H. B. (2011). Introduction to investments: International edition. Nashville: South-Western College Publishing.
78. Mayo, Herbert B. "Investment: An Introduction "11th Edition, Thomson Higher Education, USA, 2014
79. McDowell, Bennett A. (2008) "The Art of Trading: Combining the Science of Technical Analysis with The Art of Reality – Based Trading" 1st ed., John Wiley and Sons, Inc.

80. McLaney, E. J. (2000), Business Finance, Theory and Practice, 5th ed., Pearson Education Limited.
81. McMenemy, Jim (1999), Financial Management, Simultaneously Published in the USA and Canada by Routledge.
82. McMillan, M.G. (2011). Investments: principles of portfolio and equity analysis.
83. Mishkin, Frederic S., The Economics of money, Banking, and financial markets, Columbia university, Twelfth edition, Pearson, New York, 2019.
84. Mladjenovic , Paul, Stock Investing, 6th Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2020.
85. Murphy, John J. (1991) "Intermarket Technical Analysis" Trading Strategies for The Global Stock, Bond, Commodity, And Currency Markets: John Wiley & Sons.
86. Pascal Query, (2022) Yann Le Fur FINANCE Corporate Finance Theory and Practice, 6 the ed.
87. Reilly, Frank C. & Brown, Keith G. (2012) "Investment Analysis and Portfolio Management" 10th ed. South-Western, Cengage Learning.
88. Reilly, Frank C. & Brown, Keith G. Sanford J. Leeds (2018) "Investment Analysis and Portfolio Management" 11th ed.
89. Reilly, Frank K., Brown, Keith C., And Leeds, Sanford J.," Investment Analysis & Portfolio Management", Eleventh Edition, Cengage Learning, Inc.,2019.
90. Richard Pike, Bill Neale, Philip Linsley - Corporate Finance and Investment_ Decisions and Strategies-Pearson (2015).
91. Ross, S. A., Westerfeld, R., Jordan, B. D. (2016). *Essentials of corporate finance* (9ed). McGraw-Hill/Irwin.
92. Ross, Stephen A. & Westerfeld, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (2008), Fundamentals of Corporate Finance, 8th ed. McGraw-Hill, United States of America.
93. Ross, Stephen A. & Westerfeld, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (2022), Fundamentals of Corporate Finance, 13th ed. McGraw-Hill, United States
94. Saunders, A., Cornett, M. M., & Erhemjamts, O. (2021). Financial institutions management: A risk management approach. McGraw-Hill.
95. Sindel, Kathleen, 2005, "Investing Online for Dummies", 5th ed, Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana.

96. Slegel, Jeremy J., *Stocks for the long run*, Fifth Edition, McGraw Hill, New York, 2014:
97. Smart, Scott B. & Megginson, William L. (2009) "Introduction to Financial Management" 2nd ed. South-Western Cengage Learning
98. Smart, Scott B., & Zutter, Chad J., *Fundamentals of Investing*, 14th ed, Pearson Education Limited, 2020.
99. Snopek, Lukasz "the Complete Guide to portfolio Construction and Management" 1st edition, John Wiley and Sons, Inc. 2012
100. Strong, Robert A. (2003). *Portfolio Construction Management and Protection*, (3rd ed.). United States of America: Thomson by South-Western.
101. Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. (2018). *Financial Management: Principles and Applications*, Global Edition, 13/E.
102. Titman, Sheridan, & Keown, Arthur J., & Martin, John D., *Financial Management*
103. Tuckman, B., & Serrat, A. (2022). *Fixed income securities: tools for today's markets*. John Wiley & Sons.
104. Watson, D., & Head, A. (2019). *Corporate finance: principles and practice*. Pearson Education. 8ed.
105. Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2019). *Principles of managerial finance*. London: Pearson.

B- Periodicals:

106. Abd Halim, N. N., Jusoh, N., Elias, S. M., & Kamil, K. H. (2019). Performance of Contrarian Investing for Shariah Compliant Stock Portfolio. *Malaysian Journal of Science, Health & Technology*.
107. Acma, Qamruzzaman (2014) "Comparative Study on Performance Evaluation of Mutual Fund Schemes in Bangladesh: An Analysis of Monthly Returns" *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol.5, No. 4, 190-209.
108. Agbam, A. S., Anyamaobi, C., & Okon, E. O. (2018). Firm size, book to market equity and the stock returns: analysis of stock market. *World Journal of Finance and Investment Research*, 3(1), 46-79.

109. Ahmad, A., & Abu-Ghunmi, D. (2021). Have investors in the banking sector become more conservative in the long run?. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2).
110. Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2020). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(1), 60-90.
111. Ahmed, W. M. (2014). The trading patterns and performance of individual vis-à-vis institutional investors in the Qatar Exchange. *Review of Accounting and Finance*, 13(1), 24-42.
112. Alktrani, S. H. M. (2021). Impact of Concentration and Diversity of Loan Portfolio on The Bank Equity Return: A Cross Country Analysis. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(7), 1950-1962.
113. Ameer, A. L., & Al-Shamery, E. (2022). A superior active portfolio optimization model for stock exchange. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*, 10(2), 41-53.
114. Andreu, L., Matallín-Sáez, J. C., & Sarto, J. L. (2018). Mutual fund performance attribution and market timing using portfolio holdings. *International Review of Economics & Finance*, 57, 353-370.
115. Atsalakis, G. S., Protopapadakis, E. E., & Valavanis, K. P. (2016). Stock trend forecasting in turbulent market periods using neuro-fuzzy systems. *Operational Research*, 16, 245-269.
116. Bakar, N. A., & Rosbi, S. (2018). Robust framework diagnostics of Blockchain for bitcoin transaction system: A technical analysis from Islamic Financial Technology (i-FinTech) perspective. *International Journal of Business and Management*, 2(3), 22-29.
117. Bartlett, R. & Partnoy, F. (2020) "The Misuse of Tobin's q" *Vand. L. Rev.*, Vol.73, Issue 2 353.
118. Batool, A., & Bhutta, N. T. (2023). Evaluation Of Momentum And Contrarian Strategies For Conventional And Shariah-Compliant Securities: Evidence From Pakistan Stock Exchange. *Journal of Positive School Psychology*, 105-129.

119. Battisti, E., Miglietta, N., Salvi, A., & Creta, F. (2019). Strategic approaches to value investing: a systematic literature review of international studies. *Review of International Business and Strategy*, 29(3), 253-266.
120. Bernstein, P. L. (2000). Risk management, financial markets and insurance: the hidden linkages. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 25(4), 629-636.
121. Bildik, R., & Gülay, G. (2007). Profitability of contrarian strategies: Evidence from the Istanbul stock exchange. *International Review of Finance*, 7(1-2), 61-87.
122. Bondt, W.D., & Thaler, R.H. (1987). Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, 42, 557-581.
123. Bonomo, M., & Dall'Agnol, I. (2003). Abnormal returns and contrarian strategies. *Brazilian Review of Finance*, 1(2), 165-215.
124. Cagliero, L., Fior, J., & Garza, P. (2023). Shortlisting machine learning-based stock trading recommendations using candlestick pattern recognition. *Expert Systems with Applications*, 119493.
125. Cerniglia, J. A., & Fabozzi, F. J. (2020). Selecting Computational Models for Asset Management: Financial Econometrics versus Machine Learning—Is There a Conflict?. *The Journal of Portfolio Management*, 47(1), 107-118.
126. Chakraborty, A., Grant, J. L., & Trahan, E. A. (2017). The EVA Style Approach to Tactical Asset Allocation. *The Journal of Wealth Management*, 20(2), 41-53.
127. Chan, K. C. (1998). On the Contrarian Investment Strategy. *The Journal of Business*. Vol. 61 (2), February 1988, 147-163.
128. Chandra, prasanna(2011), financial management,8 edition,mcgraw hill,new delhi.
129. Chang, R. P., McLeavey, D. W., & Rhee, S. G. (1995). Short-term abnormal returns of the contrarian strategy in the Japanese stock market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(7), 1035-1048.
130. Chen, O., Jiang, Y., & Li, Y. (2010). Market States and Contrarian strategy: Evidence from Chinese stock market. Working Paper, June.
131. Chen, Q., Hua, X., & Jiang, Y. (2018). Contrarian strategy and herding behaviour in the Chinese stock market. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1552-1568.

132. Chhutani Gopwani, R. M. (2019). Active vs passive investment. The optimal diversification effect.
133. Chincarini, L. B., & Kim, D. (2007). Another Look At The Information Ratio. *Journal Of Asset Management*, 8, 284-295.
134. Chsherbakov, V. (2010). Efficiency of use of technical analysis: evidences from Russian stock market. *Ekonomika a management*, 4, 1-11.
135. Colajanni, G., & Daniele, P. (2018). A Financial Model for a Multi-period Portfolio Optimization Problem with a variational formulation. *Variational Analysis and Set Optimization: Developments and Applications in Decision Making*, 25-43.
136. Costa, D. F., de Melo Carvalho, F., de Melo Moreira, B. C., & do Prado, J. W. (2017). Bibliometric analysis on the association between behavioral finance and decision making with cognitive biases such as overconfidence, anchoring effect and confirmation bias. *Scientometrics*, 111, 1775-1799.
137. Cremers, M. (2017). Active share and the three pillars of active management: skill, conviction, and opportunity. *Financial Analysts Journal*, 73(2), 61-79.
138. Cucchiella, F., Gastaldi, M., & Trosini, M. (2017). Investments and cleaner energy production: A portfolio analysis in the Italian electricity market. *Journal of Cleaner Production*, 142, 121-132.
139. Damodaran, A. (2012). Value investing: investing for grown ups?. *Available at SSRN 2042657*.
140. Day, M. Y., & Ni, Y. (2023). Do clean energy indices outperform using contrarian strategies based on contrarian trading rules?. *Energy*, 272, 127113.
141. De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
142. de Carvalho, B. M. R. (2018). Contrarian Investment Strategy and Credit Ratings.
143. de Jong, M. (2018). Portfolio optimisation in an uncertain world. *Journal of Asset Management*, 19(4), 216-221.
144. De Rossi, G., & Steliaros, M. (2022). The Shift from Active to Passive and its Effect on Intraday Stock Dynamics. *Journal of Banking & Finance*, 143, 106595.
145. Dhankar, R. S., & Dhankar, R. S. (2019). Stock Market Overreaction. *Risk-Return Relationship and Portfolio Management*, 63-76.

146. Dhankar, R., & Maheshwari, S. (2014). A Study Of Contrarian And Momentum Profits In Indian Stock Market. *International Journal Of Financial Management*, 4(2), 40-54.
147. Dichev, Iliya & Kelly, Huang & Dexin, Zhou (2014) "The Dark Side of Trading" *Journal of Accounting Auditing & Finance*, VoL.29, No.4, pp 492-518.
148. Dreman, D. N. (1979). *Contrarian investment strategy: the psychology of stock market success*. (No Title).
149. El Hajj, M., & Hammoud, J. (2023). Unveiling the influence of artificial intelligence and machine learning on financial markets: A comprehensive analysis of AI applications in trading, risk management, and financial operations. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(10), 434.
150. Fisher, L., & Weil, R. L. (2017). Coping with the risk of interest-rate fluctuations: returns to bondholders from I and optimal strategies. In *Bond Duration and Immunization* (pp. 184-207). Routledge.
151. Foltice, B., & Dolvin, S. (2021). Using a Simple Technical Analysis Indicator to Guide Asset Allocation Decisions. *The Journal of Wealth Management*, 24(3), 31-41.
152. Forbes, W., Kiselev, E., & Skerratt, L. (2023). The stability and downside risk to contrarian profits: Evidence from the S&P 500. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 733-750.
153. Franzen, D. (2010). *Managing investment risk in defined benefit pension funds*.
154. Frino, A., Gallagher, D. R., & Oetomo, T. N. (2005). The index tracking strategies of passive and enhanced index equity funds. *Australian Journal of Management*, 30(1), 23-55.
155. Gangadhar, V. & Bahu, Ramesh G. (2006) "Investment Management" Anmol Publications PVT. LTD.
156. George, S., & Srinivasa Suresh, P. (2018). Trading Behaviour of Investor Categories and Its Impact on Indian Equity Market. *Advances in Finance & Applied Economics*, 185-195.
157. Gharaibeh, O. K. (2015). Long-term contrarian profits in the Middle East market indices. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(16).

158. Gharaibeh, O. K. (2015). Short-term contrarian profits in the Kuwait stock market. *International Journal of Business and Management*.
159. Gharaibeh, O. K. (2016). Evidence of Morocco Industry Long-Term Return Contrarian. *International Journal of Business and Management*, 11(1).
160. Gharaibeh, O., Alown, B., & Al Eitan, G. N. (2016). Evidence of short-term contrarian effect in Abu Dhabi firms. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 16(9), 17-24.
161. Gorbunova, N. A. (2016). Methods of analysis of equity securities risk and return: issues and prospects.
162. Gradojevic, N., Kukolj, D., Adcock, R., & Djakovic, V. (2023). Forecasting Bitcoin with technical analysis: A not-so-random forest?. *International Journal of Forecasting*, 39(1), 1-17.
163. Halicki, Marcin & Uphaus, Andreas (2015) "Efficient Frontier and International Portfolio's Diversification" *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*.
164. Hasan, M. F., Faris, A. A., & Abdulsatar, N. A. (2020). Contrarian Investment Strategy: a Superior Active portfolio approach. *THE IRAQI MAGAZINJE FOR MANAGERIAL SCIENCES*, 16(66).
165. Heinz, A., Jamalodeen, M., Saxena, A., & Pollacia, L. (2021). Bullish and Bearish Engulfing Japanese Candlestick patterns: A statistical analysis on the S&P 500 index. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 79, 221-239.
166. Hopkins , Brandy , Delbert C. Goff , Don R. Cox , The Investment Performance Of U.S. University Endowment Funds: Should Some Be Passively Managed ? *Journal of Financial and Economic Practice* , Volume 13 Issue , Spring 2013
167. Hunjra, Ahmed Imran & Tayachi, Tahar & Mehmood, Rashid & Malik, Sidra & Malik, Zoya (2020) "Impact of Credit Risk on Momentum and Contrarian Strategies" *Evidence from South Asian Markets, Risks*, VoL.8, Issue 2, PP.1-14.
168. Iglesias Garcia, J. M., Otero Gonzalez, L., & Duran Santomil, P. (2022). Value investing: application of different strategies to equity mutual funds. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 51(2), 213-231.

169. Ilham, R. N., Sinta, I., & Sinurat, M. (2022). The effect of technical analysis on cryptocurrency investment returns with the 5 (five) highest market capitalizations in Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 11(02), 1022-1035.
170. Jagadeesh, Narasimhan & Titman, Sheridan (1993) "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency" *The Journal of Finance*, Vol.48, No.1, PP.65-91.
171. Jagirdar, S. S., & Gupta, P. K. (2023). Value and Contrarian Investment Strategies: Evidence from Indian Stock Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2),
172. Jain, Rachit & Bhardwaj, Puru & Soni, Priyanshu (2022) "Can the Market of Cryptocurrency Be Followed with the Technical Analysis" *International Journal for Research in Applied Science & Engineering Technology (IJRASET)*, VOL.10, Issue,1V.
173. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1995). Overreaction, delayed reaction, and contrarian profits. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 973-993.
174. Kadoya, S., Kuroko, T., & Namatame, T. (2008). Contrarian investment strategy with data envelopment analysis concept. *European Journal of Operational Research*, 189(1), 120-131.
175. Kantos, C., & DiBartolomeo, D. (2020). How the pandemic taught us to turn smart beta into real alpha. *Journal of Asset Management*, 21(7), 581-590.
176. Kazlacheva, Z. I. (2017, October). An investigation of application of the golden ratio and Fibonacci sequence in fashion design and pattern making. In *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering* (Vol. 254, No. 17, p. 172013). IOP Publishing.
177. Khan, K. M., Rehman, W., & Saif, O. B. (2022). Predicting key reversal points through Fibonacci retracements. *Journal of Management Info*, 9(3), 299-310.
178. Kinlaw, W., Kritzman, M., & Turkington, D. (2019). Crowded trades: Implications for sector rotation and factor timing. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 46-57.
179. Kirkpatrick II, F. C. D., & Julie, R. (2017). *Trends—The Basics. CMT Level I 2017: An Introduction to Technical Analysis*.
180. Kisman, Zainul & Restiyanita, Shintabelle (2015) "The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) And Arbitrage Pricing Theory (APT) In

- Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange” American Journal of Economics, Finance and Management, VoL.1, No.3.
181. Knight, Tim “ Chart Your Way To Profits: The Online Trader’s Guide to Technical Analysis with Prophet Charts “2nd edition , Wiley and Sons.Inc , 2010
 182. Kolbadi, P., & Ahmadiania, H. (2011). Examining Sharp, Sortino and Sterling ratios in portfolio management, evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Business and Management*, 6(4), 222-236.
 183. Koo, J. H., & Yang, D. (2018). Managerial overconfidence, self-attribution bias, and downwardly sticky investment: evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 144-161.
 184. Koratamaddi, P., Wadhvani, K., Gupta, M., & Sanjeevi, S. G. (2021). Market sentiment-aware deep reinforcement learning approach for stock portfolio allocation. *Engineering Science and Technology, an International Journal*, 24(4), 848-859.
 185. Latva-Mäenpää, L. (2019). Evidence of a complementary relationship between fundamental and technical analysis in the Finnish stock market.
 186. Lavrinenko, A., & Shmatko, N. (2019). Twenty-first century skills in finance: prospects for a profound job transformation. *Форсайт*, 13(2 (eng)), 42-51.
 187. Lawal, A. I. (2018). Are oil prices mean reverting?. In *Are oil prices mean reverting?: Lawal, Adedoyin Isola*.
 188. Lee, J., & Lee, C. F. (2023). Asset Allocation and Markowitz Portfolio-Selection Model. In *Essentials of Excel VBA, Python, and R: Volume I: Financial Statistics and Portfolio Analysis* (pp. 587-616). Cham: Springer International Publishing.
 189. Lee, Ming & Su, Li (2014) “Capital Market Line Based on Efficient Frontier of Portfolio with Borrowing and Lending Rate” *Universal Journal of Accounting and Finance*, Vol.4.
 190. Lehtoalho, J. (2018). Optimizing Bollinger band parameters: Individual stock and portfolio approach.
 191. Lejeune, M. A., & Samatlı-Paç, G. (2013). Construction of risk-averse enhanced index funds. *INFORMS Journal on Computing*, 25(4), 701-719.
 192. Leković, M. M. (2021). Historical development of portfolio theory. *Tehnika*, 76(2), 220-227.

193. Leung, M. F., & Wang, J. (2020). Minimax and biobjective portfolio selection based on collaborative neurodynamic optimization. *IEEE Transactions on Neural Networks and Learning Systems*, 32(7), 2825-2836.
194. Li, C., Tan, S. R., Ho, N., & Chia, W. M. (2019). Investor Sentiment, Behavioral Heterogeneity and Stock Market Dynamics. *Behavioral Heterogeneity and Stock Market Dynamics* (May 30, 2019).
195. Lindquist, W. B., Rachev, S. T., Hu, Y., & Shirvani, A. (2022). Modern Portfolio Theory. In *Advanced REIT Portfolio Optimization: Innovative Tools for Risk Management* (pp. 29-48). Cham: Springer International Publishing.
196. Liu, J., Tao, Q., Hou, W., & Zhang, T. (2016). Systematic risk, government policy intervention, and dynamic contrarian investments. *International Review of Economics & Finance*, 43, 334-343.
197. Liu, Ying Sing & Lee, Liza (2021) "Are Modifications in The ETF's Investment Performance and Risks During The COVID-19 Pandemic Event" *Review of Applied Socio- Economic Research*, VoL.23, Issue, pp. 5-17.
198. Maeso, J. M., & Martellini, L. (2017). Factor investing and risk allocation: From traditional to alternative risk premia harvesting. *The Journal of Alternative Investments*, 20(1), 27-42.
199. Manoach, O. (2010). CONTRARIAN INVESTMENT STRATEGY IN INDONESIA STOCK EXCHANGE MARKET. *JURNAL EKSEKUTIF*, 7(3).
200. Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 1(1), 83-94.
201. Marshal, Iwedi., Abundance , Ohiorenoya Ebitari. ,& Charles , Adamgbo Suka Lenu, 2016 ," Partial Autocorrelation Modelling of Capital Market Efficiency in Nigeria: The Random Walk Hypothesis ", *Journal of Accounting and Financial Management* Vol. 2 No
202. Masry, M. (2017). The impact of technical analysis on stock returns in an emerging capital markets (ECM's) country: Theoretical and Empirical Study. *International Journal of Economics and Finance*, 9(3), 91-107.

203. Mazza, P., & Ruh, B. (2022). The performance of corporate legal insider trading in the Korean market. *International Review of Law and Economics*, 71, 106076.
204. Merton, R. C. (1980). On estimating the expected return on the market: An exploratory investigation. *Journal of financial economics*, 8(4), 323-361.
205. Milovidov, V. (2020). Investors Behavior Under Growing Financial Market Uncertainty. Available at SSRN 3733825.
206. MoeinAddin, M., ShahnazNayebzadeh, R., & Fazelyazdi, A. (2013). The Study of the Share Price Overreaction and the Profitability of the Contrarian Investment Strategy to Gain the Return in the Iran Stock Exchange.
207. Molyboga, M. (2020). A modified hierarchical risk parity framework for portfolio management. *The journal of financial data science*, 2(3), 128-139.
208. Monga, R., Aggrawal, D., & Singh, J. (2022). Smart Beta Investing: An Alternative Investment Paradigm in Emerging Indian Equity Market. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 13(1), 209-237.
209. Monte , A.J. and Rick Swope *The Market Guys' Five Points for Trading Success: Identify, Pinpoint, Strike, Protect and Act!* “ 1st Edition, Wiley and Son , Inc. , 2008.
210. Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., & Kish, R. (1999). Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 8(3), 215-234.
211. Murgea, A. (2016). Mercury retrograde effect in capital markets: truth or illusion. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 9(1), 49-61.
212. Negishi, R., Sekiguchi, K., & Takahata, K. (2023). Determining Parastichy Pairs for Florets and Seeds on Sunflowers. *FORMA*, 37(3), 39-49.
213. O’Keeffe, C., & Gallagher, L. A. (2017). The winner-loser anomaly: Recent evidence from Greece. *Applied Economics*, 49(47), 4718-4728.
214. Okoth, E. A. (2005). Testing whether contrarian investment strategy offer profitable opportunity at Nairobi stock exchange (Doctoral dissertation).
215. Pandiangan, N., & Hasbullah, E. S. (2021). Quadratic investment portfolio based on value-at-risk with risk-free assets: for stocks of the mining and energy sector. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(4), 175-184.

216. Parikakis, G. S., & Syriopoulos, T. (2008). Contrarian strategy and overreaction in foreign exchange markets. *Research in International Business and Finance*, 22(3), 319-324.
217. Pasaribu, Rowland Bismark (2019) “Value at Risk of Momentum Investment Strategy” Indonesia’s Liquid Stocks Portfolio, *Journal Management Indonesia*, VoL. 9, PP. 30-45. Journals
218. Pathak, R. (2011). Does Contrarian Investment Strategy Work in India. Available at SSRN 1782706.
219. Pattipeilohy, M. L., & Koesrindartoto, D. P. (2015). Portfolio selection by contrarian strategy: evidence in Indonesia. *Advanced Science Letters*, 21(6), 2109-2113.
220. Pedersen, L. H. (2018). Sharpening the arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 74(1), 21-36.
221. Phuong, L. C. M. (2021). Investor Sentiment by Money Flow Index and Stock Return. *International Journal of Financial Research*, 12(4), 33-42.
222. Pouget, S., Sauvagnat, J., & Villeneuve, S. (2017). A mind is a terrible thing to change: confirmatory bias in financial markets. *The Review of Financial Studies*, 30(6), 2066-2109.
223. Prechter , Robert R. Jr.” *The Wave Principle of Human Social Behavior and the New Science of Socionomics* “4th edition, New Classics Library Elliott wave international , Inc , 2009 .
224. Qashqai, E., Salehi, A. K., & Rad, A. M. (2023). Investigating the contrarian trading strategy performance in the Tehran stock exchange based on the firm’s risk criteria. *Journal of Advances in Finance and Investment*, 4(1), 115-140.
225. Rao, M., Haque, A., & Qamar, M. A. J. (2022). Return Reversal Effect: Risk Adjusted Contrarian Profits from India & Pakistan Markets. *Indian Journal of Economics and Business*, 21(1).
226. Ratto, A. P., Merello, S., Oneto, L., Ma, Y., Malandri, L., & Cambria, E. (2018, November). Ensemble of technical analysis and machine learning for market trend prediction. In 2018 IEEE symposium series on computational intelligence (ssci) (pp. 2090-2096). IEEE.
227. Raza, S., Baiqing, S., Kay-Khine, P., & Ali Kemal, M. (2023). Uncovering the Effect of News Signals on Daily Stock Market Performance: An Econometric Analysis. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 99.

228. Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.
229. Sarpong, P., & Sibanda, M. (2014). Against the herd: Contrarian investment strategies on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Economics and Behavioral Studies (2014) Vol, 6*, 120-129.
230. Satari, R., Akbari Dehkharghani, A., & Ahangari, K. (2020). Copper Price Prediction using Wave Count with Contribution of Elliott Waves. *Journal of Mining and Environment*, 11(3), 825-835.
231. Schabacker, Rechaerd W. (2005) "Technical Analysis and Stock Market Profits" 1st ed., Harriman House, Ltd, USA.
232. Schmitt, N., & Westerhoff, F. (2021). Trend followers, contrarians and fundamentalists: Explaining the dynamics of financial markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 192, 117-136.
233. Schulmerich, Marcus & Leporcher, Yves & Hwa, Eu Ching (2015) "Applied Asset & Risk Management" A Guide to Modern Portfolio Management and Behavior Driven Maekets "Springer – Verlag Berlin Heidelberg.
234. Shah, S. Z. A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.
235. singh , 207ayant207 & Gautam, 207ayant (2014), the single index model & the construction of optimal portfolio: a case of banks listed on nse india, risk governance & control: financial markets & institutions / volume 4, issue 2 .
236. Siriopoulos, C. (2021). Financial markets are not efficient: Financial literacy as an effective risk management tool. *The International Journal of Business and Management Research*, 9(1), 65.
237. Škrinjarić, T. (2021). Profiting on the Stock Market in Pandemic Times: Study of COVID-19 Effects on CESEE Stock Markets. *Mathematics*, 9(17), 2077.
238. Soares, Vasco Salazar (2008) "Technical Analysis and Nonlinear Dynamics" Retrieved from <http://www.finbolsa.com/pdf/anaaaaak>.
239. Soltanzadeh, H., Keykhaei, R., Abdolbaghi Ataabadi, A., & Arman, M. H. (2023). Portfolio Optimization and the Momentum-Contrarian Strategy (MCS)-Based Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of System Management*, 9(3), 1-26.

240. Thampanya, N., Wu, J., Nasir, M. A., & Liu, J. (2020). Fundamental and behavioural determinants of stock return volatility in ASEAN-5 countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, 101193.
241. Todoni, M. D. (2015). A post-modern portfolio management approach on CEE markets. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1362-1376.
242. Truong, L. D., Cao, G. N., Friday, H. S., & Doan, N. T. (2023). Overreaction in a Frontier Market: Evidence from the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Financial Studies*, 11(2), 58.
243. Tsinaslauidis , Prodramos E. and Achilleas D.Zapranis” Technical Analysis for Algorithmic pattern Recognition “ 1st edition, Springer International publishing Switzerland , 2016 .
244. Tsinaslauidis, Prodramos E. & Zapranis, Achilleas, D. (2016) “Technical Analysis for Algorithmic pattern Recognition” 1st ed., Springer International Publishing Switzerland.
245. Vaidya, R. (2018). Use of Technical Analysis Tools in Nepalese Stock Market. *PYC Nepal Journal of Management*, 11(1), 55-64.
246. Van Riet, A. (2021). Safe and risky sovereigns in the Euro area capital market: Financial drivers of fiscal policies in Germany and Italy. *German Politics*, 30(3), 441-461.
247. Vihan, Sun Hadi (2018) “Technical Analysis at The Dubai Financial Market for The Duration of (2008-2016)” *Gulf Economic Journal*, Issue 38.
248. Vysniauskas, Povilas & Rutkauskas, Aleksandras (2014) “Performance Evaluation of Investment (Mutual) Funds” *Verslas Teorija Ir Praktika-Business, Theory and Practice*, 15, Pp.398-407.
249. Wei, K. D., Wermers, R., & Yao, T. (2015). Uncommon value: The characteristics and investment performance of contrarian funds. *Management Science*, 61(10), 2394-2414.
250. Weissman, Richard (2006) “Mechanical Trading Systems Pairing Trader Psychology with Technical Analysis” John Wiley & Sons, Inc.
251. Wong, W. K., Manzur, M., & Chew, B. K. (2003). How rewarding is technical analysis? Evidence from Singapore stock market. *Applied Financial Economics*, 13(7), 543-551.

252. Yadav, R., Patil, A., Sarda, K., & Bapat, M. M. (2024). Does Contrarian Investing Beat the Conventional Strategies and the Index?. *SocioEconomic Challenges (SEC)*, 8(2).
253. Yan, W., & Li, S. (2009:20). A class of multi-period semi-variance portfolio selection with a four-factor futures price model. *Journal of Applied Mathematics and Computing*, 29, 19-34.
254. Yang, T., & Huang, X. (2022). Active or passive portfolio: A tracking error analysis under uncertainty theory. *International Review of Economics & Finance*, 80, 309-326.
255. Yang, X., & Zhang, H. (2024). Evolution of short-term contrarian profits. *Studies in Economics and Finance*, 41(1), 1-27.
256. Zhang, W., & Li, Y. (2023). Liquidity risk and expected cryptocurrency returns. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 472-492.
257. Zhang, Z., Zohren, S., & Roberts, S. (2020). Deep reinforcement learning for trading. *The Journal of Financial Data Science*, 2(2), 25-40.
258. Zhou, T., Li, X., & Wang, P. (2021). Statistics and Practice on the Trend's Reversal and Turning Points of Chinese Stock Indices Based on Gann's Time Theory and Solar Terms Effect. *Mathematics*, 9(15), 1713.

C- CONFERENCES

259. Pan, Heping (2003) "A Joint Review of Technical and Quantitative Analysis of Financial Markets Towards a Unified Science of Intelligent Finance" Hawaii International Conference on Statistics and Related Fields, *The Journal of the STA*, (40), 100 – 17
260. Sharpe Ratio And Information Ratio: Do They Really Help Investment Decisions?. Seema Sharma.2018 .7,S.L.: Irjmsh,2018, *International Research Journal Of Management Sociology & Humanities* ,Vol.9
261. Abd Eid, M. M. (2023). Financial Leverage and its Impact on Share Value in Commercial banks" Citigroup Bank as a Model for the Period 2000-2022". *Journal of University of Babylon for Pure and Applied Sciences*, 182-200.
262. Yang, H. L., Yang, G. G., & Wu, W. P. (2006, October). Test of the contrarian investment strategy-evidence from the Taiwan stock markets. In 9th Joint

- International Conference on Information Sciences (JCIS-06) (pp. 532-535). Atlantis Press.
263. Nelson, D. M., Pereira, A. C., & De Oliveira, R. A. (2017, May). Stock market's price movement prediction with LSTM neural networks. In 2017 International joint conference on neural networks (IJCNN) (pp. 1419-1426). Ieee.
264. Huang, C. (2019, February). US Stock Market Efficiency: EMH or AMH?. In 2019 4th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2019) (pp. 171-175). Atlantis Press.
265. Zhang, Z., & Khushi, M. (2020, July). Ga-mssr: Genetic algorithm maximizing sharpe and sterling ratio method for robotrading. In 2020 International Joint Conference on Neural Networks (IJCNN) (pp. 1-8). IEEE.
266. Lyukevich, I., Gorbatenko, I., & Bessonova, E. (2021, October). Cryptocurrency Market: Choice of Technical Indicators in Trading Strategies of Individual Investors. In Proceedings of the 3rd International Scientific Conference on Innovations in Digital Economy (pp. 408-416).
267. Verma, R., Dhanda, N., & Nagar, V. (2022, July). Towards a Secured IoT Communication: A Blockchain Implementation Through APIs. In Proceedings of Third International Conference on Computing, Communications, and Cyber-Security: IC4S 2021 (pp. 681-692). Singapore: Springer Nature Singapore.
268. Hagio, T., & Sano, M. (2023, January). Evaluation of Price Prediction Models for Cryptocurrencies based on convolutional neural networks trained on Candlestick Charts. In Proceedings of the 2023 6th International Conference on Software Engineering and Information Management (pp. 26-32).

D- Theses:

269. Al Muhairi, Muna (2011), Assessing Momentum Investment Strategies, In the U.A.E. Stock Market, Doctor of Philosophy of the University of Portsmouth, Business School, Department of Finance and Accounting.
270. Brunnermeier, Markus K. (2001) "Asset Pricing under Asymmetric Information Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding" the United States by Oxford University Press Inc., New York.

271. Huang, F. (2013). The cross-sectional determinants of US stocks returns (Doctoral dissertation, Cardiff University).
272. Ile, H. S. (2020). Active Share: Implications for Active Portfolio Management (Doctoral dissertation, University of Manchester).
273. Karolina, Michniuk (2017) "Pattern Recognition Applied to Chart Analysis" Evidence from Intraday International Stock Markets, Doctoral Thesis, Hamburg of Applied Sciences, University Poliecnica De Valencia.
274. Marios, Livanos (2014) "Evaluation of Mutual Funds Performance Using Multiple Measures" Master of Science (MSc) In Financial Analysis for Executives, University of Piraeus Department of Banking and Financial Management.
275. Rebekka Petersen & Philip Arnstedt (2010) Contrarian Investment Strategies An Assessment of the Value Premium in context to Recessions Copenhagen Business School.
276. Sham, T. C. E. (2014). Determining whether active investment, using a combination of investment styles, out-performs passive investment (Doctoral dissertation, University of Pretoria).
277. Siganos, Antonios (2004) "The Momentum Effect on the London Stock Exchange" PH. D Thesis, Department of Accounting Finance & Law, University of Stirling, London.
278. Sjobeck, Erik & Verngren, Joel (2019) "Magic Formula Has Its Magic and Momentum Has Its Moments" -A Study on Magic Formula and Momentum on The Swedish Stock Market.
279. Vas, Alexandar & Absalonen, Kristoffer (2014) "The Moment Music on A Song Study of The Slow Talk Exchange" in Abplied Economec and Finance, Copenhagen Business School.
280. Wouassom, A. (2017). Momentum and contrarian trading strategies: implication for risk-sharing and informational efficiency of security markets.

Abstract:

The technical analysis approach is considered one of the fundamental bases relied upon by traders in financial markets. These methods are characterized by their diversity and the differing ways in which they are utilized by traders. In this context, the reverse trading strategy emerges as one of the effective techniques in technical analysis, relying on the analysis of historical and current return trends to predict future market movements by exploiting rapid price changes.

The study's core debate revolves around key questions regarding the feasibility of building a regular stock portfolio using reverse trading strategies in the Iraqi stock market, the impact of transaction costs on the regular stock portfolio, and the extent to which reverse strategies achieve risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) compared to the market portfolio. Accordingly, the study aimed to build a regular stock portfolio using reverse trading strategies in the Iraqi stock market, to identify the effect of transaction costs on the regular stock portfolio (with and without transaction costs), and to uncover the reverse strategies that achieved risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) during the study period compared to the market portfolio.

To this end, the study relied on daily closing price data for 31 Iraqi listed companies that maintained continuous trading during the sample period from January 2019 to December 2023. Using (Ms. Excel 2019) and (Spss. V25), stock selection models were prepared to build reverse portfolios with their components (winning and losing portfolios) for each strategy, as well as the corresponding market portfolio, and to calculate their characteristics in terms of return and risk. Additionally, the necessary statistical and financial tests were conducted to verify the results derived from the analyses.

The study reached several conclusions, the most important of which is that the results proved that transaction costs do not affect reverse returns, indicating that the portfolio strategies were effective enough to overcome the effects of transaction costs. As for the winning and losing portfolios, they were statistically insignificant with and without costs, achieving lower returns than the reverse portfolio. The study also demonstrated that reverse strategies vary in achieving risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) during the study period compared to the market portfolio for the Sharpe measure. It was noted that all reverse portfolios did not achieve risk-adjusted performance but rather exhibited negative performance, as these portfolios did not yield returns exceeding those that could be obtained from risk-free investments. Conversely, the study revealed that the reverse

strategy excelled in terms of risk-adjusted returns for the Treynor index, achieving positive returns that exceeded those of the market. This indicates that the reverse strategy proved its effectiveness and achieved risk-adjusted returns compared to the market, demonstrating its capability to deliver good returns relative to the risks faced.

The study concluded with several recommendations, the most important being: investors are advised to adopt the reverse strategy as a primary investment option, given its superiority in achieving risk-adjusted returns according to the Treynor measure, as 19 reverse strategies exhibited positive performance compared to only 3 strategies achieved by the market.

Keywords: Reverse trading strategy, stock portfolio, transaction costs.

**Ministry of Higher
Education and Scientific Research
University of Kerbala
College of Administration and Economics
Financial and Banking Sciences Department**



Building a portfolio of common stocks using contrarian trading strategies

(An Empirical Study in the Iraq Stock Market)

A dissertation submitted to the council of the college Administration and economics university of Kerbala, as a partial fulfillment of the requirements to obtain Ph.D. Degree in the financial and banking sciences.

By:

Luay Ali Mahmood Al-Jubouri

Supervised by:

**Associate Prof. Dr. Mohammed Faez
Hasan**

**Associate Prof. Dr. Hashim Jabbar
Hussein**

AH 1446

2025 AD

إهداء

أهدي هذه الأطروحة إلى روح والدي الحبيب، الذي كان مصدر إلهامي
ودعمي.

إلى والدي العزيزة، التي منحني الحب والرعاية بلا حدود.

إلى أخي وأخواتي، الذين كانوا دائماً بجانبني في كل خطوة.

إلى زوجتي الغالية، التي شاركتني كل لحظة من هذه الرحلة.

وإلى أولادي الأعزاء (قمر - شمس - علي) الذين هم سبب سعبي
المستمر نحو الأفضل.

دمتم جميعاً في قلبي ودعمي الدائم.



شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين الذين علمني ما ينفعني ونفعني بما علمني، فأحمد الله وأشكره شكرا لا ينقطع لتوفيقه لي لإتمام هذا الجهد العلمي .

فأتقدم بالشكر والعرفان لجامعة كربلاء / كلية الإدارة والاقتصاد والكوادر التدريسية والوظيفية الذي قدموا لي الكثير من النصح والارشاد فجزاهم الله تعالى الجزاء الاوفى.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان للسادة المشرفين وهم كل من الاستاذ المساعد الدكتور هاشم جبار الحسيني والأستاذ المساعد الدكتور محمد فائز حسن الذين تجاوزا عثراتي العلمية بفنٍ وحكمةٍ وصفحٍ ووقار ولم يبخلا بأي معلومة تفيد اطروحتي، وكان لتصويباتهم أثراً في اكتمال اطروحتي بصورتها العلمية، فجزاهم الله تعالى خير الجزاء .

بكل احترام لا يسعني الا ان اعبر عن خالص شكري وتقديري لأساتذتنا الأفاضل وأخص منهم بالذكر (ا.د. علاء فرحان طالب، ا.د. عواد كاظم الخالدي، ا.د. كمال كاظم الشمري، ا.د. عباس كاظم الدعيمي، ا.د. احمد كاظم بريس، ا.د. علي احمد فارس، ا.د. مهدي عطية الجبوري، ا.م.د. أمير علي الموسوي، ا.م.د. زينب مكي البناء، ا.م.د. جنان مهدي رشيد، ا.م.د. علي حسين عليوي).

كما أود أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير الى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة الكرام، الذين بذلوا وقتهم وجهدهم لمراجعة اطروحتي.

وأخيرا أشكر زملائي الأعزاء على تعاونهم ودعمهم المتواصل طوال فترة دراستنا المشتركة (سجاد يوسف، امين فهد، سلام هاشم، زينب سعدون)، كذلك زملائي في مواد (المقاصة) الماجستير (صالح مهدي، علي عبد الكريم، مصطفى هاشم، احمد فلاح، هاشم محمد، كامل موفق، انتظار لطيف، الاء صبري، حوراء حسين، سارة حسن، شهد إبراهيم، عنراء محمد، يسر عدنان)، وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

الباحث

المستخلص

يُعد أسلوب التحليل الفني من الأسس الجوهرية التي يعتمد عليها المتداولون في الأسواق المالية. تتميز هذه الأساليب بتنوعها واختلاف طرق استخدامها بين المتداولين. في هذا السياق تبرز استراتيجية التداول العكسية كأحد الأساليب الفعّالة في التحليل الفني، حيث تعتمد على تحليل اتجاهات العوائد التاريخية والحالية والتنبؤ بحركة السوق المستقبلية من خلال استغلال التغيرات السريعة في الأسعار. وتكمن جدلية الدراسة في التساؤلات الأساسية حول امكانية بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، وماهية تأثير كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية، ومدى تحقيق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفه المعاملة) وبالمقارنة مع محفظة السوق. ووفقا لذلك هدفت الدراسة الى بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، ومعرفة أثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفه المعاملة)، فضلا عن ذلك سعت الدراسة الى الكشف عن الاستراتيجيات العكسية التي حققت أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفه المعاملة) خلال مدة الدراسة وبالمقارنة مع محفظة السوق.

لهذه الغاية اعتمدت الدراسة على البيانات اليومية لأسعار إغلاق الأسهم لـ 31 شركة عراقية مدرجة انفردت باستمرارها في التداول خلال فترة العينة الممتدة من كانون الثاني 2019 لغاية كانون الاول 2023 وباستخدام برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25) تم اعداد نماذج انتخاب الأسهم لبناء المحافظ العكسية مع مكوناتها (المحافظ الربحية والخاسرة) لكل استراتيجية كذلك محفظة السوق المناظرة وحساب خصائصها من عائد ومخاطرة إضافة لإجراء الاختبارات الإحصائية والمالية اللازمة للتحقق من النتائج المستخلصة من التحليلات توصلت الدراسة للعديد من الاستنتاجات ومن أهمها اثبتت النتائج ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة

المعاملة. اما بالنسبة للمحافظ الربحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اقل من المحفظة العكسية. وأثبتت الدراسة أيضا إن الاستراتيجية العكسية تتباين في تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (مع بدون كلفة المعاملات) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق لكل من مقياس Sharpe فيلاحظ أن جميع المحافظ العكسية لم تحقق أداء معدل بالمخاطر بل حققت أداء سلبي فإن هذه المحافظ لم تحقق عائدا يتجاوز العائد الذي يمكن تحصيلهم من الاستثمار الخالي من المخاطرة على العكس من ذلك أوضحت الدراسة ان الاستراتيجية العكسية تفوقت من حيث العوائد المعدلة بالمخاطر لمؤشر Treynor اذ حققت عوائد ايجابية بنسب فاقت السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية العكسية اثبتت ادائها وحققت عائدا معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادرة على تقديم عائدا جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. وخرجت الدراسة بالعديد من التوصيات ومن أهمها: يُنصح المستثمرون بتبني الاستراتيجية العكسية كخيار استثماري رئيسي، نظراً لتفوقها في تحقيق عوائد معدلة بالمخاطر حسب مقياس Treynor، حيث أظهرت 19 استراتيجية عكسية أداءً إيجابياً مقارنةً بـ 3 استراتيجيات فقط حققها السوق.

الكلمات المفتاحية: استراتيجية التداول العكسية، محفظة الاسهم، كلفة المعاملة

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
أ	الاهداء
ب	شكر وتقدير
ج - د	مستخلص
هـ - ح	فهرس المحتويات
ح - ي	فهرس الاشكال
ي - ك	فهرس الجداول
الفصل الأول	
1 - 2	المقدمة
4 - 15	المبحث الأول: بعض الدراسات السابقة
2-13	بعض الدراسات السابقة
15	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:
16	المبحث الثاني: المنهجية العلمية للدراسة
16	مشكلة الدراسة
18	فرضيات الدراسة
20	أهداف الدراسة
21	أهمية الدراسة
23	مجتمع وعينة الدراسة
24	بيانات ومدة الدراسة
الفصل الثاني	
27-64	المبحث الأول: محفظة الأسهم



27	مفهوم الاستثمار
28	الاستثمار في الأوراق المالية
29	أدوات الاستثمار
29	الأسهم العادية
35	الأسهم الممتازة
38	مفهوم المحفظة الاستثمارية
39	نظريات المحفظة الاستثمارية
41	مفهوم العائد
46	مفهوم المخاطرة
50	المخاطر في إطار المحفظة الاستثمارية
54	الحد الكفوء والمحفظة المثلى
55	المحفظة المثلى في ظل البيع القصير
56	المحفظة الكفوءة في ظل الموجود الخالي من المخاطرة
60	تقييم اداء المحافظ الاستثمارية
61	نموذج Sharpe
61	نموذج Treynor
62	نموذج Jensen
63	نسبة المعلومات IR
65	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية
65	توطئة للتحليل الفني
65	مفهوم التحليل الفني
68	النظريات المفسرة للتحليل الفني
68	نظرية داو Dow
70	نظرية فيبوناتشي
71	نظرية Gann
72	نظرية موجات اليوت



74	استراتيجية الاستثمار العكسية
74	مفهوم الاستراتيجية العكسية
77	نشأة استراتيجية الاستثمار العكسية
78	استراتيجية الاستثمار العكسية تاريخيا
79	اشكال وأنواع استراتيجية الاستثمار العكسية
80	مؤشرات الاستراتيجية العكسية
81	تطبيق الاستراتيجية العكسية
82	تشكيل الاستراتيجية العكسية
82	فترات التشكيل والاحتفاظ
87	المالية السلوكية والاستثمار العكسي
الفصل الثالث	
91	المبحث الأول: بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية
92	خطوات بناء إستراتيجية الاستثمار لشهر واحد (J1/K1): كمثال يسري على جميع الاستراتيجيات الباقية
94	المعنوية الإحصائية Statistical
94	المعنوية الاقتصادية Economic
144-95	الإستراتيجيات العكسية
149-145	تحليل ظاهرة الانعكاس بصورة عامة
150	المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها
152	المحفظة العكسية بدون كلفة معاملة
156	المحفظة الربحية بدون كلفة معاملة
162	المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة
166	المحفظة العكسية مع كلفة المعاملة
171	المحفظة الربحية مع كلفة المعاملة
176	المحفظة الخاسرة مع كلفة المعاملة

الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

186-183	المبحث الأول: الاستنتاجات
188-187	المبحث الثاني: التوصيات
211-189	المصادر والمراجع
189	أولاً: المصادر العربية
191	ثانياً: المصادر الأجنبية

فهرس الاشكال

رقم الصفحة	العنوان
52	الشكل (1-2) دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة
54	الشكل (2-2) الحد الكفو والمحفظة المثلى
56	الشكل (3-2) المحفظة المثلى في ظل البيع القصير
58	الشكل (4-2) خط سوق رأس المال
60	الشكل (5-2) خط سوق الاوراق المالية
93	الشكل (1-3) آلية بناء المحفظة العكسية
96	الشكل (2-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/KW (قبل وبعد الكلفة)
97	الشكل (3-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K1 (قبل وبعد الكلفة)
98	الشكل (4-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K3 (قبل وبعد الكلفة)
100	الشكل (5-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K6 (قبل وبعد الكلفة)
101	الشكل (6-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K9 (قبل وبعد الكلفة)
102	الشكل (7-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K12 (قبل وبعد الكلفة)
104	الشكل (8-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/KW (قبل وبعد الكلفة)
105	الشكل (9-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K1 (قبل وبعد الكلفة)
106	الشكل (10-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K3 (قبل وبعد الكلفة)
108	الشكل (11-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K6 (قبل وبعد الكلفة)
109	الشكل (12-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K9 (قبل وبعد الكلفة)
110	الشكل (13-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية J1/K12 (قبل وبعد الكلفة)

112	الشكل (14-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-Kw (قبل وبعد الكلفة)
113	الشكل (15-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K1 (قبل وبعد الكلفة)
114	الشكل (16-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K3 (قبل وبعد الكلفة)
116	الشكل (17-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K6 (قبل وبعد الكلفة)
117	الشكل (18-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K9 (قبل وبعد الكلفة)
118	الشكل (19-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J3-K12 (قبل وبعد الكلفة)
120	الشكل (20-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-Kw (قبل وبعد الكلفة)
121	الشكل (21-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K1 (قبل وبعد الكلفة)
123	الشكل (22-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K3 (قبل وبعد الكلفة)
124	الشكل (23-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K6 (قبل وبعد الكلفة)
126	الشكل (24-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K9 (قبل وبعد الكلفة)
127	الشكل (25-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J6-K12 (قبل وبعد الكلفة)
129	الشكل (26-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-KW (قبل وبعد الكلفة)
130	الشكل (27-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K1 (قبل وبعد الكلفة)
132	الشكل (28-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K3 (قبل وبعد الكلفة)
133	الشكل (29-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K6 (قبل وبعد الكلفة)
135	الشكل (30-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K9 (قبل وبعد الكلفة)
136	الشكل (31-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J9-K12 (قبل وبعد الكلفة)
137	الشكل (32-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-KW (قبل وبعد الكلفة)
139	الشكل (33-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K1 (قبل وبعد الكلفة)
140	الشكل (34-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K3 (قبل وبعد الكلفة)
142	الشكل (35-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K6 (قبل وبعد الكلفة)
143	الشكل (36-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K9 (قبل وبعد الكلفة)
145	الشكل (37-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية لاسراتيجية J12-K12 (قبل وبعد الكلفة)
155	الشكل (38-3) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة
155	الشكل (39-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
156	الشكل (40-3) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة
160	الشكل (41-3) مؤشر المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة
160	الشكل (42-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
161	الشكل (43-3) مؤشر تقييم المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة
165	الشكل (44-3) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة
165	الشكل (45-3) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة
166	الشكل (46-3) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة
170	الشكل (47-3) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة
170	الشكل (48-3) مؤشر تقييم السوق مع كلفة المعاملة

171	الشكل (3-49) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة
175	الشكل (3-50) مؤشر المحفظة الربحة مع السوق مع كلفة المعاملة
175	الشكل (3-51) مؤشر اداء السوق مع كلفة المعاملة
176	الشكل (3-52) مؤشر تقييم المحفظة الربحة مع السوق بعد كلفة المعاملة
180	الشكل (3-53) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة
180	الشكل (3-54) مؤشر تقييم اداء السوق بعد كلفة المعاملة
181	الشكل (3-55) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

فهرس الجداول

رقم الصفحة	العنوان
24-23	الجدول رقم (1-1) الشركات عينة الدراسة
25	الجدول رقم (2-1) معادلات أساليب الدراسة
86	الجدول رقم (1-2) عدد مرات إعادة تشكيل المحافظ ضمن الاستراتيجيات العكسية
95	الجدول (1-3) نتائج استراتيجية JW-KW قبل وبعد كلفة المعاملة
97	الجدول (2-3) نتائج استراتيجية JW-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
98	الجدول (3-3) نتائج استراتيجية JW-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
99	الجدول (4-3) نتائج استراتيجية JW-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
101	الجدول (5-3) نتائج استراتيجية JW-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
102	الجدول (6-3) نتائج استراتيجية JW-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
103	الجدول (7-3) نتائج استراتيجية J1-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
105	الجدول (8-3) نتائج استراتيجية J1-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
106	الجدول (9-3) نتائج استراتيجية J1-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
107	الجدول (10-3) نتائج استراتيجية J1-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
109	الجدول (11-3) نتائج استراتيجية J1-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
110	الجدول (12-3) نتائج استراتيجية J1-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
111	الجدول (13-3) نتائج استراتيجية J3-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
113	الجدول (14-3) نتائج استراتيجية J3-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
114	الجدول (15-3) نتائج استراتيجية J3-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
115	الجدول (16-3) نتائج استراتيجية J3-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
117	الجدول (17-3) نتائج استراتيجية J3-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
118	الجدول (18-3) نتائج استراتيجية J3-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
119	الجدول (19-3) نتائج استراتيجية J6-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة



121	الجدول (20-3) نتائج استراتيجية J6-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
122	الجدول (21-3) نتائج استراتيجية J6-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
124	الجدول (22-3) نتائج استراتيجية J6-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
125	الجدول (23-3) نتائج استراتيجية J6-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
127	الجدول (24-3) نتائج استراتيجية J6-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
128	الجدول (25-3) نتائج استراتيجية J9-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
130	الجدول (26-3) نتائج استراتيجية J9-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
131	الجدول (27-3) نتائج استراتيجية J9-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
133	الجدول (28-3) نتائج استراتيجية J9-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
134	الجدول (29-3) نتائج استراتيجية J9-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
136	الجدول (30-3) نتائج استراتيجية J9-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
137	الجدول (31-3) نتائج استراتيجية J12-Kw قبل وبعد كلفة المعاملة
138	الجدول (32-3) نتائج استراتيجية J12-K1 قبل وبعد كلفة المعاملة
140	الجدول (33-3) نتائج استراتيجية J12-K3 قبل وبعد كلفة المعاملة
141	الجدول (34-3) نتائج استراتيجية J12-K6 قبل وبعد كلفة المعاملة
143	الجدول (35-3) نتائج استراتيجية J12-K9 قبل وبعد كلفة المعاملة
144	الجدول (36-3) نتائج استراتيجية J12-K12 قبل وبعد كلفة المعاملة
147	الجدول (37-3) بدون كلفة المعاملة
149	الجدول (38-3) مع كلفة المعاملة
153	الجدول (39-3) العكسية بدون كلفة معاملة
158	الجدول (40-3) الرباحة بدون كلفة معاملة
163	الجدول (41-3) المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة
168	الجدول (42-3) العكسية مع كلفة المعاملة
173	الجدول (43-3) الرباحة مع كلفة المعاملة
178	الجدول (44-3) الخاسرة مع كلفة المعاملة

المقدمة:

تُعد الأسواق المالية من الأدوات الحيوية التي تسهم في تعزيز النمو الاقتصادي وتوفير فرص الاستثمار. في هذا السياق، تبرز أهمية بناء محفظة استثمارية فعالة تؤدي إلى تحقيق عوائد مستدامة للمستثمرين. تركز هذه الدراسة على بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية، وهي استراتيجيات تعتمد على الاستفادة من تحركات السوق غير المتوقعة والتي تتعارض مع الاتجاهات السائدة.

