

رد الفعل المبالغ فيه / رد الفعل البطيء للمستثمرين في السوق المصري

نسمة أحمد حشمت

جامعة أسيوط
جمهورية مصر العربية

الملخص

هدف الدراسة: هدفت الدراسة إلى اختبار سلوك رد الفعل المبالغ فيه | البطيء للمستثمرين في السوق المصري.

منهجية الدراسة: استخدمت الدراسة متوسط الأرباح غير العادية التراكمية لخمس وسبعين محفظة، تمثل خمس فترات تكوين وخمس فترات احتفاظ، مقسمة لمحافظ رابحة وخاسرة ومراجعة. واستخدمت الدراسة تحليل الانحدار مقابل معامل ثابت، ونموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل.

البيانات وعينة الدراسة: اشتملت الدراسة على الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 للفترة من 2005 إلى 2017.

نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى أن السوق المصري عرضة لرد الفعل البطيء، وأن هذا السلوك مستقر بكل قطاعات السوق ولا يتغير من عام إلى آخر حتى في فترات الأزمات. وأكدت نتائج نموذج فاما وفرنش أهمية كل من عامل الحجم والقيمة، في ما لم يكن للمخاطر المنتظمة أي أهمية معنوية. الخاتمة: توصي الدراسة المستثمرين بشراء الأسهم الرابحة وبيع الأسهم الخاسرة لتحقيق الأرباح؛ حيث يعاني السوق المصري من رد الفعل البطيء.

مصطلحات علمية: التمويل السلوكي، سوق الأسهم، رد الفعل المبالغ فيه، كفاءة السوق، الأرباح غير العادية.

المقدمة

تقوم فرضية السوق الكفاء (EMH) Efficient Market Hypothesis على أن سوق الأسهم يتسم بالكفاءة ويتسم المستثمرون في السوق بالعقلانية، ويستجيبون للمعلومات المتاحة بشكل صحيح، ومن ثم فإن سعر السهم يعكس قيمته الحقيقية، ولا يوجد مجال للخطأ في التسعير، ولا يمكن للمستثمرين في السوق أن يحققوا أرباحاً غير عادية معدلة بالمخاطر (Degutis and Novickyte, 2014). إلا أنه على النقيض من ذلك، يؤكد رواد المدرسة السلوكية إمكانية تحقيق أرباح غير عادية في المستقبل بتحليل المعلومات الماضية عن الأسهم (Tripathi and Aggarwal, 2009). كما يؤكدون أن القرار الاستثماري ليس قراراً عقلانياً

تم تسليم البحث في 2018/9/3، عُذِّل في 2018/11/18، أُجيز للنشر في 2018/11/19.

رشيداً، وإنما يتضمن كثير من السلوكيات الشاذة (Anomalous behavior) التي لا تفسرها فرضية السوق الكفاء، التي تفترض أن أي سلوك غير عقلاني للمستثمرين يمكن اعتباره ظاهرة عشوائية غير مترابطة يلغي بعضها أثر بعض، في حين يرى رواد المدرسة السلوكية أنه إذا كان سوق الأوراق المالية يضم المستثمرين العقلانيين فإنه يضم أيضاً عدداً كبيراً من المستثمرين غير العقلانيين الذين يطلق عليهم Noise Traders، كما أن الترابط بين السلوكيات غير العقلانية يتسبب في تراكمها لتكون اتجاهات سعرية بدلاً من أن يلغي بعضها بعضاً.

ومن أهم السلوكيات الشاذة في الأسواق المالية رد الفعل المبالغ فيه أو البطيء (Over/Under reaction)، الذي ينسب إلى (De Bondt and Thaler (1985) والذي أشار إلى أن الأسهم التي كان أداؤها سيئاً في الماضي (الأسهم الخاسرة) تميل إلى أن تتفوق على الأسهم التي حققت أداءً جيداً في الماضي (الأسهم الربحية)؛ ويرجع ذلك لأسباب سيكولوجية لدى المستثمر؛ حيث تقوم فرضية رد الفعل المبالغ فيه على فرضية أن المستثمرين يعانون من التحيزات المعرفية التي تؤثر في نشاطهم التجاري، ومن ثم تؤثر في أسعار الأسهم؛ فعند وصول أخبار جديدة قد يبالغ المستثمرون في إدراكهم لأثر هذه المعلومات التي تم نشرها، ويتداولون السهم على أساس هذا الفهم الخاطئ؛ ونتيجة لذلك تقفز الأسعار ويحدث ما يسمى خطأ التسعير Mispricing، الذي يرجع إلى أن المستثمرين عند قيامهم بتنبؤاتهم المستقبلية يهتمون بالمعلومات والأخبار الحديثة، فيما يعطون اهتماماً أقل للمعلومات والأخبار السابقة؛ مما يؤدي إلى تفاؤل مفرط عند وصول المعلومات والأخبار الجيدة وتشاؤم شديد مع المعلومات والأخبار السيئة، وهنا قد تنحرف الأسعار قليلاً عن قيمتها الحقيقية.