تتناول هذه الأطروحة دراسة تجريبية في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2019 إلى 2023، حيث شهدت السوق العراقية تقلبات ملحوظة نتيجة الظروف الاقتصادية والسياسية.

ستتضمن الدراسة استعراض الأدبيات السابقة المتعلقة بموضوع التداول العكسي، بالإضافة إلى تحليل البيانات المالية المتاحة لتحديد الأنماط والسلوكيات التي قد تؤثر على قرارات الاستثمار. كما سيتم دراسة العوامل الاقتصادية والسياسية التي تؤثر على أداء السوق، مما يسهم في فهم العلاقة بين الاستراتيجيات المستخدمة ونجاح المحفظة الاستثمارية.

تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، مع توضيح مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في مجال العلوم المالية. كما تسعى الدراسة إلى دراسة تأثير كلفة المعاملة على أداء المحفظة العكسية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال فترة الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، تسعى الدراسة إلى تقييم فعالية استراتيجيات التداول العكسية في ظل تقلبات السوق وقدرتها على تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر، ومقارنتها مع أداء محفظة السوق التقليدية.

اتخذت الدراسة أربعة فصول، الفصل الأول يعرض مراجعة بعض الدراسات السابقة والمنهجية العلمية للدراسة بواقع مبحثين تم استخدام المبحث الأول لعرض بعض الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع متغيرات الدراسة، والمبحث الثاني لمنهجية

الدراسة. بمقابل ذلك تتاول الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة وعلى مبحثين اذ خصص المبحث الأول لعرض محفظة الأسهم، وتتاول المبحث الثاني الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية. في حين جاء الفصل الثالث ليتناول في مبحثه الأول بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية ومكوناتها، وتتاول في مبحثه الثاني تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها. اما الفصل الرابع والأخير فاستخدم مبحثه الاول لعرض الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة بمقابل ذلك عرض المبحث الثاني التوصيات التي توصي بها الدراسة في ظل ما استنتجته.

الفصل الأول

الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة

المبحث الأول

بعض الدراسات السابقة

المبحث الثاني

المنهجية العلمية للدراسة

المبحث الأول

بعض الدراسات السابقة

تشكل الدراسات السابقة قاعدة معرفية مهمة لفهم الموضوعات البحثية المعقدة. من خلال استعراضها، يمكننا التعرف على الاتجاهات الحالية، والفجوات البحثية، والتطورات النظرية التي أشرت في المجال. تسلط هذه الدراسات الضوء على الأساليب المستخدمة والنتائج المحققة، مما يعزز من فهمنا للسياق العام للبحث. لذا، يُعتبر تحليل هذه الأعمال السابقة خطوة أساسية تساهم في بناء إطار مرجعي قوي للدراسة الحالية.

بعض الدراسات السابقة

1-2-1 دراسة 1999 Mun	
عنوان الدراسة	ادلة لاختبارات استراتيجية الاستثمار العكسية من أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية. المراجعة الدولية للتحليل المالي Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. International Review of Financial Analysis
محتوى الدراسة	قامت الدراسة ببحث استراتيجية الاستثمار العكسية في كل من سوق فرنسا وألمانيا، تم استخدام بيانات شهرية للعام 1990، بينت النتائج على أن المحافظ العكسية قصيرة الأجل تعمل بشكل أفضل في كل من أسواق الأسهم الفرنسية والألمانية. وبشكل عام، يتم الحصول على أعلى الأرباح العكسية على المدى القصير وتتناقض الأرباح بمرور الوقت. وبالإضافة إلى ذلك، لا ترتبط العائدات المرتفعة بالزيادات في معاملات المخاطرة، وهو ما يتوافق مع رد فعل المستثمرين المفرط
مدى الاستفادة منها	دراسة سابقة

2006 Yang دراسة 2-2-1	
<p>اختبار استراتيجية الاستثمار المعاكسة - الأدلة من أسواق الأسهم التايوانية.</p> <p>Test of the contrarian investment strategy-evidence from the Taiwan stock markets.</p>	عنوان البحث
<p>بحثت الدراسة فيما إذا كانت الاستراتيجيات العكسية يمكن أن تخلق عوائد فائضة (غير عادية)، أي ما إذا كانت ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه موجودة لدى مستثمري الأسهم في تايوان؟ بحثت الأسهم الإلكترونية والمعلوماتية في تايوان من يناير 1996 إلى ديسمبر 2004. مع متوسط العائد الشهري للشراء والاحتفاظ لفترة الاحتفاظ، وجدت هذه الدراسة دليل على انعكاس الأداء للمحفظة الخاسرة، في حين لا يوجد دليل للمحفظة الرباحة. أيضا نجد أدلة لصالح رد الفعل المبالغ فيه على المدى الطويل (أي عائد إيجابي كبير على مدى فترة تتراوح بين 30 و36 شهرا لمحفظة المراجعة استنادا إلى الأداء السابق) في أسواق الأسهم التايوانية. وتعد الاختلافات في العائدات غير العادية المترجمة بين المحافظ الخاسرة والرباحة إيجابية بشكل كبير.</p>	محتوى الدراسة
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
2013 MoeinAddin دراسة 3-2-1	
<p>دراسة رد فعل أسعار الأسهم المبالغ فيه وربحية استراتيجية الاستثمار المعاكسة لتحقيق العائد في بورصة إيران.</p> <p>The Study of the Share Price Overreaction and the Profitability of the Contrarian Investment Strategy to Gain the Return in the Iran Stock Exchange.</p>	عنوان الدراسة
<p>هدفت الدراسة الى محاولة معرفة وجود أرباح عكسية في بورصة طهران، تم استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية التي تعتمد على نظرية رد الفعل</p>	محتوى الدراسة

<p>المبالغ فيه للمستثمرين. إن معرفة كيفية استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية يمكن أن تساعد المستثمرين على اختيار السهم المناسب للحصول على أقصى عائد. لذلك تبحث هذه الدراسة رد الفعل المبالغ فيه لسعر السهم وتحقيق العائد في بورصة إيران باستخدام استراتيجية الاستثمار العكسية. لإجراء المسح، تم تقسيم فترة المسح في البداية إلى 16 مدة ترتيب واختبار المحافظ؛ في مدة التقييم تم تقسيم الشركات إلى المحفظة الربحية والخاسرة حسب سبع متغيرات البحث (نسبة الربح التشغيلي إلى الاستثمار، نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى الاستثمار، العائد على الموجودات، ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية والتدفق النقدي التشغيلي وعائد السهم) ومن ثم تم حساب عائد المحافظ ومقارنتها في فترة الاختبار. أظهرت نتائج اختبار فرضية الدراسة أنه يمكن الحصول على عائد إضافي في بورصة طهران باستخدام استراتيجية الاستثمار العكسية وأيضاً في فترات التأسيس والاختبار المختلفة قد أثارت التفاعل المفرط لبعض المتغيرات المحددة.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
4-2-1 دراسة 2015 Wei, K. D., Wermers	
<p>القيمة غير الشائعة: الخصائص والأداء الاستثماري للصناديق العكسية Uncommon Value: The Characteristics and Investment Performance of Contrarian Funds</p>	عنوان الدراسة
<p>اعتمدت هذه الدراسة على نظريات سلوك القطيع لتحديد الصناديق العكسية، والتي تتميز بالتداول في كثير من الأحيان ضد اتجاهات السوق العامة. هدفت الدراسة لتحديد الصناديق التي تتاجر ضد اتجاهات القطيع وتحليل سلوكها الاستثماري. وتقييم ما إذا كانت هذه الصناديق أفضل من الصناديق الأخرى بغض النظر عما إذا كانت تتداول ضد القطيع أو معه.</p>	محتوى الدراسة

<p>وتوصلت الدراسة إلى أن الصناديق العكسية تحقق أداءً متفوقاً في التداول ضد القطيع ومعه، مما يشير إلى أنها تمتلك معلومات خاصة ومتقدمة. علاوة على ذلك، يبدو أن هذه الصناديق لا تتداول بطريقة مترابطة، مما يشير إلى أن كل صندوق له معلوماته المميزة الخاصة به. وتبين أيضاً أن مقياس "المعارضة" للصناديق لا يرتبط بشكل كبير بالمقاييس التقليدية لتفرد استراتيجية الصندوق، حيث سجلت كل من صناديق المعارضة وصناديق القطيع درجات عالية في هذه المقاييس.</p> <p>أظهرت الصناديق المعاكسة أداءً أفضل سواء عند التداول ضد القطيع أو معه، مما يشير إلى أن لديها معلومات خاصة تتيح لها تحقيق عوائد عالية. وتوصلت الدراسة إلى أن الصناديق المعاكسة لا تتبع نمطاً متماسكاً فيما بينها، مما يعكس حيازتها لمعلومات متباينة ومستقلة. إضافة لعدم ارتباط الصناديق العكسية بشكل كبير مع الاستراتيجيات التقليدية المستخدمة لقياس تفرد استراتيجيات الصناديق، مما يشير إلى اختلاف جذري في استراتيجيات الصناديق العكسية مقارنة بصناديق القطيع.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
5-2-1 دراسة 2015 Gharaibeh	
<p>أرباح معاكسة طويلة الأجل في مؤشرات أسواق الشرق الأوسط. Long-term contrarian profits in the Middle East market indices</p>	عنوان الدراسة
<p>بحثت دراسته فيما إذا كان هناك أرباح عكسية طويلة المدى في مؤشرات أسواق الشرق الأوسط. توثق الدراسة أدلة قوية على وجود استراتيجية عكسية طويلة المدى لـ 11 مؤشراً من مؤشرات الشرق الأوسط خلال فترة التكوين (48 و60 شهراً). على سبيل المثال، أقوى عائد عكسي طويل الأجل باستخدام فترات الاحتفاظ لمدة ستة أشهر ($K = 6$, $J = 60$) هو 3.32%</p>	محتوى الدراسة

<p>شهريًا. وهذا الربح كبير جدًا وله دلالة إحصائية (3.09). ومن شأن هذه النتيجة أن تحفز الباحثين والممارسين على التساؤل عن الأسباب الكامنة وراء هذه الأرباح الكبيرة. ومن الواضح أن هذه الأرباح العكسية طويلة الأجل التي تقدمها هذه الورقة فيما يتعلق بمؤشرات أسواق الشرق الأوسط الـ 11 هي أكبر بكثير من الأرباح الدولية العكسية طويلة الأجل في مؤشرات MSCI. تولد الإستراتيجية العكسية طويلة المدى عوائد سنوية كبيرة معدلة حسب المخاطر تصل إلى 3.4% على الأقل في الشرق الأوسط.</p>	
	مدى الإفادة منها
	دراسة سابقة
6-2-1 دراسة O'Keeffe 2017	
<p>ظواهر غير متوقعة للربح والخاسر: أدلة حديثة من اليونان. O'Keeffe, C., & Gallagher, L. A. (2017). The winner-loser anomaly: Recent evidence from Greece.</p>	عنوان الدراسة
<p>أجريت دراسة مهمة وواحدة من أحدث الدراسات في هذا المجال للفترة من 1989 إلى 2015، باستخدام الأسهم المدرجة في بورصة أثينا. لقد شملت هنا فترتين اقتصاديتين متميزتين: قبل الأزمة وأثناء الأزمة. تم إجراء معظم الدراسات مع الأخذ في الاعتبار عينة من فترة هادئة أو أسواق صاعدة في الغالب، وبالتالي لا توجد دراسات حديثة توضح كيف يمكن أن تتصرف استراتيجية استثمار معاكسة في فترة الأزمات. ولذلك، قام الباحث بتقسيم العينة إلى قسمين، 1989-2006 (ما قبل الأزمة) و2007-2015 (أثناء الأزمة) وفي كل منهما قاموا بترتيب الأسهم على أساس الأشهر الـ 6 إلى 36 السابقة، وإنشاء محفظتين (الربح والخاسر) والاحتفاظ بهما لمدة 6 إلى 36 شهرًا. ولتقدير العوائد غير العادية، استخدم المؤلف ثلاثة نماذج CAPM ونموذج السوق ونموذج السوق المعدل، وبما أن جميعها أنتجت نتائج مماثلة، فسوف نشير إلى النتائج من نموذج السوق المعدل. باستخدام منهجية دي</p>	محتوى الدراسة

<p>بونديت وثالر (1985) لمرحلة ما قبل الأزمة والأزمة وجميع العينة، وجد المؤلف عوائد إيجابية فائضة غير عادية لمدة ما قبل الأزمة وللعينة بأكملها</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
1-2-8 دراسة الزوبعي 2017	
<p>بناء محفظة النشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية</p>	عنوان الدراسة
<p>يعد التحليل الفني أحد أقدم أساليب بناء المحافظ بالنسبة للمستثمرين، وبالرغم من أهمية نتائج طروحات (Markowitz) في بناء المحفظة المثلى وما لحقها من تبسيطات لتلك النماذج على يد (Sharp) و (Tobin) وما قدمته نظرية كفاءة السوق لـ (Fama) إلا أن التحليل الفني وادواته وأساليبه تطورت هي الأخرى بشكل كبير مع ازدياد وتيرة تطور التكنولوجيا وأساليب الاتصال ومن ثم البنية التحتية للأسواق المالية مما فتح آفاق تداول واستثمارات جديدة تخطت في عددها وخياراتها متاح في التحليل الأساسي ومن ثم هذا شجع العديد من المستثمرين إلى الاستعانة بمحترفي التداول الفني في تكوين وتدعيم محافظهم ولعل واحدة من أبرز وأشهر أساليب التحليل الفني هي ظاهرة الزخم في التداول وبناء المحافظ النشطة، إذ أنها ظهرت من مدة ليست بالقصيرة في التداول إلا أنها لم تعرف على نطاق واسع أكاديمياً إلا بعد دراسات (Jagadeesh & Titman, 1993).</p> <p>ومن أجل ذلك استخدمت الدراسة أساليب مالية وإحصائية متعددة للتحقق من ذلك في سوق العراق للأوراق المالية بدراسة عينة قوامها (29) سهماً لشركات امتازت بنشاطها التداولي العالي خلال مدة العينة الممتدة من (يناير 2010) إلى (فبراير 2015) وباستخدام برامج (Excel MS 2013) و (Minitab17) تم بناء نماذج انتقاء الأسهم ونماذج بناء محافظ الزخم ومكوناتها (المحافظ الربحة والخاسرة) لكل استراتيجية ومحفظة السوق المكافئة وحساب معلقاتها</p>	محتوى الدراسة

<p>من عائد ومخاطرة وعمل الاختبارات الاحصائية الازمة للتحقق من النتائج المتحصلة من التحليلات، كما استخدمت مقاييس ونسب تقييم لقياس وتقييم أداء المحافظ النشطة ومقارنتها بالمحفظة السوق المرجعية قد خلصت الدراسة الى ان الزخم الناتج عن محافظ الزخم في سوق العراق الأوراق المالية كان ضعيفا وغير معنوي وفق استراتيجيات (Jagadeesh & Titman,1993) ولكن معنوي فقط في بعض استراتيجيات دراسة الحدث قبل الكلفة ومع ذلك يتلشى بمجرد اخذ كلفة المعاملة معدلا بالمخاطرة يفوق محفظة السوق المكافئة بنظر الاعتبار غير انه كمحفظة نشطة حقق عائد وبتحليل المحافظ الربحية في استراتيجيات دراسة الحدث والحال نفسه مع المحافظ الخاسرة (البيع القصير) ولكنها غير ممكنة في سوق العراق للأوراق المالية وفضلاً عن ظهور نمط معاكس (Contrarian) في الاجل القصير جدا أسبوع واحد ولكنه ضعيف أيضا وفي الغالب كانت المحافظ الخاسرة البيع القصير تؤدي بشكل افضل من المحافظ، وتوصلت الدراسة الى مجموعة الاستنتاجات من اهمها عدم إمكانية استخدام الزخم في سوق العراق الأوراق المالية كمحفظة كاملة وانما مع مكون المحافظ الربحية وفي استراتيجيات دراسة الحدث كمحفظة نشطة تعد افضل من محفظة السوق على أساس العائد المعدل بالمخاطرة.</p>	
دراسة سابقة	مدى الإفادة منها
8-2-1 دراسة وردة 2018	
<p>ربحية استراتيجيات الزخم في الاسواق المالية العربية - دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية</p>	عنوان الدراسة
<p>هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ربحية استراتيجيات الزخم ومصادرها في سوقي من أسواق الدول العربية وهما سوق دمشق للأوراق المالية (DSE)</p>	محتوى الدراسة

<p>وسوق العراق للأوراق المالية (ISX). تم الاستناد إلى منهجية (Jagadeesh & Titman,1993)، حيث تم اختبار 16 استراتيجية زخم بالاستناد إلى طريقة إعادة التشكيل الكاملة وتقنيات الاسهم المرجحة بالتساوي باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة من كانون الثاني 2010 حتى كانون الاول 2016.</p> <p>أظهرت نتائج سوق دمشق الأوراق المالية وجود أثر ضعيف ولكن معنوي للزخم، حيث أن عوائد محافظ الزخم كانت موجبة وذات دلالة معنوية في استراتيجية واحدة فقط من بين 16 استراتيجية مختبرة، وهي استراتيجية (3 أشهر تشكيل/3 أشهر احتفاظ). كما بينت النتائج أن أثر الزخم هو السائد في محافظ الربحين في حين أن أثر التخالف هو السائد في محافظ الخاسرين. إضافة لما سبق، أظهرت نتائج تقدير نموذج السوق بأن مخاطر السوق غير قادرة على تفسير ربحية استراتيجيات الزخم في سوق دمشق الأوراق المالية. أظهرت نتائج سوق العراق الأوراق المالية وجود دليل ضعيف على أثر الزخم، حيث توجد استراتيجية زخم الواحدة تولد عوائد موجبة ومعنوية وهي استراتيجية (12 تشكيل/ 3 احتفاظ). كما تقترح النتائج أن أثر زخم التخالف هو السائد في محافظ الربحين في حين أن أثر الزخم هو السائد في محافظ الخاسرين. إضافة لما سبق، أظهرت نتائج تقدير نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM ونموذج فاما وفرينش ثلاثي العوامل، ونموذج كارهارت رباعي العوامل أن مخاطر السوق وأثر الحجم غير قادرين على تفسير ربحية استراتيجية الزخم. في حين أن أثر القيمة) نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (قد كان له أثر معنوي في التأثير على ربحية استراتيجيات الزخم في سوق العراق الاوراق المالية.</p>	
	مدى الإفادة منها
دراسة سابقة	

<p>أداء الاستثمار المعاكس لمحفظة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.</p> <p>Performance of Contrarian Investing for Shariah Compliant Stock Portfolio</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تم تطبيق الإستراتيجية العكسية في سوق الأوراق المالية عن طريق شراء الخاسرين السابقين وبيع الرابحين السابقين. في هذه الدراسة التي اجراها Abd Halim يتم استكشاف ربحية الاستراتيجية العكسية على الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لسوق الأوراق المالية الماليزية ويستهدف التطبيق المستثمرين الأفراد. تم استخدام سعر الإغلاق الشهري لعدد 50 سهماً فردياً متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة من يناير 2012 إلى ديسمبر 2016 في هذه الدراسة. يتم إنشاء محافظ أسهم فردية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بناءً على استراتيجية العكسية ويتم قياس أداء المحفظة المطورة. استخدمت هذه الدراسة ثلاث إستراتيجيات للترتيب وفترة الاحتفاظ وهي إستراتيجية 12/12، وإستراتيجية 6/12، وإستراتيجية 6/6. تشير النتائج إلى أن استراتيجية الاستثمار العكسية مربحة في السوق الماليزية باستخدام التصنيف قصير المدى وفترة الاحتفاظ وهي استراتيجية 6/6. ويبلغ العائد الناتج 3.42% مقارنة بمعيار السوق البالغ 2.78% لنفس الفترة. وهكذا، تتفوق الاستراتيجية على مؤشر السوق بنسبة 0.64%. علاوة على ذلك تعطي هذه الإستراتيجية أعلى عائد لكل وحدة من المخاطر التي يتحملها المستثمرون مقاسة بتقلبات المحفظة. وهذا يعني أن الاستراتيجيات العكسية قصيرة المدى قد توفر عوائد غير عادية للمستثمرين المتوافقين مع الشريعة الإسلامية.</p>	<p>محتوى الدراسة</p>
<p>دراسة سابقة</p>	<p>مدى الإفادة منها</p>

2022 Rao دراسة 9-2-1	
عنوان الدراسة	تأثير انعكاس العائد: الأرباح المعاكسة المعدلة للمخاطر من أسواق الهند وباكستان. Return Reversal Effect: Risk Adjusted Contrarian Profits from India & Pakistan Markets.
محتوى الدراسة	قامت الدراسة بتقييم تأثير الانعكاس على المدى الطويل في أسواق الأسهم الهندية والباكستانية، كانت مدة التكوين والاحتفاظ من 36 إلى 60 شهرًا. تم توضيح أعلى نتائج الانعكاس حيث يتم فرز المحافظ بناءً على عامل الحجم والخاسر ناقص عامل (الانعكاس) الربح. الحجم (SMB) له تأثير إيجابي إجمالي في الهند وتأثير سلبي في سوق باكستان. ويولد نموذج العوامل الستة مع عامل علاوة مخاطر السيولة أعلى نتائج قوة تفسيرية في كل من الهند وباكستان. علاوة على ذلك، تم الكشف على إن الأرباح العكسية التي تم الحصول عليها ليست سوى تعويض عن تحمل مخاطر عالية تجاه عوامل مخاطر أسعار الموجودات المحددة للشركة من حيث الحجم والأسهم المسجلة في السوق والاستثمار والربحية وعوامل مخاطر السيولة في السوق الهندية. ومع ذلك، فإن الأرباح على المدى الطويل في باكستان هي نتيجة لتأثير ردة الفعل المفرطة من قبل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة في السوق. تشير نتائج اختبار t المتوسطة الإيجابية إلى تأثير رد الفعل المبالغ فيه من جانب المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة التي تحرك الأسعار بعيدًا عن القيم الأساسية. تشير النتائج إلى وجود تأثير رد الفعل المبالغ فيه لكلا السوقين، باكستان والهند، إذ بلغ متوسط العائدات غير العادية المتراكمة 11% في كلا البلدين.
مدى الإفادة منها	دراسة سابقة

2023 Soltanzadeh, H., Keykhaei 10-2-1	
عنوان الدراسة	تحسين المحفظة الاستثمارية والأداء القائم على استراتيجية الزخم المعاكس (MCS): أدلة من بورصة طهران Portfolio Optimization and the Momentum-Contrarian Strategy (MCS)- Based Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange
محتوى الدراسة	تهدف هذه الدراسة إلى تحديد المحفظة الاستثمارية الأمثل التي تجمع بين أفضل عائد استثماري وأقل مستوى من المخاطرة باستخدام استراتيجيات الزخم المعاكسة (MCS). استراتيجية الزخم المعاكسة هي نموذج يستخدم لبناء المحافظ الاستثمارية، والذي يقترح شراء الأسهم الأفضل أداءً (الأسهم الرابحة) وبيع الأسهم الأسوأ أداءً (الأسهم الخاسرة). تم استخدام نموذج التحسين متعدد المتغيرات وغير الخطية، بالتوازي مع استراتيجيات الزخم المتعارضة، لحساب القيم المثلى للوظيفة الموضوعية وأوزان جميع الموجودات في المحفظة، والتي قد تختلف في توزيعها. تم استخدام البيانات المرتجعة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من 2014 إلى 2019 لاختيار المحفظة الأمثل. وأظهرت النتائج أن المحفظة المثلى المعاكسة تحقق الاستقرار في الربحية مع انخفاض مستويات المخاطرة مقارنة بالمحافظ الاستثمارية الأخرى. كما تم استخدام برنامج MATLAB لحساب الوزن الأمثل للموجودات بناءً على البيانات الإحصائية.
مدى الاستفادة منها	دراسة سابقة
2023 Batool, A., & Bhutta 11-2-1 دراسة	
عنوان الدراسة	تقييم استراتيجيات الزخم والاتجاه المعاكس للأوراق المالية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية: أدلة من بورصة باكستان Evaluation Of Momentum And Contrarian Strategies For Conventional And Shariah-Compliant Securities: Evidence From Pakistan Stock Exchange

<p>الغرض من هذه الدراسة هو دراسة الزخم والأرباح المعاكسة في أسواق البورصة الباكستانية التقليدية والشرعية. باتباع أسلوب الزخم المتداخل لجاغديش وتيتمان (1993)، تم تحليل كلا السوقين لمجموعات مختلفة من L (فترة التكوين) و K (فترة الاحتفاظ). كشفت النتائج أن فترات الاحتفاظ الطويلة الأجل للأسواق التقليدية تظهر وجود أرباح معاكسة (12 و 18 و 24 شهرًا). ومع ذلك، فإن استراتيجيات الزخم لها حضور أقوى في أسواق الشريعة الباكستانية. علاوة على ذلك، فإن استراتيجيات المخالفة لها حضور محدود في سياقات الشريعة، لفترات الاحتفاظ الطويلة الأجل. تشير هذه الدراسة إلى وجود أرباح جراء الاستفادة من الفروقات السعرية في كلا السوقين، ويجب على المستثمرين الاستمرار في مراقبة أداء الفائزين والخاسرين من أجل تعظيم العائد على استثمارات المحفظة</p>	<p>محتوى الدراسة</p>
<p>دراسة سابقة</p>	<p>مدى الإفادة منها</p>

8-2-1 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

هذه الأطروحة جاءت استجابة للافتقار في الأدبيات العربية والعراقية والمتعلقة بمجال استراتيجيات التداول العكسية وتطبيقها في الأسواق المالية. تعد هذه الدراسة مساهمة مهمة في إثراء المعرفة الفكرية والعملية في هذا المجال، حيث تسلط الضوء على جوانب جديدة تهدف إلى بناء محفظة أسهم عادية. وتتميز من خلال تطبيق استراتيجيات التداول العكسية في سوق الأوراق المالية العراقي. ما يجعل هذه الدراسة فريدة هو انها - حسب علم الباحث - الأولى من نوعها في البلدان العربية التي تتبع استراتيجيات الاستثمار العكسية لتكوين محفظة أسهم عادية تحقق أداء أفضل من محفظة السوق في هذه السياق.

المبحث الثاني: المنهجية العلمية للدراسة

تكونت المنهجية العلمية للدراسة من الفقرات التالية:

1-1-1: مشكلة الدراسة

تُعد استراتيجيات التداول العكسية من الأدوات الاستثمارية المثيرة للاهتمام، خصوصاً في الأسواق النامية مثل سوق العراق للأوراق المالية. تنبثق من هذه الدراسة تساؤلات مهمة تتعلق بإمكانية بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام هذه الاستراتيجيات. هل يمكن تحقيق عوائد مستدامة من خلال هذه الطرق في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة؟ إضافة إلى ذلك، يطرح البحث تساؤلاً حول تأثير كلفة المعاملة على أداء المحفظة، سواء تم احتسابها أو تجاهلها. تهدف هذه التساؤلات إلى تعزيز فهم المستثمرين لأساليب الاستثمار الفعالة في سوق العراق للأوراق المالية.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤلات الرئيسية الآتية:

المشكلة الرئيسية الأولى: هل يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية؟

المشكلة الرئيسية الثانية: هل تؤثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟ وينبثق عنها عدة تساؤلات فرعية وكالاتي:

1. هل تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

2. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (بدون كلفة المعاملة) للمحفظة خلال مدة الدراسة؟

3. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

4. هل تؤثر كلفة المعاملة على العوائد للمحافظ العكسية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

5. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

6. هل تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة؟

المشكلة الرئيسية الثالثة: هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة وبالمقارنة مع محفظة السوق؟ وينبثق عنها عدة تساؤلات فرعية وكالاتي:

1. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة العكسية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

2. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحية أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

3. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

4. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة العكسية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

5. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحية أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

6. هل تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق؟

2-1-1: فرضيات الدراسة:

في ضوء تساؤلات الدراسة الرئيسية والفرعية تنبثق فرضيات الدراسة وكالاتي:

الفرضية الرئيسية الاولى: لا يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسية الثانية: لا تؤثر كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

وينبثق عنها عدة فرضيات فرعية وكالاتي:

1. لا تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
2. لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ العكسية الربحية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
3. لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
4. لا تؤثر كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
5. لا تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.
6. لا تؤثر كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثالثة: لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

وينبثق عنها عدة فرضيات فرعية وكالاتي:

1. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
2. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
3. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
4. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
5. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الربحة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
6. لا تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

1-1-3: أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى الوصول إلى الأهداف التالية، والتي تسهم في تعزيز الفهم والمعرفة في المجال المدروس وتقديم رؤى قيمة للممارسين والأكاديميين:

أولاً: تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية. فضلاً عن بيان مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في العلوم المالية وتفسير معناه وتبيان أصل المفهوم الذين تناولوا المصطلح وأبرز نتائجهم وآخر ما توصلوا إليه. ثانياً: تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير كلفة المعاملة على محفظة الأسهم العادية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة. وينبثق عن هذا الهدف عدة أهداف فرعية وكالاتي:

1. بيان معرفة مدى تأثير كلفة المعاملة على العوائد العكسية للمحفظة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

2. توضيح مدى تأثير كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الرابحة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

3. استكشاف مدى تأثير كلفة المعاملة لعوائد المحافظ العكسية الخاسرة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

ثالثاً: تهدف هذه الدراسة إلى بيان ومعرفة استراتيجيات التداول العكسي ومدى فعاليتها في ظل تقلبات السوق، ومدى تحقيقها لأرباح معدلة بالمخاطر في سوق العراق للأوراق المالية (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. وينبثق عنها عدة أهداف فرعية وكالاتي:

1. معرفة مدى تحقيق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

2. تقييم قدرة تحقيق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الرابحة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون ومع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق..

3. فحص إمكانية تحقق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة أرباح معدلة بالمخاطر (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

4. تقييم فعالية الاستراتيجيات العكسية في تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
5. دراسة كفاءة تحقيق الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الرابحة أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.
6. استكشاف قدرة الاستراتيجيات العكسية للمحافظ الخاسرة من تحقيق أرباح معدلة بالمخاطر (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق.

1-1-4: أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من قيمة موضوعها، مما يبرز الحاجة إلى البحث في هذه القضايا ويعزز الفهم العميق للمفاهيم المرتبطة بها كما يلي:

أولاً: تتمثل أهمية هذه الدراسة في بناء محفظة من الأسهم العادية باستخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق لأوراق المالية. كما تسلط الضوء على مفهوم الاستراتيجية العكسية ومحفظة الأسهم في العلوم المالية، مقدمة تفسيراً شاملاً لمعناها وأصولها. ستستعرض الدراسة أبرز المفكرين الذين تناولوا هذا المصطلح، بالإضافة إلى نتائجهم وأحدث ما توصلوا إليه، مما يسهم في تعزيز الفهم الأكاديمي والعملي لهذه الاستراتيجيات في سياق السوق المحلية.

ثانياً: تتمثل أهمية هذه الدراسة في فهم تأثير كلفة المعاملة على أداء محفظة الأسهم العادية، سواء تم احتساب كلفة المعاملة أم لا، خلال فترة الدراسة. سيوفر هذا الفهم رؤى قيمة للمستثمرين حول كيفية تأثير التكاليف على العوائد، مما يساعد في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعياً ودقة.

ثالثاً: تسلط هذه الدراسة الضوء على استكشاف نتائج الاستراتيجيات العكسية في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تشير إلى عدم تحقيق هذه الاستراتيجيات لأرباح معدلة بالمخاطر، سواء مع أو بدون احتساب كلفة المعاملة، مقارنةً بمحفظة السوق. سيوفر هذا التحليل رؤى حيوية للمستثمرين حول فعالية هذه الاستراتيجيات، مما يعزز الفهم حول خيارات الاستثمار المتاحة ويعكس التحديات التي تواجهها في السوق المحلية.

رابعاً: دراسة استراتيجيات التداول العكسي ومدى فعاليتها في ظل تقلبات السوق، إذ تكتسب دراسة استراتيجيات التداول العكسي أهمية خاصة في ظل تقلبات السوق، حيث تتيح هذه الاستراتيجيات للمستثمرين استغلال فرص التراجع المؤقت في أسعار الموجودات التي تشهد انخفاضاً نتيجة التوجهات السائدة أو ردود الفعل المفرطة. أثبتت دراسات عديدة أن الاستراتيجيات العكسية قد تحقق عوائد إيجابية خلال فترات عدم الاستقرار، مستفيدة من الفجوات السعرية الناتجة عن سلوكيات السوق غير العقلانية. تبرز فعالية هذه الاستراتيجيات في الأسواق المتقلبة، مما يجعلها أداة قيمة لتقليل المخاطر وتعظيم العوائد.

1-1-5: مجتمع وعينة الدراسة

تمثل مجتمع الدراسة بجميع الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية والبالغة (103) سهم.

أما الشركات الخاصة بعينة الدراسة فكانت أسهم الشركات التي تتوافر بها الشروط التالية:

- 1- مستمرة بالتداول منذ عام 2019 وإلى غاية 2023.
 - 2- لم يتم دمجها أو تجزئة أسهمها خلال فترة الدراسة.
 - 3- توافر البيانات عن أسعار الاغلاق للشركة خلال فترة الدراسة.
- وفي ضوء تطبيق الشروط أعلاه تمثلت عينة الدراسة الحالية ب (31) شركة والتي يوضحها الجدول رقم (1-1) مصنفة بحسب القطاعات:

الجدول رقم (1-1) الشركات عينة الدراسة

رمز الشركة	اسم الشركة	القطاع
BBOB	مصرف بغداد	قطاع المصارف
BIBI	مصرف الاستثمار العراقي	
BNOI	مصرف الاهلي العراقي	
BROI	مصرف الأئتمان العراقي	
BCOI	مصرف التجاري العراقي	
BGUC	مصرف الخليج التجاري	
BIME	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	
BIIB	مصرف العراقي الاسلامي	
BUND	مصرف المتحد للاستثمار	
BMNS	مصرف المنصور للاستثمار	
BMFI	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	
BASH	مصرف آشور الدولي للاستثمار	
BSUC	مصرف سومر التجاري	
IMOS	الخيطة الحديثة	قطاع الصناعة
IIDP	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	

IITC	العراقية للسجاد والمفروشات	
IKLV	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	
IMAP	المنصور للصناعات الدوائية	
IHLI	الهلال الصناعية	
HNTI	الوطنية للاستثمارات السياحية والمشاريع	
INCP	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	
IRMC	انتاج الالبسة الجاهزة	
IBSD	بغداد للمشروبات الغازية	
HBAY	فندق بابل	
HBAG	فندق بغداد	
SMRI	المعمورة للاستثمارات العقارية	
SBPT	بغداد العراق للنقل العام	
SKTA	مدينة العباب الكرخ السياحية	
AISP	العراقية لانتاج البذور	قطاع الزراعة
AIPM	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	
TASC	اسياسيل للاتصالات	قطاع الاتصالات

المصدر: من اعداد الباحث

1-1-6: بيانات ومدة الدراسة:

مدة عينة وبيانات الدراسة التي تم استخدامها كانت كالتالي:

- 1- أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023.
- 2- أسعار الاغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة الدراسة وللمدة من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023.
- 3- معدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يتمثل بسعر الفائدة لحولات الخزينة العراقية ولنفس المدة (من كانون الثاني 2019 لغاية شهر كانون الأول 2023).

1-1-7: إجراءات وأساليب الدراسة

اعتمد الجانب العملي من الدراسة على مجموعة معينة من الأساليب المالية والإحصائية لتحليل البيانات وحساب النتائج المطلوبة، تم تقديم هذه الأساليب في الجانب النظري للدراسة وتم تعزيزها بالمعادلات حسب التسلسل ورقم الصفحة تجنباً للتكرار ولتسهيل الوصول إليها. حيث يعرض الجدول رقم (1-2) هذه الأساليب والمعادلات:

الجدول رقم (1-2) معادلات أساليب الدراسة

ت	المعادلة	الرقم	الصفحة
1	عائد السهم	2	42
2	الانحراف المعياري للسهم	9	47
3	عائد المحفظة	7	45
4	مخاطرة المحفظة	15	53
5	نسبة Sharpe	20	61
6	نسبة Treynor	21	62
7	Alpha	22	63
8	نسبة المعلومات IR	23	64

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الاول

محفظة الاسهم

المبحث الثاني

التحليل الفني والاستراتيجية
العكسية

المبحث الأول: محفظة الاسهم

Stock Portfolio

2-1-1: مفهوم الاستثمار:

الاستثمار، بأبسط تعريفاته، هو تخلٍ عن أموال يمتلكها الفرد أو الكيان حالياً بهدف تحقيق تدفقات مالية أكبر في المستقبل. يتضمن ذلك تعويض القيمة الحالية للاستثمار، بالإضافة إلى مواجهة الانخفاض المتوقع في القدرة الشرائية الناتج عن التضخم، مع ضمان تحقيق عائد معقول مقابل المخاطر المرتبطة بعدم تحقق تلك التدفقات (الشواورة، 2008: 33). بعبارة أخرى، يمثل الاستثمار تنازلاً عن استهلاك حالي مؤكد في مقابل استهلاك أكبر في المستقبل، والذي يظل غير مؤكد (Ilmanen,2022:28).

يمكن تعريف الاستثمار المحفظي على أنه توظيف رؤوس الأموال بشكل غير مباشر بهدف تحقيق تراكم رأسمالي جديد وزيادة القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم) احمد وخضير، 2017:32). كما يُعتبر الاستثمار المحفظي اكتساب الموجودات المالية من خلال استثمار الأموال في الأوراق والأدوات المالية بمختلف أنواعها. ويأتي الاستثمار المحفظي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية الاقتصادية بعد الاستثمار المباشر (الحناوي ومصطفى، 2010:25).

تتفاوت مجالات الاستثمار، وبالتالي تختلف أدوات الاستثمار المتاحة في كل مجال. تُعرّف أداة الاستثمار بأنها الموجود الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المبلغ المستثمر، وقد أطلق بعض الباحثين على أداة الاستثمار مصطلح 'واسطة الاستثمار' (الدليمي، 2010: 9). كما عرّفها مطر (مطر، 2005: 80) بأنها الوسيلة التي تتيح للمستثمر امتلاك موجودات قد تكون حقيقية أو مالية، مثل الأسهم أو السندات. يعتمد اختيار أدوات الاستثمار

على خصائص كل أداة، والعائد المتوقع، ودرجة المخاطرة، بالإضافة إلى رغبات المستثمر وقدرته على تحمل المخاطر وقبول العائد المحقق (الحمودني، 2011: 44).

تختلف أدوات الاستثمار وفقاً لأهداف الاستثمار واستراتيجيات المستثمر. في حالة الاستثمار الحقيقي، تتمثل أداة الاستثمار في موجودات ملموسة مثل العقارات، والآلات، والذهب، والفضة. أما في الاستثمارات المالية، فتتنوع الأدوات الاستثمارية بتنوع الموجودات المالية. تُعتبر الأوراق المالية من أبرز الأدوات الاستثمارية انتشاراً، حيث تعكس أداء المشروع المصدر لهذه الأوراق. ينبغي على المستثمر اختيار الأدوات المناسبة لاستثمارته، بعد التعرف على مقدار الضمان الحكومي للأوراق ونسبة الأرباح التي تحققها الشركة، بالإضافة إلى سياسة الشركة في توزيع الأرباح. تُصنف الأوراق المالية تقليدياً إلى أوراق سوق النقد وأوراق سوق رأس المال. تتميز الأوراق المتداولة في سوق النقد بكونها مديونية ذات قدرة تسويقية عالية وسيولة مرتفعة، مما يجعلها تُعتبر أحياناً 'أشبه النقد' بفضل عنصر الأمان والسيولة. من ناحية أخرى، تتميز الأوراق المتداولة في سوق رأس المال بطول أجلها وارتفاع عنصر المخاطرة، ورغم ذلك، فإنها تتمتع بتنوع أكبر (باكير، 2008: 73).

2-1-2: الاستثمار في الأوراق المالية:

شهدت عمليات الاستثمار في الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً من جوانب متعددة، حيث تناولت العديد من النظريات الجديدة أهمية تعظيم العوائد المتوقعة وتقليل المخاطر إلى مستويات مقبولة. يُعزى تغيير الأساليب المعتمدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية لتحقيق معدلات العائد المطلوبة بأدنى مستوى من المخاطر إلى تطبيق هذه النظريات (الحمودني، 2011: 65).

تتمثل المشكلة في تركيز المستثمر على اختيار أحد القرارات الاستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمخاطر أو العوائد، عند المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية. هذا التركيز قد يؤدي إلى نتائج سلبية ومضلة، حيث إن اختيار محافظ ذات عوائد مرتفعة قد يأتي على حساب ارتفاع المخاطر، والعكس صحيح، إذ تؤدي المخاطر المنخفضة عادةً إلى محافظ ذات عوائد منخفضة.

تزداد تعقيد هذه المشكلة عندما يكون المستثمرون من ذوي الدخل المتوسط أو المنخفض، نظراً لافتقارهم إلى الإمكانيات والخبرات الإدارية والفنية اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية (Titman,2021:335).

من المهم الإشارة إلى أن أي قرار استثماري يستند إلى مجموعة من الاعتبارات، لكل منها أبعادها الخاصة، وغالباً ما تكون هذه الأسس متضاربة. يتعين على المستثمر أن يوفق بين جميع هذه العوامل التي يعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري. ومن بين هذه الأسس، تبرز مسألتا (العائد والمخاطرة) (الدليمي، 2010:33).

2-1-3: أدوات الاستثمار:

2-1-3-1: الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية بأنها حصص في ملكية الشركة تمنح صاحبها الحق في المشاركة في إدارتها والحصول على العوائد بعد سداد الشركة لالتزاماتها تجاه الدائنين (العامري، 2013: 361). هذه الأسهم لا تمنح حاملها أي مزايا خاصة مقارنة بالآخرين، سواء في الأرباح التي تحققها الشركة أثناء نشاطها أو في موجوداتها عند التصفية. وعادة ما تُصدر الأسهم العادية في فئة واحدة تتمتع بحقوق والتزامات متساوية، رغم إمكانية إصدارها في فئات متعددة بمزايا مختلفة أحياناً (مطر، 2005: 212). يُعرف السهم بأنه "ورقة مالية تعبر عن حق صاحبها في ملكية الشركة وفقاً لقيمة السهم، حيث تختلف حقوق المساهمين بناءً على نوع الأسهم، سواء كانت عادية أو ممتازة (Slegel,2014:88).

تعد الأسهم العادية من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، حيث تمثل مستند ملكية لها قيمة اسمية تتجلى في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وقيمة دفترية تعكس حقوق الملكية، وقيمة سوقية تتحدد بالقيمة التي يُباع بها السهم في السوق. وغالباً ما تتباين القيمة السوقية عن القيمة

الاسمية، وهو ما يدركه معظم المستثمرين، إذ لا تُعتبر القيمة الدفترية والاسمية مؤشرات دقيقة للقيمة الحقيقية للسهم (French, 1989:34).

هناك أنواع متنوعة من الأسهم العادية من حيث الاستثمار:

2-1-3-1-2: أسهم النمو:

تُعتبر أسهم النمو تمثيلاً للشركات التي تتبنى استراتيجية إعادة استثمار أرباحها المحتجزة في فرص استثمارية جديدة، بدلاً من توزيع هذه الأرباح على حملة الأسهم. يُظهر هذا النهج التزاماً قوياً من قبل الإدارة نحو تعزيز النمو المستدام وتوسيع قاعدة الأعمال.

تتميز أسهم النمو بقدرتها على تحقيق زيادة ملحوظة في مبيعاتها وعوائدها بمعدل يتجاوز النمو الاقتصادي العام على مستوى الاقتصاد القومي، وأيضاً بالمقارنة مع معدل النمو في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. يُعزى هذا الأداء القوي إلى التركيز على الابتكار والتوسع في الأسواق الجديدة، مما يتيح لهذه الشركات الاستفادة من الفرص المتاحة في بيئات الأعمال الديناميكية. إضافة لكونها جذابة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مرتفعة على المدى الطويل، رغم أن هذه الاستثمارات قد تحمل مخاطر أعلى مقارنةً بأسهم الشركات ذات العوائد المستقرة. لذلك، تُعد أسهم النمو خياراً استثمارياً جذاباً للمستثمرين الذين يتطلعون إلى الاستفادة من الاتجاهات والفرص المستقبلية في السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بها (Slegel,2014:190).

2-1-3-1-2: أسهم الدخل:

طبقاً لقانون الشركات، يُحظر على الشركات توزيع الأرباح من خارج عوائدها، مما يعني أنه لا يُسمح لها بتوزيع الأرباح المستمدة من المبالغ المقترضة. في هذا السياق، تُعتبر أسهم الدخل أداة استثمارية تمثل الشركات التي تتمتع بتاريخ طويل ومستدام في توزيع الأرباح بشكل مستمر، حيث تفوق معدلات توزيع أرباحها المتوسط مقارنةً بالشركات الأخرى.

تتميز أسهم الدخل بخصائص فريدة، إذ تتيح لحاملها الاستفادة من استمرارية الحصول على أرباح بمعدل أعلى من متوسط السوق، مما يجعلها خياراً جذاباً للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق تدفقات نقدية ثابتة. يعتمد أداء هذه الأسهم على قدرة الشركات على الحفاظ على سيولة مالية جيدة وعمليات تشغيلية فعالة، مما يُعزز من قدرتها على الوفاء بالتزامات توزيع الأرباح حتى في أوقات التحديات الاقتصادية. بالتالي، تُعد أسهم الدخل خياراً استثمارياً مناسباً للمستثمرين الذين يفضلون العوائد المستقرة على المدى الطويل، مما يُسهم في تحقيق توازن بين المخاطر والعوائد في محفظتهم الاستثمارية (Mladjenovic,2020:114).

2-1-3-1-4: الأسهم الدورية:

تشير الأسهم الدورية إلى أسهم الشركات التي تتأثر بشكل مباشر بحركة الاقتصاد القومي والدورات الاقتصادية. تتميز هذه الأسهم بارتباط إيراداتها وأرباحها بمراحل النمو والانكماش الاقتصادي، حيث تحقق الشركات التي تصدر هذه الأسهم أرباحاً ملحوظة خلال فترات النمو الاقتصادي. ومع ذلك، فإن أرباحها تميل إلى الانخفاض بشكل ملحوظ خلال فترات الانكماش الاقتصادي، مما يساهم في زيادة تقلبات أدائها المالي.

تضع هذه الديناميكية الأسهم الدورية في موقع يعكس معدل مخاطر أعلى مقارنةً بمعدل مخاطر السوق بشكل عام. إذ يتعرض المستثمرون في هذه الأسهم لمخاطر إضافية نتيجة للتغيرات الاقتصادية، مما يتطلب منهم اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة. بالتالي، تُعد الأسهم الدورية خياراً استثمارياً يتطلب فهماً عميقاً للتوجهات الاقتصادية والقدرة على التكيف مع الظروف المتغيرة. يُفضل المستثمرون الذين يسعون لتحقيق عوائد مرتفعة في فترات النمو الاقتصادي أن يتضمنوا هذه الأسهم في محافظهم الاستثمارية، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بها (Graham,2008:123).

2-1-3-1-5: الأسهم الدفاعية:

تُعرف الأسهم الدفاعية بأنها أسهم الشركات التي تتمكن من الاستمرار في بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى في فترات الركود الاقتصادي. يعود ذلك إلى طبيعة منتجاتها، التي تتمتع بمرونة طلب منخفضة، مما يجعلها أقل عرضة لتقلبات السوق. تتميز هذه الأسهم بقدرتها على الحفاظ على مستوى ثابت من الإيرادات والأرباح، حتى عندما يواجه الاقتصاد تحديات.

تُظهر الأسهم الدفاعية أداءً متميزًا خلال فترات الركود، حيث لا تتأثر بشكل كبير بالأزمات الاقتصادية، مما يمنحها ميزة تنافسية. وعادةً ما تحقق هذه الأسهم عائداً أعلى من المتوسط في السوق، مع معدل مخاطر أقل من معدل مخاطر السوق بشكل عام. تجعل هذه الخصائص الأسهم الدفاعية خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تقليل المخاطر في محافظهم الاستثمارية، خاصةً في أوقات عدم اليقين الاقتصادي. لذا، تُعتبر هذه الأسهم أداة فعالة لتوفير الأمان المالي وتحقيق الاستقرار في العوائد، مما يعزز من استراتيجيات الاستثمار طويلة الأجل (Tuckman,2022:78).

2-1-3-1-6: أسهم المضاربة:

تُعرف أسهم المضاربة بأنها الأسهم التي تتميز بعلاقة قوية بين المخاطر والعائد المتوقع، حيث تعكس طبيعتها تقلبات كبيرة في القيمة. ترتبط هذه الأسهم بارتفاع درجة المخاطر أثناء التداول، مما يعكس عدم اليقين المرتبط بتوقعات الأداء المالي والتشغيلي للشركات المصدرة لها. تتمثل الخصائص الرئيسية لأسهم المضاربة في إمكانية تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وبشكل سريع، مما يجعلها جذابة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مرتفعة في فترات زمنية قصيرة. على سبيل المثال، أسهم شركة دل (Dell) تُعتبر من الأمثلة الواضحة على هذه الفئة من الأسهم، حيث يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في السوق والتوجهات الاقتصادية.