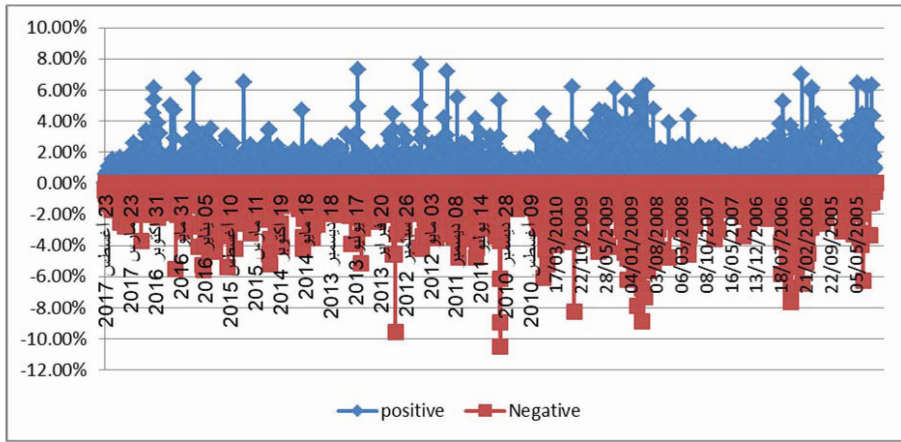
وعلى الرغم من تزايد الدراسات المؤيدة للنظرية السلوكية في التمويل، التي تبحث في فهم الظواهر الشاذة في الأسواق، والتي عجزت النظريات التقليدية عن تفسيرها، فإن موضوع رد الفعل المبالغ فيه مازال بحاجة إلى المزيد من الدراسة؛ وخاصة في الأسواق الناشئة بشكل عام، والسوق المصري بشكل خاص؛ حيث لم تتوصل الباحثة إلا إلى ثلاث دراسات فقط في السوق المصري، وهي: دراسة (Boubaker (2015 ودراسة (Bassiouny and Ragab (2014 ودراسة (Farge (2015 كما أن هناك تناقضاً واضحاً في نتائج هذه الدراسات؛ ففي الوقت الذي أكد فيه (Farge, 2015 وجود ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه في السوق المصري، توصلت دراسة (Bassiouny and Ragab (2014 إلى أن السوق المصري يظهر فيه رد الفعل البطيء؛ ولذلك تظهر أهمية سلوك رد الفعل بمنهجية مختلفة وبشكل أكثر عمقاً؛ بحيث يتم تناول قطاعات السوق المصري كل على حدة ودراسة مدى قدرة نموذج فاما وفرنش على تفسير الأرباح غير العادية في السوق المصري.

ومن هذا المنطلق انصب اهتمام الدراسة الحالية على اختبار سلوك رد الفعل المبالغ فيه/ البطيء للمستثمرين في السوق المصري، وفهم المتغيرات التي يمكن للمستثمرين في هذا السوق الاعتماد عليها للتنبؤ بالأرباح غير العادية.

مشكلة الدراسة

قد تحدث تقلبات كبيرة في حركة الأسواق في بعض الأيام مقارنة بالأيام العادية، وإذا كانت هذه التقلبات هي نتيجة لرد فعل عقلاني للمعلومات والأحداث، فإن الأسهم الرابحة أو الخاسرة في هذه الأيام يجب أن لا تتمكن من تحقيق أرباح في اليوم التالي، أما إذا كانت حركة السوق غير كفاء أو غير عقلانية فإن هذا يعني أن هذه التقلبات هي نتيجة لرد فعل مبالغ فيه، وبذلك فإن السعر سوف يتعدل في اليوم التالي، ويصبح عند المستوى الصحيح؛ ولذلك فإن اتباع بعض الإستراتيجيات، مثل إستراتيجية التناقض والزخم، قد يساعد المستثمر على تحقيق أرباح غير عادية. وعلى الرغم من الدراسات المتزايدة في موضوعات رشد المستثمرين وكفاءة الأسواق فإنه مازال هناك نقص في الدراسات المتعلقة برد الفعل المبالغ فيه؛ حيث اعتمدت العديد من هذه الدراسات على ملاحظة سلوك رد الفعل على ورقة معينة بعد تعرضها لتقلبات كبيرة موجبة أو سالبة.

شكل 1: التقلبات السعرية في السوق المصري



يوضح شكل (1) مجموعة من الأحداث شديدة التقلب في السوق المصري في الفترة من 2007 إلى 2017، ومن أبرز التقلبات السالبة كانت في 6/11/2017 و 25/11/2012 و 23/3/2011 و 27/1/2011 و 30/11/2009 و 7/10/2008. وأبرز التقلبات الإيجابية كانت في 10/11/2016 و 14/3/2016 و 18/5/2015 و 5/6/2014 و 4/7/2013 و 25/6/2012 و 26/1/2012 و 29/11/2011 و 27/11/2011 و 26/5/2010. وتجدر الإشارة إلى أن معظم هذه التقلبات الشديدة كانت ردة فعل لأحداث اقتصادية أو سياسية حدثت في ذلك الوقت

لا مجال لاستعراضها في هذا البحث؛ حيث إنها خارج نطاق البحث. إلا أن الشكل يوضح احتمال تعرض السوق المصري إلى تحيزات سلوكية من المستثمرين، من مثل رد الفعل المبالغ فيه أو البطيء، للمعلومات الجديدة، ويؤكد أهمية إجراء المزيد من التحليلات للكشف عن هذه التحيزات السلوكية.

وفي ضوء ما سبق فإنه يمكن بلورة مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤلات البحثية الآتية:

- 1 - هل يمكن للمستثمرين في السوق المصري أن يحققوا أرباحاً غير عادية؟
- 2 - هل يعاني المستثمرون في السوق المصري سلوكيات رد الفعل المبالغ فيه أو البطيء؟
- 3 - ما المتغيرات التي يمكن للمستثمرين في السوق المصري الاعتماد عليها للتنبؤ بالأرباح غير العادية؟ وهل يمكنهم الاعتماد على نموذج فاما وفرنش الثلاثي في تفسير الأرباح غير العادية.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى العمل على فهم كيفية تكوين الأسعار في سوق الأوراق المالية المصرية والعمل على التنبؤ بحركة العوائد المستقبلية التي يمكن للمستثمرين تحقيقها على أساس العوائد السابقة، وذلك من خلال فهم بعض الظواهر الشاذة للسوق، من مثل ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه للسوق. ومن ثم تقديم النصح والمشورة للمستثمرين في السوق المصري وتوجيههم إلى الإستراتيجيات التي يمكنهم اتباعها للاستفادة من هذه الظاهرة.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من سعي المستثمرين إلى العمل على تحقيق أرباح من الأسهم الخاصة بهم والتنبؤ بقيم هذه الأسهم، وذلك من خلال سعيهم إلى فهم حركة السوق؛ فإذا ما تمكن المستثمرون من التنبؤ بدقة برد الفعل المبالغ فيه / البطيء وما قد يتسبب فيه، فإنه قد يصبح بإمكانهم تطوير إستراتيجيات للتربح من هذه الظاهرة. وبناء على ذلك فإن المستثمرين يسعون إلى فهم الإدراكات والأخطاء السيكلوجية التي تؤدي إلى حدوث رد الفعل المبالغ فيه / البطيء. ولذلك تعد هذه الدراسة مكملة لما سبقها من الدراسات المتعلقة بالتمويل السلوكي فيما يتعلق بالظواهر الشاذة للنظرية التقليدية.