يُعد الاستثمار في أسهم المضاربة خيارًا يتطلب مستوى عالٍ من المعرفة والتحليل، حيث يمكن أن يؤدي اتخاذ قرارات غير مدروسة إلى خسائر كبيرة. لذا، يُفضل أن يكون المستثمرون الذين يستثمرون في هذه الأسهم على دراية كاملة بالمخاطر المرتبطة بها، وأن يكون لديهم استراتيجية واضحة لإدارة تلك المخاطر (Reilly,2012:462).

2-1-3-1-7: أسهم الشركات الصغيرة :

تمثل أسهم الشركات الصغيرة فئة من الأسهم التي تتسم بمستويات عالية من المخاطر غير الاعتيادية، خاصةً تلك التي تُباع بأسعار منخفضة. تشمل هذه الأسهم الشركات التي تُعتبر ناشئة أو ذات رأس مال صغير، وغالبًا ما تتواجد في أسواق الأسهم ذات السيولة المنخفضة. تُعرف هذه الأسهم أيضًا بالأسهم "القرشية" (نسبةً إلى القرش) أو بالأسهم "الفلسية" (نسبةً إلى الفلس، وهو أصغر وحدة نقدية في الدينار).

تتميز الأسهم القرشية بارتفاع تقلباتها، حيث يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في ظروف السوق، مما يجعلها عرضة لمخاطر أكبر مقارنةً بأسهم الشركات الكبيرة. في الوقت نفسه، قد توفر هذه الأسهم فرصًا لتحقيق عوائد مرتفعة، مما يجذب المستثمرين الذين يسعون إلى استغلال الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة. ومع ذلك، يُعد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة تحديًا يتطلب فهماً عميقًا للسوق وقدرة على تحليل المخاطر المحتملة. لذا، يُنصح المستثمرون بأن يتخذوا نهجًا مدروسًا عند التعامل مع هذه الأسهم، بما في ذلك وضع استراتيجيات لإدارة المخاطر وتقييم الوضع المالي والتشغيلي للشركات المعنية (القاضي، 2024:334).

2-1-3-1-8: خصائص ومميزات الاستثمار في الأسهم العادية:

1. تحقيق أرباح رأسمالية وجارية: تتيح الأسهم العادية للمستثمرين فرصة تحقيق عوائد من خلال ارتفاع قيمتها السوقية، بالإضافة إلى توزيع الأرباح. هذا يساهم في توليد تدفقات نقدية مستدامة، مما يعزز من جاذبية الاستثمار في هذه الأسهم (Mishkin,2019:107).

2. **سهولة التداول**: يتميز الاستثمار في الأسهم العادية بإمكانية تداولها بسهولة في السوق الثانوية، مما يسهل على المستثمرين تحويلها إلى سيولة نقدية عند الحاجة. هذه المرونة في التداول تعزز من قدرة المستثمرين على إدارة محفظتهم الاستثمارية بفعالية (الجبوري، 2011:20).

3. **انخفاض تكاليف التداول**: تُعتبر الأسهم العادية ذات تكاليف تداول منخفضة نسبيًا، مما يساهم في تقليل النفقات المرتبطة بالاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، تسهم سهولة نقل ملكية الأسهم في تعزيز جاذبيتها كخيار استثماري (آل شبيب، 2010:196).

4. **ارتفاع العائد**: توفر الأسهم العادية عوائد أعلى مقارنةً بالأدوات الاستثمارية الأخرى، مثل السندات أو الودائع البنكية. هذا العائد المرتفع يعكس المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم، مما يجعلها خيارًا مناسبًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق نمو طويل الأجل في ثروتهم (Mishkin, 2019:121).

بالتالي، تُعد الأسهم العادية أداة استثمارية جذابة تُتيح للمستثمرين الاستفادة من جوانب متعددة للعوائد، مع توفير مستوى من المرونة والتداول السهل.

2-1-3-1-9: مخاطر الاستثمار في بعض أنواع الأسهم العادية

1. **الظروف السياسية والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي**: تُعتبر التغيرات في الظروف السياسية والاقتصادية من العوامل الحاسمة التي تؤثر على أداء الأسهم. قد تؤدي الأزمات السياسية أو الاضطرابات الاجتماعية إلى تقلبات كبيرة في السوق، مما يؤثر سلبًا على قيمة الأسهم (آل شبيب، 2010: 196).

2. **معدلات التضخم**: تلعب معدلات التضخم دورًا مهمًا في تحديد القدرة الشرائية للمستثمرين، كما تؤثر على أسعار العملة والدورات الاقتصادية. ارتفاع معدلات التضخم يمكن أن يؤدي إلى تآكل العوائد الحقيقية على الاستثمار، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية (Saunders, 2021:246).

3. **التشريعات السيادية:** تؤثر القوانين والأنظمة الحكومية، بما في ذلك الضرائب والتشريعات المالية، بشكل مباشر على استثمارات الأسهم. التغييرات في هذه التشريعات قد تؤدي إلى تغييرات مفاجئة في البيئة الاستثمارية، مما يزيد من مستوى عدم اليقين (Brooks,2016:210).

4. **المخاطر غير المنتظمة:** تتعلق هذه المخاطر بكفاءة إدارات الشركات وقدرتها على سداد الالتزامات. تقلبات الأرباح نتيجة لقرارات الإدارة أو التغييرات في السوق قد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في قيمة الأسهم، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بها (Higgins,2023:151).

5. **الأخطار النفسية:** تلعب العوامل النفسية، مثل الخوف والطمع، دوراً رئيسياً في سلوك المستثمرين، مما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير متوازنة. بالإضافة إلى ذلك، فإن نقص السيولة قد يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية الجيدة في أوقات غير مناسبة، مما يؤدي إلى خسائر محتملة (الزبيدي،2022:243).

6. **مخاطر نقص السيولة:** تُعتبر مخاطر نقص السيولة من التحديات الأساسية التي قد تواجه المستثمرين في الأسهم العادية. عندما تكون السوق غير نشطة، قد يجد المستثمرون أنفسهم مضطرين لبيع الأوراق المالية الجيدة في ظروف غير ملائمة، مما يمكن أن يؤدي إلى تحقيق خسائر غير مبررة (Cecchetti,2015:192).

تسهم هذه المخاطر مجتمعة في تشكيل بيئة استثمارية تتطلب من المستثمرين تحليلاً دقيقاً وفهماً عميقاً للعوامل المؤثرة لضمان اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.

2-3-1-2: الأسهم الممتازة:

تُعد الأسهم الممتازة أوراقاً مالية هجينة تنتمي إلى فئة حقوق الملكية، حيث تتمتع بقيمة اسمية وتتيح لحاملها الحصول على نسبة ربح. تجمع هذه الأسهم بين خصائص الأسهم العادية

والسندات، مما يفسر تسميتها بالهجينه. إذ أن الربح، الذي يُعتبر سمة رئيسية للسندات، يتداخل مع حق الملكية، الذي يمثل السمة الأساسية للأسهم العادية (Keown,2020:267).

تُشير الطبيعة الهجينة للأسهم الممتازة إلى أنها توفر مزايا متعددة للمستثمرين. ففي حين أن حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بحقوق معينة، مثل الحصول على توزيعات الأرباح، فإنهم لا يحصلون على تلك الأرباح إلا بعد تحقيقها وإقرار توزيعها من قبل مجلس الإدارة، مما يعكس مستوى من المخاطر المرتبطة بهذه الأسهم (الشواورة، 2008: 110). علاوة على ذلك، تُعد الأسهم الممتازة مستندات ملكية لها قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، تمامًا كحال الأسهم العادية. غير أن القيمة الدفترية تُحدد بناءً على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، مما يساهم في تحديد الأداء المالي للشركة، فضلا عن كونها تعد خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مستقرة مع تقليل المخاطر، نظرًا لأن لها أولوية في الحصول على الأرباح مقارنةً بالأسهم العادية. ومع ذلك، فإن التقييم الدقيق للأداء المالي للشركة وإدارة المخاطر يُعدان ضروريين لضمان اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة (Eun,2021:343).

2-1-2-3-1: مزايا الأسهم الممتازة:

1. أولوية في حالات تصفية الشركة: يتمتع حامل السهم الممتاز بأولوية على حملة الأسهم العادية في حالات تصفية الشركة. هذا يعني أنه في حال حدوث تصفية للأصول، يتم دفع مستحقات حملة الأسهم الممتازة قبل أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، مما يقلل من مستوى المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم (Tuckman,2022:83).

2. توزيعات سنوية ثابتة: يحق لحامل السهم الممتاز الحصول على توزيعات سنوية تُحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. تعتبر هذه الميزة جذابة للمستثمرين، حيث توفر لهم تدفقات نقدية منتظمة، مقارنةً بالأسهم العادية التي تعتمد توزيعاتها على قرارات مجلس الإدارة وقد تكون غير متوقعة (هندي، 2010: 26).

3. مرونة التوزيعات: الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ليست ملزمة قانونيًا بإجراء توزيعات سنوية في كل سنة تحقق فيها أرباح. تُحدد التوزيعات بمقدار معين، مما يمنح الشركات مرونة في إدارة أموالها وتخصيصها في الأوقات التي تحتاج فيها إلى استثمار أكبر في النمو أو مواجهة الأزمات (Abd Eid,2023:291).

4. حقوق التصويت المحدودة: لا يحق لحامل السهم الممتاز التصويت إلا في الحالات التي تواجه فيها الشركة مشكلات كبيرة، مثل الاندماجات أو الاستحواذات. هذا يعكس توازنًا بين حقوق الملكية والتمويل، حيث يتمتع حملة الأسهم الممتازة بمزايا مالية دون حقوق التصويت الكاملة التي يمتلكها حملة الأسهم العادية (Keown,2020:265).

تُعد هذه المزايا عوامل حاسمة تجعل الأسهم الممتازة خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عوائد مستقرة مع تقليل المخاطر، مما يعزز من استراتيجياتهم الاستثمارية في الأسواق المالية.

2-1-2-3-2: عيوب الأسهم الممتازة:

1. ارتفاع التكلفة النسبية: تُعد تكلفة الأسهم الممتازة مرتفعة نسبيًا، حيث تفوق تكلفة التمويل من خلال الأسهم الممتازة تكلفة الاقتراض. يعود ذلك إلى أن الشركات تتطلب معدل عائد أعلى لجذب المستثمرين في ظل المخاطر المرتبطة بهذه الأسهم، مما يعكس التأثير السلبي على كفاءة تكلفة رأس المال (Arnold,2012:331).

2. مخاطر أعلى مقارنة بالمقترضين: يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر مقارنة بالمقترضين، حيث لا يتمتعون بنفس مستوى الحماية القانونية في حالة تصفية الشركة. هذا يقودهم إلى المطالبة بمعدل عائد أعلى كتعويض عن المخاطر المرتبطة باستثمارهم، مما قد يؤثر على قرارات التمويل الخاصة بالشركة (Higgins,2023:344).

3. توزيعات الأرباح المشروطة: رغم أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا بعد اتخاذ الإدارة قراراً بتوزيعها، فإن لديهم الحق في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم تُوزع فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة. هذه الميزة تتيح لهم بعض الحماية، لكنها تتطلب من المستثمرين تحمل مستوى من عدم اليقين في توزيع الأرباح، مما قد يؤثر على استراتيجياتهم الاستثمارية (Smart,2020:268).

تُعد هذه العيوب عوامل يجب على المستثمرين أخذها بعين الاعتبار عند تقييم الأسهم الممتازة كخيار استثماري، حيث يتطلب الأمر توازناً بين العوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بها.

2-1-4: مفهوم المحفظة الاستثمارية

يُعج مضمار الأعمال بالأنشطة المالية والاستثمارية، إذ تتنوع الأساليب والطرق المستخدمة في الاستثمار، لا سيما في الأسواق المالية حيث تبرز أهمية المحافظ الاستثمارية Investment Portfolios والتي هي: عبارة مجموعة من الموجودات مثل الأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر (Ross,2022:432)، كما عرّفها أيضاً (Mayo) بأنها مجموعة من الموجودات المادية والمالية التي يكتنيها المستثمر بنيةً ترحيل القوة الشرائية للمستقبل (Mayo,2014:4).

تشير الأدبيات المالية إلى أن المحفظة بمثابة مجموعة من الموجودات المالية أو الاستثمارات التي يمتلكها شخص أو مؤسسة وتتكون من أدوات مالية مختلفة مثل الأسهم والسندات بهدف تحقيق عائد مالي مرتفع على المدى الطويل. كما تُستخدم المحافظ الاستثمارية لتنويع مصادر الدخل وتقليل المخاطر المالية، إذ يتم توزيع الاستثمارات على موجودات مختلفة مثل الأسهم والسندات والسلع.

تمثل المحافظ الاستثمارية أحد الوسائل الرئيسية للأفراد والمستثمرين والشركات لزيادة قيمة أموالهم وتحقيق عائد استثماري يفوق معدلات التضخم (Colajanni,2018:29)، إذ يجب على المستثمر تحديد المبلغ الذي يرغب في استثماره والفترة الزمنية المستهدفة للاستثمار فضلاً عن تحديد مستوى التحمل للمخاطرة

(Pandiangan,2021:179). إذ تبدأ عملية إنشاء المحفظة بتحديد الأهداف المالية والاستثمارية للمستثمر، وتأتي بعدها مرحلة توزيع الموجودات إذ يعتمد توزيع الموجودات على التحليل المالي والاستراتيجية المحددة للمحفظة.

يُفضل توزيع المحفظة على مجموعة متنوعة من الموجودات لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة (Wang,2020:2829)، كما وتتطلب المحافظ الاستثمارية إدارة مستمرة ومتابعة لأداء الموجودات. يُقدم بعض الاستشاريون الماليون ومدراء المحافظ الاستثمارية خدمات إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث يتم تحديث التوزيع وإعادة التوازن بناءً على تطور الأسواق وتغير الظروف الاقتصادية، مع الأخذ بنظر الاعتبار مبدأ التنوع الذي يعد أحد أهم المفاهيم في الاستثمار وإدارة المحافظ، فمن خلال توزيع الموجودات المختلفة لغرض تقليل المخاطر المحتملة يكون لديك محفظة متنوعة، بالتالي فإن تأثير الخسارة في أحد الموجودات يمكن أن يُقلل من تأثيره على إجمالي الاستثمار في المحفظة. بشكل عام، فإن فلسفة المحفظة الاستثمارية تهدف إلى تحقيق التوازن بين تحقيق العوائد وتقليل المخاطر بناءً على أهداف المستثمر ومستوى التحمل للمخاطرة (Molyboga,2020:133).

2-1-5: نظريات المحفظة الاستثمارية Investment Portfolio Theories

2-1-5-1: نظرية المحفظة التقليدية (TPT) Traditional Portfolio Theory

ركزت النظرية التقليدية على تحليل الأوراق المالية الفردية، في حين تم تجاهل تحليل خصائص المحفظة، وتفترض النظرية التقليدية ان اختيار الأوراق المالية يعتمد على اقل المخاطر التي يتم قياسها بالانحراف المعياري Standard Deviation عند متوسط العوائد المتوقعة. إذ تكون العلاقة طردية بين تباين العوائد والمخاطرة المصاحبة لها (Alktrani,2021:1955). فقد كان المستثمرون سابقا (بداية القرن العشرين) يديرون محافظهم باتباع نهج التنوع الساذج الذي يكون على شكل حياة مجموعة من الأسهم والسندات في شركات Firms وقطاعات Sectors مختلفة، وكان تركيزهم منصب على عائد تلك الأوراق كذلك توزيعات الأرباح التي تمنحها تلك الشركات وتتطلق من المثل القائل " لا تضع البيض كله في سلة واحدة ".

يتأثر المستثمرين الساذجين بشدة بما يتم تقديمه لهم من المعلومات، مما يجعلهم عرضة لأي تحيز قد يؤدي إلى تكوين محفظة استثمارية خاسرة، أو على الأقل دون المستوى الأمثل (Leković,2021:223).

2-1-5-2: نظرية المحفظة الحديثة (MPT) Modern Portfolio Theory

يعتبر Harry Markowitz أول شخص أظهر من الناحية الكمية لماذا وكيف يمكن ان يقلل التنوع من المخاطر. وتقديراً لمساهمته في هذا المجال حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 (Chandra,2011)، ففي العام 1952 نشر Harry Markowitz مقالاً حول اختيار المحفظة والتي قدمت الأساس لما يُعرف الآن بنظرية المحفظة الحديثة MPT. والاستنتاج الرئيسي الذي توصل اليه هو انه لا ينبغي للمستثمرين تنويع الاستثمارات لتقليل المخاطر الاجمالية فحسب، بل عليهم أيضاً التركيز على كيفية حساب معامل الارتباط Correlation للأوراق المالية الفردية بعضها البعض الآخر (McMillan,2011) وبالتالي نحصل على أقصى فوائد من التنوع (Scott & Smart,2019).

اعتمد نهج Markowitz على افتراضات عدّة منها ان المستثمرون يعتبرون ان كل بديل استثماري يمثله توزيع احتمالي للعوائد المتوقعة على فترة الاحتفاظ، كذلك يعظمون منفعتهم المتوقعة لفترة واحدة وتتناقص منفعتهم الحدية للثروة من خلال منحنيات السواء، ايضاً يفضلون العوائد الأعلى عند مستوى مخاطرة معين، والمخاطر الأقل عند مستوى معين من العوائد (Lee,2023:596).

لا يُعد من قبيل المبالغة القول إن نظرية المحفظة الحديثة أحدثت تحولاً جوهرياً في مجال إدارة الاستثمار، إذ مكّنت المديرين من قياس مخاطر الاستثمار وتقدير العائد المتوقع للمحفظة. والأهم من ذلك، أنه بينما كان التركيز سابقاً في إدارة المحافظ منصباً على مخاطر الموجودات الفردية، فقد أسهمت نظرية اختيار المحفظة في توجيه الاهتمام نحو تقييم المخاطر على مستوى المحفظة ككل. توضح هذه النظرية أنه من الممكن الجمع بين الموجودات الخطرة وتكوين محفظة تعكس عوائدها المتوقعة مكوناتها وبمخاطر قليلة (Leković,2021:225).

2-1-6: مفهوم العائد:

تعظيم العائد يعتبر أبرز هدف يروم تحقيقه المستثمرين بالأسهم في الأسواق المالية مع عدم التغاضي عن المخاطر المقترنة به، والذي بالإمكان بلوغه عن طريق تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى. فالعائد على الاستثمار هو مفهوم أساسي في مجالات الاقتصاد والتمويل، وهو يعكس العائد المالي الذي يحققه المستثمر من استثماره في موجودات مالية أو مشروعات استثمارية. يُعرف عائد الاستثمار ببساطة على أنه الفائدة أو المكسب الذي يتم تحقيقه على الاستثمار بعد خصم التكاليف والنفقات أو مقدار الأرباح الكلية المتأتية من الاستثمار خلال فترة زمنية محددة (Franciska,2020:86). تُعدُّ عوائد الاستثمار من العناصر الرئيسية التي يهتم بها المستثمرون وأصحاب الأعمال عند اتخاذ قرارات الاستثمار. قد يكون العائد الاستثماري بمثابة مؤشر لنجاح الاستثمار وجاذبيته للمستثمرين يُعتبر عائد الاستثمار عنصرًا مهمًا في تحديد جاذبية الاستثمار وقدرته على تحقيق أهداف المستثمرين.

كما تتنوع طرق حساب عائد الاستثمار حسب نوع الاستثمار والمؤشرات المالية التي ترغب الشركات أو المستثمرون في تحليلها. إليك بعض أهم الطرق المستخدمة لحساب عائد الاستثمار وذلك حسب طبيعة او نوع الاستثمار (Merton,1980:327):

2-1-6-1: عائد فترة الاحتفاظ Holding Period Return:

هو مفهوم يستخدم في مجالات الاقتصاد والتمويل لقياس أداء الاستثمار على مدى فترة زمنية محددة. يُعتبر عائد فترة الاحتفاظ أحد أبسط وأشهر الطرق لحساب العائد على الاستثمار عن طريق الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة زمنية معينة، ويتم حساب عائد فترة الاحتفاظ باستخدام القيمة الحالية للاستثمار والقيمة النهائية بعد انقضاء فترة الاحتفاظ، يشمل هذا العائد جميع العوائد الاستثمارية، مثل الأرباح والفوائد والأرباح الرأسمالية أو الخسائر. قد يشمل أيضًا أي عوائد إضافية كالأرباح التوزيعية (Fisher,2017:197).

ويمكن للمستثمر ان يحصل على جزئين من العوائد، الجزء الأول يسمى العائد الرأسمالي Capital Gains ويتحقق كمحصلة للتغييرات في القيمة السوقية للورقة المالية من خلال مدة الاحتفاظ. والجزء الثاني يسمى المقسوم Dividend Yield ويشير الى التدفقات النقدية التي أحدثها الاستثمار في الورقة المالية بصورة أرباح

موزعة وحاصل جمعها يسمى العائد الكلي Total Return (Ross, 2016:212)، ويمكن حسابها بالصيغة الآتية (Jordan et.al.,2018:4):

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}} \quad 1$$

اذ ان:

R_i = معدل العائد فترة الاحتفاظ او الفعلي (العائد على الاستثمار في السهم)

P_t = سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)

P_{t-1} = سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)

D = مقسوم الأرباح

كذلك يمكن حساب العائد لفترة الاحتفاظ عن طريقة اللوغاريتم من خلال معادلة (Dhankar&Maheshwari,2014:44):

$$R_{i,t} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad 2$$

حيث أن:

pit : سعر إغلاق السهم للشهر الحالي

$Pi,-1$: سعر إغلاق السهم للشهر السابق.

2-6-1-2: العائد المطلوب Required Return:

هو المعدل الذي يمكن للمستثمرين توقعه، اذ يعتبر العائد المطلوب عاملاً أساسياً في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يعبر عن التوقعات المالية والاقتصادية للمستثمرين أو أصحاب الأعمال. كما يحدد العائد المطلوب مدى جاذبية الاستثمار، حيث يسعى المستثمرون للحصول على عوائد تتناسب مع مستوى المخاطرة التي يتحملونها وهو تعويض لمعدل التضخم المتوقع والتقلبات في أسعار الموجودات المالية. على سبيل المثال، إذا كان المستثمرون يتوقعون مستوى عائدات عالي للاستثمار، فإنهم قد يكونوا مستعدين

لتحمل مخاطر أكبر، بينما إذا كانوا يبحثون عن استثمار آمن ومستقر، فقد يكون العائد المطلوب أقل (Brigham & Houston,2009:417)، (Smart & Megginson,2009:152).

ويمكن حساب معدل العائد المطلوب كما في الصيغة الآتية (Gangadhar & Bahu,2006:29) :

$$RR = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

3

إذ إن:

العائد الخالي من المخاطرة: R_f ، عائد السوق: R_m ، البيتا : β

3-6-1-2: العائد المتوقع Expected Return

هو مفهوم يستخدم للتعبير عن التوقعات المالية حول عائد الاستثمار في موجودات مالية أو مشروعات مستقبلية ويرمز له $E(R_i)$ ، إذ يُعرف العائد المتوقع بأنه العائد الذي يُتوقع حدوثه أو تحقيقه على الاستثمار في المستقبل بناءً على تحليل وتقديرات الأداء والظروف الاقتصادية الحالية والمتوقعة، بناءً على تحليل وتقديراتهم الاقتصادية والمالية. يعكس العائد المتوقع توقعات المستثمرين بشأن أداء الموجودات المالية أو المشروعات في المستقبل (Jordan et.al.,2018:364).

قد يتأثر العائد المتوقع بعدة عوامل مثل الظروف الاقتصادية الحالية والمتوقعة، توقعات الأرباح المستقبلية للشركات، مستوى المخاطرة المرتبط بالاستثمار، وتطورات الأحداث العالمية والسياسية. كما يجب الإشارة إلى أن العائد المتوقع هو توقعات مستقبلية وقابلة للتغيير، وقد لا يتحقق بالضرورة في الواقع.

هناك نهجان لحساب معدل العائد المتوقع، الأول هو عن طريق الاحتمالات بناءً على التوقعات بتوليد العوائد وذلك من خلال ضرب معدل العائد المتوقع السنوي في احتمال تحققه ويحسب بالصيغة التالية (Hearth&Zaima،2004،323) :

$$ER = \sum R_i P_i \quad 4$$

إذ إن :

ER : العائد المتوقع

R_i : العائد المتحقق

P_i : احتمالية تحقيق العائد

والثاني باستخدام الوسط الحسابي للبيانات التاريخية لعوائد السهم وتحسب بالصيغة التالية (Besley & Brigham , 2015 : 126)

$$ER = \frac{\sum R_i}{n} \quad 5$$

إذ إن :

ER: العائد المتوقع

R_i : العائد المتحقق

n : عدد الفترات

2-1-6-4: عائد مؤشر السوق Market Index Return

عائد مؤشر السوق اليومي هو النسبة المئوية للتغيرات في قيمة مؤشر السوق من يوم إلى اليوم الذي يليه، يتم استخدام أسعار الإغلاق اليومية للمؤشر لحسابه. هذا العائد يعكس أداء السوق خلال يوم واحد ويمكن للمستثمرين استخدامه لغرض تقييم تقلبات السوق وأداء محافظهم الاستثمارية على المدى القصير. ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$R_{m,t} = LN(P_{mt}) - LN(P_{mt-1}) \quad 6$$

اذ ان:

$R_{m,t}$ يمثل عائد السوق اليومي

$P_{m,t}$ يمثل سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

$P_{m,t-1}$ يمثل سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t-1)

LN: يمثل اللوغاريتم الطبيعي.

2-1-6-5: عائد المحفظة Portfolio Return

وللحصول على عائد المحفظة الذي هو مجموع عوائد مكونات المحفظة مرجحة بأوزانها في المحفظة ويمكن

احتسابه وفق الصيغة الآتية (Hiller et.al,2008,102):

$$R_p = W_1R_1 + W_2R_2 + \dots + W_nR_n \quad 7$$

إذ إن :

R_p : عائد المحفظة

W_i : وزن السهم في المحفظة

R_i : العائد المتحقق للسهم في المحفظة

n: عدد الأسهم في المحفظة

2-1-7: مفهوم المخاطرة:

مخاطر الاستثمار تُعبر عن المبادئ والمفاهيم التي تحكم عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والنظرة التي يتبناها المستثمرون تجاه المخاطر المرتبطة بالاستثمارات. يُعتبر الاستثمار نشاطاً محفوقاً بالمخاطر حيث لا يمكن التنبؤ بالمستقبل بدقة، وهو يتطلب من المستثمرين تحمل مخاطرة فقدان رأس المال أو عدم تحقيق العائد المتوقع. كما تعرف المخاطر في البيئة الاستثمارية وفي ضوء مقياس الانحراف المعياري على انها انحراف القيم عن وسطها الحسابي، وتعرف من زاوية العائد على انها اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع من الاستثمارات وكلما زاد العائد زادت المخاطر (Brealey & Myers,2022:338). فالمخاطرة المالية هي تأثير العوامل المختلفة التي تجعل النتائج الفعلية للاستثمار تختلف عن النتائج المتوقعة (Bernstein,2000:633). توجد العديد من الأساليب المتنوعة لقياس المخاطرة، حيث تشمل منهجيات تقليدية وحديثة تتيح تحليلاً دقيقاً وشاملاً لمستويات المخاطرة، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مدروسة وتحسين استراتيجيات إدارة المخاطر.

2-1-7-1: مخاطر الموجود الفردي Individual asset risks

قياس مخاطر الموجود الفردي هو عملية تحديد وتقييم المخاطر المرتبطة بكل موجود أو استثمار بشكل مستقل عن الموجود الاخر. إذ يتم تحليل هذه المخاطر لفهم مدى التعرض للخطر الذي يواجهه المستثمرين أو الشركات وسيتم مناقشتها بالتفصيل في الأجزاء التالية:

2-1-7-2: التباين Variance يعد من أقدم مقاييس المخاطرة المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية والمقترح من قبل Markowitz، والذي ينظر اليه على انه حجر الزاوية في نظرية المحفظة الحديثة. بعدها طرأ تحسين على التباين ليأتي شبه التباين والذي يجسد هذا التحسين (Yan, W., & Li, S,2009:20).

2-1-7-3: معامل الارتباط Coefficient of Correlation

معامل الارتباط هو مفهوم إحصائي يُستخدم في تحليل البيانات لقياس العلاقة بين اثنين من المتغيرات. ويتمثل معامل الارتباط في قيمة تتراوح بين -1 و $+1$ ، حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط مثبت بين المتغيرين، بينما تشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط عكسي بينهما، والقيمة الصفرية تعني عدم وجود ارتباط (Bodie,et.al,2012,167)، ويمكن ان حسابه باستخدام الصيغة الآتية (Brentani,2004,21):

$$R_{im} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma_{Ri} \sigma_{Rm}} \quad 8$$

إذ إن: معامل الارتباط: R_{im}

تباين مشترك لمعامل R_i, R_m : $\text{Cov}(R_i, R_m)$

الانحراف المعياري لعائد السهم مضروب في الانحراف المعياري لعائد السوق: $\sigma_{Ri} \sigma_{Rm}$

2-1-7-4: الانحراف المعياري:

الانحراف المعياري (Standard Deviation) هو مقياس إحصائي يُستخدم لقياس تباين البيانات حول متوسطها الحسابي أي انه الجذر التربيعي للتباين (Ross et.al,2008:382)، ويرمز له (σ). إذ يقاس مدى انتشار القيم حول القيمة المتوسطة ويُظهر مقدار التباين بين هذه القيم. يعتبر الانحراف المعياري مؤشرًا هامًا لتقدير المخاطرة أو الاختلاف في مجموعة من البيانات. فأن في حالة المحفظة الاستثمارية يُستخدم الانحراف المعياري لقياس مدى تباين أداء الموجودات ضمن المحفظة، إذا كان الانحراف المعياري للمحفظة عاليًا، فإن ذلك يعني أن الموجودات تتأرجح بشكل كبير وتحمل مخاطرة عالية. بينما إذا كان الانحراف المعياري منخفضًا، فإن ذلك يعكس أن الموجودات أكثر استقرارًا وتتغير بشكل محدود، وبالتالي يمكن تحمل مخاطرة منخفضة (Madura,2010:269).

ويمكن حساب الانحراف المعياري على ضوء البيانات التاريخية في هيئة توزيعات وعلى وفق المعادلة الآتية (Brigham & Daves,2007:40)، (McMenamin,1999:191):

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)^2}{N - 1}} \quad 9$$

إذ إن:

σ :	الانحراف المعياري
σ^2 :	التباين
P_i :	احتمال الحصول على العائد i
R_i :	العائد المتحقق لـ i
\bar{R}_i :	الوسط الحسابي للعائد المتحقق

2-1-7-5: معامل الاختلاف Coefficient of Variation

معامل الاختلاف الذي يُعرف أيضًا باسم معامل التباين، وهو مقياس معياري يستخدم لقياس درجة المخاطر عندما تتساوى درجة الانحراف المعياري لموجودين، إذ يستخدم كمقياس للتشتت النسبي وبزيادته تزداد المخاطرة (Chong,2004:92)، ويتم حسابه على وفق الصيغة الآتية: (James & John,2009:126):

$$C. V = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

10

إذ إن:

C. V : معامل الاختلاف

 σ : الانحراف المعياري \bar{R}_i : متوسط العائد المتوقع

2-1-7-6: التباين المشترك (التغاير) Covariance

التباين المشترك هو مصطلح يُستخدم في الإحصاء والاقتصاد ويتعلق بدراسة العلاقة بين متغيرين أو أكثر. يُقاس التباين المشترك الاختلاف المشترك بين قيم هذه المتغيرات عندما تتغير في نفس الاتجاه. إذا كان التباين المشترك إيجابياً، فهذا يعني أن البيانات تتحرك معاً في نفس الاتجاه، بينما إذا كان سلبياً فإن البيانات تتحرك في اتجاهات متعاكسة. وفي سياق المحفظة الاستثمارية، يُستخدم التباين المشترك لقياس درجة العلاقة بين أداء مختلف الموجودات داخل المحفظة، فإذا كانت الموجودات تعاكس حركة بعضها البعض، فإن التباين المشترك يساعد على تقليل المخاطرة الكلية للمحفظة، بينما إذا كانت الموجودات تتحرك في نفس الاتجاه، فإن التباين المشترك المشترك يمكن أن يزيد من مخاطرة المحفظة (Jones,2004,171).

ويتم حسابه وفق الصيغة الآتية: (Brigham&Daves,2004,74)

$$cov_{AB} = \sum [R_{Ai} - \bar{R}_{Ai}] [R_{Bi} - \bar{R}_{Bi}] P_i \quad 11$$

إذ إن:

cov_{AB} : التباين المشترك بين الورقتين المالتين B,A

R_{Ai} : عائد الورقة المالية A

R_{Bi} : عائد الورقة المالية B

\bar{R}_{Ai} : متوسط عائد الورقة المالية A

\bar{R}_{Bi} : متوسط عائد الورقة المالية B

P_i : الاحتمال

2-1-8: المخاطر في إطار المحفظة الاستثمارية:

مخاطر المحفظة هي المخاطر المتعلقة بالاستثمارات المتنوعة التي تشكل محفظة استثمارية. عندما يجمع المستثمر بين مجموعة متنوعة من الموجودات المالية مثل الأسهم، السندات، السلع، العقارات، وغيرها، يُشكّل محفظة استثمارية تهدف إلى تحقيق التنوع وتقليل المخاطر الكلية للمستثمر. تتكون مخاطر الاستثمار من عنصرين هما المخاطر النظامية Systematic Risk والمخاطر غير النظامية Unsystematic Risk ومجموعهما معا يكوّن المخاطر الكلية للمحفظة.

$$\text{Total Risk} = \text{Systematic Risk} + \text{Unsystematic Risk}$$

12

المخاطر النظامية Systematic Risk أو مخاطر السوق وهي مخاطر عامة تنشأ من عوامل السوق التي تؤثر على جميع الشركات بدرجات متفاوتة، وبالتالي لا يمكن تجنبها بالتنوع. وهي نوع من المخاطر المالية والاقتصادية تتعلق بتغيرات القوى الاقتصادية والعوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر على أسعار الموجودات المالية والاستثمارات على المدى الطويل. تُعتبر هذه المخاطر جزءًا من الحالة الطبيعية والعادية للأسواق المالية، وتحدث بشكل دوري ومنتظم دون توقف.

وتمثل المخاطر المنتظمة :

- مخاطر التضخم Inflation Risk التي تتعلق بتراجع القيمة النقدية للأموال بمرور الوقت بسبب ارتفاع معدلات التضخم، ويؤثر على العوائد الحقيقية للاستثمارات.
- مخاطر سعر الفائدة Interest Rate التي تتعلق بتأثير تغيرات أسعار الفائدة على قيمة السندات والاستثمارات الثابتة.
- مخاطر العملة Currency Risk وتعلق بتقلبات أسعار الصرف وتأثيرها على الاستثمارات الأجنبية.
- مخاطر السيولة Liquidity Risk تتعلق بقدرة المستثمر على بيع الموجودات وتحويلها إلى نقدية بسرعة وبدون خسائر كبيرة.
- مخاطر السوق Market Risk وهي تقلبات أسعار الموجودات المالية في الأسواق المالية وتأثير العوامل الاقتصادية والسياسية على الأسواق. بالإضافة للازمات المالية وتشمل الأزمات المالية الكبرى التي

تؤثر على الاسواق المالية بشكل عام، مثل أزمة الرهن العقاري العالمية في عام 2008
(Brigham&Daves,2004,66) (Gitman,2000,256).

والمقياس الاحصائي للمخاطر النظامية هو معامل بيتا والذي يحسب وفق الصيغة التالية:
(Arnold,2002,229) :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2_{R_m}} \quad 13$$

إذ إن :

إذ إن :

بيتا : β

تباين مشترك : Cov

معدل عائد السهم : R_i

معدل عائد السوق : R_m

تباين عائد السوق : $\sigma^2_{R_m}$

والعنصر الثاني هو المخاطر غير النظامية **Unsystematic Risk** وهي مخاطر خاصة Firm-
Specific Risk أو استثنائية وتؤثر على شركة دون غيرها لأسباب تتعلق بالشركة نفسها مثل عدم كفاءة
الإدارة أو إضراب عاملها أو خلل فني وغيرها من العوامل غير المسيطر عليها. هذا النوع من المخاطر يمكن
التخلص منه عن طريق تنويع المحفظة (Bodie,et.al,2001,186)، (Jordan&Miller,2008,393)
والمقياس الاحصائي له هو معامل التباين ويقاس حسب المعادلة الآتية (Brigham&Daves,2004,35):

$$\text{Unsystematic Risk} = \frac{\sigma_{R_i}}{\bar{R}_i} \quad 14$$

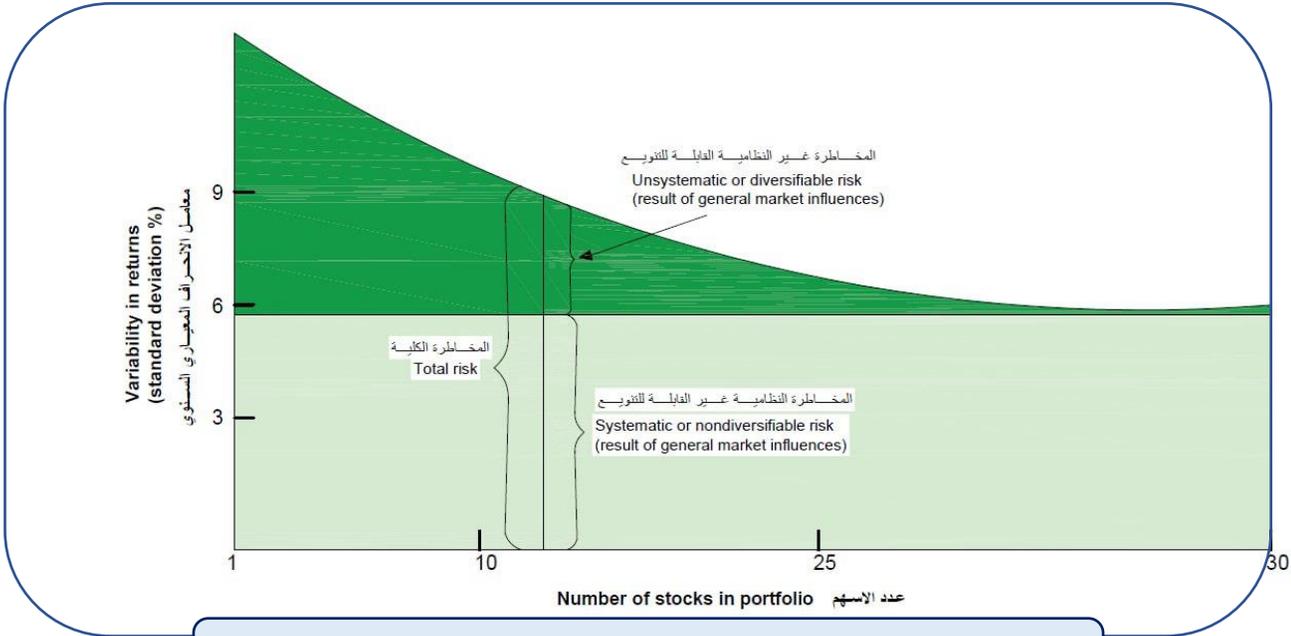
إذ إن :

المخاطرة اللانظامية = **Unsystematic Risk**

σ_{R_i} = الانحراف المعياري لمعدل العائد

\bar{R}_i = متوسط معدل العائد

الشكل (1-2) يوضح دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة.



الشكل (1-2) دور التنوع في تقليل المخاطر الكلية للمحفظة

Source: Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. Financial Management: Principles and Applications, Global Edition, 13/E. 2018: 266.

ويظهر الشكل (1-2) فعالية التنوع في محافظ الأسهم العادية ويوضح العلاقة بين تغير عوائد المحفظة— التي يُقاس انحرافها المعياري— وعدد الأسهم المختارة عشوائياً. إذ يُلاحظ أن التباين يكون مرتفعاً عند تواجد عدد محدود من الأسهم، لكنه ينخفض بسرعة مع زيادة عددها، مما يُفضي إلى ظهور تأثير "متوسط الخروج". ونقل المخاطر غير النظامية بشكل ملحوظ عندما تتجاوز المحفظة حوالي خمسين سهماً، حيث يُزال تقريباً نصف إجمالي المخاطر (Higgins et al., 2023:291) أما في المحفظة الفعلية، فإن المخاطر النظامية لا تبقى ثابتة مع إضافة أوراق مالية جديدة؛ إذ يكمن الهدف في إظهار إمكانية تنوع جزء من المخاطر غير النظامية، مما يؤدي إلى بقاء المخاطر النظامية المرتبطة بالسوق فقط. (Lee et al., 2013:143-144).

وإذا ما أردنا قياس المخاطر الكلية لمحفظة مكونة من ورقتين مالييتين فيمكن حسابها بالصيغة التالية (Jones,1998:188))

$$\sigma_p = \sqrt{W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2W_1 W_2 r_{1,2} \sigma_1 \sigma_2} \quad 15$$

اذ ان:

σ_p = الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

$\sigma_1 \sigma_2$ = الانحرافات المعيارية للموجودين 1,2

$r_{1,2}$ = معامل الارتباط بين عوائد الموجودين 1,2

أما بيتا المحفظة (β_p)، يمكن حسابه وفق الصيغة الآتية:

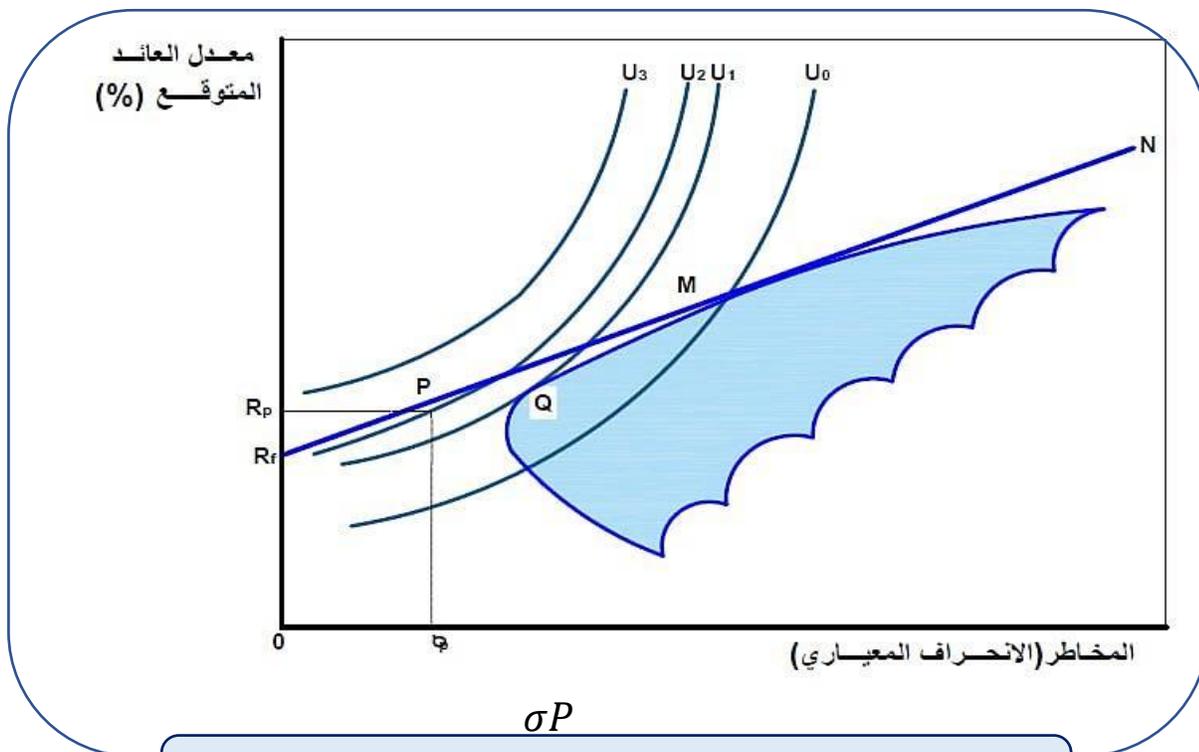
$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \quad 16$$

9-1-2: الحد الكفوء والمحفظة المثلى Efficient Frontier and optimal portfolio

يعد الحد الكفوء احد فروض نظرية المحفظة التي بنيت على أساسها، وهو ان المستثمر دائما يحاول تعظيم منفعة المتوقعة من الاستثمار، وان تعظيم المنفعة يختلف عن تعظيم الثروة، تعظيم الثروة يرتبط بتعظيم العائد من الاستثمار، أما المنفعة فهي نتيجة المخاطر والعوائد (Singh & Gautam, 2014:110). الحد الكفوء يمثل المنحنى الذي تقع عليه مجموعة من المحافظ الممكنة التي تحقق أفضل توازن بين العائد والخطر، حيث توفر للمستثمر عائداً أعلى عند مقدار معين من المخاطر، أو أقل مخاطر لمستوى معين من العائد المتوقع (Halicki & Uphaus, 2015:3-4). وتعتبر المحافظ التي تقع تحت الخط الكفوء دون المستوى الأمثل، فهي محافظ ممكنة لكنها غير مجدية كونها إما بمخاطرة أكبر أو عائداً أقل مما تكون عليه: Ross et al , 2008 .(294).

إذ ان المستثمرين الذين يتحملون درجة مخاطر منخفضة لديهم عائد محتمل منخفض، وبالمقابل هناك مستثمرون يفضلون المحافظ التي تحقق أعلى العوائد ويكونون على استعداد لقبول مخاطر عالية (Birgham & Ehrhardt,2011:936).

وبالاستناد الى نظرية سلوك المستهلك فانه بالإمكان توظيف منحنيات السواء لبيان تفضيلات المستثمر، حيث ان لكل مستثمر منحنيات سواء خاصة به تمثل توجهاته تجاه توازنه بين العائد والمخاطرة على الحد الكفوء. اذ ان كل مقايضة تمثل محفظة مثلى فمستوى الاشباع ثابت على كل نقاط التماس بين الحد الكفوء ومنحنيات السواء، فنقطة تماس سواء المستثمر للحد الكفوء تمثل مستوى اشباع هذا المستثمر وبنفس الوقت محفظته المثلى. وكلما كانت منحنيات السواء أعلى كانت المنفعة أكبر والمخاطر أكبر أيضا كما في الشكل (2-2) (Chandra,2011:243244).



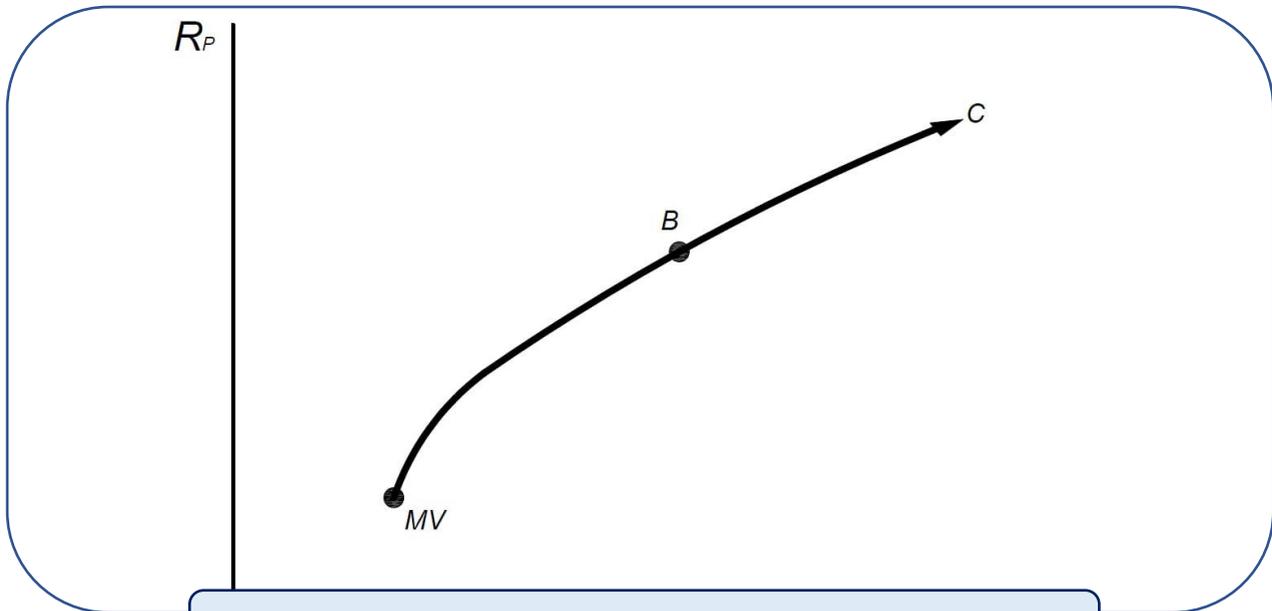
الشكل (2-2) الحد الكفوء والمحفظة المثلى

Source: Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. Financial Management: Principles and Applications, Global Edition, 13/E. 2018: 266.

10-1-2: المحفظة المثلى في ظل البيع القصير Optimal Portfolio With Short Selling

ان معظم الاستثمارات تتم بشراء الموجودات التي يُعتقد أنّها ستزداد قيمتها بمرور الوقت وبيعها محققاً بذلك أرباح من الفرق بين سعري البيع والشراء، ولكن إذا خمن المستثمر ان سعر السهم مبالغ فيه وان انخفاض سعره المتوقع مستقبلاً يمثل فرصة استثمارية يمكنه حينئذ بيع السهم بيعاً قصيراً (Brown & Reilly, 2012:126)، أذاً فإن البيع القصير Short-Selling هو ممارسة بيع الأوراق المالية المقترضة من الوسيط وبيعها في السوق وعندما ينخفض سعرها يقوم بشرائها وإعادتها الى المقرض، ويجب على البائع ان يقوم بإيداع أولي لرأس المال لدى الوسيط (102:2019). في ضوء نظرية المحفظة الحديثة MPT، يكون لدى المستثمر خيارات تقتصر على الحد الكفوء وضمن (العائد - المخاطرة) وتحدد افتراضات النظرية شكل وخصائص وتكوين الحد الفعال، وبشكل خاص افتراضات البيع القصير Short-Selling والموجودات الخالية من المخاطرة (Rf) Elton & (Gruber ,2011;382).

ويوضّح الشكل (2-3) الحد الكفوء الذي يبدأ من محفظة الاقل تباين MV وفي ظل البيع القصير لا يتوقف عند محفظة أعلى عائد انما يكون مفتوح النهاية وبلا حد (Elton .et, al 2014:81). في ظل السماح بالبيع القصير يمكن للمستثمر بيع الأوراق المالية بيعاً قصيراً والاستفادة من التدفق هذا بشراء أوراق مالية عائدها المتوقع أعلى، أي اتخاذ مركز طويل فيها Long Position مقابل مركز قصير Short Position (مركز قصير) في الأوراق منخفضة العائد المتوقع، عندئذ يكون مجموع أوزان المحفظة يساوي (1) ومكوّن من الأوزان السالبة (البيع القصير) والأوزان الموجبة المتمثلة بالمركز الطويل لأكثر من 100% (Bhalla, 2013;794). على سبيل المثال، إذا كان الوزن الأمثل المخصص لموجود معين في المحفظة هو 10٪، فهذا يعني أنه سيتم تخصيص 10٪ من إجمالي قيمة المحفظة لهذا الموجود كمركز طويل. على العكس من ذلك، إذا تم السماح بالبيع على المكشوف، فإن المركز القصير في ذلك الموجود سيكون له وزن يصل إلى -10٪، مما يشير إلى أن 10٪ من إجمالي قيمة المحفظة يتم اقتراضها وبيعها على المكشوف.



الشكل (2-3) المحفظة المثلى في ظل البيع

Source: Elton , Edwing J. ; Martin J. Gruber ; Stephen J. Brown and William N. Goetzmann “ Modern Portfolio Theory and Investment analyses” 9th Edition , Wiley and Sons, Ltd. 2014.P82.

11-1-2: المحفظة الكفوة في ظل الموجود الخالي من المخاطرة Efficient Portfolio With Risk Free Asset

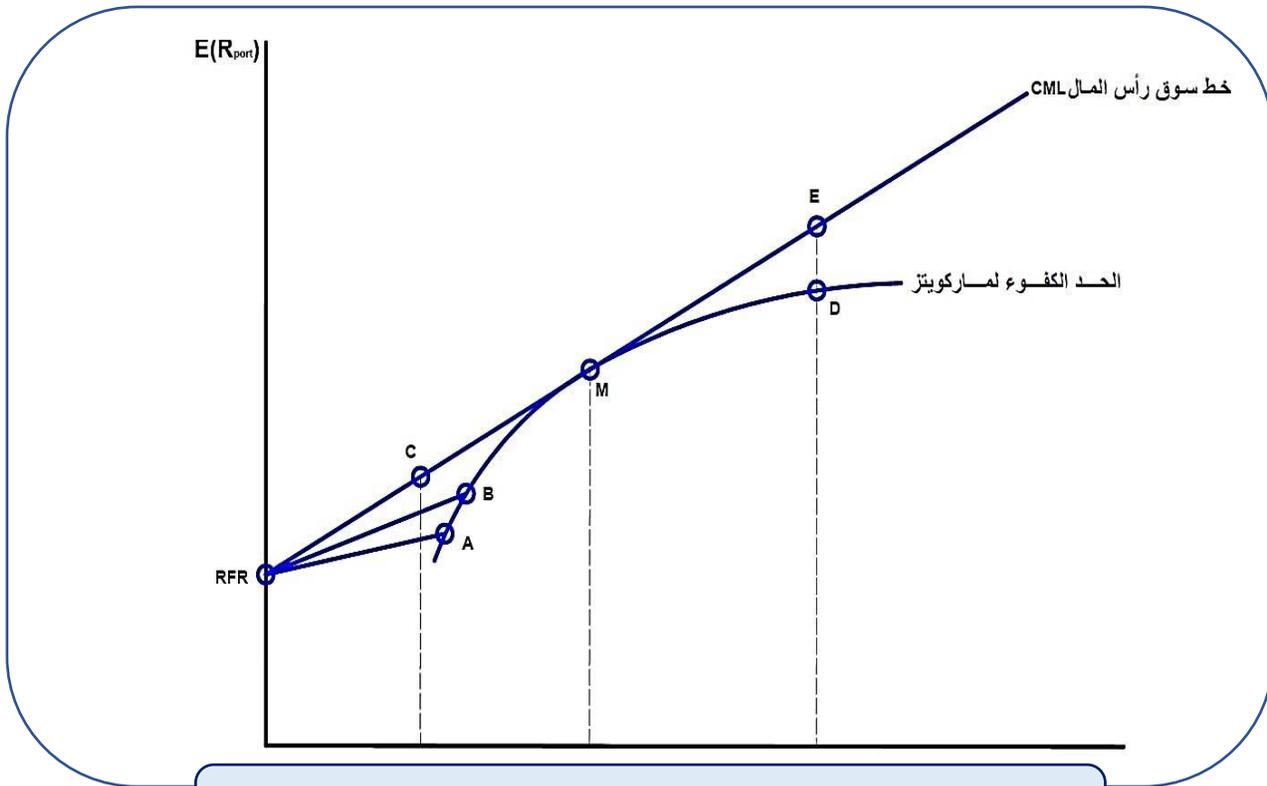
Free Asset

نظرية المحفظة لـ Markowitz ركزت على ان خيارات المستثمر تقتصر على الأوراق المالية الخطرة فقط. لكن في العام 1958 واستنادا للنظرية الكينزية التي تجادل انه العلاقة بين حيازة الأموال وسعر الفائدة هي علاقة عكسية، حصل تطور مهم على هذه النظرية وذلك بفضل العالم المالي والاقتصادي James C. Tobin وتمثل هذا التطور بالحاق افتراض جديد الى افتراضات Markowitz لنماذج اختيار المحفظة والمتمثل بإمكانية المستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطرة Risk-Free-Rate (Bartlett&Partnoy,2020:358) إذ يربط هذا النموذج بين مخاطرة السوق المقاسة بالبينا والعوائد المطلوبة من قبل المساهمين، وذلك من خلال جمع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة مع علاوة المخاطرة للاسهم (المنصور، 2018:36) والذي يتم تقديره بأنه العائد على سندات الخزينة الأمريكية، على سبيل المثال سيكون عائد المحفظة هو نفسه عائد الموجودات الخالية من المخاطرة فيما إذا كانت محفظتك مكونة من موجودات

خالية من المخاطرة فقط. وكلما يقوم المستثمر بإضافة موجود ذو مخاطرة سوف يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطرة Risk Premium وهذا بدوره سيؤدي الى تغير شكل الحد الكفوء من منحني الشكل الى خط مستقيم ويطلق عليه خط سوق رأس المال (CML) Capital Market Line والذي يوضح العائد المتوقع للمستثمر مقابل تحمله وحدة واحدة من المخاطرة (Lindquist,2022:33).

خط سوق رأس المال CML هو مقياس لمكان يختار المستثمرون وضع أنفسهم من حيث المفاضلة بين المخاطرة والعائد. فيكون المستثمر إما الى جهة أقصى أسفل اليسار من خط سوق رأس المال أو الى أقصى جهة أعلى اليمين من هذا الخط، إذا قام المستثمر بدمج محفظة السوق مع RF فسيستثمر في محفظة الإقراض على يسار النقطة M. وإذا استثمر بنسبة صفر % في محفظة السوق يعني أنك استثمرت بنسبة 100% في Rf (Lee & Su,2014:73).

أما المستثمرون الذين يرغبون في الحصول على أكثر من عائد محفظة السوق أي يتفوقون عليها أي الاستثمار في محفظة الاقتراض فيمكنهم استخدام الرافعة المالية، أو المتاجرة بالهامش أو العقود الآجلة وعقود المبادلات والخيارات. لذا فإن استخدام أي من هذه الأوراق المالية المشتقة يعني استخدام الرافعة المالية، وبالتالي الصعود الى أقصى اليمين للأعلى من خط CML. كذلك يوضح بيانياً العلاقة بين المخاطر النظامية للأوراق المالية وبين العائد. إضافة لتمثيل العلاقة المثلى بين المخاطر ومعدل العائد المتوقع لأي محفظة استثمارية كفؤه (Elton et.al.,2014:312) وكما في الشكل (2-4) التالي:



الشكل (2-4) خط سوق رأس المال

Source: Reilly, Frnak C. & Brown, Keith G. Sanford J. Leeds
 “Investment Analysis and Portfolio Management” 11th ed. 2018:196.

يوضح ان R_f معدل العائد الخالي من الخطر، والنقطة M هي محفظة السوق، والمحافظ الموزعة على الخط الذي نقطة بدايته هي R_f وبالمرور بالنقطة M تعتبر كلها محافظ كفوة، أي ان المحفظة التي تمزج بين محفظة السوق وكمية R_f تقع على خط CML ، وهي تمثل أعلى نقطة على تماس مع الحد الكفوء لماركويتز (Reilly & Brown, 2012:203).

اما الصيغة الرياضية لخط السوق راس المال فهي: (Francis & Kim, 2013:130)

$$R_p = R_f + \left[\frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \right] \sigma_p \quad 17$$

اذ ان:

$$R_p = \text{العائد المتوقع للمحفظة الكفوءة}$$

$$R_f = \text{معدل الخالي من المخاطرة}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق}$$

$$R_m - R_f = \text{علاوة المخاطرة لمحفظة السوق}$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لمحفظة السوق}$$

$$\sigma_p = \text{الانحراف المعياري للمحفظة}$$

هذه الطروحات مهّدت لنشوء نموذج التقييم المعروف بتسعير الموجودات الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM) على يد كل من (Treyner 1961)، (Sharpe 1964)، (Lintner 1965)، (Mossin 1966) بشكل منفصل ، وبناءً على مبدأ التنوع في طروحات ماركويتز يمكن تحديد العائد المطلوب Required Return، ويعتبر طريقة لتقييم الموجودات الاستثمارية، وطريقة لقياس مخاطر الورقة المالية المنفردة، ويوضح للمستثمر مقدار مكاسب المخاطر في السوق بعد الادراك بأنّ العائد الخالي من المخاطرة له Beta تساوي صفر، يعتبر معامل بيتا Beta Coefficient هو افضل مقياس للمخاطرة كما أوضح (Sharp).
فهو يقيس المخاطر غير القابلة للتنوع (المخاطرة النظامية) وهو "مؤشر حركة عوائد موجود معين استجابة لتغير عائد السوق" (Schulmerich et.al,2015:54). وتحسب بيتا وفق الصيغة التالية:
(Arnold,2002,229) :

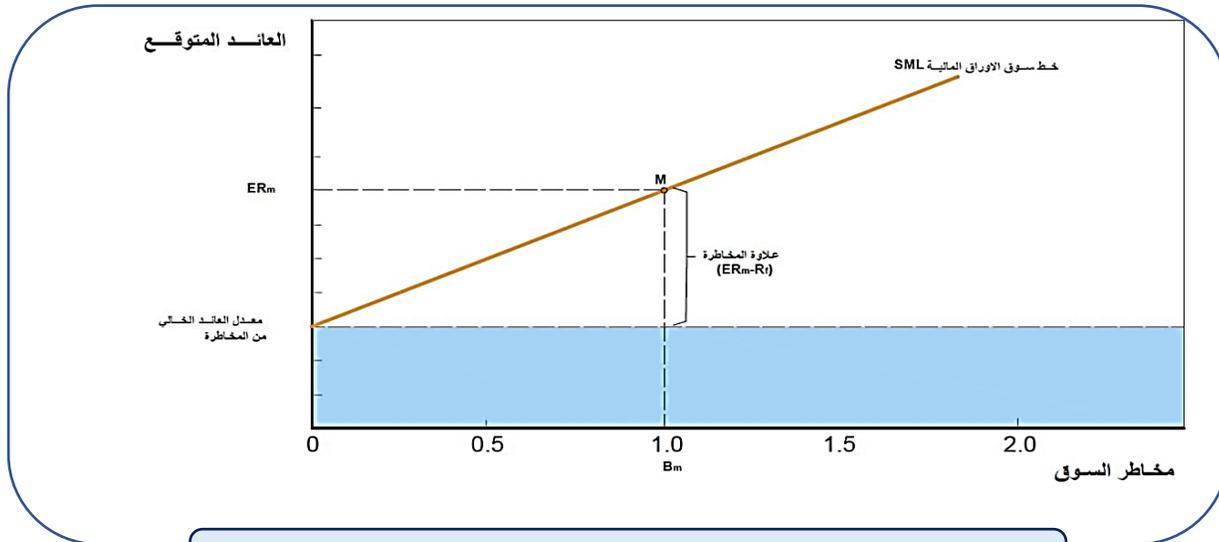
$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2_{R_m}} \quad 18$$

اذ ان :

بيتا : β ، تباين مشترك : Cov ، معدل عائد السهم : R_i ، معدل عائد السوق : R_m ، تباين عائد السوق : $\sigma^2_{R_m}$

ان الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الموجودات الراسمالية تعد هي نفسها صيغة حساب معدل العائد المطلوب كما في المعادلة رقم (3) السالفة ذكرها.

والشكل (5-2) لنموذج تسعير الموجودات الراسمالية CAPM يعرف بخط سوق الورقة المالية (SML) Secuiry Market Line



الشكل (5-2) خط سوق الاوراق المالية

Source: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus - Investments-McGraw Hill - 12 edition, 2021:284.

2-1-12: تقييم اداء المحافظ الاستثمارية:

في عملية الاستثمار المحفظة لابد من وجود مقاييس للحكم على مدى نجاح المنهج المتبع في إدارة المحفظة. هذه المقاييس ينبغي الرجوع اليها بين الحين والآخر لمعرفة أداء المحفظة التي تحتوي على أموالنا ونقارنها بمرجع Benchmark معين اذ يتم ترتيب المحافظ حسب ادائها الاستثماري في ظل مؤشرات العائد والمخاطرة.

فيما يلي استعراض لأهم ثلاثة نماذج لتقييم أداء المحافظ المثلى:

2-1-12-1: نموذج Sharpe

نموذج (Sharpe Ratio) هو أحد أشهر النماذج المستخدمة لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، ويحمل اسم الاقتصادي والباحث ويليام شارب الذي قدم هذا النموذج في عام 1966. الهدف من النموذج هو قياس أداء المحفظة بشكل شامل عن طريق مقارنة العائد المحقق مع المخاطرة المحمولة. يتم حساب معامل شارب عن طريق قسمة الفارق بين عائد المحفظة (عائد الاستثمار) ومعدل الفائدة الآمنة (مثل عائد سندات الخزنة) على الانحراف المعياري للمحفظة. يُمثل معامل شارب العائد الفائض على الاستثمار مقابل الوحدة من المخاطرة. (Bodie et.al.,2021:816)، قيمة نموذج شارب تعطي فكرة عن العائد الإضافي الذي حققته المحفظة بناءً على المخاطرة المتحملة، وكلما زاد قيمة شارب كلما كان العائد الفائض أعلى لكل وحدة من المخاطرة، وبالتالي كانت المحفظة أكثر جاذبية للمستثمرين (Zhang,2020:4).

ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة التالية: (Acma,2014:196)

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad 20$$

إذ إن :

S_p : مقياس شارب :

R_p : عائد المحفظة :

R_f : العائد الخالي من المخاطرة :

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة :

2-1-12-2: نموذج Treynor

نموذج (Treynor Model) يتم استخدام هذا النموذج لتحديد القيمة المضافة من قبل المحفظة بناءً على المخاطر المتحملة. يسمى هذا النموذج باسم الاقتصادي والمستشار المالي جاك ترينور (Jack L. Treynor) الذي قدمه في سبعينيات القرن الماضي. تقوم فكرة النموذج على استخدام معامل ترينور (Treynor Ratio) لتحديد العائد الفائض للمخاطر المتحملة. يمكن حساب معامل ترينور عن طريق قسمة العائد الفائض للمحفظة

عائد المحفظة ناقص العائد الخالي من المخاطر) على معامل بيتا (Beta) للمحفظة Vysniauskas & (Rutkauskas,2014:403).

معامل بيتا هو مقياس لمدى تذبذب أداء المحفظة مقارنةً بأداء سوق الأسهم بشكل عام. إذا كان للمحفظة قيمة بيتا تساوي 1، فإن أداؤها يتحرك بنفس سرعة أداء السوق. إذا كانت القيمة أعلى من 1، فإن المحفظة ستكون أكثر تقلبًا من السوق، وإذا كانت القيمة أقل من 1، فإن المحفظة ستكون أقل تقلبًا من السوق. يُعتبر معامل ترينور قياسًا لكفاءة المحفظة في تحقيق العائد على الاستثمار مقارنة بالمخاطرة التي تتحملها المحفظة مقارنةً بالسوق العام. كلما كانت قيمة معامل ترينور أعلى، كلما كان أداء المحفظة أكثر فعالية بالنسبة للمخاطرة المحتملة (Zhang,2023:480). وتحسب نسبة ترينور حسب المعادلة التالية: (Marios,2014:31):

$$T_R = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

21

إذ أن :

T_R : مقياس ترينور

R_p : عائد المحفظة

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

β_p : بيتا المحفظة

2-1-12-3: نموذج Jensen

هو مقياس شائع اقترحه مايكل جنسن ويتم خلاله حساب معامل Alpha إذ ان زيادتها تعني ان عوائد المحفظة تتفوق على عوائد السوق. فكرة النموذج قائمة على إيجاد الفرق بين العائد الزائد وعلاوة مخاطر السوق (Jones,2013:603-604). العائد الزائد Alpha هو الفرق بين العائد الفعلي للاستثمار والعائد المتوقع لنفس الاستثمار بناءً على نموذج معين. يُعتبر العائد الزائد مؤشرًا على قدرة المدير الاستثماري على تحقيق عوائد

تتجاوز أو تقلّ عن المتوقع بناءً على التحليلات والاستراتيجيات المعتمدة. إذا كان العائد الزائد إيجابياً، فهذا يعني أن المحفظة تحقق أداءً أفضل من المتوقع. وإذا كان سلبياً، فإن المحفظة لم تحقق العائد المتوقع وأدائها دون المتوقع. علاوة مخاطر السوق (Jensen's Market Risk Premium) تُعبّر عن الفرق بين العائد الإضافي للاستثمار والعائد المتوقع بناءً على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM (Kantos,2020:585). ويُمكن حساب علاوة مخاطر السوق جنسن باستخدام العلاقة التالية (Liu & Lee,2021:7):

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p \quad 22$$

إذ إن :

ألفا المحفظة: α_p ، عائد المحفظة: R_p ، العائد الخالي من المخاطرة: R_f ، عائد السوق: R_m ،
بيتا المحفظة: β_p

4-12-1-2: نسبة المعلومات Information Ratio

تعد نسبة المعلومات مقياساً شائعاً للعوائد المعدلة حسب الأداء للمستثمرين النشطين أو مديري المحافظ (Chincarini&Kim,2007:284)، وتسمى نسبة المعلومات (IR) أيضاً بالتباين أو النسبة المعدلة من نسبة شارب، وينتج العائد من مقدار المخاطر الزائدة مقارنة بالمعيار المعياري، وغالباً ما يستخدمه المستثمرون لوضع حدود أو أهداف المحفظة لمدراهم و يتم حسابه بقسمة متوسط العائد الزائد للمحفظة مقارنة بمرجعها على الانحراف التتبعي وفق المعادلة الآتية (Christopherson Et.al,2009:101):

$$IR_p = \frac{E(R_p - R_b)}{\sigma(R_p - R_b)} = \frac{ER_j}{\sigma ER} \quad 23$$

حيث أن:

$E(R_p - R_b)$: العائد الزائد (يمثل R_p عائد المحفظة للفترة الزمنية قيد القياس ويمثل R_b عائد المعيار)

$\sigma(R_p - R_b)$: الانحراف التتبعي Tracking Error (تقلبات الأداء النسبي للمحفظة مقارنة بمؤشر معياري)

يمكن اعتبار ER_j كمتوسط الألفا للمستثمر إذا تم اعتبار العائد المتوسط للمقياس المرجعي هو العائد المتوقع، ويُسمى σER انحراف التتبع لمحفظة المستثمر، وهو "تكلفة" الإدارة النشطة في الحالة التي تُمثل فيها التقلبات في قيم ER_j ضوضاء عشوائية يمكن أن تؤثر سلباً على الأداء، لذا، يمكن اعتبار نسبة IR نسبة فائدة إلى تكلفة تقييم جودة المعلومات التي يتمتع بها المستثمر مع خفض المخاطر غير منتظمة التي تولدها عملية الاستثمار، (Reilly Et.al,2019:704).

تشير نسبة المعلومات الإيجابية إلى أن قرار تجاوز المرجع أدى إلى عائد أعلى، أي أنه كلما ارتفعت نسبة المعلومات التاريخية، زاد العائد الإضافي (ألفا) بنفس المخاطرة (من حيث خطأ التتبع) (Brentani,2004:46).

المبحث الثاني

الإطار المفاهيمي للتحليل الفني واستراتيجية الاستثمار العكسية

2-2: توطئة

يصح الاستثمار في الأوراق المالية أسهل عندما يتمكن المستثمرون من تحديد أفضل الأوقات للدخول والخروج من السوق (الشراء والبيع). طالما لا يستطيع المستثمرون التنبؤ بالأسعار المستقبلية، يجب أن يكون هناك أساس وقواعد للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، والتحليل الفني هو أحد أسس التنبؤ بالأسعار. يُطلق على التحليل الفني اسم التحليل الداخلي لأنه يعتمد على بيانات السوق لفحص العرض والطلب بدلاً من جمع البيانات حول ملفات تعريف الشركة والمعلومات العامة حول الظروف الاقتصادية ثم تحليلها للعثور على القيمة الحقيقية للورقة المالية كما هو الحال في التحليل الأساسي، ولكن بناءً على تتبع الماضي وتحركات أسعار الأسهم وتحديد الأنماط حول تلك التحركات بحيث يمكن التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية بناءً على تلك الأنماط.

2-2-1: مفهوم التحليل الفني

يعد تشارلز داو Charles Dow الذي يعمل محرراً لصحيفة وول ستريت جورنال أول من طرح المبادئ الأساسية للتحليل الفني (Magee,2007:3)، وجميع التحليلات الفنية تقوم على المبدأ الأساسي الذي هو دراسة تاريخ الأسعار الماضي وتقدير حجم عدد الصفقات كذلك حجم العقود القائمة (Weissman,2006:4)، ومتى ما انعكست المعلومات السابقة على الأوراق المالية الحالية عندها يكون التحليل الفني مجدٍ، ويكون القرار الاستثماري بناءً على المعلومات الجديدة (Brunnermeier,2001:99)، ويقوم التحليل الفني بالتركيز على تتبع الحركة الماضية لأسعار الاسهم واحجام تداولها، للتنبؤ بمسارها للفترة القادمة، ويتم ذلك بواسطة استخدام الأساليب المتخصصة بتبديل تغيرات الأسعار إلى أشكال ورسوم بيانية تعمل على ربط الزمن مع السعر. ويطلق على التحليل الفني بالتحليل التقني، فيعد علماءً وفناً في الوقت نفسه يستهدف دراسة لسلوك السابق للتنبؤ بالأثر المترتب عليه مستقبلاً (Vihan,2018,155)، وأن التحليل الفني

يتضمن استخدام البيانات التاريخية للسوق، كالسعر والحجم وبعض المشاهدات الأخرى مما يدعم عملية التنبؤ بالفوائد المستقبلية للموجودات المالية (Karolina,2017:7)، كذلك عرف Chen التحليل الفني على أنه دراسة استخدام الأدوات والتقنيات لتحليل حركة الأسعار والبيانات السابقة للموجودات المالية، بهدف التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية واتخاذ قرارات التداول بناءً على هذا التحليل (Chen:2010:2). كذلك التحليل الفني يركز على دراسة الأنماط والمؤشرات التي تظهر في الرسوم البيانية للأسعار والبيانات السابقة، ويهدف إلى تحديد الاتجاهات والتغيرات في السوق وتحديد النقاط المناسبة للدخول أو الخروج من صفقات التداول (Tsinaslanidis & Zapranis,2016:1). وأضاف Cagliero ان التحليل الفني يعتمد على افتراض أن الأسعار تتبع نماذج متكررة وتتأثر بعوامل نفسية وعوامل العرض والطلب (Cagliero,2023:2)، ومن خلال دراسة هذه النماذج والعوامل المؤثرة في الأسعار يمكن للمتداولين تحديد فرص التداول المحتملة. وفي تعريف آخر نجد ان التحليل الفني يستند إلى استخدام الرسوم البيانية والمؤشرات التقنية والنماذج السعرية لتحليل حركة الأسعار، وذلك بهدف التوصل إلى فهم أفضل للسوق وتحديد الفرص التداولية الناجحة (Gradojevic,2023:4). اذن فهو "دراسة حركة السوق، وليس المنتجات التي يتم تداولها فيه، والتحليل الفني هو علم المراقبة والتسجيل عادة في شكل رسم بياني، كل المعلومات المتعلقة بالتداول (تاريخ التداول، سعر الصفقة، حجم التداول ... إلخ) لورقة مالية معينة أو مجموعة من الأسهم، ثم الاستدلال من هذه البيانات التاريخية على اتجاه الأسعار المستقبلية (Edwards:2007:4).

وعلاوة على ما سبق يمكننا ان نقول ان التحليل الفني هو قيامنا بتفسير السعر السابق للورقة المالية بغية التكهّن والتنبؤ بأسعارها مستقبلاً، ونستخدم بذلك الأنماط والرسوم البيانية لتقييم استثماراتنا وتحديد فرص التداول التي تظهرها تلك الأنماط والرسوم.

أيضاً للتحليل الفني افتراض مهم هو (ان التاريخ يتكرر) أو يعيد نفسه، تستند هذه الفرضية إلى الفكرة الأساسية بأن الأسواق المالية تظهر نماذج وتكرر تحركات سابقة في مستقبل قريب. وبالتالي، من خلال دراسة تاريخ الأسعار والنماذج السابقة، يمكن التنبؤ بمستقبل الأسعار واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة. وفي سياق التحليل الفني، يعتمد المحللون على البحث عن نماذج وأنماط سابقة في حركة الأسعار والتي تم تكرارها في الماضي. يعتقدون أن هذه النماذج قد تكون مرتبطة بسلوك الأسعار في المستقبل، وبالتالي

يمكن استخدامها لتوقع الاتجاهات القادمة (Nelson,2017:1421)، (Brooks,2010:56). (السعر يتحرك بأنماط واتجاهات معينة) هذه الفرضية تشدد على أهمية التركيز على اتجاهات السوق ومتابعتها بدلاً من محاولة التنبؤ بالتغيرات القصيرة الأجل في الأسعار. تقترح هذه الفرضية أن الأسعار تنحاز إلى اتجاه معين على المدى الطويل وتتجه للحفاظ على الاتجاه الحالي، وفقاً لهذه الفرضية، يُعتقد أنه عندما يتشكل اتجاه في حركة الأسعار، فإن هذا الاتجاه يميل إلى الاستمرار على المدى الطويل بدلاً من التغيير المفاجئ. ويتم تحليل الأنماط والمؤشرات التقنية لاكتشاف الاتجاهات الموجودة ولتحديد ما إذا كان الاتجاه سيستمر أو سيتغير في المستقبل (Latva-Mäenpää,2019:34)، (Ilham,2022:1022).

تطور التحليل الفني كان موجوداً منذ قرون عديدة، حيث استخدمه تجار ومحللون لتحديد اتجاهات الأسواق المالية واتخاذ قرارات استثمارية. يُعتقد أن أحد أوائل من نظر إلى تحليل نماذج السعر والتوقعات في الأسواق كان هو الخبير الياباني مونييهيسا هونما Honma Munehisa في القرن الثامن عشر. كان له دور في تطوير نظرية الشموع اليابانية والتحليل الفني في سوق الأسهم (Hagio,2023:28). عموماً، التحليل الفني هو منهج يهدف إلى تقييم الأسواق المالية باستخدام مخططات السعر والحجم والمؤشرات الفنية الأخرى، وهو مكمل للتحليل الأساسي الذي يركز على تقييم الموجودات استناداً إلى الأخبار والأحداث الاقتصادية والمالية.

خلال القرن العشرين، شهد التحليل الفني تطورات كبيرة وتقدم فيما يتعلق بأساليبه وأدواته وتطبيقاته، إذ بدأ استخدام الرسوم البيانية والمؤشرات حيث تطورت الرسوم البيانية بشكل كبير خلال هذا القرن. تم استخدام الرسوم الخطية والشموع اليابانية والبارزة لتمثيل حركة الأسعار على مدار الزمن. كما تم تطوير مؤشرات فنية متعددة مثل مؤشرات الزخم والمتوسطات المتحركة ومؤشرات القوة النسبية كذلك نظرية إلبوت للأموح ونظرية النماذج الفنية. هذه النظريات تقدم نماذج لتحليل حركة الأسعار والتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية (Satari,2020:829). ومع تقدم التكنولوجيا، أصبح من الممكن استخدام الحوسبة لتحليل الأسواق المالية بشكل أكثر دقة وفعالية. إذ ظهرت البرمجيات والمنصات التي تسمح للمحللين برسم الرسوم البيانية وتطبيق المؤشرات والأدوات الفنية بسهولة. أيضاً تم استخدام البيانات التاريخية بشكل كبير، مما سمح للمحللين بتطبيق أساليب إحصائية ورياضية معقدة لتحليل حركة الأسعار وتوليد توقعات دقيقة (Atsalakis,2016:250).

في القرن الحادي والعشرين، شهد التحليل الفني تطورات ملحوظة نتيجة التقدم التكنولوجي والتطورات في مجال المعلوماتية وتزايد توافر البيانات. ومن أبرز ملامح تطور التحليل الفني في هذا القرن هو تكنولوجيا سلسلة الكتل Blockchain والعملات الرقمية مثل البيتكوين والتكنولوجيا المالية FinTech، مما ساعدت على تطوير أساليب جديدة لتحليل الموجودات المالية (Bakar,2018:24). سلسلة الكتل هو تقنية تسجيل موزع ولا مركزي تحتوي على سجل متسلسل ومشفر للمعاملات. تمثل سلسلة الكتل قاعدة بيانات تتكون من مجموعة من الكتل (البلوكات)، وكل كتلة تحتوي على مجموعة من المعاملات، بالإضافة إلى رابط تشير إلى الكتلة السابقة، مما يشكل سلسلة من الكتل المتصلة. هذا يجعلها تقنية آمنة وشفافة وصعبة التلاعب (Verma,2022:684). ومن مظاهر تطور التحليل الفني في القرن الحالي هو انتشار تقنيات التحليل الكمي والذكاء الاصطناعي مما يتيح ذلك للمحللين تحليل كميات كبيرة من البيانات Big Data بشكل أدق وتوليد توقعات معقدة استناداً إلى نماذج رياضية مما يسهل لاستنتاج أنماط واتجاهات من الأسواق المالية (Lavrinenko,2019:45).

2-2-2: النظريات المفسرة للتحليل الفني

هناك عدة نظريات أساسية في التحليل الفني التي تساعد في فهم حركة الأسعار وتوجهات الأسواق المالية. وسنتناول بعض هذه النظريات الأساسية:

2-2-2-1: نظرية داو Dow

نظرية داو هي إحدى النظريات الأساسية في التحليل الفني، والتي طورها تشارلز هنري داو وإدوارد جونز في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين (Bodie et.al.,1998:414)، ويعد نهجاً شاملاً يهدف إلى فهم تحركات الأسعار واتجاهات السوق المالية. تقوم نظرية داو على مجموعة من المبادئ الأساسية التي يجب مراعاتها عند تحليل تحركات الأسعار، ومن أهم هذه المبادئ:

أولاً: السوق يعكس كل شيء: يشير هذا المبدأ إلى أن تحركات الأسعار تعكس جميع المعلومات المتوفرة عن السوق، بما في ذلك الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والمؤشرات الأساسية. وبعبارة أخرى، من المفترض أن تعكس الأسعار تقديرات المستثمرين للقيمة الحقيقية للموجودات (Ratto,2018:2091).

ثانياً: مبدأ الاتجاهات الثلاثة: تشير نظرية داو إلى وجود ثلاثة أنواع رئيسية من الاتجاهات في السوق (Edwards&Magee,2007:15)، (Kirkpatrickm,2017:46)، (Vaidya,2018:58).

1- الاتجاه الأول: هو الاتجاه الرئيسي (المد والجزر) ويمتد لفترات طويلة من الزمن وقد يستمر لعدة سنوات ويكون سوقاً صاعداً يطلق عليه (سوق الثور Bull Market)، أما في حالة الانخفاض فيطلق عليه سوق الدب (Bear Market).

2- الاتجاه الثاني: (الأمواج) هو الاتجاه الفرعي ويشير إلى التصحيحات القصيرة في الاتجاه الرئيسي. عندما يكون السوق في اتجاه صاعد طويل الأجل، فإن الاتجاه الثاني يُمثل التراجعات القصيرة في السوق قبل استئناف الاتجاه الصاعد الرئيسي.

ويهدف مفهوم الاتجاه الثاني إلى الاستفادة من التصحيحات قصيرة المدى في السوق للدخول في صفقات شراء قصيرة المدى في الاتجاه الرئيسي. على سبيل المثال، إذا كان السوق صعودياً بشكل عام وكان هناك تصحيح قصير في الاتجاه الهبوطي، فإن الاتجاه الثاني يعد فرصة للمتداولين للشراء بالقرب من مستويات الدعم الرئيسية قبل أن يستأنف السوق اتجاهه الصعودي.

3- الاتجاه الثالث: (التذبذبات الصغيرة غير الرشيدة) هو الاتجاه اليومي ويشير إلى التقلبات اليومية في السوق ويعد الاتجاه الأقل أهمية من بين الاتجاهات الثلاثة المذكورة في النظرية.

الاتجاه الثالث يركز على التقلبات اليومية في السوق، ويعكس التذبذبات القصيرة الأجل في حركة الأسعار. وعلى الرغم من التركيز الأساسي في التحليل الفني على الاتجاه الرئيسي والفرعي، إلا أنه يمكن استخدام الاتجاه الثالث لتوقع حركة الأسعار في الجلسة التداولية القصيرة الأجل.

ثالثاً: التأكيد المتبادل: تعتمد نظرية داو على مفهوم التأكيد المتبادل لتأكيد الاتجاه الرئيسي للسوق. وتتحقق هذه المبدأ عندما يتحرك مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر متوسط النقل (Transportation Average) في اتجاه متساوٍ. إذا تحركت السوق باتجاه صاعد وتحركت الشركات الصناعية وشركات النقل في اتجاه صاعد أيضاً، فإن ذلك يُعتبر إشارة لتوجه مستدام في السوق (Schabacker,2005:299).

رابعاً: حجم التداول: يُعد حجم التداول أحد المؤشرات الهامة في نظرية داو، إذ يلعب دوراً مهماً في تأكيد الاتجاه سعري وقوته فعندما تكون حركة الأسعار مرتفعة مصحوبة بزيادة في حجم التداول، فإن ذلك يشير إلى تأكيد الاتجاه والقوة التي تدعمه، ويمكن استنتاج أن المشتريين هم القوة السائدة في السوق وأن هناك طلباً قوياً على

الموجودات. وبالتالي فإن هذا الزخم الإيجابي يعزز فرص استمرار الاتجاه الصاعد. ان حجم التداول يستخدم كإشارة تأكيدية لدعم الاتجاه السعري (Edwards & Magee,2007:21)، (Monte & Swope,)، (2008:60).

خامسا: الدعم والمقاومة: في نظرية داو، يُعد مفهوم الدعم والمقاومة جزءًا أساسيًا من تحليل الأسعار. إذ تُمثل هذه المناطق في السوق نقاطاً صعبة لحركة السعر للنزول أو الارتفاع عنها على التوالي. ويُعتقد أن هذه المستويات تؤثر على حركة السعر وتشكل نقاطاً هامة لاتخاذ القرارات التجارية. **الدعم** يشير للمستوى الذي يتوقع أن يمنع السعر من الانخفاض أدناه. عندما يصل السعر إلى مستوى الدعم، قد يتجمع الطلب على الورقة في هذا المستوى ويتم تشكيل قوة تدفع السعر للارتفاع. يُعد اختراق مستوى الدعم واستمرار الانخفاض أدناه إشارة سلبية قد تشير إلى تغيير في الاتجاه السعري. **والمقاومة** تشير للمستوى الذي يتوقع أن يمنع السعر من الارتفاع فوقه. عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، قد يزداد العرض على الورقة في هذا المستوى ويتشكل قوة تدفع السعر للانخفاض. يُعد اختراق مستوى المقاومة واستمرار الارتفاع فوقه إشارة إيجابية قد تشير إلى تغيير في الاتجاه السعري (Knight,2010:6)، (Lehtoalho:2018:17).

2-2-2-2: نظرية فيبوناتشي Fibonacci Theory

نظرية فيبوناتشي (Fibonacci Theory) هي نظرية رياضية وهندسية تستند إلى مفهوم التسلسل العددي فيبوناتشي. تم تسمية هذه النظرية على اسم ليوناردو فيبوناتشي، عالم الرياضيات الإيطالي في القرن الثالث عشر الذي اكتشف هذا التسلسل.

متوالية فيبوناتشي هي سلسلة من الأعداد الصحيحة إذ يكون كل رقم هو مجموع الرقمين قبله. يبدأ بصفر وواحد، والمعروفين باسم "أعداد البذور". الرقم التالي هو (0 + 1) واحد، متبوعاً بـ (1 + 1) اثنان وهكذا. وتبدو بداية السلسلة هكذا: (Kazlacheva,2017:1)، (Jain et.al.,2022:2439).

(0,1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144)

ستتضح الصورة أكثر عند تضمين الرياضيات وراء كل عدد:

$$1+1=2, 1+2=3, 2+3=5, 3+5=8$$

ان تسلسل فيبوناتشي ليس مهماً بحد ذاته بالنسبة للمتداولين بقدر أهمية نسب فيبوناتشي التي هي عبارة عن سلسلة من النسب المئوية تم حسابها بقسمة الأرقام ضمن تسلسل فيبوناتشي.

هناك عدة نسب مختلفة لكن النسب الأكثر شيوعاً هي: **38.2%**، **61.8%**، **78.6%** و**161.8**

سنأخذ مثالاً توضيحياً لكي نعرف كيف تعمل، فمثلاً للحصول على النسبة **61.8** ما علينا سوا قسمة كل رقم في تسلسل فيبوناتشي على الرقم الذي بعده، ونستمر بفعل هذا على طول السلسلة وسنلاحظ انها تنتج **0.618** تقريباً في كل مرة خاصة من **21 ÷ 34** وما يليها (Negishi,2023:41)

$$8 \div 13 = 0.615$$

$$13 \div 21 = 0.619$$

$$21 \div 34 = 0.618$$

$$34 \div 55 = 0.618$$

$$55 \div 89 = 0.618$$

إذا قمنا بتحويل **0.618** إلى نسبة مئوية، فنحصل على **61.8%**. ولكي نجد نسبة **161.8%** فما عليك سوا قسمة كل رقم على الرقم الذي يسبقه. يستخدم المحللون الماليون والمتداولون نظرية فيبوناتشي لتحديد مستويات الدعم والمقاومة المحتملة، وتحديد نقاط الانعكاس والتوقيت المحتمل للتداول. تُرسم مستويات نسب فيبوناتشي على الرسوم البيانية للأسعار لتحديد مناطق انعكاس محتملة.

2-2-3: نظرية Gann

نظرية (Gann Theory) هي نظرية تحليل فني تم تطويرها بواسطة رجل الأعمال والمستثمر المعروف William Delbert Gann وهو محلل مالي ومتداول أمريكي في القرن العشرين (Murgea,2016:52). تشمل مبادئ نظرية Gann مفهومين رئيسيين: الزمن والسعر يتم الاعتماد عليهما في تحديد الاتجاهات والمستويات القوية في الأسواق المالية. يعتقد Gann أن الأسعار تتحرك وفقاً للزمن والأنماط الهندسية، ويمكن استخدام الزمن لتحديد النقاط الزمنية الحاسمة التي قد تتسبب في تغيير اتجاه السعر. بالإضافة إلى ذلك، يستخدم Gann الأنماط الهندسية، مثل المربعات والمربعات الزمنية، لتحديد مستويات الدعم والمقاومة

المحتملة ولتوقع حركة الأسعار المستقبلية (Chen,2010:20). واحدة من الأفكار الأساسية في نظرية Gann هي استخدام دورة الزمن لتحديد نقاط التحول والتوقيت المحتمل للتداول. وفقاً لـ Gann، الأسواق المالية تتحرك بشكل دوري وتعيش دورات صاعدة وهابطة. وعندما يتم فهم الدورات الزمنية، يمكن للمتداولين تحديد مستويات الدعم والمقاومة المحتملة وتوقع حركة الأسعار المستقبلية. بالنسبة لفصول السنة، Gann كان يعتقد أن هناك علاقة بين الزمن وفصول السنة الأربعة. وفقاً له، كانت هناك دورة زمنية تستمر لمدة 90 يوماً تتكرر على مدار السنة، إذ يتوقع أن تحدث تغيرات هامة في الأسواق المالية في نهاية كل دورة 90 يوماً. وعلاوة على ذلك، كان يستخدم Gann الشهور الـ 12 في السنة كأدوات توقيت لتحديد النقاط الحاسمة في السوق (Macleay,2005:162)، (Zhou,2021:3).

2-2-4: نظرية موجات إليوت

رالف نيلسون إليوت (Ralph Nelson Elliot) هو محلل فني ومتداول في السوق المالي عاش في القرن العشرين. وهو معروف بتطويره نظرية موجات إليوت (Elliott Wave Theory)، والتي تعتبر أحد الأسس الرئيسية للتحليل الفني (Khan,2022:302). هي نظرية تحليل فني تم تطويرها بواسطة رالف نيلسون إليوت في الثلاثينيات من القرن العشرين. تقوم النظرية على فكرة أن سلوك الأسعار في الأسواق المالية يتبع نمطاً من الأمواج التصاعدية والهابطة، ويتأثر بعوامل نفسية لدى المتداولين. ووصفها Murphy بأنها أسلوب لتحليل الاسواق قائم على مبدأ التكرار في أنماط الموجات ومنتالية فيبوناتشي (Murphy,1991:273). تعد أول نظرية ذات انماط هندسية متكررة لتتبع أسعار الأسهم بناءً على المبادئ الأساسية لـ (Dow و Gann)، ولقد اعتمد ايليوت على منتالية (Fibonacci) كقاعدة في مبدأ الموجة للنظرية (Soares,2008:10).

نظرية إليوت للموجات المالية تقترح أن حركة الأسعار في الأسواق المالية تتبع نمطاً موجباً يتألف من الموجات الصاعدة والهابطة. وفقاً لهذه النظرية، تتكون الاتجاهات الرئيسية للسوق من خمس موجات تُعرف بـ "الموجات الرئيسية"، وترقم عادةً من 1 إلى 5.

الموجات الصاعدة (الموجات الرئيسية 1 و 3 و 5): تشير إلى فترات زيادة في الأسعار حيث يكون الاتجاه صعودياً. يُعتبر تحقيق أعلى قمة للسعر في الموجة الخامسة (الموجة الصاعدة الأخيرة) إشارة قوية على

انتهاء الاتجاه الصاعد، الموجات الهابطة (الموجات الرئيسية 2 و4): تشير إلى فترات هبوط في الأسعار حيث يكون الاتجاه هابطاً. يعتبر تحقيق أدنى قاع للسعر في الموجة الثانية (الموجة الهابطة الثانية) إشارة قوية على انتهاء الاتجاه الهابط.

بالنسبة للأحرف A و B و C فإنها قد تشير إلى تصحيحات داخلية أو موجات فرعية داخل الموجات الرئيسية. على سبيل المثال، يمكن أن تتكون الموجة الصاعدة الأولى (1) من ثلاث موجات فرعية، وتُرمز لها بـ A و B و C (Pan,2003:8)، (Prechter,2009:24).

2-2-3: استراتيجية الاستثمار العكسية Contrarian investment strategy

تمهيد:

السباحة ضد التيار قد تكون معضلة في تاريخنا البشري وفي سلوكنا الفردي، وبالتحديد عندما نعني اننا نسبح في البحر ضد الأمواج أو تيار الماء أو حتى ضد اتجاه الرياح خصوصا إذا كانت هذه الرياح قوية وعكسية.

يُظهر المنطق البسيط ان السباحة ضد اتجاه التيار ليست ذات جدوى. حيث تستهلك الكثير من طاقتنا دون فائدة، وبصورة عامة يميل الانسان الى عدم إضاعة طاقته في أمور ليس لها فائدة. وهذا يتوافق مع حكمة الانسان الاقتصادية فقد ابتكر الانسان منذ زمن بعيد السفن الشراعية التي تستغل اتجاه الرياح للمساعدة في التحرك دون بذل جهد كبير. ومع ذلك يختلف معنى التيار في حياتنا في العديد من الاشكال. فهو يمكن ان يشير الى الرياح والأمواج في الحياة الطبيعية، وقد يعبر أيضا عن آراء الناس وتصوراتهم العامة ومعتقداتهم والأنظمة الاجتماعية والسياسية، هو أيضا يمكن ان يشير الى الروتين والعادات الشخصية وأنظمة الحياة التي نعيشها. لذلك يتعين علينا ان ندرك ونحدد بدقة ما نعنيه بالتيار في كل حالة لكي نستطيع تحديد إذا ما كان جدير بالجهد أن نسبح ضده.

2-2-4: مفهوم الاستراتيجية العكسية Concept of a Contrarian Strategy

من اجل توضيح مفهوم هذه الإستراتيجية لا بد لنا ان نبين مفهوم كلمة عكسي لغويًا فعكس الشيء يعكسه عكسا فهو معكوس؛ قلبه وردّ آخره على أوله، وعاكسه: رادّه ومانعهُ. وتعاكس الشخصان أو الشيئان: تراءدًا وتمانعًا، وتعاكسا في الرأي: اختلفا فيه. ويقال للنظريتين إنّ كلّاً منهما عكس الأخرى إذا كانت نتيجة كل منهما مقدمة للأخرى (عبد الحميد، 2008: 1535).

بناءً على ما سبق، يمكننا الآن تقديم مفهوم استراتيجية الاستثمار العكسية، والمعروفة أيضًا باسم التداول العكسي، والتي تتخذ مواقف ضد اتجاه السوق السائد. بدلاً من اعتماد النهج التقليدي المتمثل في الشراء عندما يرتفع السعر، والبيع عندما تنخفض الأسعار، تتضمن الإستراتيجية العكسية الشراء عندما ينخفض

السعر والبيع عندما ترتفع الأسعار. وهذا يمنع المستثمرين من اتخاذ قرارات غير حكيمة أثناء الانهيار، مما يؤدي إلى تفاقم أخطائهم (McDowell,2008:128). المستثمر العكسي هو الذي يحاول تحقيق الأرباح من خلال الاستثمار بطريقة ما تختلف عن الفكرة التقليدية، يُعتقد أن الطريق إلى تحقيق عوائد أعلى على الأسهم يكمن في شراء ما يبيعه الآخرون وبيع ما يشترونه. إذ يعتقد ان سلوك قطاع معين من المشاركين في السوق يمكن ان يؤدي الى سوء تسعير قابل للاستغلال (Rebekka,2010:14) اذ ان التشاؤم الكبير تجاه سهم معين يؤدي الى انخفاض سعره إضافة للمبالغة في تقدير مخاطر الشركة وتقليل من احتمالية تحقيق الأرباح، مما يمثل فرصة استثمارية للمستثمرين العكسيين الذين يسعون للحصول على فرص لشراء وبيع الموجودات عندما يبدو ان قطاع المشاركين في السوق يفعلون العكس، لدرجة ان الأوراق المالية قد اسيء تسعيرها، إذ ان كلا من الأسعار المرتفعة والمنخفضة للأسهم مؤقتة لا بد لها من الرجوع لمتوسط سعرها عبر الوقت، لذلك عندما يكون سعر السوق المالي اقل من متوسط السعر يكون السهم جذاباً للشراء بسبب توقع ارتفاع السعر بمرور الوقت والعكس صحيح (Abd Halim,2019:25). يشبه الاستثمار العكسي استثمار القيمة، حيث يسعى كل من المستثمرين في القيمة والمستثمرين العكسيين إلى العثور على الأسهم التي يُسجل سعرها أقل من القيمة الجوهرية للشركة. عادةً ما يعتقد مستثمرو القيمة أن السوق يميل إلى المبالغة في رد فعله تجاه الأخبار الإيجابية والسلبية. لذلك يعتقدون أن تحركات أسعار الأسهم على المدى القصير لا تتوافق مع أساسيات الشركة على المدى الطويل (Damodaran,2012:2) .

استراتيجية الاستثمار العكسية هي استراتيجية استثمارية تدور حول اتخاذ قرارات استثمارية تختلف عن الاتجاه السائد في السوق. من المعتقد أن رد فعل الأسواق المالية تجاه الأخبار والأحداث قد يكون مفرطاً وغير عقلاني (Raza,2023:2) وأصبح واضحاً قيام متبعو نهج الاستثمار العكسي باتخاذ مواقف معاكسة للاتجاه العام للسوق وتوقع حدوث تغييرات في الاتجاه. تهدف هذه الاستراتيجية إلى الاستفادة من تقلبات السوق والتوقعات الخاطئة التي يمكن أن تؤدي إلى تقييمات غير عادلة للموجودات المالية. تتناقض نتائج هذه الاستراتيجية مع فرضية كفاءة السوق السائدة في الأسواق المالية، والتي تؤكد ان المستثمرين عقلانيون، وبالتالي يقومون بتقييم الأوراق المالية بشكل عقلاني (Jagirdar,2023:113). يشرح Chan بإيجاز الأساس النظري لاستراتيجية الاستثمار العكسية ويشير إلى أن أسواق الأسهم غالباً ما تسرف في استجابتها

تجاه الأخبار، سواء كانت جيدة أو سيئة، مما يؤدي غالباً إلى المغالاة في تقدير قيمة الأوراق الرابحة وتقليل قيمة الأوراق الخاسرة. في النظرية المالية، تُعرف هذه الفكرة أو الافتراض عمومًا باسم فرضية رد الفعل المبالغ فيه، يستغل المستثمرون العكسيون هذا الاتجاه من خلال شراء الأسهم التي كان أداءها سيئاً نسبياً (الأسهم الخاسرة)، أما الأسهم التي كان أداءها جيداً نسبياً (الأسهم الرابحة) فيتم بيعها بيعاً قصيراً (Chan, 1998: 147). فالمستثمرون الذين تتضمن استراتيجياتهم التداول ضد قطيع المستثمرين، أي الشراء عندما يبيع القطيع، والبيع عندما يشتري القطيع يعرف هؤلاء المستثمرون بالمستثمرين العكسيين (Sarpong, 2014: 121) إذ لا يتبعون استراتيجية الاستثمار النمطية للمراهنة على الأسهم الجيدة، بمعنى آخر يشتري المستثمر الأوراق التي يُنظر إليها على أنها أوراق رديئة بسبب الأخبار السلبية الصادرة عنها أو نتيجة للأداء السيء في الماضي إذ يتم تداولها بأقل من قيمتها الحقيقية، متوقعين ان السوق سوف يتعرف في النهاية على قيمتها الحقيقية (De Carvalho, 2018: 1).

توضح النظريات المالية انه في كل بورصة تسود الكفاءة مما يعني ان أسعار الأسهم تحدد بشكل عادل بمساعدة المعلومات المتاحة وهذه ما يعرف بنظرية السوق الكفؤة إذ يعد حجر الزاوية في التمويل الحديث. ومع ذلك هناك العديد من الأدلة على وجود حالات شاذة مثل التأثير العكسي للأسعار، فان الأسهم التي حققت أفضل (أسوأ) نمو في الماضي تميل ان يكون أداءها ضعيفاً (جيداً) في الفترات التالية (Qashqai, 2023: 118) فهي تتطوي على شراء الأسهم التي كان أداءها سيئاً خلال الفترة الماضية وبيع الأسهم التي كان اداءها جيداً، وبعض الدراسات أظهرت ان هذه الاستراتيجيات تساعد المستثمرين على كسب عوائد فائضة (Abd Halim, 2019: 25) لذا فإن الاستثمار العكسي يتضمن شراء الأسهم الخاسرة وبيع الأسهم الرابحة وذلك لاعتقادهم ان الخاسرين السابقين سيكونون رابحين في المستقبل (Hasan, at al, 2020: 242). ينظر المدير العكسي إلى القيمة الدفترية للشركة ويركز على تلك الشركات التي تباع بقيمة منخفضة مقارنة بالقيمة الدفترية. عادةً ما تكون الشركات التي تندرج ضمن هذه الفئة أسعار اسهمها متراجعة، ومن المتوقع أن يمر السهم في حالة انتعاش دوري أو أن أرباح الشركة سوف تتصاعد (Fabozzi, 2002: 11).

قام DeBondt and Thaler بدراستين عامي 1985 و 1987 وقدموا أدلة قوية على انعكاس العوائد طويلة الأجل التي تتحدى فكرة كفاءة السوق (Thaler,1987:566)، (Dhankar,2019:67). يعتقد كل من Thaler و Haugen ان هذا الرد المبالغ فيه هو ميل المستثمرين لتقديم عروض من أجل خفض أسعار الأسهم الضعيفة ذات الأداء السيء في الماضي، مما يؤدي الى خفض الأسعار عند تصحيح ردة الفعل المفرطة عندها تصبح أسعار أسهم الشركة أقرب الى قيمتها الأساسية وتجني عوائد مرتفعة (Jagirdar,2023:3). لذا فان العوائد السابقة تعد الأساس لاستراتيجية الاستثمار العكسي والتي يقصد بها بيع الأسهم الرابحة سابقاً، وشراء الأسهم الخاسرة سابقاً (Mayo,2011:431). في دراسة لـ Jegadeesh و Titman أوضحت ان بيع الربحين السابقين وشراء الخاسرين السابقين يحقق عوائد غير طبيعية وكبيرة (Jegadeesh,1995:977).