فيما حظي موضوع رد الفعل المبالغ فيه / البطيء باهتمام بحثي كبير في الدراسات التي أجريت على الأسواق الأجنبية، إلا أنه لم يلق الاهتمام الكافي في الدراسات على الأسواق العربية بشكل عام وعلى السوق المصري بشكل خاص؛ حيث تعد الدراسات التي تناولت هذا

الموضوع قليلة إذا ما قورنت بأهمية الموضوع وأثره على عوائد المستثمرين. ومن الدراسات في السوق العربية دراسة (2012) Alrabadi التي توصلت إلى أن سوق عمان يعاني من رد الفعل البطيء عند وصول معلومات جديدة للأسواق، ودراسة (2007) Saleh التي أكدت أن المحافظ الخاسرة تظل خاسرة في الأجلين القصير والمتوسط.

وفي السوق المصري هناك ثلاث دراسات فقط لرد الفعل المبالغ فيه / البطيء - بحسب ما توصلت إليه الباحثة وقت إعداد البحث - وهي دراسة Boubaker (2015) الذي درس رد فعل السوق المصري لأحداث محددة، مثل الأحداث الإرهابية والتوترات في الشرق الأوسط، والخصخصة، وتغيير الحكومة للفترة من 2003 إلى 2010، وقد تناولت رد الفعل بعد الحدث بأيام. والدراسة الثانية هي (2014) Bassiouny and Ragab، التي درست السوق المصري إذا ما كان يعاني من رد الفعل المبالغ فيه أو رد الفعل البطيء في الفترة من 1998 إلى 2013 ولفترات احتفاظ تراوح ما بين الأسبوع الواحد والعام الكامل، وقد توصلت الدراسة إلى أن السوق المصري يظهر فيه رد الفعل البطيء بصورة معنوية لفترات الاحتفاظ من أسبوع إلى أربعة أسابيع. والدراسة الثالثة على السوق المصري هي دراسة (2015) Farge التي تناولت الفترة من 1998 إلى 2009، وأكدت وجود ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه في السوق المصري.

ويتضح من التناقض في النتائج بين الدراسات السابقة الحاجة إلى المزيد من البحث في هذا الموضوع، ولذلك فإن هذه الدراسة تعد إضافة إلى الدراسات السابقة لفهم كيفية تكوين الأسعار في السوق المصري، كما تعد الدراسة الوحيدة على السوق المصري التي تناولت أهم قطاعاته، واتبعت الدراسة منهجية مختلفة عن الدراسات السابقة؛ حيث استخدمت نموذج فاما وفرنش للتحكم في عامل المخاطرة لمحفظة المراجعة (الخاسرة - الرباحة). وبذلك تحاول هذه الدراسة سد النقص في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع في الأسواق المصرية.

فروض الدراسة

الفرض الأول: يتمتع المستثمرون في السوق المصري بالرشد والعقلانية ولا يوجد أثر لسلوك رد الفعل المبالغ فيه، ويتضمن هذا الفرض ثلاثة فروض فرعية، هي:

- 1 - متوسط الأرباح غير العادية التراكمية للمحافظ الخاسرة = 0
 - 2 - متوسط الأرباح غير العادية التراكمية للمحافظ الرباحة = 0
 - 3 - متوسط الأرباح غير العادية التراكمية لمحفظة المراجعة (الخاسرة - الرباحة) = 0
- الفرض الثاني: يمكن لنموذج فاما وفرنش الثلاثي العوامل تفسير الأرباح غير العادية في السوق المصري، ويتضمن هذا الفرض ثلاثة فروض فرعية، هي:
- 1 - توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الأرباح غير العادية والمخاطر المنتظمة.

- 2 - توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الأرباح غير العادية ومتغير الحجم.
- 3 - توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الأرباح غير العادية ومتغير القيمة.

الإطار النظري

نظرية كفاءة الأسواق المالية

تعد نظرية السوق الكفاء أحد أهم الموضوعات في أدبيات الأسواق المالية، ومنذ أواخر الستينيات حتى الوقت الحالي، يقصد بالسوق المالي الكفاء ذلك السلوك الذي تعبر فيه أسعار الورقة المالية عن الانعكاس الكامل للمعلومات - أو ما يعرف برد الفعل الكفاء - بشكل دائم وسريع وغير متحيز.

ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي منهم تحقيق عوائد غير عادية Abnormal Return تفوق التوقعات العادية للأسعار؛ فالعائد يكفي فقط لتعويض المستثمرين عن المخاطر التي يتعرضون لها. وعليه يكون السعر المعلن حصيلة تصرفات المشاركين في السوق وسلوكياتهم، ويكون السعر هو دالة لحالة التوازن في السوق، كما أنه لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها لتحديد السعر، فالسوق الكفاء هو سوق متوازن بشكل مستمر والأوراق المالية فيه مسعرة بقيمتها الحقيقية؛ بمعنى أن السهم غير مقيم بأعلى من قيمته over value وبأقل من قيمته under value ولا يمكن السيطرة على هذه الأسعار.

وقد قسم Fama (1970) كفاءة الأسواق إلى ثلاثة مستويات، هي: الأول مستوى الكفاءة الضعيف Weak Form؛ حيث تكون التغيرات في أسعار الأسهم تتبع السير العشوائي ولا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية عن طريق تحليل الأسعار التاريخية، ولا يمكن استخدام التحليل الفني الذي يعتمد على تحليل الأسعار السابقة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية. المستوى الثاني من الكفاءة هو المستوى المتوسط Semi Strong Form؛ حيث لا يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية عن طريق تحليل المعلومات العامة المتعلقة بالاقتصاد والصناعة والتقارير المالية للشركة وغيرها من المعلومات العامة التي تكون متاحة لجميع المستثمرين. أما المستوى الثالث فهو مستوى الكفاءة القوي Strong Form؛ حيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة في المستويين السابقين بالإضافة إلى المعلومات الداخلية أو الخاصة، ويُقصد بالمعلومات الداخلية تلك المعلومات التي يفترض أن لا تتاح إلا لأعضاء مجلس الإدارة ومساهمي الشركة.

إلا أن نظرية كفاءة الأسواق تعرضت لكثير من انتقادات الباحثين بسبب الفروض التي بنيت عليها؛ حيث بنيت النظرية على فرض رشد المستثمرين في سوق المال، وأنه حتى وإن

وجد في السوق بعض المستثمرين غير العقلانيين فإن هذا لا ينقص من كفاءة السوق؛ لأن قراراتهم عشوائية وغير مترابط بعضها مع بعض؛ ولذلك فإنها لن تؤثر على الأسعار؛ إذ إن آثارها يلغي بعضها بعضاً، كما أن السوق يتضمن العديد من المستثمرين الذين يتمتعون بالرشد والعقلانية، ومن ثم فإنهم سوف يقومون بإلغاء أثر تعاملات المستثمرين غير العقلانيين عن طريق المراجعة (Arbitrage)؛ مما يعمل على خسارة المستثمرين غير العقلانيين وخروجهم من السوق. وفي المقابل فإن العديد من الباحثين رفضوا فروض نظرية الكفاءة، التي تعتمد على أن سلوك المستثمرين يتمتع بالعقلانية والرشد، وقد قام العديد من هؤلاء الباحثين بدراسة التشوهات السعرية في الأسواق المالية، التي تحدث نتيجة التحيزات السلوكية للمستثمرين، من مثل المبالغة في التفاؤل Optimism Bias أو التشاؤم Pessimism Bias، وتجنب الغموض Ambiguity Aversion Bias، وسلوك القطيع Herd Behavior، والثقة المفرطة Overconfidence Bias، وتحيز التأكيد Confirmation Bias، ورد الفعل المبالغ فيه Overreaction وغيرها، وهو ما عرف بنظرية التمويل السلوكي.

نظرية التمويل السلوكي

تقوم نظرية التمويل السلوكي على دراسة عدم عقلانية سلوك المستثمرين ودراسة التحيزات السلوكية المؤثرة على القرار الاستثماري، والعمل على إيجاد تفسيرات للحالات والظواهر الشاذة في الأسواق المالية التي عجزت عن تفسيرها النظريات التقليدية، والعمل على اقتراح نماذج جديدة توضح القوى المتحكمة في السوق، وتعتمد على سلوك المستثمرين وفهم السلوكيات غير العقلانية لهم.

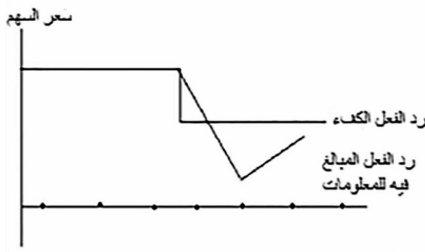
وما زالت نظرية التمويل السلوكي محل دراسة ومحل انتقاد من عدد من الباحثين الداعمين لنظرية كفاءة السوق. ومن أبرز ناقدَي التمويل السلوكي (Fama (1997؛ حيث أكد أنه على الرغم من وجود بعض الحالات الشاذة في السوق والتي يصعب على النظريات التقليدية تفسيرها فإن أغلب هذه الحالات هي حالات قصيرة الأجل ويتم تصحيحها بشكل تلقائي. فمئذ ثمانينيات القرن الماضي تمكنت نظرية التمويل السلوكي من الازدهار بشكل كبير؛ بسبب قدرتها على تحليل السلوك الحقيقي للمستثمرين، كما تمكنت من إحداث تغييرات جوهرية في هيكل النظريات الحديثة للتمويل ونماذج بحوث التمويل، ويُعتبر سلوك رد الفعل المبالغ فيه أو البطيء للمعلومات إحدى أهم سلوكيات المستثمرين غير العقلانية. وسوف تركز هذه الدراسة على أن إحدى هذه السلوكيات الشاذة هو رد الفعل المبالغ فيه ورد الفعل البطيء.

رد الفعل المبالغ فيه

يُعد De Bondt and Thaler (1985) أول من أشار إلى رد الفعل المبالغ فيه، ويقصد برد الفعل المبالغ فيه أن يرتفع سعر السهم بشكل كبير كرد فعل للأخبار الجيدة أو ينخفض

سعر السهم بشكل كبير كرد فعل للأخبار السيئة. فعلى سبيل المثال عند وصول أخبار سيئة لسوق المال عن سهم معين فإن المستثمرين يشعرون بالإحباط في البداية، هذا الإحباط قد يجعلهم يعجزون عن تحديد مدى تأثير هذه الأخبار على الأسعار، ثم يقومون بالتداول تحت تأثير هذه الحالة النفسية؛ مما يؤدي إلى انخفاض حاد في سعر السهم، ويصبح السهم مسعراً بشكل خاطئ، ولكن سرعان ما يشعر المستثمرون بالمدى الحقيقي لهذه الأخبار، فيعمدون إلى التداول في الاتجاه المضاد، ويتم تعديل السعر بشكل تلقائي. ويحدث العكس في حالة وصول أخبار جيدة عن السهم. ويوضح شكل (2) وشكل (3) رد الفعل المبالغ فيه في حالة الأخبار الجيدة والأخبار السيئة، مقارنة برد الفعل العقلاني، أو ما يعرف برد الفعل الكفء *efficient reaction to information*.