2-2-4-1: نشأة استراتيجية الاستثمار العكسية

تاريخ استراتيجيات الاستثمار العكسية (Contrarian Investing) يمتد لعقود عديدة. حيث أبصرت النور رسمياً في سبعينيات القرن العشرين إذ طرحها Dived Dreman كاستراتيجية تحليل فني والتي تنص على ان عواطف المستثمر ونفسيته تعد من أكبر المحددات لأسعار الأوراق المالية. ومن أجل الاستفادة القصوى من توقعات المحللين يتم الاستثمار في الأسهم غير المرغوبة (Dreman,1979). هذه الاستراتيجية قائمة على الاستجابة المفرطة في السوق تجاه الأخبار والمعلومات السلبية أو الإيجابية نتيجة السلوك غير العقلاني للمستثمرين وفي هذا السياق يتبع المستثمرون العكسيون استراتيجية عكس اتجاه السوق السائد، إذ يقومون بشراء الموجودات عندما تكون قيمتها منخفضة وبيعها عندما ترتفع قيمتها (Thampanya,2020:2).

تاريخياً، يعود استخدام استراتيجية الاستثمار العكسية إلى العديد من الأزمات المالية والانكماشات الاقتصادية. واحدة من الأمثلة البارزة هي أزمة السوق المالية في عام 1929، حيث استخدم المستثمرون العكسيون استراتيجيات الشراء عندما كانت الأسهم في أدنى مستوياتها، وهو ما ساعدهم على تحقيق عوائد جيدة في السنوات التالية عندما تعافت الأسواق بعد فترة الركود (Milovidov,2020:8).

تعد استراتيجية الاستثمار العكسية تحديًا للمستثمرين، حيث يتطلب التوقيت الصحيح والقدرة على تحليل الأسواق وتمييز الفرص الجيدة. قد يكون لهذه الاستراتيجية فوائد طويلة الأجل في تحقيق عوائد مرتفعة، ولكنها تنطوي أيضًا على مخاطر، حيث قد يتعرض المستثمرون لخسائر إذا لم يكن لديهم تقدير صحيح للأسواق والتوقيت المناسب للدخول والخروج.

2-4-2-2: استراتيجية الاستثمار العكسية تاريخيا

تعد استراتيجية الاستثمار العكسية من الأساليب الفريدة في الأسواق المالية، حيث يعتمد المستثمرون على شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون، مستفيدين من ردود الفعل المبالغ فيها للسوق. تاريخياً، تعكس هذه الاستراتيجية نهجاً تحليلياً يتجاوز النظرة التقليدية، مما يسهم في تحقيق عوائد محتملة أعلى. ونستعرض بعض الأمثلة عنها في التالي:

- 1- أزمة النفط في عام 1973: بعد حرب أكتوبر في الشرق الأوسط، تعرضت أسعار النفط لزيادة كبيرة. واستفاد المستثمرون العكسيون من استراتيجية الاستثمار العكسي من خلال بيع الأسهم المتأثرة بارتفاع أسعار النفط وشراء الموجودات الأخرى التي تراجعت قيمتها (Li,2019:30).
- 2- أزمة التكنولوجيا في أواخر التسعينات: خلال فترة ثورة الانترنت في أواخر التسعينات، شهدت الشركات التكنولوجية طفرة هائلة في القيمة. ولكن في عام 2000، انهارت فقاعة الأسهم التكنولوجية (دوت كوم)، وتكبد المستثمرون خسائر فادحة. وفي هذا السياق، استفاد المستثمرون العكسيون من تلك الأزمة من خلال بيع أسهمهم قبل الانهيار وشراء موجودات أخرى بأسعار منخفضة. (Mazza,2022:74)
- 3- أزمة الائتمان العقاري في الولايات المتحدة عام 2008: خلال هذه الأزمة، انهارت أسواق العقارات والقروض العقارية، وتكبد المستثمرون خسائر كبيرة. ومع ذلك، استفاد المستثمرون العكسيون من هذه الأزمة من خلال شراء أسهم وموجودات بأسعار منخفضة في السوق المنهارة. وفي السنوات التالية، حققوا عوائد جيدة عندما تعافت الأسواق (Liu,2016:338).

4- أزمة الديون السيادية في أوروبا عام 2011: خلال هذه الأزمة، تعرضت بعض الدول الأوروبية لمشاكل مالية خطيرة وتدهور في الثقة. وفي هذا السياق استفاد المستثمرون العكسيون من الأزمة عن طريق الاستثمار في الموجودات التي تأثرت سلباً مثل السندات السيادية بأسعار منخفضة، وعندما تعافت الثقة وتحسنت الأوضاع، حققوا عوائد جيدة (Van Riet,2021:446).

5- أزمة النفط في عام 2014: في هذه الفترة، شهدت أسعار النفط هبوطاً حاداً بسبب زيادة المعروض وتراجع الطلب. وفي هذا السياق، استفاد المستثمرون العكسيون من الأزمة عن طريق شراء أسهم شركات النفط والطاقة التي تأثرت سلباً بالهبوط، وعندما تعافت أسعار النفط في السنوات التالية، حققوا عوائد قوية (Lawal,2018:293).

2-2-3: اشكال وأنواع استراتيجية الاستثمار العكسية

استراتيجية الاستثمار العكسية (Contrarian Investing) تشمل الاستثمار في الموجودات أو الأسواق التي تعكس الاتجاه السائد في السوق. بدلاً من اتباع جمهور المستثمرين، تقوم استراتيجية الاستثمار العكسية بشراء الموجودات التي تعتبر غير مرغوب فيها أو تعاني من تقييم منخفض، وبيع الموجودات التي يعتقد الآخرون أنها مرغوب فيها ومرتفعة التقييم. هناك عدة أشكال وأنواع لاستراتيجية الاستثمار العكسية، بما في ذلك: (Battisti,2019:257)، (Ahmad,2021:2019)، (Chen,2018:1557).

1- البيع القصير (Short Selling) في هذه الاستراتيجية، يقوم المستثمرون ببيع الأسهم المستهدفة التي يعتقدون أنها مقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية أو ستخف في القيمة. يتم استئانة الأسهم المستهدفة من وسيط مالي وبيعها في السوق، ثم يتم إعادة شراء الأسهم في وقت لاحق بسعر أقل لإغلاق العملية وجني الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

2- الشراء عند الحد السفلي (Buy at Support) تعتمد هذه الاستراتيجية على شراء الأسهم عندما تصل إلى مستويات الدعم الفني. يتم اعتبار مستويات الدعم كفرصة لشراء الأسهم بسعر منخفض، بناءً على اعتقاد أن الأسعار ستتردد صعوداً من هذه المستويات.

3- الاستثمار العكسي في القطاعات (Sector Contrarian Investing): تركز هذه الاستراتيجية على شراء الأسهم في القطاعات أو الصناعات التي تعتبر ضعيفة أو تعيش فترة صعود صعبة. يعتقد المستثمرون أن هذه القطاعات قد تشهد تحسناً في المستقبل ويستفيدون من صعودها.

4- الاستثمار العكسي في الأخبار السلبية (News Contrarian Investing): تعتمد هذه الاستراتيجية على الاستفادة من تأثير الأخبار السلبية على الأسواق. عندما تدفع الأخبار السلبية الأسعار للانخفاض بشكل حاد، يمكن للاستثمار العكسي أن يشتري الموجودات المتأثرة بتلك الأخبار عندما يكون السوق في حالة تشبع بالبيع وتكون الأسعار قد انخفضت إلى مستويات منخفضة جداً.

2-2-4: مؤشرات الاستراتيجية العكسية

استراتيجية الاستثمار العكسية تعتمد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق. هنا بعض المقاييس الشائعة التي يمكن استخدامها في هذه الاستراتيجية: (Lyukevich,2021:410)، (Heinz,2021:230)، (Phuong,2021:38).

1- المتوسطات المتحركة (Moving Averages): تستخدم المتوسطات المتحركة لتحديد اتجاه السوق. على سبيل المثال، يمكن استخدام تقاطع المتوسط المتحرك لفتح وإغلاق المراكز.

2- مؤشر تقاطع المتوسطات المتحركة (Moving Average Crossovers): يتم استخدام خطوط المتوسط المتحرك لتحديد نقاط التقاطع بينها. إذا كانت الخطوط تتقاطع بحيث يعبر المتوسط المتحرك السريع فوق المتوسط المتحرك البطيء، فقد يشير ذلك إلى فرصة للشراء، وعلى العكس، إذا كان المتوسط المتحرك السريع يعبر تحت المتوسط المتحرك البطيء، فقد يشير ذلك إلى فرصة للبيع.

3- مؤشر الثقة (Investor Sentiment): يقيس مستوى الثقة أو التشاؤم بين المستثمرين في السوق. إذا كانت الثقة مرتفعة لدرجة كبيرة، فقد يشير ذلك إلى احتمالات انتهاء الارتفاع وحدوث تصحيح سعري، وعلى العكس، إذا كان التشاؤم مرتفعاً جداً، فقد يشير ذلك إلى احتمالات انتهاء الهبوط وحدوث ارتفاع في السوق.

4- مؤشر الحجم (Volume Indicator): يراقب حجم التداول في السوق، إذا كان حجم التداول مرتفعاً في فترة هبوط، فقد يشير ذلك إلى احتمالية انتهاء الهبوط وبداية تصحيح صعودي.

5- مؤشر التشبع الشرائي/البيعي (Overbought/Oversold Indicator): يقيس مدى تشبع السوق بالشراء أو البيع. إذا كان المؤشر يشير إلى تشبع شرائي مفرط، فقد يكون هذا إشارة لانتهاج ارتفاع السوق، وعلى العكس، إذا كان المؤشر يشير إلى تشبع بيعي مفرط، فقد يكون هذا إشارة لانتهاج الهبوط.

2-2-4-5: تطبيق الاستراتيجية العكسية

تنفيذ استراتيجية الاستثمار العكسي في سوق الأسهم يتطلب بعض الخطوات والممارسات الأساسية. هنا هي الخطوات العامة التي يمكن اتباعها (Dicks,2010,35)، (Schmitt,2021:117)، (Kadoya,2008:121)، (El Hajj, 2023:436):

- 1- تحليل السوق: يبدأ المستثمر في تطبيق استراتيجية الاستثمار العكسي بتحليل السوق. يُراقب الاتجاهات والمؤشرات الفنية للأسهم والقطاعات المختلفة. يتم مراقبة الأسهم التي ارتفعت بشكل قوي وتظهر علامات على التراجعات المتوقعة في الأسعار
- 2- أول خطوة في تحليل الاتجاه هي تحديد الاتجاه العام للسوق. يمكن استخدام الرسوم البيانية اليومية أو الأسبوعية لتحديد ما إذا كان السوق في اتجاه صعودي أو هبوطي. يمكن أن تساعد المتوسطات المتحركة، مثل المتوسط المتحرك البسيط (SMA) أو المتوسط المتحرك الأسّي (EMA)، في تحديد الاتجاه. إذا كان السعر فوق المتوسط المتحرك، فهذا يشير إلى اتجاه صعودي، بينما إذا كان السعر تحت المتوسط، فهذا يشير إلى اتجاه هبوطي.
- 3- بعد تحديد الاتجاه العام، يجب على المتداولين البحث عن إشارات تدل على احتمالية حدوث الانعكاس. يمكن استخدام مؤشرات مثل مستويات فيبوناتشي، التي تساعد في تحديد نقاط الدعم والمقاومة، أو أنماط الشموع اليابانية، مثل الشموع الانعكاسية، لتحديد اللحظات المناسبة للدخول في صفقة عكسية.
- 4- تحديد الفرص العكسية: بعد تحديد الاتجاهات السائدة، يمكنك البحث عن الفرص المحتملة للاستثمار العكسي. هذه الفرص تنشأ عندما يكون هناك اختلاف بين الأسعار الحالية للأسهم والتقديرات الخاصة بك لقيمتها الحقيقية. يمكن استخدام التحليل الفني والتحليل الأساسي ونماذج التداول لتحديد هذه الفرص.

5- إدارة المخاطر: تعد جزءًا أساسيًا من استراتيجية التداول العكسية. يجب على المتداولين وضع أوامر وقف الخسارة لتقليل المخاطر المحتملة. على سبيل المثال، يمكن وضع وقف الخسارة فوق مستوى المقاومة في حالة الشراء، أو تحت مستوى الدعم في حالة البيع. هذا يساعد في حماية رأس المال في حال لم يحدث الانعكاس المتوقع.

2-2-4-6: تشكيل الاستراتيجية العكسية

لغرض اختبار العوائد العكسية في الأسواق المالية، تم تشكيل مجموعة من الاستراتيجيات العكسية والتي هي بمثابة استراتيجيات للاستثمار. وذلك بالأسناد الى دراسة (Jagadeesh & Titman 1993)، وتكون حسب الخطوات الاتية: (وردة، 2018:68).

2-2-4-1 فترات التشكيل والاحتفاظ

تشمل كل استراتيجية عكسية على فترتين: الأولى تسمى بفترة التشكيل Formation Period يطلق عليها بفترة التصنيف او وضع الرتب Ranking Period ، تمثل هذه الفترة عدد الاشهر التي تشكل خلالها المحفظة العكسية (Siganos, 2004:184). اما الفترة الثانية؛ فترة الاحتفاظ Holding Period والتي تسمى ايضا بفترة الاختبار Test Period او فترة الاستثمار Investment Period او فترة التقييم Evaluation Period، وهي تمثل عدد الاشهر التي يتم فيها الاحتفاظ بالمحفظة بعد تشكيلها، وقد عرفت بانها الفترة التي يبقى فيها المستثمر على استثماراته (Vas & Absalonsen, 2014:46).

وتستند الاستراتيجية العكسية على حساب العوائد اليومية لاسهم الشركات خلال $(J = 1$ أسبوع، و $1, 3, 6, 9, 12$ شهر) وهي فترة التشكيل، ومن ثم مراقبة سلوك العوائد اليومية لهذه الاسهم خلال فترة الاحتفاظ $(K = 1$ أسبوع، و $1, 3, 6, 9, 12$ شهر) وهي نفس الاستراتيجية التي استند لها. (Jagadeesh & Timan 1993)

ويتم تقسيم الاستراتيجية العكسية الاستثمارية الى ستة اقسام وذلك حسب تسلسل الاشهر السابقة والاحتفاظ بها) (Al Muhairi, 2011:124): (العتيبي واخرون، 2009:421)، (عبد القادر، 2015:17).

الاستراتيجية الأولى: استراتيجية الاسبوع السابق: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:
الاستراتيجية (اسبوع-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (اسبوع-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (اسبوع-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (اسبوع-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لاسبوع سابق والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الثانية: استراتيجية الشهر السابق: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:
الاستراتيجية (1-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (1-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (1-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (1-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لشهر واحد سابق والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الثالثة: استراتيجية الثلاثة أشهر السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (3-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (3-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (3-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لثلاثة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الرابعة: استراتيجية الأشهر الستة السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (6-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (6-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (6-3) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-6) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لستة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية الخامسة: استراتيجية الأشهر التسعة السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (9-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (9-1) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (9-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (12-9) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها لتسعة أشهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق.

الاستراتيجية السادسة: استراتيجية الأشهر ال 12 السابقة: وهذه الاستراتيجية تتكون من 6 استراتيجيات فرعية منها:

الاستراتيجية (12-اسبوع) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة أسبوع لاحق واحد فقط.

واستراتيجية (1-12) اي شراء الأسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة شهر واحد لاحق.

واستراتيجية (3-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 3 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (6-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 6 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (9-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 9 أشهر لاحقة.

واستراتيجية (12-12) اي شراء الاسهم بناءً على عوائدها ل 12 شهر سابقة والاحتفاظ بها لمدة 12 شهر لاحق. وكما موضح في الجدول رقم (1-2)

الجدول رقم (1-2) عدد مرات إعادة تشكيل المحافظ ضمن الاستراتيجيات العكسية المختبرة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (كانون الثاني 2019- كانون الأول 2023)

وصف الاستراتيجية	الاستراتيجيات العكسية (تشكيل / احتفاظ k)	ت
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 1 (إسبوع/إسبوع)	1
فترة التشكيل اسبوع وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 2 (إسبوع/1)	2
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 3 (إسبوع/3)	3
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 4 (إسبوع/6)	4
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 5 (إسبوع/9)	5
فترة التشكيل إسبوع وفترة الاحتفاظ 12 أشهر	استراتيجية 6 (إسبوع/12)	6
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 7 (1/إسبوع)	7
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 8 (1/1)	8
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 9 (3/1)	9
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 10 (6/1)	10
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 11 (9/1)	11
فترة التشكيل 1 شهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 12 (12/1)	12
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 13 (3/إسبوع)	13
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 14 (1/3)	14
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 15 (3/3)	15
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 16 (6/3)	16
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 17 (9/3)	17
فترة التشكيل 3 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 18 (12/3)	18
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 19 (6/إسبوع)	19
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 20 (1/6)	20
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 21 (3/6)	21
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 22 (6/6)	22
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 23 (9/6)	23
فترة التشكيل 6 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 24 (12/6)	24
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ أسبوع	استراتيجية 25 (9/إسبوع)	25
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 26 (1/9)	26
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 27 (3/9)	27
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 28 (6/9)	28
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 29 (9/9)	29
فترة التشكيل 9 أشهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 30 (12/9)	30
فترة التشكيل 12 أشهر وفترة الاحتفاظ إسبوع	استراتيجية 31 (12/إسبوع)	31
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 1 شهر	استراتيجية 32 (1/12)	32
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 3 أشهر	استراتيجية 33 (3/12)	33
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 6 أشهر	استراتيجية 34 (6/12)	34
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 9 أشهر	استراتيجية 35 (9/12)	35
فترة التشكيل 12 شهر وفترة الاحتفاظ 12 شهر	استراتيجية 36 (12/12)	36

المصدر: من اعداد الباحث

2-2-4-8: المالية السلوكية والاستثمار العكسي

المالية السلوكية (Behavioral Finance) هو مجال دراسة يركز على فهم سلوك المستثمرين وكيفية تأثير العوامل النفسية والسلوكية على قرارات الاستثمار وأداء الأسواق المالية. تعد المالية السلوكية امتدادًا للتمويل التقليدي الذي يفترض فيه المستثمرون سلوكًا رشيدًا وعقلانيًا في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Shah,2018:90). الاستراتيجية العكسية هي نهج استثماري ينطوي على مخالفة معلومات السوق السائدة واتخاذ مواقف عكسية لغالبية المستثمرين. تفترض هذه الإستراتيجية أن المشاركين في السوق غالبًا ما يبالغون في رد فعلهم تجاه الأخبار والأحداث، مما يؤدي إلى سوء تسعير الموجودات. يهدف المستثمرون العكسيون إلى الربح من عدم كفاءة السوق هذه عن طريق الشراء عندما يبيع الآخرون ويبيعون عندما يشتري الآخرون (George,2018:189). يعتمد الاستثمار العكسي على مفهوم أن المستثمرين يتفاعلون مع الأخبار والتوقعات بشكل زائد، مما يؤدي إلى حدوث تحركات غير مبررة في الأسعار (Manoach,2010:704). في الاستثمار العكسي، المستثمرون يقومون باتخاذ مواقف عكسية للاتجاه السائد في السوق. على سبيل المثال، إذا كانت الأسعار ترتفع بشكل مبالغ فيه ويظهر تشبع شرائي، قد يقوم المستثمرون العكسيون ببيع الموجودات واتخاذ موقف قصير (الرهان على انخفاض الأسعار) بتوقع أن الأسعار ستتخفف في المستقبل (Ahmed,2014:27).

استراتيجية الاستثمار العكسي تعتمد على عدة مبادئ أساسية، بما في ذلك: (Parikakis,2008:320)، (Gorbunova,2016:230)، (Jagirdar,2023:2).

1- التفكير المنفصل عن الاتجاه العام: المستثمرون العكسيون يحاولون تجاهل تأثير العواطف والتصورات الشائعة للسوق والتفكير بشكل مستقل. يهدفون إلى تحليل الأسهم والأسواق بناءً على القيم الأساسية والتقييم الفعلي للشركات.

2- الاستفادة من التهويل والتضخيم: يقوم المستثمرون العكسيون بالبحث عن الأسهم التي تم تهويلها أو تضخيمها بشكل غير مبرر وتقييمها بشكل منطقي. يعتقدون أنه في حالة التهويل الزائد أو التضخيم الزائد، قد يكون هناك فرصة لتحقيق عوائد عالية من الاستثمار في تلك الأسهم.

3- التحليل الفني: يستفيد المستثمرون العكسيون من التحليل الفني كأداة حيوية لتحديد نقاط الدخول والخروج المثلى في السوق. يعتمد هذا التحليل على دراسة الأنماط السعرية والتوجهات التاريخية من أجل التنبؤ بالحركات المستقبلية للأسعار. من خلال تحليل المؤشرات الفنية، مثل المتوسطات المتحركة ومؤشرات القوة النسبية، يستطيع المستثمرون تحديد اللحظات المناسبة للدخول في صفقات عكسية أو الخروج منها، مما يعزز قدرتهم على تحقيق العوائد المرجوة وتقليل المخاطر المحتملة.

تتوافق الاستراتيجيات العكسية بشكل وثيق مع المالية السلوكية، والذي يدرس كيف يمكن للتحيزات النفسية والسلوك غير العقلاني أن يؤثر على الأسواق المالية. يدرك التمويل السلوكي أنه يمكن للمستثمرين إظهار سلوك القطيع، مما يؤدي إلى المبالغة في رد فعل السوق وانعكاسات الأسعار اللاحقة. يوفر هذا الأساس النظري للاستراتيجيات العكسية من خلال اقتراح إمكانية فصل معنويات السوق عن الاطر الأساسية.

ان دور المالية السلوكية في الاستثمار العكسي يكمن في فهم العوامل النفسية والسلوكية التي تؤثر في اتخاذ القرارات العكسية. يساعد التمويل السلوكي على توضيح دوافع المستثمرين وتحليل سلوكهم في مواجهة الأخبار والتوقعات، ويعزز فهم الظواهر السلوكية مثل العزو الذاتي والرغبة في التجنب من المخاطر والمعاملات الجماعية. والسبب وراء وجود أرباح عكسية يعود للزيادة في ردود الأفعال وانجراف المستثمرين المؤسسيين الى تفضيل الأسهم الرابحة السابقة على الأسهم الخاسرة السابقة، والاختفاء الفادحة من قبل المستثمرين الأفراد. إذ تدفع العاطفة بالسعر بعيداً عن القيمة الحقيقية بسبب التأثيرات العاطفية والتفاعلات غير العقلانية، وثقة المستثمرين المفرطة (Jagirdar,2023:2)، والعزو الذاتي المتحيز - **biased self attribution** ويقصد به يعزو المستثمرين النجاح الى قدراتهم الخاصة ويعتبرونه دليلاً على نكائهم وقدراتهم. وبالمقابل عند تحقيق الخسارة تنسب هذه الخسارة الى عوامل خارجة عن إرادتهم (Koo,2018:149). كذلك التحيز التحفظي **conservatism bias** الذي يعني تمسك المستثمر بتوقعاته القديمة تجاه لسهم، ولا يهتم بالمعلومات الجديدة غير المتوافقة مع تفضيلاتهم حتى وان كانت مهمة (Pouget,2017:2078). والتحيز التمثيلي **representativeness bias** الذي يحدث عندما يعتمد المستثمرون بشكل زائد على القوالب العقلية أو النماذج الذهنية لتقييم الشركات أو الأسهم بناءً على معايير قليلة أو محدودة وبناءً على انطباعه الاولي عن الشركة أو على أساس مظهر المدير التنفيذي للشركة

(Costa,2017:1781). أيضا هناك رد الفعل الناقص **underreaction** من خلال إيلاء مزيداً من الاهتمام والتركيز على المعلومات والايخبار السلبية وتجاهل الإيجابية منها، مما يؤثر على تحليل الأسهم واتخاذ القرارات الاستثمارية (Yu,2022:3).

الفصل الثالث الإطار العملي

المبحث الأول

بناء وتحليل عائد استراتيجية
التداول العكسية

المبحث الثاني

تحليل وتقييم أداء المحفظة
العكسية ومكوناتها

المبحث الأول: بناء وتحليل عائد استراتيجيات التداول العكسية

سنركز في هذا البحث على بناء وتحليل أداء استراتيجيات التداول العكسي في فترة معينة في سوق العراق للأوراق المالية، مع التركيز بشكل خاص على الفترة من بداية 2019 إلى نهاية 2023. وسيتم توفير تحليل شامل للبيانات التاريخية للأسهم. وسيتم استخدام نماذج إحصائية ومالية متقدمة لتقييم أداء هذه الاستراتيجيات. يهدف هذا البحث إلى فهم العوامل التي تؤثر على نجاح استراتيجيات التداول العكسي في سوق مثل سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى تقديم توصيات عملية قد تساعد المستثمرين والمتداولين على تحسين الأداء وتحقيق عوائد أكبر.

قبل كانت الأسواق المالية، بما في ذلك سوق العراق للأوراق المالية تعمل في ظروف اقتصادية واجتماعية أكثر استقرارًا نسبيًا. إذ كانت استراتيجيات التداول العكسي تعتمد على دورات السوق العادية والتغيرات التقليدية في العرض والطلب. ولكن مع ظهور الجائحة، ظهرت تحديات جديدة وغير متوقعة، بما في ذلك الصدمات الاقتصادية والانهيئات الحادة في العديد من القطاعات. وقد دفعت هذه التغيرات المفاجئة المستثمرين إلى تبني استراتيجيات تداول مختلفة لتناسب الظروف الطارئة، ولهذا السبب من الضروري إجراء تحليل لأداء استراتيجيات التداول العكسي خلال هذه الفترة لفهم مدى مرونتها وفعاليتها في مثل هذه الظروف.

3-1-1 آلية بناء المحافظ العكسية Building a Contrarian Portfolios

استنادا الى أسعار الإغلاق اليومية وبإعتماد على موقع سوق العراق للأوراق المالية تم إعداد البيانات باستعمال برنامج (Ms. Excel 2021) الخاصة بالعينة المكونة من 31 شركة، وحساب عائدها الرأسمالي اليومي والذي يعد متطلب لأغراض التقييم وانتقاء الأسهم وحسب الخطوات التالية:

3-1-2 خطوات بناء إستراتيجية الاستثمار لشهر واحد (J1/K1): كمثل يسري على جميع الاستراتيجيات الباقية:

1- في بداية كل شهر (تبدأ الإستراتيجية الحالية من الشهر الأول من 2020) نحسب معدل عائد الأسهم بناء على العوائد اليومية للشهر السابق (كانون الأول 2019) والذي يمثل مدة الترتيب (J) في إستراتيجيتنا هذه.

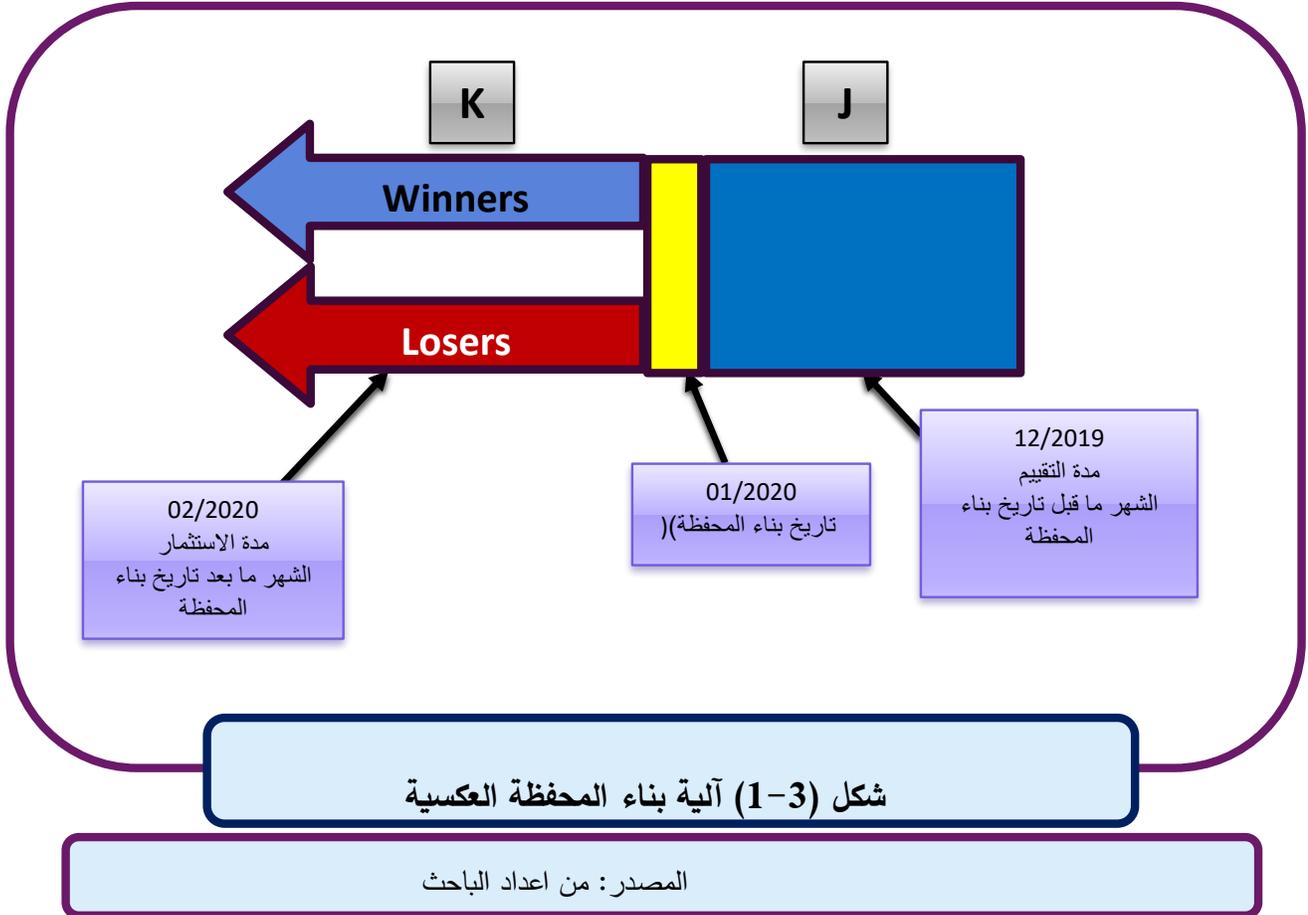
2- نقوم بفرز الأسهم ال 31 على أساس معدل عائدها اليومي في الشهر السابق بشكل تصاعدي أي من الأسهم ذات أعلى عائد الى الأقل خلال الشهر السابق.

3- نقوم باختيار ال 10 أسهم الأعلى (الرابحون) لبناء محفظتها الرابحة والمتساوية الأوزان وتستمر مدة الاحتفاظ بها (K) لمدة شهر من تاريخ بداية (الشهر 1 لعام 2020). وبنفس الطريقة للمحافظ الخاسرة اذ يتم اختيار ال 10 أسهم الأقل عائدا (نهاية الترتيب) لغرض بناء محفظة خاسرة (آملين استمرارها بالخسارة لجني العوائد في البيع القصير) وأيضا متساوية الأوزان يتم الاحتفاظ بها لمدة توازي الرابحة (شهر).

4- بعد انقضاء الشهر الأول من العام 2020 نحسب العوائد الفعلية لكل من المحافظ الرابحة والخاسرة بعد تصفية المراكز ويتم جمع عوائدها معا (الخاسرة ذات عوائد عكسية اعتيادية والرابحة عوائدها متأتية عن البيع القصير) من أجل تكوين المحفظة العكسية Contrarian أو ما يسمى بالعائد العكسي والذي يمثل عائد محفظة الشهر (2020/1).

5- يتم تكرار هذه العملية كل شهر على طول امتداد الأشهر المتاحة في عينة الدراسة والتي تبدأ من شهر (كانون الثاني 2019 لغاية كانون الأول 2023).

والشكل (1-3) يوضح آلية بناء المحفظة العكسية في الشهر الواحد.



3-1-3: المعنوية الإحصائية Statistical

من أجل اختبار المعنوية الإحصائية لعائد الاستراتيجية العكسية تم استعمال اختبار (t) للعينة الواحدة (One – Sample t Test) والمعتمد في كشف وإيضاح فيما إذا كانت عوائد الاستراتيجية مساوي للوسط الحسابي الفرضي والذي هو صفر في دراستنا هذه، لمعرفة فيما إذا كانت الإستراتيجية العكسية تولد عوائد تختلف عن الصفر بمعنوية إحصائية، فيما يخص نسبة المعنوية فقد تم اعتمادها 5% (P value -). وبناء عليه ستكون فرضية الاختبار الاحصائي ولجميع الإستراتيجيات المعتمدة في الدراسة كالآتي:

3-1-4: المعنوية الاقتصادية Economic

من أجل اختبار المعنوية الاقتصادية للاستراتيجية العكسية تم اعتماد كلفة المعاملات للصفحة الواحدة بمقدار (1%) وفق المادة (16) من الفصل 2 من تعليمات التداول في سوق العراق للأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004. وبذلك تكون كلفة المعاملة للمحفظة العكسية هي (4%) موزعة على محفظتين رابحة وخاسرة وكل محفظة فيها مركزين شراء وبيع.

3-1-5: الإستراتيجيات العكسية:

بالاستناد الى بيانات الدراسة الموصوفة في منهجيه الدراسة وباستخدام المعادلات تم حساب العوائد العكسية لجميع الاستراتيجيات العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة) وسيتم عرض جميع الاستراتيجيات كما في ادناه:

أولاً: نتائج استراتيجية JW-KW (مع وبدون تكلفة المعاملات)

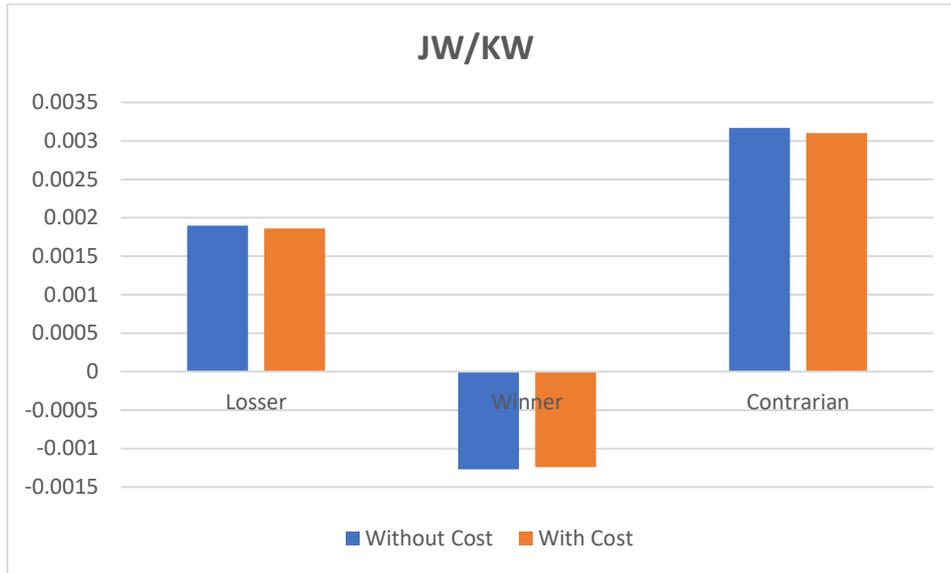
يتبين من الجدول (1-3) والشكل (2-3) نتائج استراتيجية JW-KW، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجبا قدره 0.00317، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0160، وهو لا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت إيجابية بشكل ملحوظ وكان التأثير الإيجابي معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد ذا دلالة إحصائية وبمقدار 0.0160. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الإيجابي والمعنوي احصائياً، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرباحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اقل من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (1-3) نتائج استراتيجية JW-KW

JW-KW						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00310	-0.00124	0.00186	0.00317	-0.00127	0.00190	Return. P
0.0083	0.0047	0.0090	0.0085	0.0048	0.0092	Risk. P
2.5110	-1.7650	1.3970	2.5110	-1.7650	1.3970	t-statistic
0.0160	0.0840	0.1690	0.0160	0.0840	0.1690	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (2-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/KW (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثانياً: نتائج استراتيجية JW-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يلاحظ من الجدول (2-3) والشكل (3-3) ان نتائج استراتيجية JW-K1 حققت عائداً إيجابياً للمحفظة العكسية بلغ 0.000080، إلا أن هذا العائد يعتبر ضئيلاً، ومن ناحية إحصائية يلاحظ ان هناك علاقة غير معنوية وذلك لان قيمه (P-Value) اقل من مستوى المعنوية البالغ 5% وان كل ذلك يؤكد على رفض الفرضية من الدراسة التي تشير الى ان (لا يمكن بناء محفظة أسهم عادية عبر استخدام استراتيجيات التداول العكسية في سوق العراق للأوراق المالية) ضمن مستوى ثقة 95%.

بعد احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً، حيث بلغ 0.8350. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة في الاعتبار، استمرت المحفظة العكسية في تسجيل أداء ضعيف وغير معنوي إحصائياً، مما يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من (الفرضية الرئيسية الثانية) التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. وبالتالي، يشير ذلك إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا دلالات إحصائية معنوية بمقدار 0.0160، سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من (الفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (2-3) نتائج استراتيجية JW-K1

JW-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000078	0.863460	0.863538	0.000080	0.881082	0.881161	Return. P
0.0025	2.3290	2.3290	0.0025	2.3770	2.3770	Risk. P
0.2100	2.5140	2.5140	0.2080	2.5140	2.5140	t-statistic
0.8350	0.0160	0.0160	0.8360	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (3-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K1 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثالثاً: نتائج استراتيجية JW-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول رقم (3-3) والشكل (4-3) والذي يعرض نتائج استراتيجية JW-K3، كانت النتائج تشير إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.0004، وهو عائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.0950. هذه النتائج تدعم الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة كانت غير فعالة بشكل ملحوظ، وأن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.0960. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في إظهار أداء سلبي وغير معنوي إحصائيًا. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الربحية والخاسرة غير معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب التكلفة، لكنهما حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-3) نتائج استراتيجية JW-K3

JW-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.0003	0.6724	0.6721	-0.0004	0.6862	0.6858	Return. P
0.0013	2.5490	2.5490	0.0013	2.6010	2.6010	Risk. P
-1.7040	1.7500	1.7490	-1.7070	1.7500	1.7490	t-statistic
0.0960	0.0870	0.0880	0.0950	0.0870	0.0880	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (4-3) عائد مكونات المحفظة العكسية لاستراتيجية JW/K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

رابعاً: نتائج استراتيجية JW-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

تشير نتائج الجدول رقم (3-4) والشكل (3-5) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره - 0.00026، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0780، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.0780. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الربحية والخاسرة فكانت ذا دلالة إحصائية مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-4) نتائج استراتيجية JW-K6

JW-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00025	0.00079	0.00054	-0.00026	0.00080	0.00055	Return. P
0.0008	0.0011	0.0010	0.0009	0.0012	0.0010	Risk. P
-1.8090	4.3920	3.3650	-1.8060	4.3840	3.3660	t-statistic
0.0780	0.0000	0.0020	0.0780	0.0000	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (5-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خامسا: نتائج استراتيجية JW-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (5-3) والشكل (6-3) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.000125، وهو عائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.2740. هذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.2740. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد كانت معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (5-3) نتائج استراتيجية JW-K9

JW-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000122	0.674135	0.674013	-0.000125	0.687893	0.687768	Return. P
0.0006	1.2140	1.2140	0.0006	1.2380	1.2380	Risk. P
-1.1100	3.4230	3.4220	-1.1110	3.4230	3.4220	t-statistic
0.2740	0.0020	0.0020	0.2740	0.0020	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (6-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K9 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سادسا: نتائج استراتيجية JW-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ من خلال الجدول (6-3) والشكل (7-3) والذي يبين نتائج استراتيجية JW-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره - 0.000081، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.4370، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويا إحصائيا. وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.4300. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابعة والخامسة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (6-3) نتائج استراتيجية JW-K12

JW-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000079	0.760813	0.760734	-0.000081	0.776340	0.776260	Return. P
0.0005	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-0.7990	4.4130	4.4120	-0.7870	4.4130	4.4120	t-statistic
0.4300	0.0000	0.0000	0.4370	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (7-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية JW/K12 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سابعا: نتائج استراتيجية J1-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-7) والشكل (3-8) والذي يبين نتائج استراتيجية J1-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.0024، وهو عائد ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.0490. هذا يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير الإيجابي كان معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد معنوياً إحصائياً بمقدار 0.0490. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي والمعنوي إحصائياً. يتعارض هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-7) نتائج استراتيجية J1-Kw

J1-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.0023	-0.0013	0.0010	0.0024	-0.0014	0.0010	Return. P
0.0078	0.0075	0.0078	0.0080	0.0076	0.0079	Risk. P
2.0240	-1.2100	0.8750	2.0230	-1.2100	0.8750	t-statistic
0.0490	0.2320	0.3860	0.0490	0.2320	0.3860	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (8-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية $J1/KW$ (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثامنا: نتائج استراتيجية $J1-K1$ (مع وبدون تكلفة المعاملة)

وإذا ما نظرنا الى الجدول رقم (8-3) والشكل (9-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية $J1-K1$ ، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.000053، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.8990، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.9010. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الربحية والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (8-3) نتائج استراتيجية J1-K1

J1-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000052	0.000130	0.000182	0.000053	0.000133	0.000186	Return. P
0.0027	0.0030	0.0025	0.0028	0.0030	0.0026	Risk. P
0.1250	0.2910	0.4830	0.1280	0.2910	0.4850	t-statistic
0.9010	0.7720	0.6310	0.8990	0.7720	0.6300	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (9-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تاسعا: نتائج استراتيجية J1-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (9-3) والشكل (10-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية J1-K3، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000134، ولكن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.5030. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.5030. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائياً. يتفق هذا مع

الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الرابحة والخاسرة معنويتين إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (9-3) نتائج استراتيجية J1-K3

J1-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000132	0.079793	0.079924	0.000134	0.081421	0.081555	Return. P
0.0012	0.2021	0.2025	0.0013	0.2062	0.2066	Risk. P
0.6760	2.6180	2.6180	0.6750	2.6180	2.6180	t-statistic
0.5030	0.0120	0.0120	0.5030	0.0120	0.0120	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (10-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

عاشرا: نتائج استراتيجية J1-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-10) والشكل (3-11) والذي تتوضح فيه نتائج استراتيجية J1-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000082، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.6130، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.6160. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-10) نتائج استراتيجية J1-K6

Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000080	0.000733	0.000653	-0.000082	0.000748	0.000666	Return. P
0.0009	0.0010	0.0011	0.0010	0.0011	0.0012	Risk. P
-0.5060	4.2250	3.4950	-0.5100	4.2250	3.4940	t-statistic
0.6160	0.0000	0.0010	0.6130	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (11-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

إحدى عشرة: نتائج استراتيجية J1-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول رقم (11-3) والشكل (12-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J1-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالباً قدره -0.000140، وكان هذا العائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.3290. يتماشى هذا مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.3200. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الربحية والخاسرة، فقد كانت معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (11-3) نتائج استراتيجية J1-K9

J1-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000137	0.000639	0.000502	-0.000140	0.000652	0.000512	Return. P
0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	Risk. P
-1.0080	4.7300	3.7310	-1.0080	4.7350	3.7390	t-statistic
0.3200	0.0000	0.0010	0.3200	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (12-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنا عشر: نتائج استراتيجية J1-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (12-3) والشكل (13-3) والذي يشير الى نتائج استراتيجية J1-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000058، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.6660، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

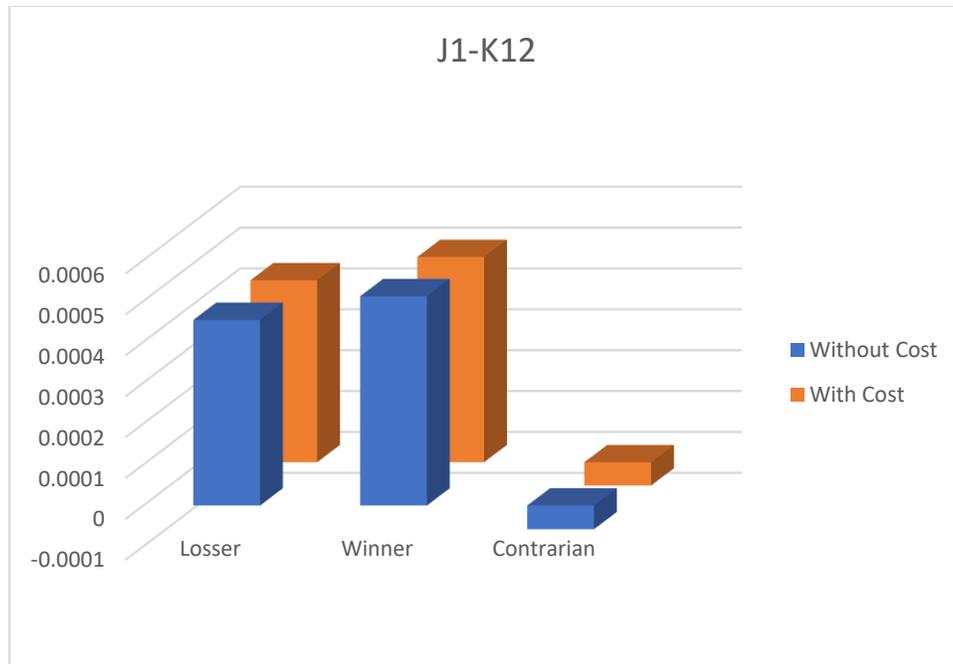
وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.6660. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد

العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت ذات دلالة احصائية مع وبدون الكلفة وحقت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (12-3) نتائج استراتيجية J1-K12

J1-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000057	0.000502	0.000445	-0.000058	0.000512	0.000454	Return. P
0.0008	0.0006	0.0007	0.0008	0.0006	0.0007	Risk. P
-0.4330	4.7660	3.5700	-0.4350	4.7750	3.5790	t-statistic
0.6680	0.0000	0.0010	0.6660	0.0000	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (13-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J1/K12 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة عشر: نتائج استراتيجية J3-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-13) والشكل (3-14) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.00125، وكان هذا العائد غير ذو دلالة إحصائية بمقدار 0.3380، مما يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

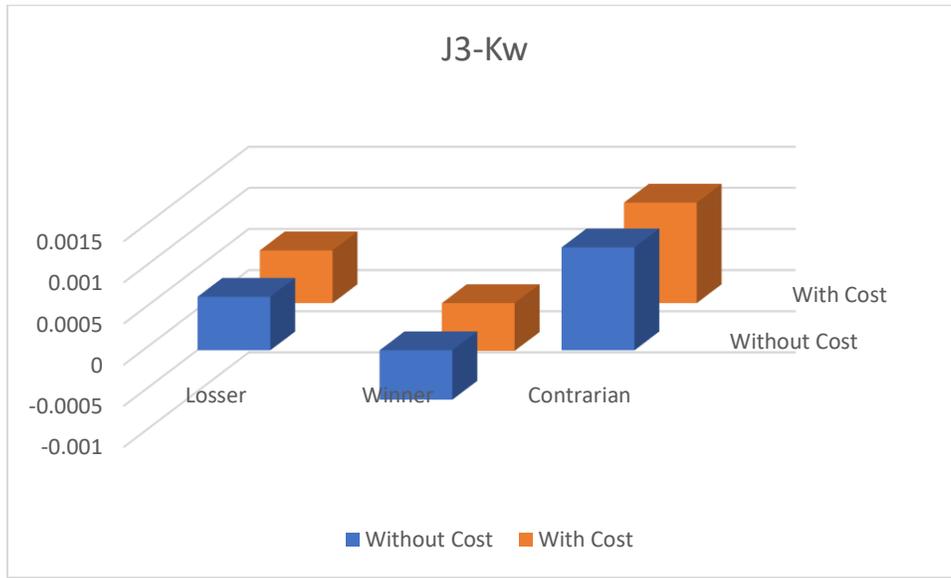
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.3380. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-13) نتائج استراتيجية J3-Kw

J3-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00122	-0.00058	0.00064	0.00125	-0.00060	0.00065	Return. P
0.0085	0.0086	0.0061	0.0087	0.0088	0.0061	Risk. P
0.9680	-0.4590	0.7130	0.9680	-0.4590	0.7150	t-statistic
0.3380	0.6480	0.4790	0.3380	0.6480	0.4780	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (14-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-Kw (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة عشر: نتائج استراتيجية J3-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (14-3) والشكل (15-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K1 والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.000270، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.4880، وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.4880. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الايجابي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرباحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (14-3) نتائج استراتيجية J3-K1

J3-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000265	1.031532	1.031797	0.000270	1.052583	1.052854	Return. P
0.0025	3.0160	3.0170	0.0026	2.9600	3.0780	Risk. P
0.7000	2.3190	2.3190	0.7000	2.3490	2.3190	t-statistic
0.4880	0.0250	0.0230	0.4880	0.0230	0.0250	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (15-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة عشر: نتائج استراتيجية J3-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (15-3) والشكل (16-3) والذي تظهر من خلاله نتائج استراتيجية J3-K3، تبين النتائج أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000022، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.9210، مما يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. ويعكس ذلك أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.9180. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي وغير المعنوي إحصائيًا. يتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

في المقابل، كانت المحفظتان الرابحة والخاسرة معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (15-3) نتائج استراتيجية J3-K3

J3-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000021	0.968906	0.968927	0.000022	0.988679	0.988701	Return. P
0.0014	2.7610	2.7616	0.0014	2.8170	2.8180	Risk. P
0.1030	2.3270	2.3270	0.1000	2.3270	2.3270	t-statistic
0.9180	0.0250	0.0250	0.9210	0.0250	0.0250	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (16-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K3 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سنة عشر: نتائج استراتيجية J3-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-16) والشكل (3-17) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالبا قدره -0.00014، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.3810، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويا إحصائيا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.3770. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرباحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-16) نتائج استراتيجية J3-K6

J3-K6						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00013	0.00061	0.00047	-0.00014	0.00062	0.00048	Return. P
0.0010	0.0009	0.0010	0.0009	0.0010	0.0010	Risk. P
-0.8930	3.8800	2.8630	-0.8860	3.8800	2.8600	t-statistic
0.3770	0.0000	0.0070	0.3810	0.0000	0.0070	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (17-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K6 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سبعة عشر: نتائج استراتيجية J3-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالعودة للجدول رقم (17-3) والشكل (18-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K9، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000053، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.8990، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

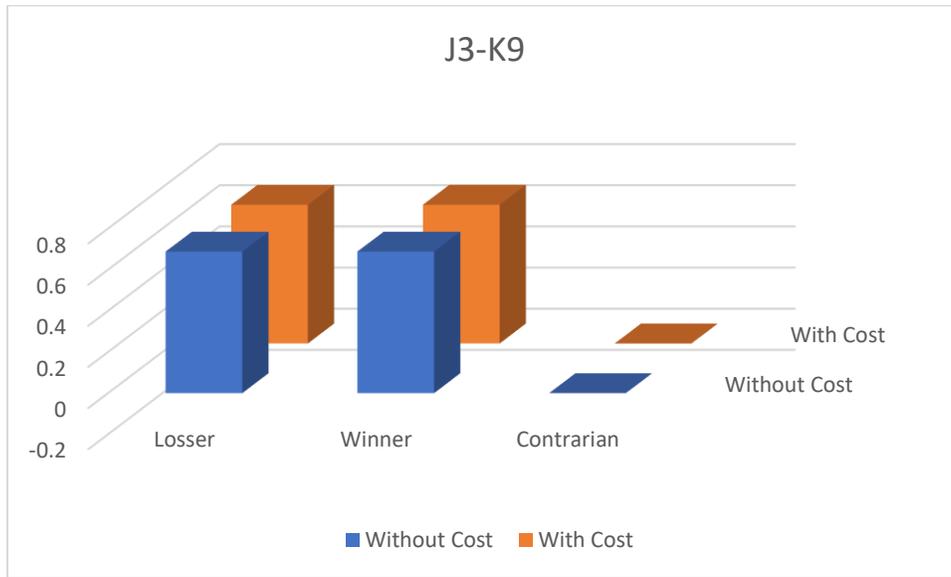
عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.9010. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتوافق مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (17-3) نتائج استراتيجية J3-K9