شكل 3: رد الفعل المبالغ فيه للمعلومات والأحداث السلبية



المصدر: (Shleifer (2000)

شكل 2: رد الفعل المبالغ فيه للمعلومات والأحداث الإيجابية



المصدر: (Shleifer (2000)

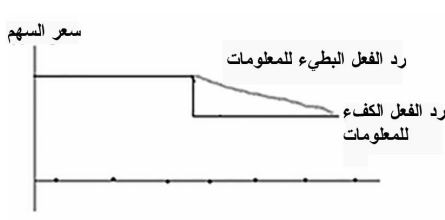
رد الفعل البطيء

يعد (Jegadeesh & Titman (1993 أول من أشار إلى رد الفعل البطيء في العوائد، ويقصد برد الفعل البطيء أن أسعار الأسهم تستجيب بشكل بطيء للأخبار والأحداث غير المتوقعة؛ مما يؤدي إلى الزخم في الأرباح على المدى القصير (Barberis *et al.*, 1998)؛ حيث إن المستثمرين المتحفزين يكونون شديدي التمسك بتوقعاتهم السابقة ويعطون أهمية قليلة للمعلومات الجديدة، وبذلك فإنهم يظلون مرتبطين بالمعلومات والمعتقدات القديمة، وعندما يغيرون قناعاتهم وفقاً للأدلة الجديدة فإن ذلك يتم بشكل بطيء وتدرجي، وغالباً ما يكون

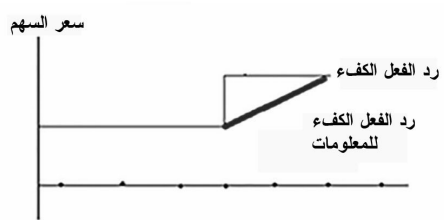
ذلك التغير صغيراً ولا يبتعد كثيراً عن القناعات القديمة. وبذلك فإن المستثمر لا يتمكن من التفاعل مع المعلومات بشكل عقلاني وإنما يكون رد فعله بطيئاً. وبعد ذلك فإنه تدريجياً وبشكل بطيء تتعدل أسعار الأسهم وفقاً للمعلومات الجديدة، ويعود العائد إلى قيمته العادلة؛ أي أن المستثمر المتحفظ غالباً ما يكون عرضة لما يعرف بتحيز التحفظ conservatism bias، الذي يتسبب في رد الفعل البطيء (Wu et al., 2009). ويوضح شكل (4) رد الفعل البطيء في حالة ورود معلومات أو حدوث أحداث إيجابية مقارنة برد الفعل العقلاني أو ما يعرف برد الفعل الكفء، ويوضح شكل (5) حالة حدوث أحداث سلبية.

شكل 4: رد الفعل البطيء للمعلومات والأحداث الإيجابية

شكل 5: رد الفعل البطيء للمعلومات والأحداث السلبية



المصدر: (2000) Shleifer



المصدر: (2000) Shleifer

الدراسات السابقة

هناك عديد من الدراسات الأجنبية التي تناولت موضوع رد الفعل المبالغ فيه/ البطيء للمستثمرين، وكان (De Bondt and Thaler (1985 من أوائل الباحثين في هذا المجال، حيث استخدموا بيانات شهرية لعائد الأسهم الأمريكية لحساب متوسط الأرباح غير العادية (ACAR) Average Cumulative abnormal returns، الذي سيتم شرحه تفصيلاً في الجزء الخاص بالمنهجية، وتبين من النتائج أن الأسهم الأمريكية التي تعاني من أداء ضعيف في السنوات الثلاث إلى السنوات الخمس السابقة (الأسهم الخاسرة) تميل إلى أن تصبح أسهما رابحة في الفترات التالية؛ مما يعني أن المستثمرين الذين يستخدمون إستراتيجية التناقض في الاستثمار (contrarian investment strategy) يمكنهم أن يحققوا أرباحاً غير عادية وصلت إلى 24.6% لمحظة المراجعة (الخاسرة - الرابحة). وقد أثارت هذه النتائج موجة من الدراسات التي تتناول موضوع رد الفعل وتستخدم النموذج الذي قدمه (De Bondt and Thaler (1985.

أما (Brown et al. (1988 فقد أكد تحقيق السهم أرباحاً غير عادية بعد تعرضه لتقلبات سعرية، سواء بالارتفاع كانت هذه التقلبات أم بالانخفاض بمقدار أكثر من 2.5%؛ مما يدل على أن هذه الأرباح هي أرباح تعويضية عن خطر الحدث event، وقد أشار إلى أن هذه

الأرباح غير العادية يجب أن تكون موجبة لكل من الأحداث الإيجابية والسلبية، كما أنها لا تستمر بعد التحكم في الخطر، وبذلك فإنه يختلف مع مفهوم رد الفعل المبالغ فيه الذي يعتمد على أن الخسائر تأتي بعد الأحداث الإيجابية والأرباح تأتي بعد الأحداث السلبية، فيما وجد (Zarowin 1990) أن الأسهم الخاسرة تحقق أداءً أعلى لفترة قد تمتد إلى 36 شهراً.

وقدمت الدراسات السابقة تفسيرين أساسيين لظاهرة رد الفعل المبالغ فيه؛ ففي التفسير الأول نجد أن (Zarowin, 1990) قد أرجعها إلى تأثير الحجم Size effect على المحفظة؛ فالمحافظ الخاسرة هي في الواقع محافظ مكونة من شركات صغيرة الحجم، ووفقاً لتأثير الحجم فإن عوائد الأسهم ذات الحجم الصغير أعلى من عوائد أسهم الشركات ذات الحجم الكبير. التفسير الثاني أن هبوط أسعار الأسهم المرتفعة السعر أو ارتفاع أسعار الأسهم المنخفضة السعر - يؤدي إلى تغير في العائد المطلوب على السهم (Chan, 1988)؛ حيث إن هذه التغيرات الواضحة تؤدي إلى التغير في معامل بيتا المحدد في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وبذلك فإن بيتا الأسهم الخاسرة تكون أكبر من بيتا الأسهم الراجعة؛ مما يرفع من العائد المطلوب عليها. وقد أكد Ball and Kothari (1989) أن التغير في بيتا قد يصل إلى 0,76، وهذا التغير الكبير في قيمة بيتا يمكنه تفسير التغير في عوائد السهم ومن ثم رد الفعل المبالغ فيه (Emambocus and Dhesi, 2009).

وقد تم الحصول على نتائج مشابهة لنتائج (De Bondt and Thaler 1985) في أسواق أخرى، مثل السوق البريطاني (Campbell and Limmack 1997)، والسوق الإسباني (Alonso and Rubio 1990)، والسوق الفرنسي (Mai 1995). ومن الأمثلة الأخرى المشابهة لرد الفعل المبالغ فيه دراسة: (Atkins and Dyl 1990)، ودراسة (Lo and MacKinlay 2011)، ودراسة (Blackburn and Cakici 2017)، ودراسة (Nusret and Cakici 2017).