J3-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000120	0.674123	0.674004	-0.000122	0.687881	0.687759	Return. P
0.0007	1.2025	1.2140	0.0007	1.2380	1.2380	Risk. P
-0.9830	3.4380	3.4220	-0.9890	3.4230	3.4330	t-statistic
0.3320	0.0010	0.0020	0.3290	0.0020	0.0021	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (18-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K9 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثمانية عشر: نتائج استراتيجية J3-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالنظر للجدول (18-3) والشكل (19-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J3-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.000160، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.1420، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.1430. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحقت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-18) نتائج استراتيجية J3-K12

J3-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000157	0.761177	0.761020	-0.000160	0.776711	0.776551	Return. P
0.0006	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-1.4980	4.4160	4.4150	-1.5030	4.4160	4.4150	t-statistic
0.1430	0.0000	0.0000	0.1420	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (3-19) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J3-K12 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تسعة عشر: نتائج استراتيجية J6-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-19) والشكل (3-20) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-KW، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.0024، ورغم أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0370، إلا أنه يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفيد بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير الإيجابي كان معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد معنوياً إحصائياً بمقدار 0.0370. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها الإيجابي والمعنوي إحصائياً. يتعارض هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما بالنسبة للمحفظتين الرابحة والخاسرة، فقد كانت غير معنوية إحصائياً سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتماشى مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-19) نتائج استراتيجية J6-Kw

J6-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.0023	-0.0013	0.0010	0.0024	-0.0014	0.0010	Return. P
0.0074	0.0081	0.0048	0.0075	0.0083	0.0049	Risk. P
2.1440	-1.1000	1.4140	2.1450	-1.0990	1.4140	t-statistic
0.0370	0.2770	0.1640	0.0370	0.2780	0.1640	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (20-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-Kw (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

عشرون: نتائج استراتيجية J6-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (20-3) والشكل (21-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K1، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا موجب قدره 0.00019، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.5990، وهو لا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويا إحصائيا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا وبمقدار 0.5980. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الإيجابي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (20-3) نتائج استراتيجية J6-K1

J6-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00018	0.86332	0.86350	0.00019	0.88093	0.88112	Return. P
0.0023	2.3290	2.3300	0.0023	2.3770	2.3770	Risk. P
0.5310	2.5130	2.5130	0.5300	2.5130	2.5130	t-statistic
0.5980	0.0160	0.0160	0.5990	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (21-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

واحد وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ من الجدول رقم (21-3) والشكل (22-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K3، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000053، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.7820، مما يتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

عند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.7830. وهذا يشير إلى أنه حتى بعد احتساب تكلفة المعاملة، استمرت المحفظة العكسية في الحفاظ على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيًا. يتماشى هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية التي تفيد بأن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت معنويتين إحصائيًا سواء مع أو بدون احتساب تكلفة المعاملة، حيث حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 من الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير إلى أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (21-3) نتائج استراتيجية J6-K3

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000052	1.107966	1.108018	0.000053	1.130578	1.130631	Return. P
0.0012	2.6950	2.6960	0.0012	2.7130	2.7510	Risk. P
0.2770	2.7260	2.7260	0.2780	2.7360	2.7260	t-statistic
0.7830	0.0090	0.0090	0.7820	0.0090	0.0090	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (22-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K3 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنا عشر: نتائج استراتيجية J6-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (22-3) والشكل (23-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K6، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالبا قدره -0.00014، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.2950، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.2940. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (22-3) نتائج استراتيجية J6-K6

J6-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00013	0.00056	0.00042	-0.00014	0.00057	0.00043	Return. P
0.0007	0.0009	0.0009	0.0008	0.0010	0.0009	Risk. P
-1.0640	3.5900	2.8770	-1.0610	3.5890	2.8760	t-statistic
0.2940	0.0010	0.0060	0.2950	0.0010	0.0060	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Sps. V25)



الشكل (23-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K6 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (23-3) والشكل (24-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K9، تُظهر النتائج أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00025، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0360، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير السلبي غير معنوي إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0350، مما يدل على أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتناقض مع الفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، وحققتا عوائد أعلى مقارنة بالمحفظة العكسية. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-23) نتائج استراتيجية J6-K9

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00024	0.72310	0.72286	-0.00025	0.73786	0.73761	Return. P
0.0006	1.1910	1.1910	0.0007	1.2150	1.2150	Risk. P
-2.1840	3.7420	3.7400	-2.1740	3.7420	3.7400	t-statistic
0.0350	0.0010	0.0010	0.0360	0.0010	0.0010	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (24-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة وعشرون: نتائج استراتيجية J6-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول (24-3) والشكل (25-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J6-K12، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000212، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0440، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد معنوي إحصائيا بمقدار 0.0440. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي احصائيا، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الراجعة والخاسرة فكانت معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (24-3) نتائج استراتيجية J6-K12

J6-K12						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000208	0.760822	0.760614	-0.000212	0.776348	0.776136	Return. P
0.0005	1.0190	1.0190	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-2.0890	4.4130	4.4120	-2.0900	4.4130	4.4120	t-statistic
0.0440	0.0000	0.0000	0.0440	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (25-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J6-K12 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (25-3) والشكل (26-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-KW، تُظهر النتائج أن المحفظة العكسية سجلت عائداً موجباً قدره 0.00082، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة

0.4840. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير غير معنوي إحصائيًا.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا بمقدار 0.4840، مما يدل على أن المحفظة العكسية لم تُظهر تحسناً في أدائها حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما غير معنوية إحصائيًا سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما حققنا عوائد أقل من المحفظة العكسية. وهذا يتماشى مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-25) نتائج استراتيجية J9-Kw

J9-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00080	-0.00019	0.00062	0.00082	-0.00019	0.00063	Return. P
0.0077	0.0088	0.0052	0.0078	0.0090	0.0053	Risk. P
0.7060	-0.1450	0.8000	0.7060	-0.1450	0.8000	t-statistic
0.4840	0.8850	0.4280	0.4840	0.8860	0.4280	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (26-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-KW (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ستة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتضح من الجدول رقم (26-3) والشكل (27-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K1، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجباً قدره 0.000015، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.9680. ويتماشى ذلك مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.9650، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية لم تشهد أي تحسن في أدائها حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. ويتوافق هذا مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما حققتا عوائد أعلى من المحفظة العكسية، وهو ما يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (26-3) نتائج استراتيجية J9-K1

J9-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.000014	0.863465	0.863479	0.000015	0.881086	0.881101	Return. P
0.0022	2.3290	2.3290	0.0023	2.3510	2.3770	Risk. P
0.0440	2.5140	2.5140	0.0400	2.5100	2.5140	t-statistic
0.9650	0.0160	0.0160	0.9680	0.0160	0.0160	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (27-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K1 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سبعة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتبين من الجدول رقم (3-27) والشكل (3-28) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K3، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.000223، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.3330، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.3330. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-27) نتائج استراتيجية J9-K3

J9-K3						
Strategy Summery						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000218	0.984827	0.984609	-0.000223	1.004926	1.004703	Return. P
0.0014	2.7640	2.7650	0.0014	2.8210	2.8210	Risk. P
-0.9800	2.3360	2.3350	-0.9790	2.3360	2.3350	t-statistic
0.3330	0.0240	0.0240	0.3330	0.0240	0.0240	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (28-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K3 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثمانية وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

نلاحظ الجدول رقم (28-3) والشكل (29-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K6، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00031 ، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.0190 . وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يشير إلى أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً بمقدار 0.0180 ، مما يدل على أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا يتناقض مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (28-3) نتائج استراتيجية J9-K6

J9-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00030	0.00064	0.00034	-0.00031	0.00065	0.00035	Return. P
0.0007	0.0011	0.0008	0.0007	0.0011	0.0008	Risk. P
-2.4650	3.5450	2.5540	-2.4540	3.5480	2.5590	t-statistic
0.0180	0.0010	0.0150	0.0190	0.0010	0.0140	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (29-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K6 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

تسعة وعشرون: نتائج استراتيجية J9-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-29) والشكل (3-30) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K9، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.00036، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0050، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً وبمقدار 0.0050. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي إحصائياً، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرباحة والخسارة فكانت معنوية إحصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-29) نتائج استراتيجية J9-K9

J9-K9						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00035	0.67419	0.67384	-0.00036	0.68795	0.68759	Return. P
0.0007	1.2140	1.2140	0.0007	1.2380	1.2380	Risk. P
-3.0000	3.4230	3.4210	-2.9960	3.4230	3.4210	t-statistic
0.0050	0.0020	0.0020	0.0050	0.0020	0.0020	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (30-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K9 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثون: نتائج استراتيجية J9-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يتضح من خلال الجدول رقم (30-3) والشكل (31-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J9-K12، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00028 ، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0120 ، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، حيث كان التأثير السلبي غير معنوي إحصائياً.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند نفس المستوى البالغ 0.0120 ، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يدل على أن استراتيجيات المحفظة لم تكن فعالة بما يكفي للتغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد. وهذا يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (30-3) نتائج استراتيجية J9-K12

J9-K12

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00027	0.76084	0.76057	-0.00028	0.77637	0.77610	Return. P
0.0006	1.0190	1.0200	0.0006	1.0400	1.0400	Risk. P
-2.6380	4.4130	4.4110	-2.6390	4.4130	4.4110	t-statistic
0.0120	0.0000	0.0000	0.0120	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (31-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J9-K12 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

واحد وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-KW (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (31-3) والشكل (32-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-KW، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً موجب قدره 0.00038، وكان هذا العائد ليس ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.7090، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً وبمقدار 0.7090. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها الموجب وغير المعنوي إحصائياً، وهذا يتوافق مع

الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. اما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت غير معنوية احصائيا مع وبدون الكلفة وحقت عوائد نفس وأقل من المحفظة العكسية وهذا يتوافق مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (31-3) نتائج استراتيجية J12-Kw

J12-Kw						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
0.00037	0.00000	0.00037	0.00038	0.00000	0.00038	Return. P
0.0066	0.0083	0.0052	0.0067	0.0084	0.0053	Risk. P
0.3760	0.0020	0.4780	0.3750	0.0020	0.4790	t-statistic
0.7090	0.9990	0.6350	0.7090	0.9980	0.6340	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (32-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-KW (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

اثنان وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K1 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (3-32) والشكل (3-33) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K1، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.000139، إلا أن هذا العائد لم يكن ذا دلالة إحصائية، حيث بلغ مستوى الدلالة 0.6990. وهذا يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة، مما يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، وأن التأثير السلبي لم يكن معنوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند نفس المستوى البالغ 0.6990، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثانية، التي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس ضعف كفاءة استراتيجيات المحفظة في التغلب على تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد كانت عوائدهما معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث العائد، وهو ما يتعارض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، التي تنص على أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-32) نتائج استراتيجية J12-K1

J12-K1						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.000136	0.863365	0.863230	-0.000139	0.880985	0.880846	Return. P
0.0023	2.4680	2.4680	0.0023	2.5180	2.5180	Risk. P
-0.3890	2.3460	2.3460	-0.3890	2.3460	2.3460	t-statistic
0.6990	0.2400	0.0240	0.6990	0.0240	0.0200	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (33-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K1 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

ثلاثة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K3 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

يعرض الجدول رقم (33-3) والشكل (34-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K3، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائداً سالب قدره -0.00038، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0270، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنوياً إحصائياً.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائياً وبمقدار 0.0270. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي وغير المعنوي إحصائياً، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابعة والخامسة فكانت معنوية إحصائياً مع وبدون الكلفة وحققت عوائد أعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على أنه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (33-3) نتائج استراتيجية J12-K3

J12-K3						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00037	0.90369	0.90332	-0.00038	0.92213	0.92176	Return. P
0.0010	2.7400	2.7400	0.0010	2.7960	2.7960	Risk. P
-2.2980	2.1620	2.1610	-2.2990	2.1620	2.1610	t-statistic
0.0270	0.0360	0.0360	0.0270	0.0360	0.0360	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (34-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K3 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

أربعة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K6 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (34-3) والشكل (35-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K6، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00041، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0020، مما

يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، في حين أن التأثير السلبي لم يكن ذا دلالة إحصائية قوية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائيًا عند نفس المستوى البالغ 0.0020، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتماشى مع الفرضية الفرعية الأولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الثانية، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس عدم كفاءة استراتيجيات المحفظة في تجاوز تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا عوائد معنوية إحصائية سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث الأداء. وهذا يتناقض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-34) نتائج استراتيجية J12-K6

J12-K6						
Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00040	0.000716	0.000309	-0.00041	0.000731	0.000316	Return. P
0.0007	0.0012	0.0007	0.0007	0.0012	0.0007	Risk. P
-3.3110	3.6360	2.6490	-3.3170	3.6300	2.6500	t-statistic
0.0020	0.0010	0.0120	0.0020	0.0010	0.0120	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (35-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K6 (قبل وبعد الكلفة) المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

خمسة وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K9 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

الجدول رقم (35-3) والشكل (36-3) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K9، والتي تظهر أن المحفظة العكسية حققت عائدا سالب قدره -0.00038، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية بمقدار 0.0030، وهو يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى القاضية بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية. وهو يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل ملحوظ وكان التأثير السلبي غير معنويًا إحصائيًا.

وعند حساب تكلفة المعاملة بقي العائد غير معنوي إحصائيا بمقدار 0.0030. ويشير هذا إلى أنه حتى بعد حساب تكلفة المعاملة، حافظت المحفظة العكسية على أدائها السلبي والمعنوي إحصائيا، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى من الفرضية (الرئيسية الثانية) التي تنص على أن كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية. مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت غير فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. أما المحفظتين الرابحة والخاسرة فكانت معنوية إحصائيا مع وبدون الكلفة وحققت عوائد اعلى من المحفظة العكسية وهذا يتعارض مع الفرضيات 2,3,5,6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (35-3) نتائج استراتيجية J12-K9

J12-K9

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00037	0.652805	0.652430	-0.00038	0.666128	0.665745	Return. P
0.0007	1.2230	1.2230	0.0007	1.2480	1.2480	Risk. P
-3.1520	3.2450	3.2440	-3.1590	3.2450	3.2440	t-statistic
0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	0.0030	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (36-3) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K9 (قبل وبعد الكلفة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

سته وثلاثون: نتائج استراتيجية J12-K12 (مع وبدون تكلفة المعاملة)

بالعودة الى الجدول رقم (3-36) والشكل (3-37) والذي يبين نتائج استراتيجية J12-K12، تشير النتائج إلى أن المحفظة العكسية سجلت عائداً سالباً قدره -0.00028، وكان هذا العائد ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.0200، مما يتماشى مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تفترض عدم إمكانية بناء محفظة عكسية فعالة. وهذا يدل على أن المحفظة العكسية كانت غير فعالة بشكل واضح، في حين أن التأثير السلبي لم يكن قوياً من الناحية الإحصائية.

وعند احتساب تكلفة المعاملة، ظل العائد غير معنوي إحصائياً عند مستوى 0.0190، مما يشير إلى أن الأداء السلبي للمحفظة العكسية استمر حتى بعد أخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار. وهذا لا يتماشى مع الفرضية الفرعية الأولى المنبثقة عن الفرضية الرئيسية الثانية، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يعكس عدم كفاءة استراتيجيات المحفظة في تجاوز تأثير تكلفة المعاملة.

أما المحفظتان الربحية والخاسرة، فقد أظهرتا عوائد معنوية إحصائياً سواء قبل احتساب تكلفة المعاملة أو بعدها، كما تفوقتا على المحفظة العكسية من حيث الأداء. وهذا يتناقض مع الفرضيات 2، 3، 5، و6 (التابعة للفرضية الرئيسية الثانية)، والتي تفترض أن تكلفة المعاملة لا تؤثر على عوائد المحافظ.

الجدول (3-36) نتائج استراتيجية J12-K12

J12-K12

Strategy Summary						
With Cost			Without Cost			
Contrarian	Winner	Losser	Contrarian	Winner	Losser	
-0.00027	0.76512	0.76485	-0.00028	0.78073	0.78046	Return. P
0.0006	1.0220	1.0220	0.0006	1.0430	1.0430	Risk. P
-2.4600	4.4250	4.4230	-2.4520	4.4250	4.4230	t-statistic
0.0190	0.0000	0.0000	0.0200	0.0000	0.0000	P-Value

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)



الشكل (3-37) العائد لمكونات المحفظة العكسية والسوق لاستراتيجية J12-K12 (قبل وبعد الكلفة)
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-1-6 تحليل ظاهرة الانعكاس بصورة عامة:

الفقرات السابقة تضمنت الإشارة التفصيلية لكل الاستراتيجيات ونتائجها مع وبدون كلفة المعاملة، أما في الفقرة الحالية سنبين ونوضح خصائص التداول العكسي وطبيعتها في سوق العراق للأوراق المالية مع وبدون كلفة المعاملة. وذلك بمقارنة الاستراتيجيات وبيان أنماط الانعكاس في سوق العراق للأوراق المالية ويتم ذلك عن طريق تحليل نتائج الجدول (3-37) والذي يوضح معدل عائد المحفظة العكسية ومكوناتها و (t) المحسوبة للمحفظة العكسية ولكافة الاستراتيجيات التي تم اختبارها.

شهدت الأسواق المالية تقلبات شديدة وتغيرات غير مسبوقة في سلوك المستثمرين. وفي هذه الظروف الاستثنائية، برزت ظاهرة العائد العكسي كاستراتيجية مثيرة للاهتمام، والتي تشير الى الاستراتيجية التي ينتهجها بعض المستثمرين لتحقيق العوائد عن طريق الاستثمار عكس الاتجاه السائد في السوق المالية. إن تحليل ظاهرة العوائد العكسية خلال هذه الفترة يوفر نظرة عميقة حول كيفية تفاعل الأسواق مع الصدمات غير المتوقعة وكيف

يمكن للمستثمرين استخدام هذه الاستراتيجيات لتحقيق عوائد متفوقة. ومن خلال تحليل البيانات المالية وتطبيق استراتيجية التداول العكسية خلال فترة الجائحة.

يبين الجدول (3-37) ان (14) استراتيجية فقط من أصل (36) (والمحددة باللون الأخضر) تُظهر وجود عائد عكسي Contrarian في العوائد وهي استراتيجيات (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW)، (J3/KW)، (J9/KW)، (J12/KW)، (J3/K1)، (J6/K1)، (J1/K3)، (JW/K1)، (J1/K1)، (J6/K3)، (J3/K3)، (J9/K1) ومع ذلك فجميع الاستراتيجيات المذكورة لم تحقق فيها المحافظ العكسية عائدا معنوي احصائيا ماعدا (3) استراتيجيات وهي (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW) حققت عوائد معنويا احصائيا، وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية.

وكان أعلى عائد من نصيب استراتيجية (JW/KW) بمقدار (0.00317) والمعنوي احصائيا بمقدار 0.016، فيما كان أقل عائد في استراتيجية (J9/K1) بمقدار (0.00001) وغير المعنوي احصائيا بمقدار 0.968، وهذا يوضح بان المحافظ العكسية قد حققت عوائد طفيفة لا تختلف عن الصفر وفق وجهة النظر الإحصائية، وهذا يقودنا للقول ان العوائد العكسية هنا عوائد منخفضة وغير مجدية للمستثمرين.

أيضا تمت ملاحظة ان المحفظتين الرباحة والخاسرة سجلت دلالة احصائية مع وبدون كلفة المعاملة في 28 استراتيجية من أصل 36 وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

أيضا تم ملاحظة ان أفضل مدة ترتيب (J) بصورة عامة هي كانت استراتيجية (1 شهر) و (3 شهر) و (6 شهر) إذ حققت عوائد عكسية في 3 استراتيجيات من أصل 6. بالمقابل كانت أفضل مدة احتفاظ (K) فكانت من نصيب استراتيجية مدة أسبوع (W) إذ حققت عوائد في جميع الاستراتيجيات ال 6.

في حين كانت أسوأ مدة ترتيب (J) هي استراتيجية فترة (12) إذ لم تحقق عوائد إيجابية سوا مرة واحدة. وأسوأ مدة احتفاظ (K) كانت لاستراتيجيات (6) و(9) و (12) لم تحقق عوائد موجبة في كل الاستراتيجيات.

الجدول (3-37) بدون كلفة المعاملة

مدة الترتيب J		مدة الاحتفاظ K					
		Week	Month	3 Month	6 Month	9 Month	12 Month
Week	Winner	-0.00127	0.88108	0.68617	0.00080	0.68789	0.77634
	Losser	0.00190	0.88116	0.68581	0.00055	0.68777	0.77626
	Contrarian	0.00317	0.00008	-0.00036	-0.00026	-0.00012	-0.00008
	P-Value	0.016	0.836	0.095	0.078	0.274	0.437
Month	Winner	-0.00137	0.00013	0.08142	0.00075	0.00065	0.00051
	Losser	0.00103	0.00019	0.08156	0.00067	0.00051	0.00045
	Contrarian	0.00240	0.00005	0.00013	-0.00008	-0.00014	-0.00006
	P-Value	0.049	0.899	0.503	0.613	0.320	0.666
3 Month	Winner	-0.00060	1.05258	0.98868	0.00062	0.68788	0.77671
	Losser	0.00065	1.05285	0.98870	0.00048	0.68776	0.77655
	Contrarian	0.00125	0.00027	0.00002	-0.00014	-0.00012	-0.00016
	P-Value	0.338	0.488	0.921	0.381	0.329	0.142
6 Month	Winner	-0.00135	0.88093	1.13058	0.00057	0.73786	0.77635
	Losser	0.00104	0.88112	1.13063	0.00043	0.73761	0.77614
	Contrarian	0.00239	0.00019	0.00005	-0.00014	-0.00025	-0.00021
	P-Value	0.037	0.599	0.782	0.295	0.036	0.044
9 Month	Winner	-0.00019	0.88109	1.00493	0.00065	0.68795	0.77637
	Losser	0.00063	0.88110	1.00470	0.00035	0.68759	0.77610
	Contrarian	0.00082	0.00001	-0.00022	-0.00031	-0.00036	-0.00028
	P-Value	0.484	0.968	0.333	0.019	0.005	0.012
12 Month	Winner	0.00000	0.88099	0.92213	0.00073	0.66613	0.78073
	Losser	0.00038	0.88085	0.92176	0.00032	0.66574	0.78046
	Contrarian	0.00038	-0.00014	-0.00038	-0.00041	-0.00038	-0.00028
	P-Value	0.709	0.699	0.027	0.002	0.003	0.020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)

ولإضفاء مزيداً من المعنوية على التداول باستخدام الاستراتيجيات العكسية لاسيما المعنوية الاقتصادية تم أخذ كلفة المعاملة بنظر الاعتبار في ظل الاستراتيجيات العكسية قيد الدراسة، ومما زاد أهمية هذا الاعتبار هو ان الاستراتيجيات العكسية تُعد استراتيجيات نشطة تتطلب المزيد من الدوران للأسهم إضافة للتغيير الدائم بمراكز الأوراق المالية والمحفظة وبالتالي سينجم عن ذلك ارتفاع في تكاليف المعاملات.

الجدول (3-38) يبين عائد المحفظة العكسية ومكوناتها وقيمة (t) المحسوبة لها لكل من الاستراتيجيات المختارة. يتضح من النتائج ان المحافظ ال (14) التي أظهرت عوائد عكسية طفيفة لكنها لم تكن ذات معنوية احصائيا أي أنها طفيفة وضئيلة وفق المنظور الاحصائي باستثناء (3) استراتيجيات فقط تمتعت بالمعنوية الإحصائية وهي (JW/KW)، (J1/KW)، (J6/KW)، وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص بعدم إمكانية بناء محفظة عكسية.

اما المحفظتين الرابعة والخاسرة فكانت بدلالة احصائية مع وبدون كلفة المعاملة في 28 استراتيجية من أصل 36 وهذا لا يتوافق مع الفرضيات 2،3،5،6 (الرئيسية الثانية) والتي نصت على انه لا تؤثر كلفة المعاملة على عوائد المحافظ.

الجدول (3-38) مع كلفة المعاملة

مدة الترتيب J		مدة الاحتفاظ K					
		Week	Month	3 Month	6 Month	9 Month	12 Month
Week	Winner	-0.00124	0.86346	0.67245	0.00079	0.67414	0.76081
	Losser	0.00186	0.86354	0.67210	0.00054	0.67401	0.76073
	Contrarian	0.00310	0.00008	-0.00035	-0.00025	-0.00012	-0.00008
	P-Value	0.016	0.835	0.096	0.078	0.274	0.430
Month	Winner	-0.00134	0.00013	0.07979	0.00073	0.00064	0.00050
	Losser	0.00101	0.00018	0.07992	0.00065	0.00050	0.00045
	Contrarian	0.00235	0.00005	0.00013	-0.00008	-0.00014	-0.00006
	P-Value	0.049	0.901	0.503	0.616	0.320	0.668
3 Month	Winner	-0.00058	1.03153	0.96891	0.00061	0.67412	0.76118
	Losser	0.00064	1.03180	0.96893	0.00047	0.67400	0.76102
	Contrarian	0.00122	0.00027	0.00002	-0.00013	-0.00012	-0.00016
	P-Value	0.338	0.488	0.918	0.377	0.332	0.143
6 Month	Winner	-0.00133	0.86332	1.10797	0.00056	0.72310	0.76082
	Losser	0.00102	0.86350	1.10802	0.00042	0.72286	0.76061
	Contrarian	0.00234	0.00018	0.00005	-0.00013	-0.00024	-0.00021
	P-Value	0.037	0.598	0.783	0.294	0.035	0.044
9 Month	Winner	-0.00019	0.86346	0.98483	0.00064	0.67419	0.76084
	Losser	0.00062	0.86348	0.98461	0.00034	0.67384	0.76057
	Contrarian	0.00080	0.00001	-0.00022	-0.00030	-0.00035	-0.00027
	P-Value	0.484	0.965	0.333	0.018	0.005	0.012
12 Month	Winner	0.00000	0.86337	0.90369	0.00072	0.65281	0.76512
	Losser	0.00037	0.86323	0.90332	0.00031	0.65243	0.76485
	Contrarian	0.00037	-0.00014	-0.00037	-0.00041	-0.00038	-0.00027
	P-Value	0.709	0.699	0.027	0.002	0.003	0.019

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019) وبرنامج (Spss. V25)

المبحث الثاني

3-2 تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها

يعد تحليل وتقييم أداء المحفظة العكسية خطوة أساسية في فهم نجاح استراتيجيات الاستثمار المستخدمة، خاصة في سياق الأسواق المالية المتقلبة. يهدف هذا المبحث إلى تقييم أداء المحفظة العكسية ومكوناتها، والتي تعتمد على شراء الأسهم ذات الأداء الضعيف وبيع الأسهم التي كان أدائها قويا على مدى فترة من الزمن. تم بناء هذه المحفظة على فرضية أن الأسعار التي شهدت تغيرات مفاجئة يمكن أن تعود إلى قيمتها الأصلية بمرور الوقت، مما يوفر فرصاً لتحقيق الربح.

يركز هذا البحث على تحليل المحفظة العكسية ومكوناتها كمحفظة نشطة **Active** وتقييم أدائها مقارنة بالمحفظة المرجعية **Benchmark** (محفظة السوق) ممثلة بمحفظة المؤشر **Index Portfolio** والتي تتكون باستخدام عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية **ISX** باستخدام مقاييس العائد أو الأداء المعدلة بالمخاطرة **Risk Adjusted**. للنظر فيما إذا كانت المحافظ العكسية النشطة **Superiority** يمكن أن تتفوق على محافظ السوق بناءً على العوائد المعدلة حسب المخاطر، قبل وبعد إدخال افتراضات تكلفة المعاملات وفي الحالات قبل و.

وعن طريق تحليل كافة الاستراتيجيات الـ 36 المدروسة ويتم عرض النتائج في الجداول (3-39)، (3-40)، (3-41)، (3-42)، (3-43)، (3-44) والتي تبين نتائج كل استراتيجية ممثلة بالأعمدة التسعة والتي تحت المسميات التالية:

العمود الأول: **Return** يشير لمتوسط عائد المحفظة العكسية للاستراتيجية الواحدة ويحسب عن طريق إيجاد متوسط العوائد المتولدة عن كل محفظة عكسية تم تكوينها بالاستراتيجية الواحدة وكما في المعادلة رقم (7).

العمود الثاني: نسبة **Sharpe** تتمثل بالعائد الفائض أي متوسط عائد المحفظة مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوماً على الانحراف المعياري لعوائد المحفظة العكسية وحسب المعادلة رقم (20)

العمود الثالث: نسبة **Treynor** هي العائد الفائض أي متوسط عائد المحفظة مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوماً على معامل بيتا لعوائد المحفظة العكسية وحسب المعادلة رقم (21)

العمود الرابع: قيمة **Alpha** يقصد بها مقياس **Jensen's Alpha** وتحسب عن طريق معدل عائد المحافظ العكسية مطروحا منه العائد المتوقع (**CAPM**) وفقاً للمعادلة رقم (22)

العمود الخامس: نسبة المعلومات **Information Ratio** تتولد عن طريق قسمة العائد النشط على الانحراف المعياري للعائد النشط وفق المعادلة رقم (23).

العمود السادس: العائد النشط **Active Return** يتمثل بالفرق بين عائد المحفظة العكسية أو احدى مكوناتها مع عائد محفظة السوق (مؤشر البورصة) للمدة نفسها.

العمود السابع: السوق **Market** معدل عائد محفظة السوق (المؤشر) للمدة المقارنة وحسب المعادلة رقم (6)

العمود الثامن: نسبة **Sharpe** لمحفظة السوق وتتمثل بالعائد الزائد أي متوسط عائد محفظة السوق مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوما على الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق.

العمود التاسع: نسبة **Treynor** لمحفظة السوق هي العائد الفائض أي متوسط عائد محفظة السوق مطروح منه العائد الخالي من المخاطرة مقسوما على معامل بيتا لعوائد محفظة السوق.

3-2-1 المحفظة العكسية بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-39) والشكل (3-38) تقييم أداء المحفظة العكسية بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية JW/KW إذ بلغ 0.00317، يليها كل من (J1/KW و J6/KW و J3/KW) بمقدار عائد (0.0024، 0.00239، 0.00125)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K9، J12/K6، J12/K3) بمقدار (-0.0004، -0.000414، -0.0003789) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة (19) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها، أي انها كانت قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية JW/KW، J3/K3، J3/K6 فحققت (0.1197، 0.1232، 0.2125)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J6/K12، J6/K1، J6/K9، J6/K17، -0.0017، -0.0018) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها.

ويتضح ذلك من الشكل (3-38) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية J12/K6 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J12/K9 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-39) العكسية بدون كلفة معاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.00317	-24.0426	0.2125	-0.0181	-0.0109	-0.0035	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.00008	-24.0457	0.0197	-0.0178	-0.0107	-0.0220	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	-0.00036	-24.0461	0.0195	-0.0491	-0.0296	0.0082	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	-0.00026	-24.0460	0.0147	-0.0478	-0.0288	0.0003	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	-0.00012	-24.0459	0.0140	-0.0613	-0.0369	0.0089	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	-0.00008	-24.0459	0.0123	-0.0492	-0.0296	-0.0020	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0024	-24.0434	0.0147	-0.0608	-0.0366	0.0090	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0457	0.0745	-0.0280	-0.0169	0.0101	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0001	-24.0456	0.0748	-0.0252	-0.0152	0.0000	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	-0.0001	-24.0459	0.0833	-0.0243	-0.0146	-0.0026	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	-0.0001	-24.0459	0.0791	-0.0248	-0.0150	-0.0016	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	-0.0001	-24.0458	0.0674	-0.0238	-0.0143	-0.0075	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0012	-24.0445	0.0838	-0.0228	-0.0137	-0.0021	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	0.0003	-24.0455	0.0674	-0.0259	-0.0156	0.0010	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.0000	-24.0458	0.1232	-0.0223	-0.0135	-0.0054	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	-0.0001	-24.0459	0.1197	-0.0232	-0.0140	-0.0016	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	-0.0001	-24.0459	0.0983	-0.0252	-0.0152	0.0048	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	-0.0002	-24.0459	0.0559	-0.0291	-0.0176	0.0050	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0024	-24.0434	0.0367	-0.0318	-0.0191	0.0067	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.0002	-24.0456	-0.0017	0.1775	0.1069	-0.0007	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	0.0001	-24.0457	-0.0016	0.2786	0.1678	0.0054	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	-0.0001	-24.0459	-0.0016	0.2029	0.1223	-0.0034	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	-0.0002	-24.0460	-0.0017	0.3241	0.1952	0.0055	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	-0.0002	-24.0460	-0.0018	0.1306	0.0787	-0.0082	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0008	-24.0450	-0.0008	0.0774	0.0466	-0.0116	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.0000	-24.0458	-0.0008	-0.1462	-0.0881	-0.0250	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	-0.0002	-24.0460	-0.0013	0.3964	0.2388	0.0024	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	-0.0003	-24.0461	-0.0014	0.4020	0.2422	0.0023	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	-0.0004	-24.0461	-0.0015	-0.0119	-0.0071	-0.0199	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0012	0.3377	0.2035	-0.0043	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.0005	0.1294	0.0779	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	-0.0001	-24.0459	-0.0004	0.1817	0.1094	-0.0176	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	-0.0004	-24.0462	-0.0007	-1.3327	-0.8029	-0.0410	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	-0.0004	-24.0462	-0.0006	6.1401	3.6989	0.0213	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	-0.0004	-24.0462	-0.0005	7.0670	4.2573	0.0206	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0005	3.8493	2.3189	0.0021	-0.0024	-24.0482	-0.0224

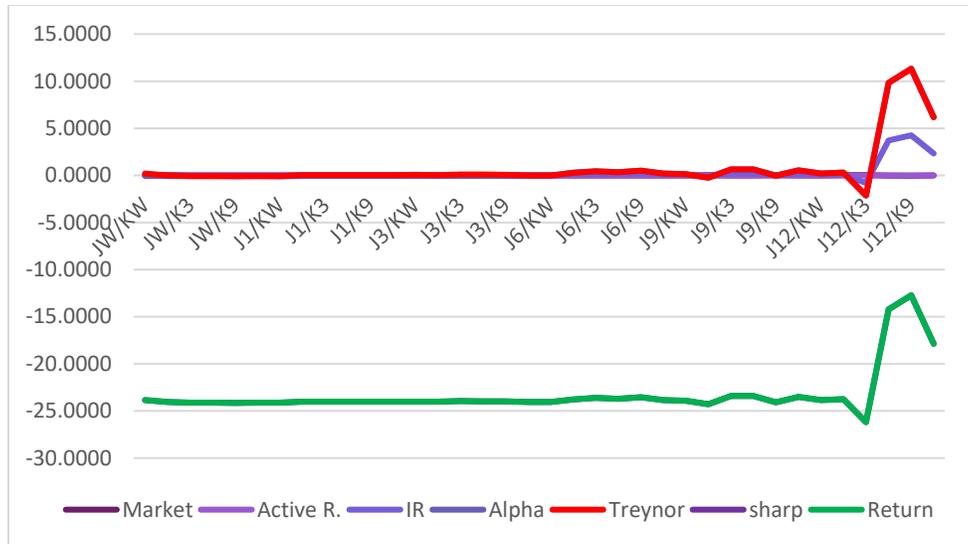
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-39)، والشكل (3-38) يلاحظ من العمود (4) ان 14 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J12/K9، J12/K6، J12/K12، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J12/K3، J9/K1، JW/K9.

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 14 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J12/K9، J12/K6، J12/K12، وأدنى أداء كانت J12/K3، J9/K1، JW/K9.

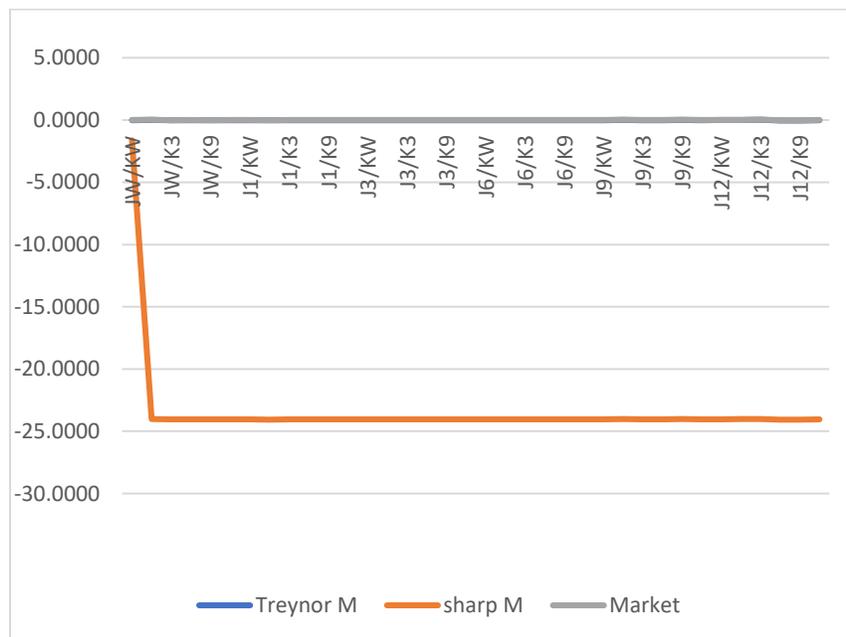
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (16) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (44%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في عدة استراتيجيات وقد أخفقت في استراتيجيات أخرى لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-39) والشكل (3-39) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.020، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



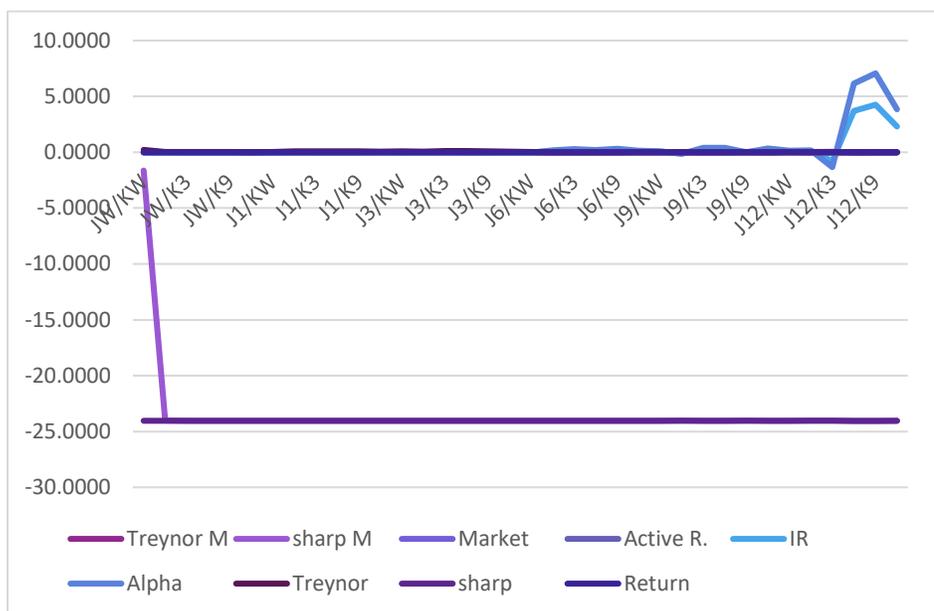
الشكل (3-38) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-39) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-40) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-2 المحفظة الربحية بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-40) والشكل (3-41) تقييم أداء المحفظة الربحية بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K1 إذ بلغ 1.13058، يليها كل من (J3/KW و J9/K1 و J3/K1) بمقدار عائد (1.0525، 1.00004، 0.9886)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J1/KW, JW/KW, J6/KW) بمقدار (-0.00137، -0.0000135، -0.00127) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ(4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنويع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 4 استراتيجيات فقط و32 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.543, 0.543, 0.510)، والاسراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.656, -4.515, -4.463) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-41) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J9/K1) , J12/K3 , JW/K1 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الرباحة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-40) الربحية بدون كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	-0.0013	-0.0479	-3.5946	-0.0212	-0.0494	-0.0079	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8811	-23.1647	-2.4016	0.8611	0.5187	0.8590	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6862	-23.3596	-3.3914	0.6663	0.4014	0.6947	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0008	-24.0450	-3.7504	-0.0191	-0.0115	0.0013	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6879	-23.3579	-3.0678	0.6680	0.4024	0.6969	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7763	-23.2694	-2.6749	0.7564	0.4557	0.7744	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	-0.0014	-24.0471	-3.3776	-0.0212	-0.0128	0.0052	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0456	-3.7234	-0.0197	-0.0119	0.0102	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0814	-23.9644	-4.4637	0.0615	0.0371	0.0813	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0450	-4.6565	-0.0192	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0007	-24.0451	-4.5015	-0.0193	-0.0116	-0.0008	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.4547	-0.0194	-0.0117	-0.0069	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	-0.0006	-24.0464	-3.7253	-0.0205	-0.0124	-0.0039	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0526	-22.9932	-2.3645	1.0327	0.6221	1.0533	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9887	-23.0571	-1.9775	0.9688	0.5836	0.9833	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0006	-24.0452	-2.9180	-0.0193	-0.0116	-0.0009	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6879	-23.3579	-2.0853	0.6681	0.4024	0.6928	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7767	-23.2691	-1.8727	0.7569	0.4560	0.7819	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	-0.0014	-24.0471	-2.4132	-0.0212	-0.0127	0.0029	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8809	-23.1648	-1.8183	0.8611	0.5187	0.8800	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1306	-22.9152	-1.3347	1.1108	0.6692	1.1360	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0006	-24.0452	-1.6706	-0.0192	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7379	-23.3079	-0.7876	0.7182	0.4327	0.7436	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7763	-23.2694	-0.6206	0.7565	0.4557	0.7683	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	-0.0002	-24.0460	-1.3755	-0.0201	-0.0121	-0.0126	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8811	-23.1647	-0.1344	0.8610	0.5187	0.8561	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	1.0049	-23.0408	-0.1733	0.9853	0.5936	1.0075	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0007	-24.0451	-0.8934	-0.0188	-0.0114	0.0032	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6879	-23.3578	-0.1220	0.6680	0.4024	0.6684	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7764	-23.2694	-0.0773	0.7567	0.4559	0.7723	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0000	-24.0458	-0.8097	-0.0198	-0.0119	-0.0134	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8810	-23.1648	0.4844	0.8611	0.5187	0.8636	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9221	-23.1236	0.5105	0.9011	0.5429	0.8815	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0007	-24.0450	-1.2002	-0.0186	-0.0112	0.0225	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6661	-23.3796	0.5431	0.6528	0.3933	0.6871	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7807	-23.2650	0.5431	0.7644	0.4605	0.7831	-0.0024	-24.0482	-0.0224

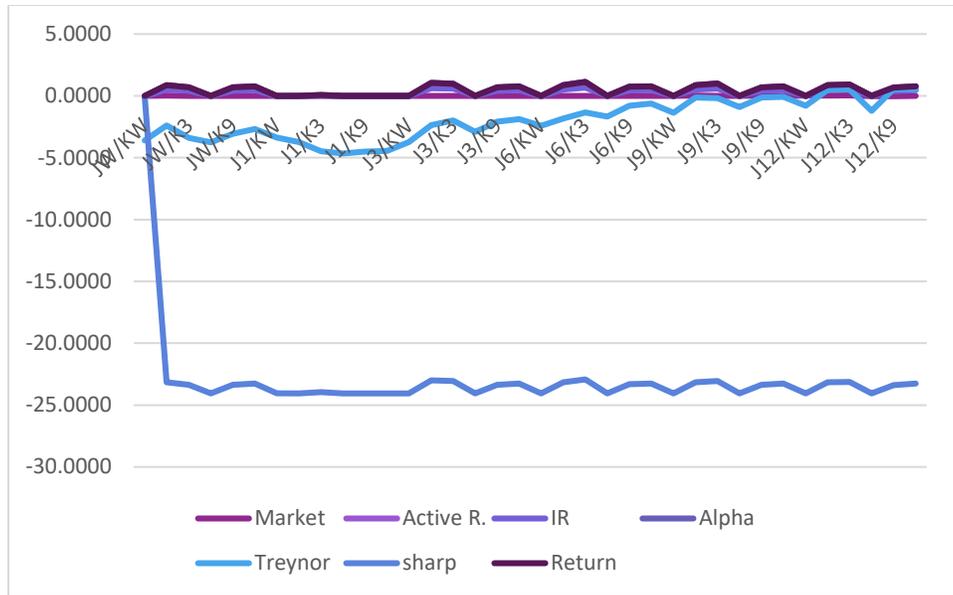
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-40)، والشكل (3-41) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/KW، JW/KW، J6/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 20 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/KW، J6/KW.

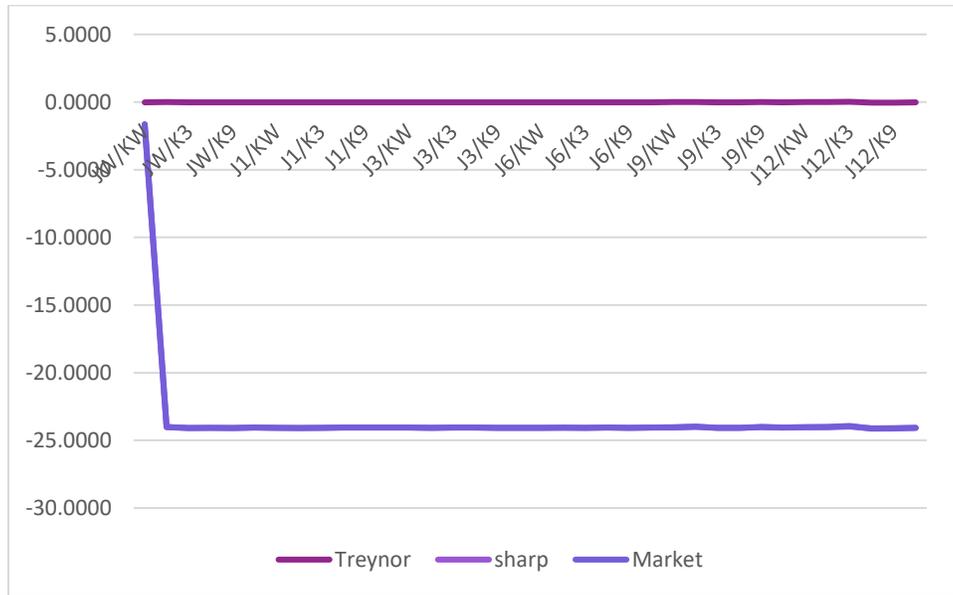
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الرابعة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-40) والشكل (3-42) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (JW/K1، J12/K3، J9/K1) بمقدار (0.0207، 0.005، 0.0021) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



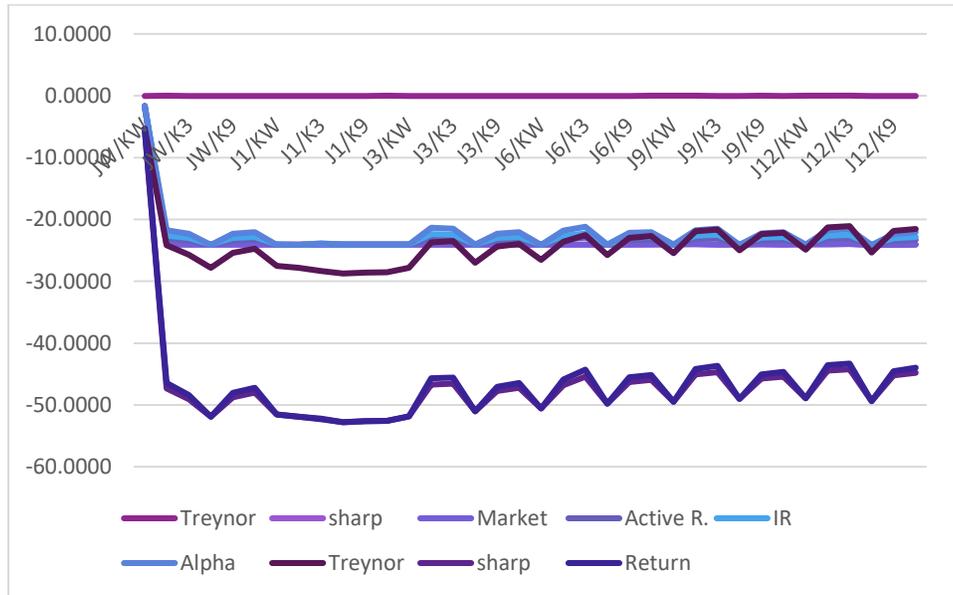
الشكل (3-41) مؤشر المحفظة الرابحة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-42) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-43) مؤشر تقييم المحفظة الرباحة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-3 المحفظة الخاسرة بدون كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-41) والشكل (3-44) تقييم أداء المحفظة الخاسرة بدون كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية (J6/K3) إذ بلغ 1.13063، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.0528، 1.0047، 0.9887)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J1/K1، J9/K6، J12/K6) بمقدار (0.00019، 0.00032، 0.00035)، وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل استراتيجيتين موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 4 استراتيجيات فقط و32 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.542، 0.542، 0.510)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.652، -4.497، -4.459) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-44) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3)، J9/K1، JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-41) المحفظة الخاسرة بدون كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0019	-0.0447	-3.5862	-0.0180	-0.0420	-0.0047	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8812	-23.1646	-2.3991	0.8611	0.5188	0.8591	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6858	-23.3600	-3.3891	0.6660	0.4012	0.6944	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0005	-24.0452	-3.7487	-0.0193	-0.0117	0.0011	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6878	-23.3580	-3.0658	0.6679	0.4024	0.6968	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7763	-23.2695	-2.6732	0.7564	0.4556	0.7743	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0010	-24.0447	-3.3735	-0.0188	-0.0113	0.0076	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0002	-24.0456	-3.7204	-0.0197	-0.0118	0.0103	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0816	-23.9642	-4.4599	0.0616	0.0371	0.0814	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0451	-4.6528	-0.0193	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0005	-24.0453	-4.4976	-0.0194	-0.0117	-0.0009	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.4504	-0.0195	-0.0117	-0.0070	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0007	-24.0451	-3.7199	-0.0193	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0529	-22.9929	-2.3613	1.0330	0.6223	1.0536	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9887	-23.0571	-1.9744	0.9688	0.5836	0.9833	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0005	-24.0453	-2.9149	-0.0194	-0.0117	-0.0010	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6878	-23.3580	-2.0819	0.6679	0.4024	0.6927	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7766	-23.2692	-1.8697	0.7567	0.4559	0.7817	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0010	-24.0447	-2.4081	-0.0188	-0.0113	0.0053	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8811	-23.1647	-1.8146	0.8613	0.5188	0.8802	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1306	-22.9151	-1.3312	1.1108	0.6692	1.1360	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0004	-24.0453	-1.6684	-0.0194	-0.0117	-0.0029	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7376	-23.3082	-0.7854	0.7179	0.4325	0.7434	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7761	-23.2696	-0.6188	0.7563	0.4556	0.7681	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0006	-24.0451	-1.3727	-0.0193	-0.0116	-0.0118	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8811	-23.1647	-0.1337	0.8610	0.5187	0.8561	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	1.0047	-23.0411	-0.1727	0.9851	0.5934	1.0073	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0003	-24.0454	-0.8931	-0.0191	-0.0115	0.0029	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6876	-23.3582	-0.1216	0.6676	0.4022	0.6681	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7761	-23.2697	-0.0767	0.7565	0.4557	0.7720	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.8084	-0.0195	-0.0117	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8808	-23.1649	0.4842	0.8610	0.5187	0.8634	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9218	-23.1240	0.5100	0.9008	0.5426	0.8811	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0003	-24.0455	-1.2006	-0.0190	-0.0114	0.0221	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6657	-23.3800	0.5426	0.6524	0.3930	0.6868	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7805	-23.2653	0.5426	0.7641	0.4603	0.7829	-0.0024	-24.0482	-0.0224

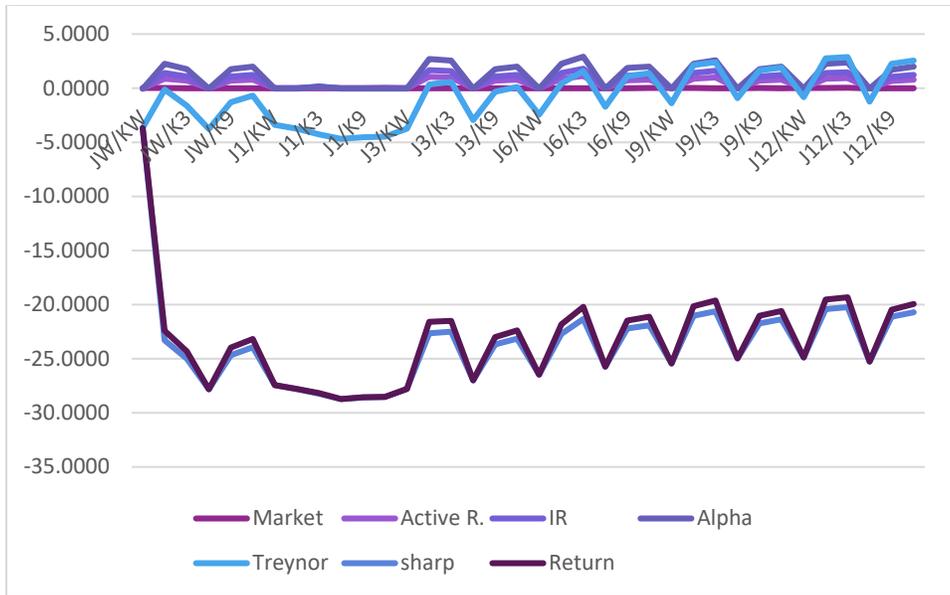
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-41)، والشكل (3-44) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/K1، J1/K12، J12/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 20 استراتيجية مما يعكس ضعف في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. إذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت J1/K12، J1/K1، JW/KW.

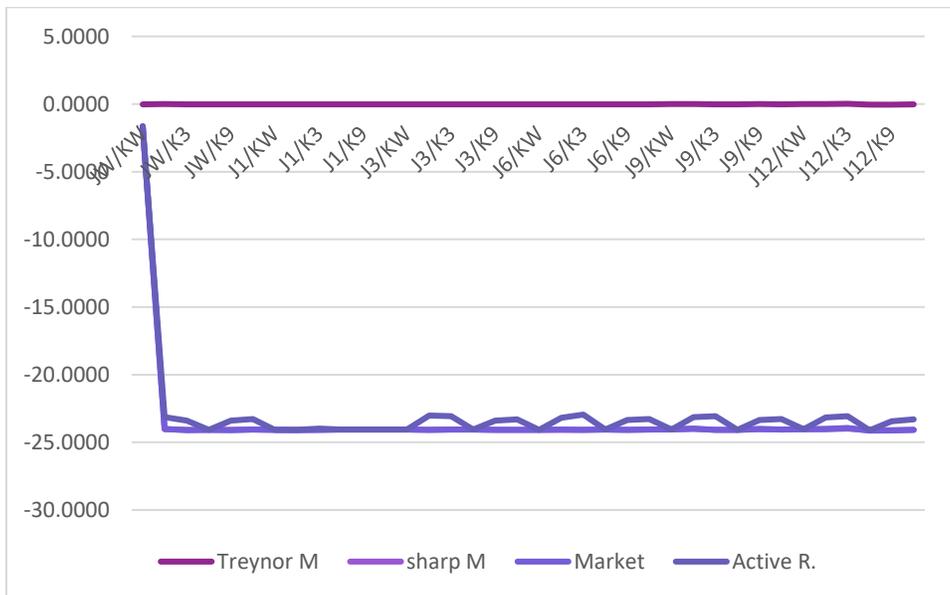
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الثالثة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-41) والشكل (3-45) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق إذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الآخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



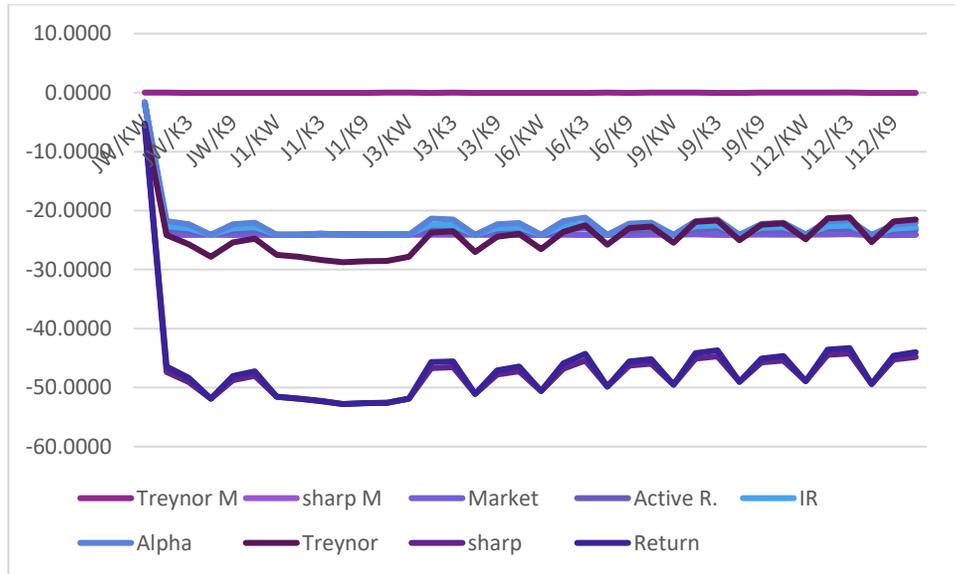
الشكل (3-44) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-45) مؤشر تقييم السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-46) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بدون كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-4 المحفظة العكسية مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-42) والشكل (3-47) تقييم أداء المحفظة العكسية مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاسراتيجية JW/KW إذ بلغ 0.031، يليها كل من (J1/KW و J6/KW و J3/KW) بمقدار عائد (0.0023، 0.0023، 0.0012)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K6, J12/K3, J12/K9) بمقدار (-0.00041، -0.00038، -0.00037) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (20) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة حققت عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في 20 استراتيجيات و 16 استراتيجية حققت عوائد سالبة، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية JW/KW، J3/K3، J3/K6 فحققت (0.117, 0.120 , 0.208)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J6/K12، J6/K1، J6/K9 (-0.0017 , -0.0017 , -0.0017)، وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-47) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية J12/K3 وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J12/K9 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-42) العكسية مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0031	-24.5334	0.2083	-0.0182	-0.0107	-0.0035	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.0001	-24.0457	0.0193	-0.0178	-0.0107	-0.0220	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	-0.0003	-24.0461	0.0191	-0.0497	-0.0299	0.0082	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	-0.0003	-24.0460	0.0144	-0.0483	-0.0291	0.0003	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	-0.0001	-24.0459	0.0137	-0.0621	-0.0374	0.0089	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	-0.0001	-24.0459	0.0121	-0.0498	-0.0300	-0.0020	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0023	-24.0434	0.0144	-0.0617	-0.0372	0.0089	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0457	0.0730	-0.0282	-0.0170	0.0101	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0001	-24.0456	0.0733	-0.0253	-0.0152	0.0000	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	-0.0001	-24.0459	0.0816	-0.0244	-0.0147	-0.0026	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	-0.0001	-24.0459	0.0775	-0.0249	-0.0150	-0.0016	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	-0.0001	-24.0458	0.0661	-0.0239	-0.0144	-0.0075	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0012	-24.0445	0.0821	-0.0229	-0.0138	-0.0021	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	0.0003	-24.0455	0.0661	-0.0260	-0.0157	0.0010	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.0000	-24.0458	0.1208	-0.0224	-0.0135	-0.0054	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	-0.0001	-24.0459	0.1173	-0.0233	-0.0140	-0.0016	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	-0.0001	-24.0459	0.0964	-0.0253	-0.0152	0.0048	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	-0.0002	-24.0459	0.0547	-0.0293	-0.0177	0.0050	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0023	-24.0434	0.0360	-0.0321	-0.0193	0.0066	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.0002	-24.0456	-0.0017	0.1815	0.1093	-0.0007	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	0.0001	-24.0457	-0.0016	0.2846	0.1715	0.0054	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	-0.0001	-24.0459	-0.0016	0.2075	0.1250	-0.0034	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	-0.0002	-24.0460	-0.0017	0.3311	0.1995	0.0055	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	-0.0002	-24.0460	-0.0018	0.1337	0.0806	-0.0082	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0008	-24.0450	-0.0007	0.0793	0.0478	-0.0116	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.0000	-24.0458	-0.0008	-0.1488	-0.0896	-0.0250	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	-0.00022	-24.0460	-0.0013	0.4049	0.2439	0.0024	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	-0.00030	-24.0461	-0.0013	0.4106	0.2473	0.0023	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	-0.0003	-24.0461	-0.0015	-0.0117	-0.0070	-0.0199	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0011	0.3451	0.2079	-0.0043	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.0005	0.1324	0.0798	-0.0131	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	-0.0001	-24.0459	-0.0004	0.1858	0.1119	-0.0176	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	-0.0004	-24.0461	-0.0007	-1.3595	-0.8190	-0.0410	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	-0.0004	-24.0462	-0.0005	6.2659	3.7746	0.0213	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	-0.0004	-24.0461	-0.0005	7.2117	4.3444	0.0206	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	-0.0003	-24.0460	-0.0005	3.9283	2.3665	0.0021	-0.0024	-24.0482	-0.0224

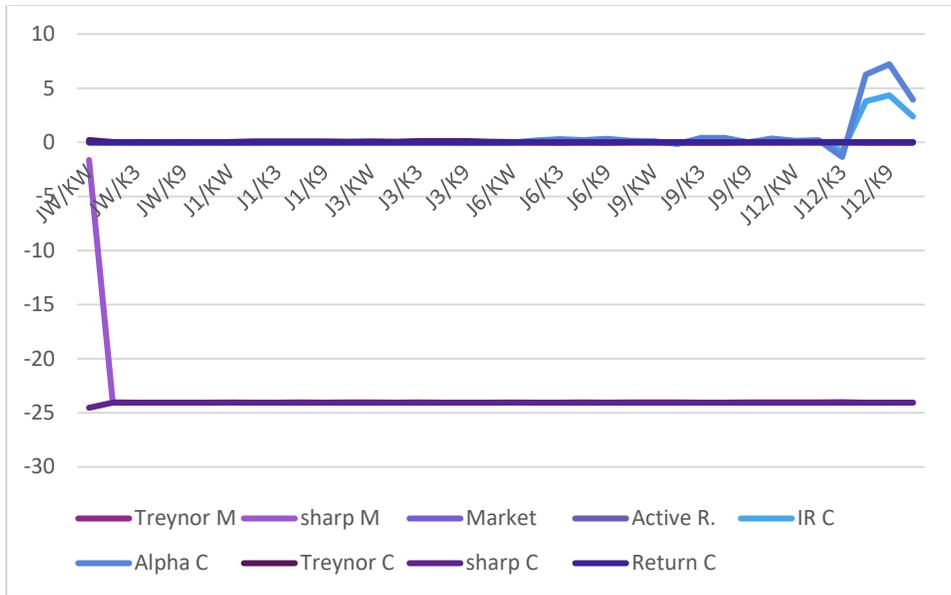
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-42)، والشكل (3-47) يلاحظ من العمود (4) ان 14 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J12/K9، J12/K6، J12/K12، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J12/K3، J9/K1، JW/K9،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 14 استراتيجية مما يعكس تواضع في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J12/K9، J12/K6، J12/K12، وأدنى أداء كانت J12/K3، J9/K1، JW/K9.

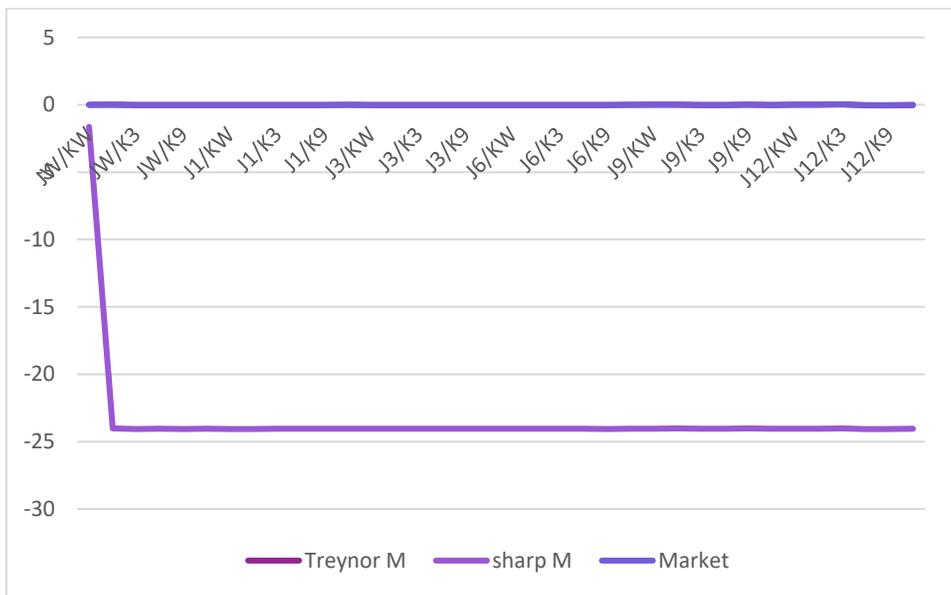
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحفظة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (17) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (47%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-42) والشكل (3-48) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



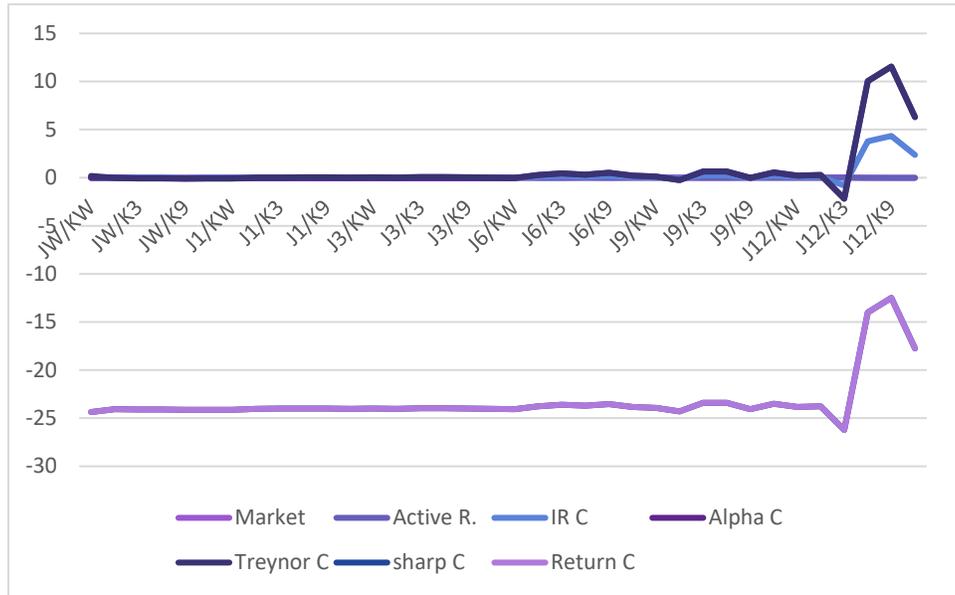
الشكل (3-47) مؤشر الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-48) مؤشر تقييم السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-49) مؤشر تقييم الاستراتيجية العكسية مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

3-2-5 المحفظة الربحة مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-43) والشكل (3-50) تقييم أداء المحفظة الربحة مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 إذ بلغ 1.1079، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.031, 0.984, 0.968) , ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (JW/KW, J1/KW, J6/KW) بمقدار (-0.0013, -0.0013, -0.0012) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم

تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداءها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للتقييم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة لم تحقق عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في أغلب الاستراتيجيات، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.532, 0.532, 0.500)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.563, -4.411, -4.374) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-50) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3, J9/K1, JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الربحية (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-43) الرباحة مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	-0.0012	-0.0488	-3.5227	-0.0212	-0.0503	-0.0079	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8635	-23.1823	-2.3535	0.8434	0.5081	0.8414	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6724	-23.3733	-3.3236	0.6526	0.3931	0.6810	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0008	-24.0450	-3.6754	-0.0191	-0.0115	0.0013	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6741	-23.3716	-3.0064	0.6543	0.3942	0.6832	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7608	-23.2850	-2.6214	0.7409	0.4463	0.7589	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	-0.0013	-24.0471	-3.3101	-0.0212	-0.0128	0.0053	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0001	-24.0456	-3.6489	-0.0197	-0.0119	0.0102	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0798	-23.9660	-4.3744	0.0599	0.0361	0.0796	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0450	-4.5634	-0.0192	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0006	-24.0451	-4.4115	-0.0193	-0.0116	-0.0008	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0005	-24.0453	-4.3656	-0.0194	-0.0117	-0.0069	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	-0.0006	-24.0464	-3.6508	-0.0205	-0.0123	-0.0039	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0315	-23.0142	-2.3173	1.0117	0.6094	1.0322	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9689	-23.0769	-1.9380	0.9490	0.5717	0.9635	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0006	-24.0452	-2.8596	-0.0193	-0.0116	-0.0009	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6741	-23.3716	-2.0436	0.6543	0.3942	0.6790	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7612	-23.2846	-1.8353	0.7414	0.4466	0.7663	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	-0.0013	-24.0471	-2.3650	-0.0211	-0.0127	0.0030	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8633	-23.1825	-1.7819	0.8435	0.5081	0.8624	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1080	-22.9378	-1.3080	1.0882	0.6555	1.1134	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0006	-24.0452	-1.6372	-0.0192	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7231	-23.3227	-0.7719	0.7034	0.4238	0.7289	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7608	-23.2850	-0.6082	0.7410	0.4464	0.7528	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	-0.0002	-24.0460	-1.3480	-0.0201	-0.0121	-0.0126	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8635	-23.1823	-0.1317	0.8434	0.5081	0.8384	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	0.9848	-23.0609	-0.1699	0.9652	0.5815	0.9874	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0006	-24.0451	-0.8755	-0.0188	-0.0114	0.0032	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6742	-23.3716	-0.1196	0.6542	0.3941	0.6547	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7608	-23.2849	-0.0758	0.7412	0.4465	0.7568	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0000	-24.0458	-0.7935	-0.0198	-0.0119	-0.0134	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8634	-23.1824	0.4747	0.8435	0.5081	0.8459	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9037	-23.1421	0.5003	0.8827	0.5317	0.8630	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0007	-24.0451	-1.1762	-0.0186	-0.0112	0.0225	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6528	-23.3930	0.5322	0.6396	0.3853	0.6738	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7651	-23.2807	0.5322	0.7488	0.4511	0.7675	-0.0024	-24.0482	-0.0224

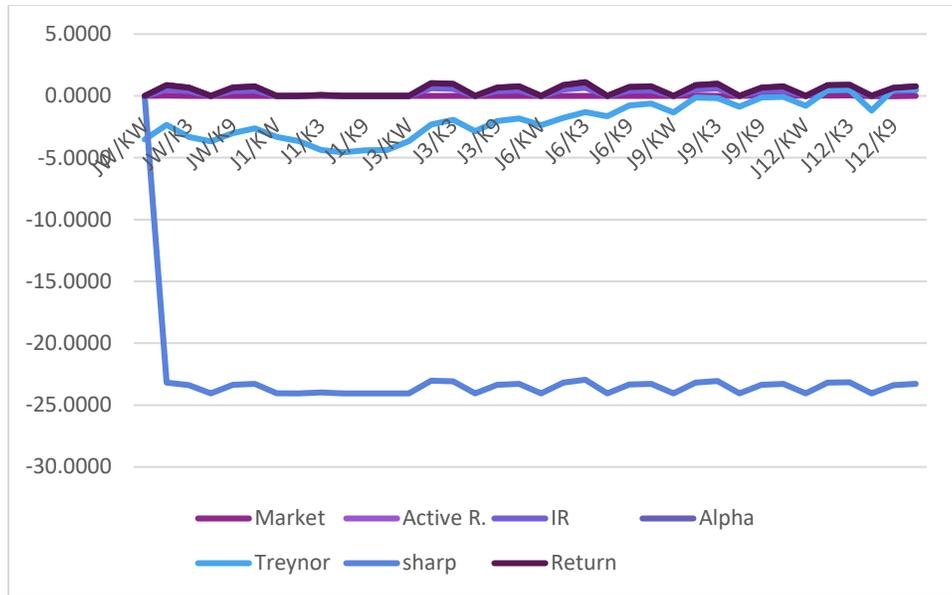
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-43)، والشكل (3-50) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/KW، JW/KW، J6/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 21 استراتيجية مما يعكس جودة في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/KW.

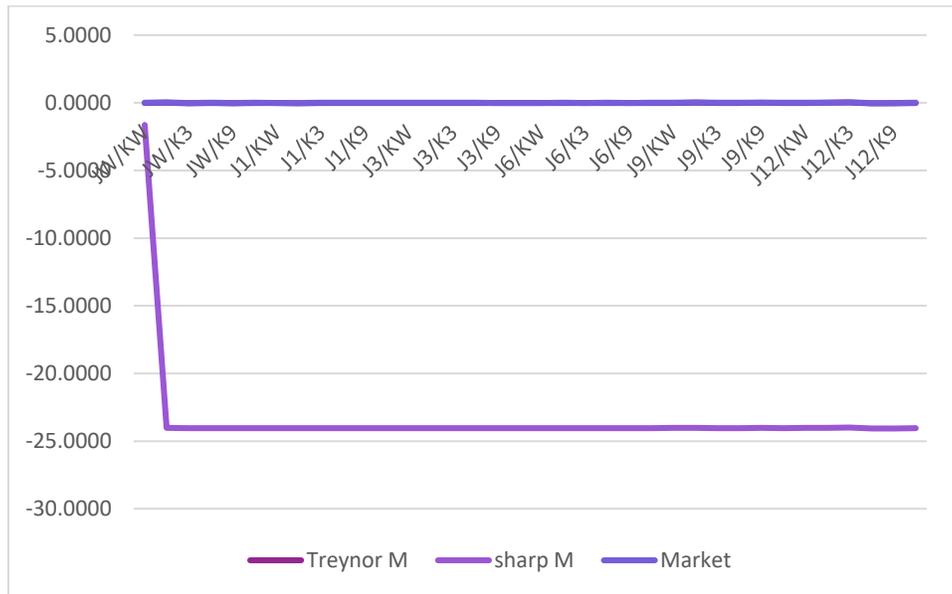
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الراجعة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (26) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (72%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-43) والشكل (3-51) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي يتحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



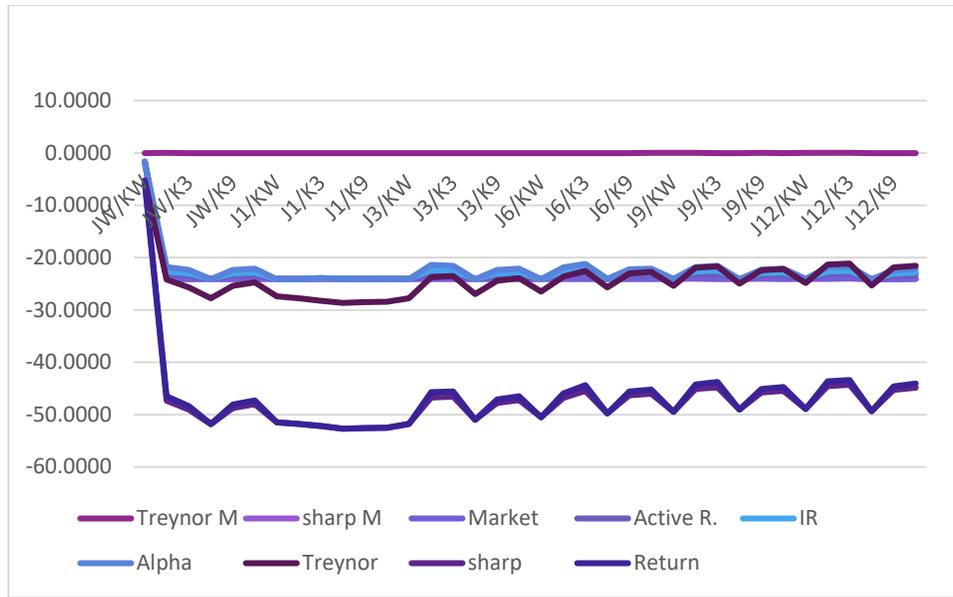
الشكل (3-50) مؤشر المحفظة الراجعة مع السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-51) مؤشر اداء السوق مع كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-52) مؤشر تقييم المحفظة الرابحة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

6-2-3 المحفظة الخاسرة مع كلفة المعاملة

يبين من الجدول (3-44) والشكل (3-53) تقييم أداء المحفظة الخاسرة مع كلفة معاملة ويعرض العمود رقم (1) عوائد المحفظة العكسية ويلاحظ من انها تباينت من حيث العوائد إذ حققت أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 إذ بلغ 1.1080، يليها كل من (J3/K1 و J9/K3 و J3/K3) بمقدار عائد (1.031، 0.984، 0.968)، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J12/K6, J1/K1 J9/K6) بمقدار (0.00018، 0.00031، 0.00034) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويعرض العمود (2) نسبة Sharpe للمحفظة العكسية فكانت جميع نسب التقييم المعدلة بالمخاطرة سالبة ويعني ذلك ان جميع الاستراتيجيات (36) المطبقة على عينة الدراسة لم تحقق أداء معدل بالمخاطر. ويتبين ان جميع هذه المحافظ العكسية كان أداؤها ضعيف وفق نسبة Sharpe فالعائد أقل من (1) إذ لم تستطع التفوق على محفظة السوق وهذا يفسر ان المحفظة تعاني من أداء ضعيف عند مقارنة العائد الذي تحققه بالمخاطر التي تتحملها، ان كل هذه النتائج تتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

اما بالنسبة للعمود الثالث والذي يعرض نسب تقييم الأداء فحققت المحافظ العكسية نسبة Treynor المعدلة بالمخاطر للقيم الموجبة لـ (4) استراتيجية مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهذا يعني ان المحفظة لم تحقق عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (المخاطر غير القابلة للتنوع أو المرتبطة بالسوق) التي تحملتها في أغلب الاستراتيجيات، أي انها لم تكن قادرة على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيلاحظ ان افضل أداء كان من نصيب استراتيجية J12/K9، J12/K12، J12/K3 فحققت (0.531, 0.531, 0.499)، والاستراتيجيات التي سجلت أدنى قيم فكانت J1/K6، J1/K9، J1/K3 (-4.559, -4.4076, -4.370) وباقي المحافظ تتراوح فيما بينها. ويتضح ذلك من الشكل (3-53) ان ارتفاع نسبة Treynor في استراتيجية (J12/K3, J9/K1, JW/K1) وايضاً يوضح مدى ارتفاع العائد عند نفس الاستراتيجية ويبدأ بالانخفاض عند مستوى اقل في استراتيجية J6/K6 مع ثبات باقي الاستراتيجيات في نفس المستوى. وان هذا لا يتوافق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة من الفرضية الرئيسية الثالثة والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة.

الجدول (3-44) الخاسرة مع كلفة المعاملة

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
J/K	Return	sharp	Treynor	Alpha	IR	Active R.	Market	sharp	Treynor
JW/KW	0.0019	-0.0457	-3.5145	-0.0181	-0.0430	-0.0048	0.0066	-1.6352	-0.0134
JW/K1	0.8635	-23.1822	-2.3512	0.8435	0.5082	0.8415	0.0221	-24.0237	0.0021
JW/K3	0.6721	-23.3737	-3.3214	0.6522	0.3929	0.6807	-0.0086	-24.0543	-0.0286
JW/K6	0.0005	-24.0452	-3.6738	-0.0194	-0.0117	0.0011	-0.0005	-24.0463	-0.0205
JW/K9	0.6740	-23.3718	-3.0045	0.6542	0.3941	0.6830	-0.0090	-24.0548	-0.0290
JW/K12	0.7607	-23.2850	-2.6198	0.7408	0.4463	0.7588	0.0019	-24.0438	-0.0181
J1/KW	0.0010	-24.0448	-3.3060	-0.0188	-0.0113	0.0076	-0.0066	-24.0524	-0.0266
J1/K1	0.0002	-24.0456	-3.6460	-0.0197	-0.0118	0.0103	-0.0101	-24.0559	-0.0301
J1/K3	0.0799	-23.9658	-4.3707	0.0600	0.0362	0.0798	0.0002	-24.0456	-0.0198
J1/K6	0.0007	-24.0451	-4.5597	-0.0193	-0.0116	-0.0018	0.0025	-24.0433	-0.0175
J1/K9	0.0005	-24.0453	-4.4077	-0.0194	-0.0117	-0.0009	0.0014	-24.0444	-0.0186
J1/K12	0.0004	-24.0453	-4.3614	-0.0195	-0.0117	-0.0070	0.0074	-24.0383	-0.0126
J3/KW	0.0006	-24.0451	-3.6455	-0.0193	-0.0116	-0.0027	0.0033	-24.0424	-0.0167
J3/K1	1.0318	-23.0140	-2.3141	1.0119	0.6096	1.0325	-0.0007	-24.0465	-0.0207
J3/K3	0.9689	-23.0768	-1.9349	0.9490	0.5717	0.9635	0.0054	-24.0404	-0.0146
J3/K6	0.0005	-24.0453	-2.8566	-0.0194	-0.0117	-0.0010	0.0015	-24.0443	-0.0185
J3/K9	0.6740	-23.3718	-2.0403	0.6542	0.3941	0.6789	-0.0049	-24.0507	-0.0249
J3/K12	0.7610	-23.2848	-1.8323	0.7412	0.4465	0.7662	-0.0052	-24.0509	-0.0252
J6/KW	0.0010	-24.0448	-2.3599	-0.0188	-0.0113	0.0053	-0.0043	-24.0501	-0.0243
J6/K1	0.8635	-23.1823	-1.7783	0.8436	0.5082	0.8626	0.0009	-24.0448	-0.0191
J6/K3	1.1080	-22.9378	-1.3046	1.0882	0.6556	1.1134	-0.0054	-24.0512	-0.0254
J6/K6	0.0004	-24.0453	-1.6350	-0.0194	-0.0117	-0.0029	0.0033	-24.0425	-0.0167
J6/K9	0.7229	-23.3229	-0.7697	0.7032	0.4236	0.7286	-0.0058	-24.0515	-0.0258
J6/K12	0.7606	-23.2852	-0.6064	0.7408	0.4463	0.7526	0.0080	-24.0377	-0.0120
J9/KW	0.0006	-24.0452	-1.3452	-0.0193	-0.0116	-0.0118	0.0124	-24.0334	-0.0076
J9/K1	0.8635	-23.1823	-0.1311	0.8434	0.5081	0.8385	0.0250	-24.0208	0.0050
J9/K3	0.9846	-23.0612	-0.1693	0.9650	0.5813	0.9872	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K6	0.0003	-24.0454	-0.8752	-0.0191	-0.0115	0.0029	-0.0026	-24.0484	-0.0226
J9/K9	0.6738	-23.3719	-0.1191	0.6539	0.3939	0.6543	0.0195	-24.0263	-0.0005
J9/K12	0.7606	-23.2852	-0.0752	0.7410	0.4464	0.7565	0.0041	-24.0417	-0.0159
J12/KW	0.0004	-24.0454	-0.7923	-0.0195	-0.0117	-0.0130	0.0134	-24.0323	-0.0066
J12/K1	0.8632	-23.1825	0.4745	0.8434	0.5081	0.8458	0.0174	-24.0283	-0.0026
J12/K3	0.9033	-23.1425	0.4998	0.8823	0.5315	0.8627	0.0407	-24.0051	0.0207
J12/K6	0.0003	-24.0455	-1.1766	-0.0190	-0.0114	0.0221	-0.0218	-24.0675	-0.0418
J12/K9	0.6524	-23.3933	0.5317	0.6392	0.3851	0.6735	-0.0210	-24.0668	-0.0410
J12/K12	0.7648	-23.2809	0.5317	0.7486	0.4509	0.7672	-0.0024	-24.0482	-0.0224

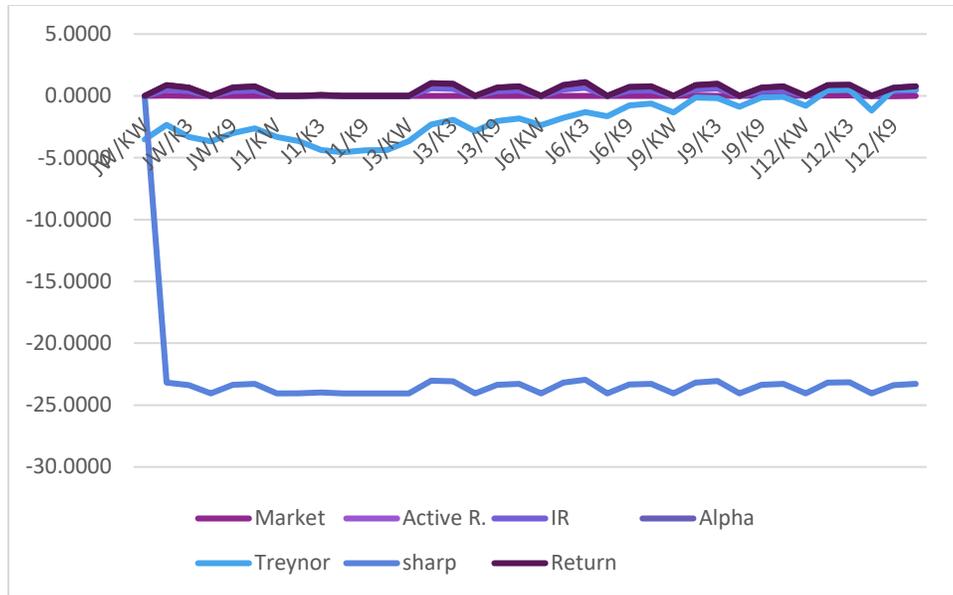
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019).

وبالرجوع مجدداً للجدول (3-44)، والشكل (3-53) يلاحظ من العمود (4) ان 21 استراتيجية قد حققت نتائج موجبة حسب مقياس Alpha أي انها حققت عائد فائض يفوق العوائد المتوقعة، والأفضل تحقيقاً لنسبة Alpha فكانت J6/K3، J3/K1، J9/K3، والأدنى حسب نسبة Alpha كانت استراتيجيات J1/K1، J1/K12، J12/KW،

من جهة أخرى يلاحظ من العمود (5) حققت نسبة المعلومات IR قيم موجبة لـ 21 استراتيجية مما يعكس جودة في فعالية أداء هذه الاستراتيجيات. اذ حققت أفضل أداء في استراتيجيات J6/K3، J3/K1، J9/K3، وأدنى أداء كانت JW/KW، J1/K12، J1/K1.

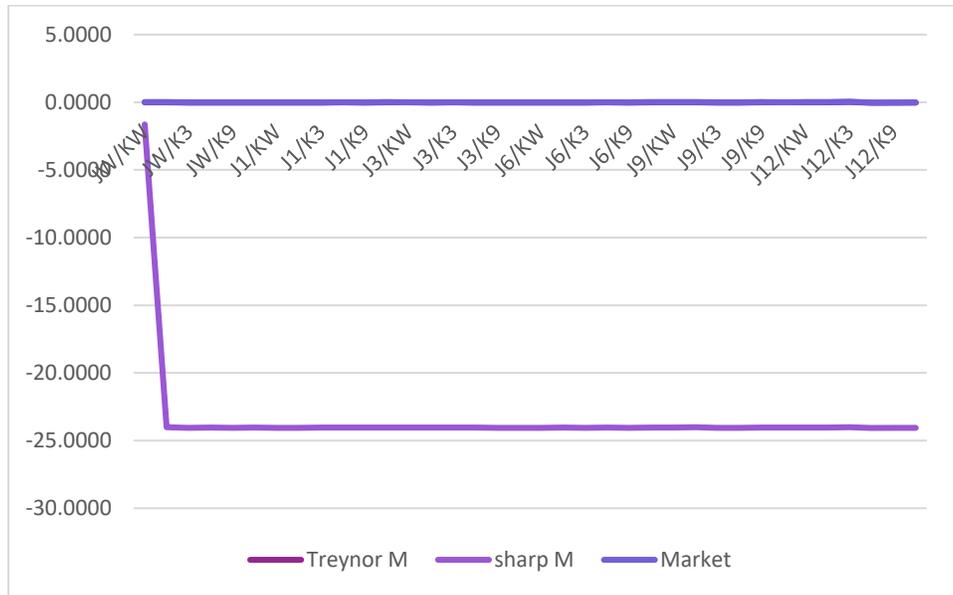
ومن خلال ما تقدم أظهرت النتائج ان الاستراتيجيات لم تحقق الأداء المتوقع مما يعكس عدم فاعلية الأداء في تحقيق عوائد تجاوزت المتوسط بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها كما يعكس أداء غير جيد للمحفظة، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الفرعية السادسة (الرئيسية الثالثة) والتي تشير الى انه لا تحقق الاستراتيجيات العكسية أرباح معدلة بالمخاطر للمحافظ الخاسرة (مع كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق. ويتبين من العمود رقم (6) ان المحفظة النشطة قد تفوقت على محفظة السوق ب (27) استراتيجية من أصل (36) وهو ما يشكل (75%). وهو يعني ان المحفظة العكسية قد أثبتت فعاليتها في أغلب الاستراتيجيات وقد أخفقت في بعض الاستراتيجيات لتحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة في مؤشر السوق.

ومن جهة أخرى يعرض الجدول (3-44) والشكل (3-54) مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق اذ يتضح من العمود رقم (8) ان السوق هو الاخر لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر ويشير ذلك الى ان السوق لا يحقق عوائد كافية بالنسبة للمخاطر التي تحملها المستثمرون، وهذا يعكس عدم جاذبية السوق لان المخاطر لا تتناسب مع العوائد. اما بخصوص مقياس Treynor فيتبين من العمود (9) ان نسبة Treynor حققت قيم موجبة في (3) استراتيجيات فقط وهي (J12/K3، J9/K1، JW/K1) بمقدار (0.0206، 0.005، 0.002) على التوالي، اما الاستراتيجيات المتبقية فقد حققت قيم سالبة.



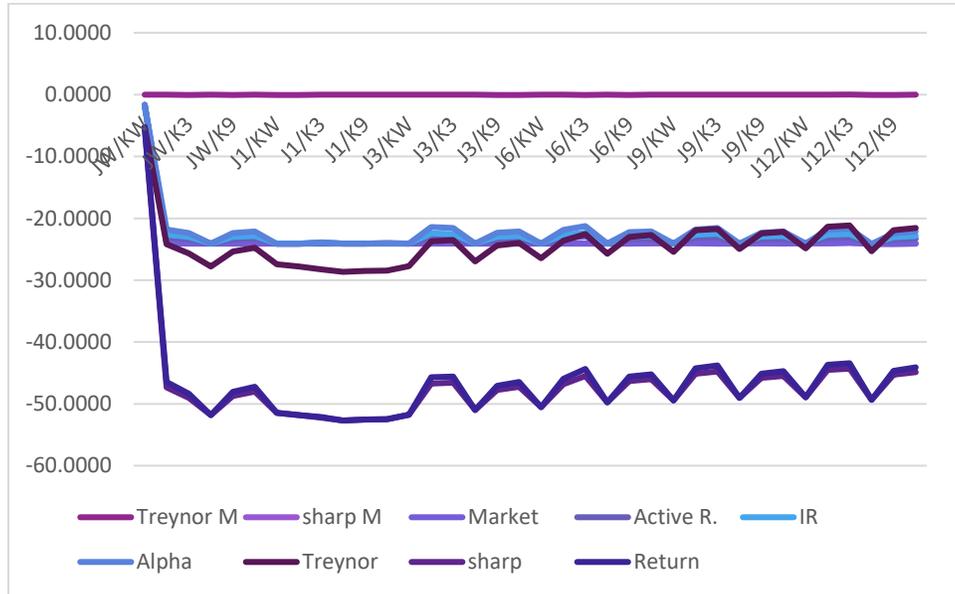
الشكل (3-53) مؤشر المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-54) مؤشر تقييم اداء السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)



الشكل (3-55) مؤشر تقييم المحفظة الخاسرة مع السوق بعد كلفة المعاملة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Ms. Excel 2019)

الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الاول

الاستنتاجات

المبحث الثاني

التوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات

4-1-1 الاستنتاجات:

بعد القيام بتحليل واختبار بيانات سوق العراق للأوراق المالية وخلال مدة الدراسة توصلت الدراسة لمجموعة من الاستنتاجات وكما يلي:

1- بينت النتائج ان الاتجاه كان صعوديا لسوق العراق للأوراق المالية، الا انه رافقها بعض الانخفاض في حجم التداول جراء المخاطر التي رافقت الازمه التي اصابته في تلك الفترة وهي ازمه كورونا. وان هذه النتائج تعكس التناقض الذي يمكن ان ينشأ في الاسواق المالية وتحديد في سوق العراق للأوراق المالية رغم ارتفاع بعض المؤشرات السوق؛ الا ان تراجع حجم التداول كان يدل على قلق المستثمرين وتفضيلهم للاحتفاظ في الاسهم بدل استثماره وهو سلوك طبيعي وذلك لكون الاعم الاغلب من المستثمرين هم متجنبو للمخاطر؛ في حين بعض الزيادة التي لوحظت نشئت عن التوقعات الايجابية لبعض الشركات وذلك نتيجة لتدخلات السياسية والاقتصادية التي دعمت السوق.

2- تبين من النتائج ان جميع المحافظ المحفظة حققت عوائد متباينة، وكان أعلى عائد عكسي بالنسبة للمحفظة العكسية (بدون ومع كلفة المعاملة) في استراتيجية JW/KW اذ بلغ 0.00317، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجية (J12/K3) بمقدار (-0.0004). اما المحافظ الرابحة (بدون كلفة المعاملة) فكان أعلى عائد عكسي لاستراتيجية J6/K3 اذ بلغ 1.13058، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J6/KW) بمقدار (-0.00137). فيما حققت المحافظ الخاسرة (بدون كلفة المعاملة) أعلى عائد عكسي لاستراتيجية (J6/K3) اذ بلغ 1.13063، ومن جانب آخر يلاحظ ان أدنى عائد عكسي كان من نصيب استراتيجيات (J6/K6) بمقدار (0.0004)، والموقف مشابه تقريبا بعد اخذ تكلفة المعاملة في الاعتبار، توضح هذه النتائج ان العوائد المتأتبة من الاستراتيجيات العكسية تعتبر ضئيلة وغير مجدية اقتصاديا، كما تشير إلى وجود تباين كبير في الأداء بين الاستراتيجيات المختلفة، مما يعكس تأثير استراتيجيات الاستثمار المستخدمة على العوائد. كما يدل الانخفاض في العوائد لبعض الاستراتيجيات على الحاجة لمراجعة وتقييم هذه الاستراتيجيات لضمان تحسين الأداء وتقليل المخاطر المستقبلية، تتوافق هذه النتائج مع فرضية الدراسة الرئيسية الأولى.

3- ان المعنوية الإحصائية التي تبينها نتائج الدراسة تؤكد بأن الأداء الاستثماري لهذه الاستراتيجيات هو نتيجة قابلة للتكرار ويمكن الاعتماد عليها لتحسين الأداء المالي في المستقبل، وأن هناك علاقة قوية بين الاستراتيجيات

والعوائد المتحققة وليس مجرد تأثيرات عشوائية أو تقلبات سوقية. ومن الجدير بالذكر ان المحافظ العكسية (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) حققت معنوية إحصائية في 12 استراتيجية من أصل 36. بالمقابل حققت المحافظ الربحة والخاسرة (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) معنوية إحصائية في 28 استراتيجية من أصل 36. اثبتت هذه النتائج ان كلفة المعاملة لا تؤثر على العوائد العكسية، مما يشير إلى أن استراتيجيات المحفظة كانت فعالة بما يكفي للتغلب على آثار تكلفة المعاملة. الاستراتيجيات التي حققت معنوية إحصائية تتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية، اما تلك التي لم تكن ذات دلالة إحصائية فهي تتوافق مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية.

4- بينت نتائج الدراسة أن الاستراتيجية العكسية لم تحقق أرباح معدلة بالمخاطر حسب مقياس Sharpe في جميع المحافظ وفي كلتا المواقف (مع وبدون كلفة المعاملة) خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع محفظة السوق فيلاحظ أن جميع المحافظ لم تحقق أداء معدل بالمخاطر بل حققت أداء سلبي فإن هذه المحافظ لم تحقق عائد يتجاوز العائد الذي يمكن تحصيلهم من الاستثمار الخالي من المخاطر كما في سندات الحكومة فيلاحظ إن المحفظة والسوق لم يكافئا المستثمر بالمخاطر الذي تحملها بوفق مقياس Sharpe أي أن هذا المقياس لم يكن مجدي في قياس الأداء المعدل بالمخاطرة لكل الحالتين السوق والمحفظة وذلك لأن الاستراتيجيات 36 حققت أداء سلبي من حيث العدد للسوق وللمحافظ الا انها تباينت في ذلك.

5- أوضحت الدراسة ان الاستراتيجية العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة) تفوقت من حيث العوائد المعدلة بالمخاطر لمؤشر Treynor اذ حققت عوائد ايجابية بمعدل 19 استراتيجيه مقابل (3) استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية العكسية اثبتت ادائها وحققت عائد معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادره على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. فيما حققت عوائد موجبة حسب مقياس Treynor في استراتيجيتين فقط للمحفظة الربحة (بدون كلفة المعاملة)، وفي 4 استراتيجيات (مع كلفة المعاملة)، بالمقابل حققت عوائد موجبة في 4 استراتيجيات ضمن المحافظ الخاسرة وفي كلتا الحالتين (مع وبدون كلفة المعاملة)، استراتيجيات موجبة حققها السوق، وهو يعني ان الاستراتيجية التي حققت قيم موجبة اثبتت ادائها وحققت عائد معدل بالمخاطر مقارنة بالسوق فهي قادره على تقديم عائد جيد بالمقارنة مع المخاطر التي تواجهها. أما باقي الاستراتيجيات التي حققت قيم سالبة فيوضح عدم تحقيقها عوائد إيجابية بالنسبة للمخاطر المنتظمة (السوقية التي لا يمكن تنويعها).

6- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية (مع وبدون تكلفة المعاملة)، حققت نتائج موجبة في 14 استراتيجية وفقاً لمقياس Alpha، مما يدل على أنها حققت عائداً فائضاً يفوق العوائد المتوقعة بناءً على مستوى المخاطر المرتبطة بها، فيما سجلت المحافظ الربحية والخاسرة وفي كلا الموقفين (مع وبدون تكلفة المعاملة) نتائج موجبة في 21 استراتيجية من أصل 36 وهذا يوضح قدرتها على توليد عوائد أعلى من العوائد السوقية المتوقعة، مما يعكس كفاءة هذه الاستراتيجيات في إدارة المخاطر وتحقيق الأداء الإيجابي.

7- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) حققت نتائج إيجابية في 14 استراتيجية وفقاً لمقياس نسبة المعلومات (IR)، مما يدل على تحقيقها عائداً جيداً بالنسبة للمخاطر المحتملة. كما حققت المحافظ الربحية والخاسرة، في كلا الحالتين (مع وبدون تكلفة المعاملة)، نتائج إيجابية في 21 استراتيجية من أصل 36. وهذا يوضح قدرتها على توليد عوائد أعلى من العوائد الخالية من المخاطر بعد الأخذ في الاعتبار المخاطر المرتبطة بها، كما تعكس هذه النتائج أهمية تحليل نسبة المعلومات كأداة لتقييم أداء الاستراتيجيات، إذ تُعد أداة مفيدة لفهم كيف يمكن لعوائد الاستثمارات أن تعكس المخاطر المرتبطة بها، مما يعزز من استراتيجيات إدارة المخاطر وتوجيه القرارات الاستثمارية.

8- تشير النتائج إلى أن المحافظ العكسية النشطة (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) قد تفوقت على محفظة السوق في 17 استراتيجية من أصل 36، مما يشكل 47% من الإجمالي. تعكس هذه النسبة قدرة المحفظة العكسية على تحقيق عوائد تفوق متوسط السوق في عدة استراتيجيات، مما يدل على فعاليتها في بعض الحالات. ومع ذلك، فإن التفوق في 47% فقط من الاستراتيجيات يشير إلى وجود قصور في الأداء في النسبة المتبقية، حيث لم تتمكن المحفظة العكسية من تحقيق عوائد أعلى من المتوسط مقارنة بمؤشر السوق في 53% من الاستراتيجيات. بالمقابل المحافظ النشطة (الربحية والخاسرة) (سواء مع أو بدون تكلفة المعاملة) سجلت تفوق على محفظة السوق في 27 استراتيجية من أصل 36 مما يشكل 75% من الإجمالي، تبرز هذه النتائج أهمية تنوع الاستراتيجيات وتقييم أدائها بشكل دوري، حيث يمكن أن توفر بعض الاستراتيجيات عوائد إيجابية، بينما قد تخفق أخرى في تلبية الأهداف المرجوة. وبالتالي، فإن تحليل الأداء النسبي للمحفظة النشطة مقارنة بمؤشر السوق يُعد أداة قيمة للمستثمرين لتوجيه قراراتهم الاستثمارية وتحسين استراتيجياتهم.

9- تشير النتائج المستخلصة من مقياس Sharpe المعدل بالمخاطر للسوق، إلى أن السوق لم يحقق أي عوائد معدلة بالمخاطر. يدل هذا على أن العوائد التي يوفرها السوق ليست كافية لتغطية المخاطر التي يتحملها المستثمرون، مما يعكس عدم جاذبية السوق كوجهة استثمارية. في سياق الاستثمار، يُعتبر هذا الوضع غير مثالي، حيث يتوقع المستثمرون عادةً عوائد تتناسب مع المستوى المُأخوذ من المخاطر.

10- أما بخصوص مقياس Treynor، فقد حقق قيمًا موجبة في ثلاث استراتيجيات فقط، يُشير تحقيق قيم موجبة في هذه الاستراتيجيات إلى قدرتها على تحقيق عوائد تفوق المخاطر النظامية المرتبطة بها. ومع ذلك، فإن بقية الاستراتيجيات قد حققت قيمًا سالبة، مما يدل على عدم قدرتها على تقديم عوائد كافية مقارنة بالمخاطر التي تتحملها. بصفة عامة، تُظهر هذه النتائج أهمية تقييم العوائد المعدلة بالمخاطر عند اتخاذ قرارات استثمارية. حيث تبرز الحاجة إلى استراتيجيات أكثر فعالية لتحقيق توازن أفضل بين العوائد والمخاطر، مما يسهل على المستثمرين اختيار الخيارات الأكثر جاذبية وتعزيز أداء محافظهم الاستثمارية.