كما وجد (Lobe, S. and Rieks 2011) أن سوق المال الألماني يعاني من رد الفعل المبالغ فيه؛ حيث تم رصد إمكانية تحقيق أرباح غير عادية للأسهم التي يتذبذب سعرها بنسبة 10% أو أكثر في أي من الاتجاهين: الصاعد والهابط، وذلك عن الفترة من 1988 إلى 2007. كما وجد (Piccoli et al. 2017) أن السوق الأمريكي يعاني من رد الفعل المبالغ فيه في الأجل القصير، وأن هذا الأثر يظهر بشكل أكبر بعد الأحداث السلبية، كما وجد أن استخدام إستراتيجية التناقص يحقق أرباحاً تصل إلى 50%، كما وجد أن رد الفعل المبالغ فيه يستمر لواحد وعشرين يوماً بعد الحدث - وذلك للفترة من 1926 حتى 2013.

أما ردّ الفعل البطيء، فإن أول من أشار إليه (Jegadeesh & Titman 1993)، وذلك عندما استخدمنا عينة من الأسهم المدرجة في بورصة (Amex & NYSE) للفترة بين (1965 و 1989)؛ حيث قاما بتحليل العديد من المحافظ التي تتم الإشارة إليها على أنها "J-Months/ K Months"، ويتم تكوين هذه المحافظ على أساس العائد على الأسهم، الذي تم اكتسابه خلال الأشهر السابقة (J)، ومن ثم يتم الاحتفاظ بها للأشهر (K). وقد أظهرت النتائج أن الإستراتيجية التي

تعتمد على شراء الأسهم ذات أعلى عائد موجب في الأشهر (J) " الأسهم الرابحة "، وبيع الأسهم ذات أقل عائد في الفترة نفسها " الأسهم الخاسرة " حققت عوائد غير عادية كبيرة خلال الأشهر (K) التالية؛ حيث إن كلا من J و K تمثل 3 أشهر ومضاعفاتها. وفقاً لـ Archana et al. (2014) فإن المستثمرين الذين يعانون من التحيزات النفسية psychological biases لا يستجيبون للمعلومات الجديدة بسرعة، بل على العكس فإنهم يستوعبون المعلومات الجديدة مع الوقت بشكل تدريجي. إن هذه الاستجابة البطيئة للمعلومات الجديدة تفسر استمرار حركة الأسعار في الفترات القادمة على الاتجاه السابق نفسه وخاصة في الأجل القصير: من ثلاثة أشهر إلى اثني عشر شهراً؛ بمعنى آخر فإن أسعار الأسهم تستمر في الارتفاع بعد إعلان الأرباح، وتستمر في الانخفاض بعد إعلان الخسائر، وبذلك فإن المحافظ الرابحة تستمر في تحقيق أداء أفضل من المحافظ الخاسرة. وقد أشار Lam et al. (2010) إلى أن المستثمرين يستطيعون تحقيق أرباح غير عادية في السوق بطيء الاستجابة عن طريق اتباع إستراتيجية الزخم. وأكد النتائج نفسها Latif et al. (2011) كما وجد (2011) Li and Yu (2011), Lo and Lo and MacKinlay (2011) أثراً لرد الفعل البطيء في الأسواق العالمية.

وقد أظهرت دراسة Jegadeesh & Titman (1993) أن إستراتيجية شراء الأسهم ذات أعلى عائد إيجابي في الأشهر (3 - 12) السابقة (الأسهم الرابحة)، وبيع الأسهم ذات العوائد الأقل للفترة نفسها (الأسهم الخاسرة) - أسفرت عن عوائد غير عادية كبيرة خلال الأشهر (3 - 12) التالية، وتعكس هذه الإستراتيجية رد فعل بطيئاً للمستثمرين مع المعلومات الجديدة؛ حيث يتأقلم المستثمرون مع المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق ببطء (Lobe, S. and Rieks, 2011).

أما الدراسات على الأسواق العربية، فهي - كما أوضحنا - قليلة العدد، ومنها دراسة Saleh (2007) على السوق الأردني، التي أظهرت أن الأسهم الخاسرة استمرت خاسرة في الأجلين القصير والمتوسط، كما أنه لم يوجد أثر لمخاطر السوق أو الحجم في تفسير الفرق بين عوائد المحافظ الخاسرة والرابحة، وذلك عند استخدام بيانات شهرية للفترة من 1980 إلى 2002. ودراسة Alrabadi (2012) التي توصلت إلى أن سوق عمان يعاني من رد الفعل البطيء عند وصول معلومات جديدة للأسواق، وقد شملت الدراسة أثر الأحداث الإيجابية والسلبية على السوق، وتوصلت إلى استمرار وجود أرباح غير عادية في السوق: (خسارة) تراوح بين 7% و 8% بعد عشرة أيام من الحدث، وذلك للفترة من 2002 إلى 2010. كما وجد Boubaker (2015) أن السوق المصري يعاني من رد الفعل المبالغ فيه على المدى القصير؛ حيث إن المحافظ الخاسرة حققت عوائد أعلى من المحافظ الرابحة، وتمكن المستثمرون من تحقيق أرباح غير عادية من بيع الأسهم الرابحة وشراء الأسهم الخاسرة، كما وجد أن الهجمات الإرهابية أدت إلى خسائر غير عادية معنوية لمدة ثلاثة أيام بعد الحدث، ولم يتم تعديل التشوهات السعرية إلا في اليوم الرابع للحدث. كما وجد الباحثون أن أي توترات في

منطقة الشرق الأوسط تقود إلى خسائر غير عادية معنوية في يوم الحدث، ويتم تعديل التشوهات السعرية بعد مرور يوم واحد على الحدث.