المبحث الثاني: التوصيات

4-1-2 التوصيات:

- 1- توصي الدراسة بتبني استراتيجيات التداول العكسية في الأسواق ذات التقلبات العالية مثل سوق العراق للأوراق المالية، لما لها من قدرة على تحقيق عوائد إضافية خلال فترات الأزمات الاقتصادية.
- 2- يُنصح بمراجعة المحفظة بشكل منتظم لضمان توافقها مع تغييرات السوق، خاصة في ظل الظروف الاقتصادية غير المستقرة، لتجنب المخاطر وتحقيق عوائد أفضل.
- 3-: يُنصح المستثمرون بتبني الاستراتيجية العكسية كخيار استثماري رئيسي، نظرًا لتفوقها في تحقيق عوائد معدلة بالمخاطر حسب مقياس Treynor، حيث أظهرت 19 استراتيجية عكسية أداءً إيجابيًا مقارنةً بـ 3 استراتيجيات فقط حققها السوق.
- 4- تنصح الدراسة باستخدام مؤشر IR بشكل دوري لتقييم أداء المحفظة، مما يسمح بتحديد فعالية الاستراتيجيات المتبعة في تحقيق عوائد إيجابية تتناسب مع مستوى المخاطر.
- 5- ضرورة الاعتماد على التحليل الإحصائي الدقيق لتقييم أداء المحفظة واستخدام تقنيات مثل اختبار "t" لاختبار معنوية النتائج المحققة وضمان دقتها.
- 6- يفضل تكيف الاستراتيجيات الاستثمارية بحيث تتناسب مع التغيرات المفاجئة في السوق، مع وضع خطط بديلة لتقليل المخاطر والاستفادة من الفرص الجديدة.
- 7- من الضروري تعزيز البنى التحتية التكنولوجية في سوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة إلى تحسين بيئة السوق لجعلها أكثر جاذبية لدخول المزيد من الشركات. هذا يعزز من زيادة عمليات الاستثمار، مما يساهم في تحقيق فوائد لكلا من الشركات والأفراد على وجه الخصوص، ويعزز أيضًا من نمو الاقتصاد العراقي بشكل عام.
- 8- ينبغي على المستثمرين استغلال استراتيجية البيع القصير، حيث أظهرت النتائج أنه في حالات الأزمات، يميل السوق إلى الانخفاض، مما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح. لذلك، توصي السلطات المعنية بتشريع البيع القصير والسماح به كوسيلة لتعزيز كفاءة السوق وتمكين المستثمرين من الاستفادة من تقلبات الأسعار.

- 9- توصي بتصميم وتنفيذ منصات إلكترونية متخصصة في التداول تعتمد على تقنيات التحليل الفني، مما يسهل على الأفراد دخول السوق. هذه المنصات يجب أن توفر أدوات تحليل متقدمة، وبيانات فورية، ودروس تعليمية لتعزيز قدرة المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة.
- 10- توصي بضرورة تعزيز اهتمام الجهات المعنية بمزودي السيولة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ يلعبون دورًا حيويًا في تحسين كفاءة السوق واستقرار الأسعار وتقليل الفجوة بين العرض والطلب، فضلًا عن تسريع تنفيذ الأوامر. إذ ينبغي تطوير آليات تشجيع هؤلاء المزودين وتعزيز الشفافية لجذب المزيد من الاستثمارات.
- 11- توصي الدراسة بضرورة تعزيز دور صانع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، حيث يساهم في تحسين السيولة واستقرار الأسعار وتقليل تذبذبها، إضافة لزيادة الفرص الاستثمارية. إذ يجب تطوير آليات تحفيزية لجذب صناع السوق وتوفير بيئة تنظيمية تشجع على المشاركة الفعالة لتحقيق نمو مستدام.
- 12- ينبغي العمل على مراجعة الدراسات السابقة حول الاستراتيجيات العكسية والاستفادة من النتائج لتطوير استراتيجيات تتوافق مع طبيعة سوق العراق للأوراق المالية.
- 13- ضرورة الاهتمام في العمل على تقديم تدريب للمستثمرين على استراتيجيات التداول العكسية وتطوير فهم عميق لكيفية عملها في الأسواق المتقلبة مثل سوق العراق للأوراق المالية.
- 14- يفضل تقسيم فترة الدراسة إلى فترات زمنية محددة لتحليل أداء المحفظة خلال كل فترة بشكل منفصل، مما يسهل فهم تأثير الأحداث الاقتصادية المختلفة على العوائد.
- 15- يتطلب تطوير آليات رقابة وإدارة مخاطر فعالة تساعد على اكتشاف المخاطر مبكرًا والتعامل معها بشكل فعال، مما يساهم في الحفاظ على أداء إيجابي للمحفظة في الأزمات.
- 16- من الضروري إجراء دراسات مقارنة بين الأسواق المختلفة والاستراتيجيات المتنوعة لتحديد الأنماط الأكثر فعالية وتحقيق نتائج أفضل، مما يساهم في تحسين القرارات الاستثمارية وتقليل المخاطر.

المصادر والمراجع

• القرآن الكريم.

أولاً: المصادر العربية (الكتب):

1. آل شبيب، دريد كامل (2010)، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
2. باكير، محمد مجد الدين (2008)، محافظ الاستثمار إدارتها وإستراتيجياتها، سوريا: دار شعاع للنشر.
3. الجبوري، احمد جدعان حماد موسى (2011)، قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية - دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت.
4. الحناوي، محمد صالح وآخرون (2010)، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، (ط1)، الإسكندرية، مصر: المكتب الجامعي الحديث.
5. الشاورة، فيصل محمود (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (ط1)، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
6. العامري، محمد علي إبراهيم، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، عمان، الأردن: دار إثراء للنشر والتوزيع.
7. عبد الحميد، احمد مختار. معجم اللغة العربية المعاصرة ج2، تأليف الدكتور أحمد مختار عبد الحميد بمساعدة فريق عمل/ الناشر عالم الكتب/ الطبعة الأولى / 2008م.

الدوريات:

8. الحمدوني، إلياس خضير (2011)، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4(7).
9. العتيبي، محمود حسني، وعانسوه، محمد سلامة، وحمدان، علام محمد (2009)، تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية، وأثرها في كفاءة السوق، والأرباح غير العادية، مجلة العربية للعلوم الادارية، مجلد 13، عدد 3.

10. فراس خضير عباس الزبيدي, & قاسم كريم جعيل العابدي. (2022). أثر التدفقات النقدية على مخاطر الإستثمار في الأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الكلية الاسلامية الجامعة, 1(67), 239-270.
11. القاضي, & كريم محمد حافظ توفيق. (2024). أثر الإفصاح عن تقرير إدارة مخاطر الأمن السيبراني علي قرارات الإستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم دراسة تجريبية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 8(1), 323-374.

التقارير:

12. البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للبحوث والاحصاء، الفائدة على اذونات الخزينة للسنوات (2019-2023).
13. التقارير الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2019-2023).

الاطاريح ورسائل الماجستير العربية:

14. الدليمي، حيدر قادر، اتجاهات تصميم المحافظ الاستثمارية المثلى والبديلة في سوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الانبار. 2010.
15. الزوبعي، محمد فائز حسن (2017)، بناء محفظة نشطة متفوقة باستعمال استراتيجيات التداول المعتمدة على الزخم - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه - جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد.
16. عبد القادر، دعاء ذيب (2015) امكانية استعمال استراتيجية الزخم للتحقق من الكفاءة الضعيفة للسوق المالي، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية.
17. مطر، محمد وتيم، فائز (2005)، إدارة المحافظة الاستثمارية، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
18. هندي، منير إبراهيم (2010)، الفكر الحديث في الاستثمار، (ط3)، إسكندرية: دار المعرفة الجامعية للتوزيع.

19. وردة، المغير اسماعيل (2018)، ربحية استراتيجيات الزخم في الأسواق المالية العربية - دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سوريا.

ثانياً: المصادر الاجنبية:

A- Books:

20. Arnold, Curtis M. (1993) "Timing the market: How to profit in Bull and Bear market with technical Analysis" 1st edition, Mc Graw-Hill, Inc.
21. Arnold, Glen (2002), Corporate Financial Management, 2nd ed. , Prentice Hall.
22. Arnold, Glen, Modern Financial Markets and Institutions, First published, Pearson Education Limited, 2012.
23. Baker, H. K., & Filbeck, G. (Eds.). (2013). Portfolio theory and management. Oxford University Press.
24. Besley and Eugene F. Brigham " CFIN4" 2nd Edition , Cengage Learning , Mason , USA , 2015.
25. Bhalla , V.K " Investment Management Security Analyses and Portfolio " 19th revised Edition , S.Chand & Company PVT. Ltd , 2013.
26. Bodie Zvi, Kane Alex, & Marcus, Alan J., 2014, " Investment", 10th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., US
27. Bodie Zvi, Kane Alex, & Marcus, Alan J., 2018, " Investment", 11th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., US
28. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2012). *Essentials of Investments 9th Edition*. McGraw-Hill.
29. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2001), *Essentials Of Investments*, 4th.ed, McGraw-Hill Companies, New York, N.Y. , America .
30. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2021), *Essentials Of Investments*, 12th.ed, McGraw-Hill Companies, New York, N.Y. , America .
31. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus, Alan J. (1998), "Essentials of Investment" 4th ed., N.Y.: McGraw-Hill, Inc.

32. Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. & Marcus, Alen (2022), Fundamentals Of Corporate Finance, 11th ed. , McGraw–Hill, Higher Education, Americas .
33. Brentani , Christine “ Portfolio Management in Practice “ 1st edition , Butterworth-Heinemann , MA , 2004.
34. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8th ed. THOMSON, United States Of America .
35. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2007) “Intermediate Financial Management” 9th ed. THOMSON, United States of America.
36. Brigham, Eugene F. & Ehrhardt, Michael C. (2011) “Financial Management, Theory and Practice” 13th edition. United State of America, South- western.
37. Brigham, Eugene F. & Houston Joel F. (2009) “Fundamentals of Financial Management” 10th Edition, South-Western Cengage Learning.
38. Brooks , John C. "Mastering Technical Analysis "using the tools of Technical Analysis for profitable trading , "1st , McGraw-Hill companies , 2010.
39. Brooks, Raymond, Financial Management: Core Concepts, Third Edition, Pearson Education Limited, England, 2016.
40. Cecchetti, Stephen G., & Schoenholtz, Kermit L., Money, Banking, And Financial Markets, Fourth Edition, McGraw-Hill, 2015.
41. Cheol Eun, Bruce Resnick, Tuugi Chuluun - International Financial Management-McGraw-Hill Education (2020)
42. Chong, Yenyee (2004) “Investment Risk Management” John Wiley & Sons Ltd.
43. Christopherson , Jon A. ; Daivd R. Carino And Wayne E. Ferson "Portfolio Performance Measurement And Benchmarking " 1st Edition , Mcgraw-Hill/ Irwin, Inc. 2009.
44. Derivatives” 1st Ed, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2013.
45. Donald,” Security Analysis, Portfolio Management, And Financial
46. Douglas , Alex and Larry Loveneic and Peter Pontikis " Fx trading : A guide to trading foreign exchange " 2nd edition , Wright Books , Ltd 2012. Education. 2023. p29 1.
47. Edwards, Robert D. & Magee, John W.H.C. (2007) “Technical Analysis of Stock Trends” 9th ed., CRC Press an Imprint of Taylor & Francis Group.

48. Elton, Edwing J. & Martin, J. Gruber & Stephen J. Brown & William N. Goetzmann (2014) "Modern Portfolio Theory and Investment Analyses" 9th Ed., John Wiley and Sons, Ins.
49. Elton, Edwing J. and Martin J. Gruber "Investment and Portfolio Performance" 1st Edition, World Scientific Press, 2011.
50. Eric Tyson - Investing All-in-One for Dummies-For Dummies (2022).
51. Eun, Cheol S., & Rsrnick, Bruce G., & Chuluun, Tungi, International financial management, Ninth edition McGraw-Hill, 2021.
52. Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (Eds.). (2002). The theory and practice of investment management. John Wiley & Sons. For Financial Management", 13th Edition, Mcgraw-Hill
53. Francis, Jack Clark & Kim, Donchez (2013) "Modern Portfolio Theory" Foundation, Analysis and New Developments.
54. Frank J. Fabozzi(auth.) - Institutional Investment Management_ Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications (2009).
55. Gitman, Lowrance J. (2000), Principles of Managerial Finance, 9th ed. World Student Series Edition, USA.
56. Graham, B., & Dodd, D. (2008). Security Analysis: Foreword by Warren Buffett (Security Analysis Prior Editions).
57. Hearth, Douglas & Zaima, Janis K. (2004), Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis ,4th ed., THOMSON, South-western, Canada.
58. Hersh Shefrin - Behavioral Corporate Finance-McGraw Hill (2017).
59. Higgins, Robert C., & Koski, Jennifer L., & Mitton, Todd, Analysis for Financial Management, 13th ed, McGraw-Hill ,2023.
60. Higgins, Robertc., Koski, Jennifer L. And Mitton, Todd," Analysis
61. Hiller, David & Grinblatt, Mark & Titman, Sheridan, (2008), Financial Markets and Corporate strategy, 8th ed., McGraw –Hill Companies.
62. Ilmanen, Antti, Investing Amid Low Expected Returns, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2022.
63. James Chen: Essentials of Technical Analysis for Financial Markets, 1 edition, John Wiley & Sons, (2010)
64. James Dicks: Forex Trading Secrets: Trading Strategies for the Forex Market, 1 edition, The McGraw-Hill, (2010).

65. James, C. & John, M. (2009) "Fundamentals of Financial Management" 13th ed., prentice – Hall.
66. Jones, Charles P. (1998) "Investments: Analysis and Management" 6th ed, N.Y: John Wiley & Sons, Inc.
67. Jones, Charles P. (2004), Investments Analysis and Management, 9th ed., John Wiley and Sons, Inc, New York.
68. Jones, Charles P. (2013) "Investment Analysis and Management" 12th ed., John Wiley & Sons, Inc.
69. Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. & Dolvin, Steven D. (2018) "Fundamentals of Investments Valuation and Management" 8th ed, McGraw-Hill, Inc., New York.
70. Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. (2008) Fundamentals of Investment, Valuation and Management, 4th ed, McGraw-Hill, United States of America.
71. Keown, Arthur J., & Martin, John D., & Petty, William J. , Foundations of Finance, 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey, 2020.
72. Keown, Arthur J., & Martin, John D., & Petty, William J. , Foundations of Finance, 10th Edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey, 2020.
73. Lee ,Cheng Few, Finnerty ,Joseph, And Lee, John , Lee ,Alice C., Wort,
74. Levy, Haim. Post, Thierry "Investment" Prentice Hall, 2005.
75. Maclean, George Alexander (2005) "Fibonacci and Gann Applications in Financial Markets" John Wiley & Sons Ltd.
76. Madura, Jeff (2010), International Corporate Finance, 10th ed. South-Western.
77. Mayo, H. B. (2011). Introduction to investments: International edition. Nashville: South-Western College Publishing.
78. Mayo, Herbert B. "Investment: An Introduction "11th Edition, Thomson Higher Education, USA, 2014
79. McDowell, Bennett A. (2008) "The Art of Trading: Combining the Science of Technical Analysis with The Art of Reality – Based Trading" 1st ed., John Wiley and Sons, Inc.

80. McLaney, E. J. (2000), Business Finance, Theory and Practice, 5th ed., Pearson Education Limited.
81. McMenemy, Jim (1999), Financial Management, Simultaneously Published in the USA and Canada by Routledge.
82. McMillan, M.G. (2011). Investments: principles of portfolio and equity analysis.
83. Mishkin, Frederic S., The Economics of money, Banking, and financial markets, Columbia university, Twelfth edition, Pearson, New York, 2019.
84. Mladjenovic, Paul, Stock Investing, 6th Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2020.
85. Murphy, John J. (1991) "Intermarket Technical Analysis" Trading Strategies for The Global Stock, Bond, Commodity, And Currency Markets: John Wiley & Sons.
86. Pascal Query, (2022) Yann Le Fur FINANCE Corporate Finance Theory and Practice, 6th ed.
87. Reilly, Frank C. & Brown, Keith G. (2012) "Investment Analysis and Portfolio Management" 10th ed. South-Western, Cengage Learning.
88. Reilly, Frank C. & Brown, Keith G. Sanford J. Leeds (2018) "Investment Analysis and Portfolio Management" 11th ed.
89. Reilly, Frank K., Brown, Keith C., And Leeds, Sanford J., "Investment Analysis & Portfolio Management", Eleventh Edition, Cengage Learning, Inc., 2019.
90. Richard Pike, Bill Neale, Philip Linsley - Corporate Finance and Investment_ Decisions and Strategies-Pearson (2015).
91. Ross, S. A., Westerfeld, R., Jordan, B. D. (2016). *Essentials of corporate finance* (9ed). McGraw-Hill/Irwin.
92. Ross, Stephen A. & Westerfeld, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (2008), Fundamentals of Corporate Finance, 8th ed. McGraw-Hill, United States of America.
93. Ross, Stephen A. & Westerfeld, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (2022), Fundamentals of Corporate Finance, 13th ed. McGraw-Hill, United States
94. Saunders, A., Cornett, M. M., & Erhemjants, O. (2021). Financial institutions management: A risk management approach. McGraw-Hill.
95. Sindel, Kathleen, 2005, "Investing Online for Dummies", 5th ed, Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana.

96. Slegel, Jeremy J., *Stocks for the long run*, Fifth Edition, McGraw Hill, New York, 2014:
97. Smart, Scott B. & Megginson, William L. (2009) "Introduction to Financial Management" 2nd ed. South-Western Cengage Learning
98. Smart, Scott B., & Zutter, Chad J., *Fundamentals of Investing*, 14th ed, Pearson Education Limited, 2020.
99. Snopek, Lukasz "the Complete Guide to portfolio Construction and Management" 1st edition, John Wiley and Sons, Inc. 2012
100. Strong, Robert A. (2003). *Portfolio Construction Management and Protection*, (3rd ed.). United States of America: Thomson by South-Western.
101. Titman, S., Keown, A.J., & Martin, J. (2018). *Financial Management: Principles and Applications*, Global Edition, 13/E.
102. Titman, Sheridan, & Keown, Arthur J., & Martin, John D., *Financial Management*
103. Tuckman, B., & Serrat, A. (2022). *Fixed income securities: tools for today's markets*. John Wiley & Sons.
104. Watson, D., & Head, A. (2019). *Corporate finance: principles and practice*. Pearson Education. 8ed.
105. Zutter, C. J., & Smart, S. B. (2019). *Principles of managerial finance*. London: Pearson.

B- Periodicals:

106. Abd Halim, N. N., Jusoh, N., Elias, S. M., & Kamil, K. H. (2019). Performance of Contrarian Investing for Shariah Compliant Stock Portfolio. *Malaysian Journal of Science, Health & Technology*.
107. Acma, Qamruzzaman (2014) "Comparative Study on Performance Evaluation of Mutual Fund Schemes in Bangladesh: An Analysis of Monthly Returns" *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol.5, No. 4, 190-209.
108. Agbam, A. S., Anyamaobi, C., & Okon, E. O. (2018). Firm size, book to market equity and the stock returns: analysis of stock market. *World Journal of Finance and Investment Research*, 3(1), 46-79.

109. Ahmad, A., & Abu-Ghunmi, D. (2021). Have investors in the banking sector become more conservative in the long run?. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2).
110. Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2020). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(1), 60-90.
111. Ahmed, W. M. (2014). The trading patterns and performance of individual vis-à-vis institutional investors in the Qatar Exchange. *Review of Accounting and Finance*, 13(1), 24-42.
112. Alktrani, S. H. M. (2021). Impact of Concentration and Diversity of Loan Portfolio on The Bank Equity Return: A Cross Country Analysis. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(7), 1950-1962.
113. Ameer, A. L., & Al-Shamery, E. (2022). A superior active portfolio optimization model for stock exchange. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*, 10(2), 41-53.
114. Andreu, L., Matallín-Sáez, J. C., & Sarto, J. L. (2018). Mutual fund performance attribution and market timing using portfolio holdings. *International Review of Economics & Finance*, 57, 353-370.
115. Atsalakis, G. S., Protopapadakis, E. E., & Valavanis, K. P. (2016). Stock trend forecasting in turbulent market periods using neuro-fuzzy systems. *Operational Research*, 16, 245-269.
116. Bakar, N. A., & Rosbi, S. (2018). Robust framework diagnostics of Blockchain for bitcoin transaction system: A technical analysis from Islamic Financial Technology (i-FinTech) perspective. *International Journal of Business and Management*, 2(3), 22-29.
117. Bartlett, R. & Partnoy, F. (2020) "The Misuse of Tobin's q" *Vand. L. Rev.*, Vol.73, Issue 2 353.
118. Batool, A., & Bhutta, N. T. (2023). Evaluation Of Momentum And Contrarian Strategies For Conventional And Shariah-Compliant Securities: Evidence From Pakistan Stock Exchange. *Journal of Positive School Psychology*, 105-129.

119. Battisti, E., Miglietta, N., Salvi, A., & Creta, F. (2019). Strategic approaches to value investing: a systematic literature review of international studies. *Review of International Business and Strategy*, 29(3), 253-266.
120. Bernstein, P. L. (2000). Risk management, financial markets and insurance: the hidden linkages. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 25(4), 629-636.
121. Bildik, R., & Gülay, G. (2007). Profitability of contrarian strategies: Evidence from the Istanbul stock exchange. *International Review of Finance*, 7(1-2), 61-87.
122. Bondt, W.D., & Thaler, R.H. (1987). Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, 42, 557-581.
123. Bonomo, M., & Dall'Agnol, I. (2003). Abnormal returns and contrarian strategies. *Brazilian Review of Finance*, 1(2), 165-215.
124. Cagliero, L., Fior, J., & Garza, P. (2023). Shortlisting machine learning-based stock trading recommendations using candlestick pattern recognition. *Expert Systems with Applications*, 119493.
125. Cerniglia, J. A., & Fabozzi, F. J. (2020). Selecting Computational Models for Asset Management: Financial Econometrics versus Machine Learning—Is There a Conflict?. *The Journal of Portfolio Management*, 47(1), 107-118.
126. Chakraborty, A., Grant, J. L., & Trahan, E. A. (2017). The EVA Style Approach to Tactical Asset Allocation. *The Journal of Wealth Management*, 20(2), 41-53.
127. Chan, K. C. (1998). On the Contrarian Investment Strategy. *The Journal of Business*. Vol. 61 (2), February 1988, 147-163.
128. Chandra, prasanna(2011), financial management,8 edition,mcgraw hill,new delhi.
129. Chang, R. P., McLeavey, D. W., & Rhee, S. G. (1995). Short-term abnormal returns of the contrarian strategy in the Japanese stock market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(7), 1035-1048.
130. Chen, O., Jiang, Y., & Li, Y. (2010). Market States and Contrarian strategy: Evidence from Chinese stock market. Working Paper, June.
131. Chen, Q., Hua, X., & Jiang, Y. (2018). Contrarian strategy and herding behaviour in the Chinese stock market. *The European Journal of Finance*, 24(16), 1552-1568.

132. Chhutani Gopwani, R. M. (2019). Active vs passive investment. The optimal diversification effect.
133. Chincarini, L. B., & Kim, D. (2007). Another Look At The Information Ratio. *Journal Of Asset Management*, 8, 284-295.
134. Chsherbakov, V. (2010). Efficiency of use of technical analysis: evidences from Russian stock market. *Ekonomika a management*, 4, 1-11.
135. Colajanni, G., & Daniele, P. (2018). A Financial Model for a Multi-period Portfolio Optimization Problem with a variational formulation. *Variational Analysis and Set Optimization: Developments and Applications in Decision Making*, 25-43.
136. Costa, D. F., de Melo Carvalho, F., de Melo Moreira, B. C., & do Prado, J. W. (2017). Bibliometric analysis on the association between behavioral finance and decision making with cognitive biases such as overconfidence, anchoring effect and confirmation bias. *Scientometrics*, 111, 1775-1799.
137. Cremers, M. (2017). Active share and the three pillars of active management: skill, conviction, and opportunity. *Financial Analysts Journal*, 73(2), 61-79.
138. Cucchiella, F., Gastaldi, M., & Trosini, M. (2017). Investments and cleaner energy production: A portfolio analysis in the Italian electricity market. *Journal of Cleaner Production*, 142, 121-132.
139. Damodaran, A. (2012). Value investing: investing for grown ups?. *Available at SSRN 2042657*.
140. Day, M. Y., & Ni, Y. (2023). Do clean energy indices outperform using contrarian strategies based on contrarian trading rules?. *Energy*, 272, 127113.
141. De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
142. de Carvalho, B. M. R. (2018). Contrarian Investment Strategy and Credit Ratings.
143. de Jong, M. (2018). Portfolio optimisation in an uncertain world. *Journal of Asset Management*, 19(4), 216-221.
144. De Rossi, G., & Steliaros, M. (2022). The Shift from Active to Passive and its Effect on Intraday Stock Dynamics. *Journal of Banking & Finance*, 143, 106595.
145. Dhankar, R. S., & Dhankar, R. S. (2019). Stock Market Overreaction. *Risk-Return Relationship and Portfolio Management*, 63-76.

146. Dhankar, R., & Maheshwari, S. (2014). A Study Of Contrarian And Momentum Profits In Indian Stock Market. *International Journal Of Financial Management*, 4(2), 40-54.
147. Dichev, Iliia & Kelly, Huang & Dexin, Zhou (2014) “The Dark Side of Trading” *Journal of Accounting Auditing & Finance*, VoL.29, No.4, pp 492-518.
148. Dreman, D. N. (1979). *Contrarian investment strategy: the psychology of stock market success*. (No Title).
149. El Hajj, M., & Hammoud, J. (2023). Unveiling the influence of artificial intelligence and machine learning on financial markets: A comprehensive analysis of AI applications in trading, risk management, and financial operations. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(10), 434.
150. Fisher, L., & Weil, R. L. (2017). Coping with the risk of interest-rate fluctuations: returns to bondholders from I and optimal strategies. In *Bond Duration and Immunization* (pp. 184-207). Routledge.
151. Foltice, B., & Dolvin, S. (2021). Using a Simple Technical Analysis Indicator to Guide Asset Allocation Decisions. *The Journal of Wealth Management*, 24(3), 31-41.
152. Forbes, W., Kiselev, E., & Skerratt, L. (2023). The stability and downside risk to contrarian profits: Evidence from the S&P 500. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 733-750.
153. Franzen, D. (2010). *Managing investment risk in defined benefit pension funds*.
154. Frino, A., Gallagher, D. R., & Oetomo, T. N. (2005). The index tracking strategies of passive and enhanced index equity funds. *Australian Journal of Management*, 30(1), 23-55.
155. Gangadhar, V. & Bahu, Ramesh G. (2006) “Investment Management” Anmol Publications PVT. LTD.
156. George, S., & Srinivasa Suresh, P. (2018). Trading Behaviour of Investor Categories and Its Impact on Indian Equity Market. *Advances in Finance & Applied Economics*, 185-195.
157. Gharaibeh, O. K. (2015). Long-term contrarian profits in the Middle East market indices. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(16).

158. Gharaibeh, O. K. (2015). Short-term contrarian profits in the Kuwait stock market. *International Journal of Business and Management*.
159. Gharaibeh, O. K. (2016). Evidence of Morocco Industry Long-Term Return Contrarian. *International Journal of Business and Management*, 11(1).
160. Gharaibeh, O., Alown, B., & Al Eitan, G. N. (2016). Evidence of short-term contrarian effect in Abu Dhabi firms. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 16(9), 17-24.
161. Gorbunova, N. A. (2016). Methods of analysis of equity securities risk and return: issues and prospects.
162. Gradojevic, N., Kukolj, D., Adcock, R., & Djakovic, V. (2023). Forecasting Bitcoin with technical analysis: A not-so-random forest?. *International Journal of Forecasting*, 39(1), 1-17.
163. Halicki, Marcin & Uphaus, Andreas (2015) "Efficient Frontier and International Portfolio's Diversification" *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*.
164. Hasan, M. F., Faris, A. A., & Abdulsatar, N. A. (2020). Contrarian Investment Strategy: a Superior Active portfolio approach. *THE IRAQI MAGAZINJE FOR MANAGERIAL SCIENCES*, 16(66).
165. Heinz, A., Jamalodeen, M., Saxena, A., & Pollacia, L. (2021). Bullish and Bearish Engulfing Japanese Candlestick patterns: A statistical analysis on the S&P 500 index. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 79, 221-239.
166. Hopkins , Brandy , Delbert C. Goff , Don R. Cox , The Investment Performance Of U.S. University Endowment Funds: Should Some Be Passively Managed ? *Journal of Financial and Economic Practice* , Volume 13 Issue , Spring 2013
167. Hunjra, Ahmed Imran & Tayachi, Tahar & Mehmood, Rashid & Malik, Sidra & Malik, Zoya (2020) "Impact of Credit Risk on Momentum and Contrarian Strategies" *Evidence from South Asian Markets, Risks*, VoL.8, Issue 2, PP.1-14.
168. Iglesias Garcia, J. M., Otero Gonzalez, L., & Duran Santomil, P. (2022). Value investing: application of different strategies to equity mutual funds. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 51(2), 213-231.

169. Ilham, R. N., Sinta, I., & Sinurat, M. (2022). The effect of technical analysis on cryptocurrency investment returns with the 5 (five) highest market capitalizations in Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 11(02), 1022-1035.
170. Jagadeesh, Narasimhan & Titman, Sheridan (1993) "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency" *The Journal of Finance*, Vol.48, No.1, PP.65-91.
171. Jagirdar, S. S., & Gupta, P. K. (2023). Value and Contrarian Investment Strategies: Evidence from Indian Stock Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2),
172. Jain, Rachit & Bhardwaj, Puru & Soni, Priyanshu (2022) "Can the Market of Cryptocurrency Be Followed with the Technical Analysis" *International Journal for Research in Applied Science & Engineering Technology (IJRASET)*, VOL.10, Issue,1V.
173. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1995). Overreaction, delayed reaction, and contrarian profits. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 973-993.
174. Kadoya, S., Kuroko, T., & Namatame, T. (2008). Contrarian investment strategy with data envelopment analysis concept. *European Journal of Operational Research*, 189(1), 120-131.
175. Kantos, C., & DiBartolomeo, D. (2020). How the pandemic taught us to turn smart beta into real alpha. *Journal of Asset Management*, 21(7), 581-590.
176. Kazlacheva, Z. I. (2017, October). An investigation of application of the golden ratio and Fibonacci sequence in fashion design and pattern making. In *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering* (Vol. 254, No. 17, p. 172013). IOP Publishing.
177. Khan, K. M., Rehman, W., & Saif, O. B. (2022). Predicting key reversal points through Fibonacci retracements. *Journal of Management Info*, 9(3), 299-310.
178. Kinlaw, W., Kritzman, M., & Turkington, D. (2019). Crowded trades: Implications for sector rotation and factor timing. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 46-57.
179. Kirkpatrick II, F. C. D., & Julie, R. (2017). *Trends—The Basics. CMT Level I 2017: An Introduction to Technical Analysis*.
180. Kisman, Zainul & Restiyanita, Shintabelle (2015) "The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) And Arbitrage Pricing Theory (APT) In

- Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange” American Journal of Economics, Finance and Management, VoL.1, No.3.
181. Knight, Tim “ Chart Your Way To Profits: The Online Trader’s Guide to Technical Analysis with Prophet Charts “2nd edition , Wiley and Sons.Inc , 2010
 182. Kolbadi, P., & Ahmadiania, H. (2011). Examining Sharp, Sortino and Sterling ratios in portfolio management, evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Business and Management*, 6(4), 222-236.
 183. Koo, J. H., & Yang, D. (2018). Managerial overconfidence, self-attribution bias, and downwardly sticky investment: evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 144-161.
 184. Koratamaddi, P., Wadhvani, K., Gupta, M., & Sanjeevi, S. G. (2021). Market sentiment-aware deep reinforcement learning approach for stock portfolio allocation. *Engineering Science and Technology, an International Journal*, 24(4), 848-859.
 185. Latva-Mäenpää, L. (2019). Evidence of a complementary relationship between fundamental and technical analysis in the Finnish stock market.
 186. Lavrinenko, A., & Shmatko, N. (2019). Twenty-first century skills in finance: prospects for a profound job transformation. *Форсайт*, 13(2 (eng)), 42-51.
 187. Lawal, A. I. (2018). Are oil prices mean reverting?. In *Are oil prices mean reverting?: Lawal, Adedoyin Isola*.
 188. Lee, J., & Lee, C. F. (2023). Asset Allocation and Markowitz Portfolio-Selection Model. In *Essentials of Excel VBA, Python, and R: Volume I: Financial Statistics and Portfolio Analysis* (pp. 587-616). Cham: Springer International Publishing.
 189. Lee, Ming & Su, Li (2014) “Capital Market Line Based on Efficient Frontier of Portfolio with Borrowing and Lending Rate” *Universal Journal of Accounting and Finance*, Vol.4.
 190. Lehtoalho, J. (2018). Optimizing Bollinger band parameters: Individual stock and portfolio approach.
 191. Lejeune, M. A., & Samatlı-Paç, G. (2013). Construction of risk-averse enhanced index funds. *INFORMS Journal on Computing*, 25(4), 701-719.
 192. Leković, M. M. (2021). Historical development of portfolio theory. *Tehnika*, 76(2), 220-227.

193. Leung, M. F., & Wang, J. (2020). Minimax and biobjective portfolio selection based on collaborative neurodynamic optimization. *IEEE Transactions on Neural Networks and Learning Systems*, 32(7), 2825-2836.
194. Li, C., Tan, S. R., Ho, N., & Chia, W. M. (2019). Investor Sentiment, Behavioral Heterogeneity and Stock Market Dynamics. *Behavioral Heterogeneity and Stock Market Dynamics* (May 30, 2019).
195. Lindquist, W. B., Rachev, S. T., Hu, Y., & Shirvani, A. (2022). Modern Portfolio Theory. In *Advanced REIT Portfolio Optimization: Innovative Tools for Risk Management* (pp. 29-48). Cham: Springer International Publishing.
196. Liu, J., Tao, Q., Hou, W., & Zhang, T. (2016). Systematic risk, government policy intervention, and dynamic contrarian investments. *International Review of Economics & Finance*, 43, 334-343.
197. Liu, Ying Sing & Lee, Liza (2021) "Are Modifications in The ETF's Investment Performance and Risks During The COVID-19 Pandemic Event" *Review of Applied Socio- Economic Research*, VoL.23, Issue, pp. 5-17.
198. Maeso, J. M., & Martellini, L. (2017). Factor investing and risk allocation: From traditional to alternative risk premia harvesting. *The Journal of Alternative Investments*, 20(1), 27-42.
199. Manoach, O. (2010). CONTRARIAN INVESTMENT STRATEGY IN INDONESIA STOCK EXCHANGE MARKET. *JURNAL EKSEKUTIF*, 7(3).
200. Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 1(1), 83-94.
201. Marshal, Iwedi., Abundance , Ohiorenoya Ebitari. ,& Charles , Adamgbo Suka Lenu, 2016 ," Partial Autocorrelation Modelling of Capital Market Efficiency in Nigeria: The Random Walk Hypothesis ", *Journal of Accounting and Financial Management* Vol. 2 No
202. Masry, M. (2017). The impact of technical analysis on stock returns in an emerging capital markets (ECM's) country: Theoretical and Empirical Study. *International Journal of Economics and Finance*, 9(3), 91-107.

203. Mazza, P., & Ruh, B. (2022). The performance of corporate legal insider trading in the Korean market. *International Review of Law and Economics*, 71, 106076.
204. Merton, R. C. (1980). On estimating the expected return on the market: An exploratory investigation. *Journal of financial economics*, 8(4), 323-361.
205. Milovidov, V. (2020). Investors Behavior Under Growing Financial Market Uncertainty. Available at SSRN 3733825.
206. MoeinAddin, M., ShahnazNayebzadeh, R., & Fazelyazdi, A. (2013). The Study of the Share Price Overreaction and the Profitability of the Contrarian Investment Strategy to Gain the Return in the Iran Stock Exchange.
207. Molyboga, M. (2020). A modified hierarchical risk parity framework for portfolio management. *The journal of financial data science*, 2(3), 128-139.
208. Monga, R., Aggrawal, D., & Singh, J. (2022). Smart Beta Investing: An Alternative Investment Paradigm in Emerging Indian Equity Market. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 13(1), 209-237.
209. Monte , A.J. and Rick Swope *The Market Guys' Five Points for Trading Success: Identify, Pinpoint, Strike, Protect and Act!* “ 1st Edition, Wiley and Son , Inc. , 2008.
210. Mun, J. C., Vasconcellos, G. M., & Kish, R. (1999). Tests of the contrarian investment strategy evidence from the French and German stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 8(3), 215-234.
211. Murgea, A. (2016). Mercury retrograde effect in capital markets: truth or illusion. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 9(1), 49-61.
212. Negishi, R., Sekiguchi, K., & Takahata, K. (2023). Determining Parastichy Pairs for Florets and Seeds on Sunflowers. *FORMA*, 37(3), 39-49.
213. O’Keeffe, C., & Gallagher, L. A. (2017). The winner-loser anomaly: Recent evidence from Greece. *Applied Economics*, 49(47), 4718-4728.
214. Okoth, E. A. (2005). Testing whether contrarian investment strategy offer profitable opportunity at Nairobi stock exchange (Doctoral dissertation).
215. Pandiangan, N., & Hasbullah, E. S. (2021). Quadratic investment portfolio based on value-at-risk with risk-free assets: for stocks of the mining and energy sector. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(4), 175-184.

216. Parikakis, G. S., & Syriopoulos, T. (2008). Contrarian strategy and overreaction in foreign exchange markets. *Research in International Business and Finance*, 22(3), 319-324.
217. Pasaribu, Rowland Bismark (2019) “Value at Risk of Momentum Investment Strategy” Indonesia’s Liquid Stocks Portfolio, *Journal Management Indonesia*, VoL. 9, PP. 30-45. Journals
218. Pathak, R. (2011). Does Contrarian Investment Strategy Work in India. Available at SSRN 1782706.
219. Pattipeilohy, M. L., & Koesrindartoto, D. P. (2015). Portfolio selection by contrarian strategy: evidence in Indonesia. *Advanced Science Letters*, 21(6), 2109-2113.
220. Pedersen, L. H. (2018). Sharpening the arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 74(1), 21-36.
221. Phuong, L. C. M. (2021). Investor Sentiment by Money Flow Index and Stock Return. *International Journal of Financial Research*, 12(4), 33-42.
222. Pouget, S., Sauvagnat, J., & Villeneuve, S. (2017). A mind is a terrible thing to change: confirmatory bias in financial markets. *The Review of Financial Studies*, 30(6), 2066-2109.
223. Prechter , Robert R. Jr.” *The Wave Principle of Human Social Behavior and the New Science of Socionomics* “4th edition, New Classics Library Elliott wave international , Inc , 2009 .
224. Qashqai, E., Salehi, A. K., & Rad, A. M. (2023). Investigating the contrarian trading strategy performance in the Tehran stock exchange based on the firm’s risk criteria. *Journal of Advances in Finance and Investment*, 4(1), 115-140.
225. Rao, M., Haque, A., & Qamar, M. A. J. (2022). Return Reversal Effect: Risk Adjusted Contrarian Profits from India & Pakistan Markets. *Indian Journal of Economics and Business*, 21(1).
226. Ratto, A. P., Merello, S., Oneto, L., Ma, Y., Malandri, L., & Cambria, E. (2018, November). Ensemble of technical analysis and machine learning for market trend prediction. In 2018 IEEE symposium series on computational intelligence (ssci) (pp. 2090-2096). IEEE.
227. Raza, S., Baiqing, S., Kay-Khine, P., & Ali Kemal, M. (2023). Uncovering the Effect of News Signals on Daily Stock Market Performance: An Econometric Analysis. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 99.

228. Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.
229. Sarpong, P., & Sibanda, M. (2014). Against the herd: Contrarian investment strategies on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Economics and Behavioral Studies (2014) Vol, 6*, 120-129.
230. Satari, R., Akbari Dehkharghani, A., & Ahangari, K. (2020). Copper Price Prediction using Wave Count with Contribution of Elliott Waves. *Journal of Mining and Environment*, 11(3), 825-835.
231. Schabacker, Rechaerd W. (2005) "Technical Analysis and Stock Market Profits" 1st ed., Harriman House, Ltd, USA.
232. Schmitt, N., & Westerhoff, F. (2021). Trend followers, contrarians and fundamentalists: Explaining the dynamics of financial markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 192, 117-136.
233. Schulmerich, Marcus & Leporcher, Yves & Hwa, Eu Ching (2015) "Applied Asset & Risk Management" A Guide to Modern Portfolio Management and Behavior Driven Maekets "Springer – Verlag Berlin Heidelberg.
234. Shah, S. Z. A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.
235. singh , 207ayant207 & Gautam, 207ayant (2014), the single index model & the construction of optimal portfolio: a case of banks listed on nse india, risk governance & control: financial markets & institutions / volume 4, issue 2 .
236. Siriopoulos, C. (2021). Financial markets are not efficient: Financial literacy as an effective risk management tool. *The International Journal of Business and Management Research*, 9(1), 65.
237. Škrinjarić, T. (2021). Profiting on the Stock Market in Pandemic Times: Study of COVID-19 Effects on CESEE Stock Markets. *Mathematics*, 9(17), 2077.
238. Soares, Vasco Salazar (2008) "Technical Analysis and Nonlinear Dynamics" Retrieved from <http://www.finbolsa.com/pdf/anaaaaak>.
239. Soltanzadeh, H., Keykhaei, R., Abdolbaghi Ataabadi, A., & Arman, M. H. (2023). Portfolio Optimization and the Momentum-Contrarian Strategy (MCS)-Based Performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of System Management*, 9(3), 1-26.

240. Thampanya, N., Wu, J., Nasir, M. A., & Liu, J. (2020). Fundamental and behavioural determinants of stock return volatility in ASEAN-5 countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, 101193.
241. Todoni, M. D. (2015). A post-modern portfolio management approach on CEE markets. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1362-1376.
242. Truong, L. D., Cao, G. N., Friday, H. S., & Doan, N. T. (2023). Overreaction in a Frontier Market: Evidence from the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Financial Studies*, 11(2), 58.
243. Tsinaslauidis , Prodramos E. and Achilleas D.Zapranis” Technical Analysis for Algorithmic pattern Recognition “ 1st edition, Springer International publishing Switzerland , 2016 .
244. Tsinaslauidis, Prodramos E. & Zapranis, Achilleas, D. (2016) “Technical Analysis for Algorithmic pattern Recognition” 1st ed., Springer International Publishing Switzerland.
245. Vaidya, R. (2018). Use of Technical Analysis Tools in Nepalese Stock Market. *PYC Nepal Journal of Management*, 11(1), 55-64.
246. Van Riet, A. (2021). Safe and risky sovereigns in the Euro area capital market: Financial drivers of fiscal policies in Germany and Italy. *German Politics*, 30(3), 441-461.
247. Vihan, Sun Hadi (2018) “Technical Analysis at The Dubai Financial Market for The Duration of (2008-2016)” *Gulf Economic Journal*, Issue 38.
248. Vysniauskas, Povilas & Rutkauskas, Aleksandras (2014) “Performance Evaluation of Investment (Mutual) Funds” *Verslas Teorija Ir Praktika-Business, Theory and Practice*, 15, Pp.398-407.
249. Wei, K. D., Wermers, R., & Yao, T. (2015). Uncommon value: The characteristics and investment performance of contrarian funds. *Management Science*, 61(10), 2394-2414.
250. Weissman, Richard (2006) “Mechanical Trading Systems Pairing Trader Psychology with Technical Analysis” John Wiley & Sons, Inc.
251. Wong, W. K., Manzur, M., & Chew, B. K. (2003). How rewarding is technical analysis? Evidence from Singapore stock market. *Applied Financial Economics*, 13(7), 543-551.

252. Yadav, R., Patil, A., Sarda, K., & Bapat, M. M. (2024). Does Contrarian Investing Beat the Conventional Strategies and the Index?. *SocioEconomic Challenges (SEC)*, 8(2).
253. Yan, W., & Li, S. (2009:20). A class of multi-period semi-variance portfolio selection with a four-factor futures price model. *Journal of Applied Mathematics and Computing*, 29, 19-34.
254. Yang, T., & Huang, X. (2022). Active or passive portfolio: A tracking error analysis under uncertainty theory. *International Review of Economics & Finance*, 80, 309-326.
255. Yang, X., & Zhang, H. (2024). Evolution of short-term contrarian profits. *Studies in Economics and Finance*, 41(1), 1-27.
256. Zhang, W., & Li, Y. (2023). Liquidity risk and expected cryptocurrency returns. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 472-492.
257. Zhang, Z., Zohren, S., & Roberts, S. (2020). Deep reinforcement learning for trading. *The Journal of Financial Data Science*, 2(2), 25-40.
258. Zhou, T., Li, X., & Wang, P. (2021). Statistics and Practice on the Trend's Reversal and Turning Points of Chinese Stock Indices Based on Gann's Time Theory and Solar Terms Effect. *Mathematics*, 9(15), 1713.

C- CONFERENCES

259. Pan, Heping (2003) "A Joint Review of Technical and Quantitative Analysis of Financial Markets Towards a Unified Science of Intelligent Finance" Hawaii International Conference on Statistics and Related Fields, *The Journal of the STA*, (40), 100 – 17
260. Sharpe Ratio And Information Ratio: Do They Really Help Investment Decisions?. Seema Sharma.2018 .7,S.L.: Irjmsh,2018, *International Research Journal Of Management Sociology & Humanities* ,Vol.9
261. Abd Eid, M. M. (2023). Financial Leverage and its Impact on Share Value in Commercial banks" Citigroup Bank as a Model for the Period 2000-2022". *Journal of University of Babylon for Pure and Applied Sciences*, 182-200.
262. Yang, H. L., Yang, G. G., & Wu, W. P. (2006, October). Test of the contrarian investment strategy-evidence from the Taiwan stock markets. In 9th Joint

- International Conference on Information Sciences (JCIS-06) (pp. 532-535). Atlantis Press.
263. Nelson, D. M., Pereira, A. C., & De Oliveira, R. A. (2017, May). Stock market's price movement prediction with LSTM neural networks. In 2017 International joint conference on neural networks (IJCNN) (pp. 1419-1426). Ieee.
264. Huang, C. (2019, February). US Stock Market Efficiency: EMH or AMH?. In 2019 4th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2019) (pp. 171-175). Atlantis Press.
265. Zhang, Z., & Khushi, M. (2020, July). Ga-mssr: Genetic algorithm maximizing sharpe and sterling ratio method for robotrading. In 2020 International Joint Conference on Neural Networks (IJCNN) (pp. 1-8). IEEE.
266. Lyukevich, I., Gorbatenko, I., & Bessonova, E. (2021, October). Cryptocurrency Market: Choice of Technical Indicators in Trading Strategies of Individual Investors. In Proceedings of the 3rd International Scientific Conference on Innovations in Digital Economy (pp. 408-416).
267. Verma, R., Dhanda, N., & Nagar, V. (2022, July). Towards a Secured IoT Communication: A Blockchain Implementation Through APIs. In Proceedings of Third International Conference on Computing, Communications, and Cyber-Security: IC4S 2021 (pp. 681-692). Singapore: Springer Nature Singapore.
268. Hagio, T., & Sano, M. (2023, January). Evaluation of Price Prediction Models for Cryptocurrencies based on convolutional neural networks trained on Candlestick Charts. In Proceedings of the 2023 6th International Conference on Software Engineering and Information Management (pp. 26-32).

D- Theses:

269. Al Muhairi, Muna (2011), Assessing Momentum Investment Strategies, In the U.A.E. Stock Market, Doctor of Philosophy of the University of Portsmouth, Business School, Department of Finance and Accounting.
270. Brunnermeier, Markus K. (2001) "Asset Pricing under Asymmetric Information Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding" the United States by Oxford University Press Inc., New York.

271. Huang, F. (2013). The cross-sectional determinants of US stocks returns (Doctoral dissertation, Cardiff University).
272. Ile, H. S. (2020). Active Share: Implications for Active Portfolio Management (Doctoral dissertation, University of Manchester).
273. Karolina, Michniuk (2017) "Pattern Recognition Applied to Chart Analysis" Evidence from Intraday International Stock Markets, Doctoral Thesis, Hamburg of Applied Sciences, University Poliecnica De Valencia.
274. Marios, Livanos (2014) "Evaluation of Mutual Funds Performance Using Multiple Measures" Master of Science (MSc) In Financial Analysis for Executives, University of Piraeus Department of Banking and Financial Management.
275. Rebekka Petersen & Philip Arnstedt (2010) Contrarian Investment Strategies An Assessment of the Value Premium in context to Recessions Copenhagen Business School.
276. Sham, T. C. E. (2014). Determining whether active investment, using a combination of investment styles, out-performs passive investment (Doctoral dissertation, University of Pretoria).
277. Siganos, Antonios (2004) "The Momentum Effect on the London Stock Exchange" PH. D Thesis, Department of Accounting Finance & Law, University of Stirling, London.
278. Sjobeck, Erik & Verngren, Joel (2019) "Magic Formula Has Its Magic and Momentum Has Its Moments" -A Study on Magic Formula and Momentum on The Swedish Stock Market.
279. Vas, Alexandar & Absalonen, Kristoffer (2014) "The Moment Music on A Song Study of The Slow Talk Exchange" in Abplied Economec and Finance, Copenhagen Business School.
280. Wouassom, A. (2017). Momentum and contrarian trading strategies: implication for risk-sharing and informational efficiency of security markets.

Abstract:

The technical analysis approach is considered one of the fundamental bases relied upon by traders in financial markets. These methods are characterized by their diversity and the differing ways in which they are utilized by traders. In this context, the reverse trading strategy emerges as one of the effective techniques in technical analysis, relying on the analysis of historical and current return trends to predict future market movements by exploiting rapid price changes.

The study's core debate revolves around key questions regarding the feasibility of building a regular stock portfolio using reverse trading strategies in the Iraqi stock market, the impact of transaction costs on the regular stock portfolio, and the extent to which reverse strategies achieve risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) compared to the market portfolio. Accordingly, the study aimed to build a regular stock portfolio using reverse trading strategies in the Iraqi stock market, to identify the effect of transaction costs on the regular stock portfolio (with and without transaction costs), and to uncover the reverse strategies that achieved risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) during the study period compared to the market portfolio.

To this end, the study relied on daily closing price data for 31 Iraqi listed companies that maintained continuous trading during the sample period from January 2019 to December 2023. Using (Ms. Excel 2019) and (Spss. V25), stock selection models were prepared to build reverse portfolios with their components (winning and losing portfolios) for each strategy, as well as the corresponding market portfolio, and to calculate their characteristics in terms of return and risk. Additionally, the necessary statistical and financial tests were conducted to verify the results derived from the analyses.

The study reached several conclusions, the most important of which is that the results proved that transaction costs do not affect reverse returns, indicating that the portfolio strategies were effective enough to overcome the effects of transaction costs. As for the winning and losing portfolios, they were statistically insignificant with and without costs, achieving lower returns than the reverse portfolio. The study also demonstrated that reverse strategies vary in achieving risk-adjusted profits in the Iraqi stock market (with and without transaction costs) during the study period compared to the market portfolio for the Sharpe measure. It was noted that all reverse portfolios did not achieve risk-adjusted performance but rather exhibited negative performance, as these portfolios did not yield returns exceeding those that could be obtained from risk-free investments. Conversely, the study revealed that the reverse

strategy excelled in terms of risk-adjusted returns for the Treynor index, achieving positive returns that exceeded those of the market. This indicates that the reverse strategy proved its effectiveness and achieved risk-adjusted returns compared to the market, demonstrating its capability to deliver good returns relative to the risks faced.

The study concluded with several recommendations, the most important being: investors are advised to adopt the reverse strategy as a primary investment option, given its superiority in achieving risk-adjusted returns according to the Treynor measure, as 19 reverse strategies exhibited positive performance compared to only 3 strategies achieved by the market.

Keywords: Reverse trading strategy, stock portfolio, transaction costs.

**Ministry of Higher
Education and Scientific Research
University of Kerbala
College of Administration and Economics
Financial and Banking Sciences Department**



Building a portfolio of common stocks using contrarian trading strategies

(An Empirical Study in the Iraq Stock Market)

A dissertation submitted to the council of the college Administration and economics university of Kerbala, as a partial fulfillment of the requirements to obtain Ph.D. Degree in the financial and banking sciences.

By:

Luay Ali Mahmood Al-Jubouri

Supervised by:

**Associate Prof. Dr. Mohammed Faez
Hasan**

**Associate Prof. Dr. Hashim Jabbar
Hussein**

AH 1446

2025 AD