وقد تعرضت دراسات رد الفعل المبالغ فيه إلى انتقادات من قبل عدد من الباحثين في علوم السلوك المالي؛ لعدم قدرته على التحكم في المخاطر risk adjustment، من مثل دراسة: (Chan, 1988; Clements, *et al*, 2006; Ball and Kothari, 1989)، ودعت هذه الدراسات إلى التحكم في مخاطر السوق والحجم والمخاطرة. فعلى سبيل المثال عمل Chan (1988) على التحكم في عامل مخاطر السوق باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية The single-factor CAPM. فيما استخدم (2003) Assoe', and Sy نموذج فاما وفرنش الثلاثي العوامل الذي يتضمن عامل مخاطر السوق وعامل الحجم وعامل القيمة (القيمة الدفترية / القيمة السوقية)، وتوصل الباحثان إلى معاناة السوق السعودي من رد الفعل المبالغ فيه، وإمكانية تحقيق أرباح غير عادية عن طريق بيع الأسهم الربحية وشراء الأسهم الخاسرة في الفترة من 1964 إلى 1998. كما أكد Clements *et al*. (2006) قدرة نموذج فاما وفرنش على تفسير عائد كل من المحفظة الربحية والمحفظة الخاسرة ومحفظة المراجعة، وأكدوا أيضاً أهمية كل من عامل الحجم وعامل القيمة، وذلك عند استخدام بيانات شهرية من السوق للفترة من 1926 إلى 2003.

بيانات الدراسة ومنهجيتها

تقوم الدراسة الحالية بدراسة رد الفعل المبالغ فيه في البورصة المصرية، وقد شملت 100 شركة، هي الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 لسنة 2017، واستخدمت الدراسة بيانات شهرية للفترة من 2005 إلى 2017، وتم جمع البيانات من موقع البورصة المصرية لفترة 152 شهراً (13 سنة × 12 شهراً = 152)، وبذلك اشتملت الدراسة على 15200 مشاهدة (100 شركة × 152 شهراً = 15200) عند دراسة قطاعات السوق المصري، وامتدت خلال فترة تدشين مؤشرات القطاعات؛ أي الفترة من يناير 2007 إلى 2017. استخدمت الدراسة عائد أذن الخزينة 90 يوماً ممثلاً للعائد عديم المخاطرة، ومؤشر السوق المصري EGX30 ممثلاً لعائد السوق. وجمعت بيانات أذن الخزينة من موقع البنك المركزي.

وتم تكوين المحافظ محل الدراسة بترتيب أسهم العينة بحسب عائد الفترة السابقة، التي سميت فترة التكوين، ثم قسمت العينة إلى ثلاثة أقسام وفقاً لنتيجة هذا الترتيب؛ يصنف الثلث الأعلى في العائد على أنه الأسهم الربحية، فيما يصنف الثلث الأقل في العائد على أنه الأسهم الخاسرة، وبنيت المحافظ الربحية والخاسرة بأوزان متساوية للأسهم داخل كل محفظة؛ بحيث يتم الاحتفاظ بالمحفظة لفترة تسمى فترة الاحتفاظ، وللقيام بهذه الدراسة تم بناء 75 محفظة على النحو الآتي:

- 1 - تكوين 12 شهراً و(احتفاظ شهر - احتفاظ 3 شهور - احتفاظ 6 شهور - احتفاظ 9 شهور - احتفاظ 12 شهراً).
- 2 - تكوين 24 شهراً و(احتفاظ شهر - احتفاظ 3 شهور - احتفاظ 6 شهور - احتفاظ 9 شهور - احتفاظ 12 شهراً).
- 3 - تكوين 36 شهراً و(احتفاظ شهر - احتفاظ 3 شهور - احتفاظ 6 شهور - احتفاظ 9 شهور - احتفاظ 12 شهراً).
- 4 - تكوين 48 شهراً و(احتفاظ شهر - احتفاظ 3 شهور - احتفاظ 6 شهور - احتفاظ 9 شهور - احتفاظ 12 شهراً).
- 5 - تكوين 60 شهراً و(احتفاظ شهر - احتفاظ 3 شهور - احتفاظ 6 شهور - احتفاظ 9 شهور - احتفاظ 12 شهراً).

وبذلك يتكون خمس وعشرون محفظة (5 فترات تكوين $\times$ 5 فترات احتفاظ = 25) مقسمة إلى ثلاث محافظ، هي: المحافظ الخاسرة والمحافظ الرباحة ومحفظة المراجعة (الخاسرة - الرباحة)؛ فيصبح عدد المحافظ خمساً وسبعين محفظة ($75 = 3 \times 5 \times 5$).

أولاً: لدراسة رد الفعل المبالغ فيه استُخدم النموذج الذي قدمه De Bondt and Thaler (1985)، الذي استخدم فيه بيانات شهرية لحساب الأرباح غير العادية (Abnormal returns) على أنها الفرق بين عائد السهم وعائد السوق وفقاً للمعادلة الآتية:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

حيث إن R_{it} هو عائد السهم i في اليوم t ، و R_{mt} يمثل عائد السوق في اليوم t ، وقد استخدم مؤشر البورصة المصرية ممثلاً لعائد السوق.

كما حسبت الأرباح غير العادية التراكمية Cumulative abnormal returns على أنها مجموع الأرباح غير العادية لعدد من الفترات السابقة. وتتضمن الدراسة قياس رد الفعل بعد شهر، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة... وهكذا.

ثم يحسب متوسط الأرباح غير العادية التراكمية للمحافظ الرباحة والخاسرة Average Cumulative abnormal returns.

$$ACAR_{pt} = \left(\frac{1}{z}\right) \sum_{z=1}^z CAR_{pzt} \quad (2)$$

حيث إن CAR تمثل الأرباح غير العادية للمحفظة p ، بينما تمثل z فترة الاختبار و $ACAR$ متوسط الأرباح غير العادية. ثم يحسب عائد محفظة المراجعة على أنه الفرق بين المحفظة الرباحة والمحفظة الخاسرة

$$ACAR_L - ACAR_W \quad (3)$$

حيث ACARL تمثل متوسط الأرباح غير العادية للمحفظة الخاسرة، فيما تمثل ACARW متوسط الأرباح غير العادية للمحفظة الرباحة. ويكون ناتج المعادلة (3) إحدى الحالات الآتية:

- 1 - يعدّ السوق كفوئاً إذا كان عائد محفظة المراجعة يساوي صفراً
($ACAR_L - ACAR_W = 0$)
- 2 - يعدّ السوق يعاني من رد الفعل المبالغ فيه إذا كان عائد محفظة المراجعة موجباً
($ACAR_L - ACAR_W > 0$)
- 3 - يعدّ السوق يعاني من رد الفعل البطيء إذا كان عائد محفظة المراجعة سالباً
($ACAR_L - ACAR_W < 0$)
- 4 - يعدّ السوق يعاني من رد الفعل المبالغ فيه إذا كان عائد المحفظة الخاسرة موجباً
($ACAR_L > 0$)
- 5 - يعدّ السوق يعاني من رد الفعل المبالغ فيه إذا كان عائد المحفظة الرباحة سالباً
($ACAR_W < 0$)

ثانياً: وفقاً لـ (Clare and Thomas 1995) فإنه يتم اختبار رد الفعل المبالغ فيه/ البطيء؛ وذلك لعمل تحليل انحدار لمحفظة المراجعة مقابل معامل ثابت؛ لمقارنة متوسط عائد المحافظ الخاسرة والرباحة، باستخدام المعادلة الآتية:

$$ACAR_{pt} = ACAR_L - ACAR_W = \alpha_1 + n_t \quad (4)$$

حيث α_1 هي معامل ثابت، و n_t معامل خطأ عشوائي White noise error term

إذا كان α_1 قيمة معنوية موجبة فإن هذا يدل على أن متوسط عائد المحافظ الخاسرة أكبر من متوسط عائد المحافظ الرباحة، ومن ثم فإن السوق يعاني من رد الفعل المبالغ فيه، وإذا كانت القيمة غير معنوية فإن السوق لا يعاني من رد الفعل المبالغ فيه، أما القيمة المعنوية السالبة فإنها تدل على أن السوق يعاني من رد الفعل البطيء.

ثالثاً: وفقاً لـ (Zarowin 1990) يتم التحكم في قياس عامل المخاطرة بعمل تحليل انحدار لمحفظة المراجعة مقابل علاوة المخاطر التي تم تحديدها في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

$$ACAR_{L-W} = \alpha + \beta_1 (R_m - R_f) \quad (5)$$

حيث R_f تمثل العائد الخالي من المخاطر، و β_1 تمثل المخاطر المنتظمة، و R_m تمثل عائد السوق، ويمثل الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطر $R_m - R_f$ علاوة المخاطر.

إذا كان α قيمة معنوية موجبة فإن هذا يدل على أن السوق يعاني من رد الفعل المبالغ فيه. وإذا كان α قيمة معنوية سالبة، فإن هذا يدل على أن السوق يعاني من رد الفعل البطيء. وإذا كانت β_1 معنوية ولا تساوي صفراً، فإن هذا يفسر بأن المخاطر المنتظمة تفسر الفرق

في الأداء بين المحافظ الرباحة والمحافظ الخاسرة، أو ارتفاع المخاطر المنتظمة للمحافظ الخاسرة مقارنة بالمحافظ الرباحة، أما القيمة المعنوية السالبة لـ β_1 فإنها تدل على ارتفاع المخاطر المنتظمة للمحافظ الرباحة عن المحافظ الخاسرة.

وفقاً لدراسة Shaker and Elgiziry (2014) فإن نموذج فاما وفرنش يعدّ أفضل نموذج للتنبؤ بالعائد المتوقع للأسهم في السوق المصرية في الفترة من 2003 إلى 2007؛ حيث أثبت تفوقه على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وذلك باستخدام GRS F-statistic الذي قدمه Gibbons, Ross and Shanken (1989). كما أكدت دراسة Assoe and Sy (2003) ودراسة Hueng and Chiao (2005) ودراسة Clements, et al. (2006) قدرة نموذج فاما وفرنش على تفسير الأرباح غير العادية. ولذلك فإنه يتم التحكم في عوامل المخاطرة الثلاثة التي حددها نموذج فاما وفرنش (1970)، وهي: مخاطر السوق Rm-Rf، ومخاطر الحجم SMB، ومخاطر القيمة HML

$$ACAR_{L-W} = \alpha + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2 SMB + \beta_3 HML \quad (6)$$

وإذا كانت β_2 معنوية ولا تساوي صفراً فإن هذا يدل على أن عامل الحجم يفسر الفرق في الأداء بين المحافظ الرباحة والمحافظ الخاسرة، وتكون المحافظ الخاسرة مكونة من شركات صغيرة الحجم، وإذا كانت β_2 معنوية ولا تساوي صفراً فإن هذا يدل على أن عامل القيمة يفسر الفرق في الأداء بين المحافظ الرباحة والمحافظ الخاسرة، أو أن المحافظ الخاسرة مكونة من أسهم عالية القيمة.

ويتم حساب معنوية النتائج باستخدام اختبار T-Statistics باستخدام المعادلة الآتية:

$$T_t = (ACAR_{L,t} - ACAR_{W,t}) / (2 S_t^2/N)^{1/2} \quad (7)$$

حيث إن $ACAR_{L,t}$ و $ACAR_{W,t}$ هما متوسط الأرباح التراكمية للمحفظة الخاسرة والمحفظة الرباحة على التوالي في الزمن t، وتمثل N عدد الأحداث محل الدراسة، فيما تم الرمز للتباين بـ S_t^2 الذي تم حسابه باستخدام المعادلة الآتية:

$$S_t^2 = [\sum_{i=1}^n (CAR_{W,t} - ACAR_{W,t})^2 + \sum_{i=1}^n (CAR_{L,t} - ACAR_{L,t})^2] / 2(N - 1) \quad (8)$$

النتائج

يوضح جدول (1) متوسط الأرباح غير العادية لخمس وسبعين محفظة، سبق توضيح طريقة إعدادها في المنهجية؛ حيث يمثل العمود الأول من الجدول خمس فترات تكوين هي (12 شهراً - 24 شهراً - 36 شهراً - 48 شهراً - 60 شهراً)، ويظهر في العمود الثاني كل من المحافظ الرباحة والمحافظ الخاسرة ومحفظة المراجعة (الخاسرة - الرباحة) لكل فترة تكوين، ويظهر في الأعمدة الخمسة الباقية فترات الاحتفاظ، وهي خمس فترات مختلفة (شهر - ثلاثة أشهر - ستة أشهر - تسعة أشهر - اثنا عشر شهراً).

على عكس بعض الدراسات السابقة، من مثل دراسة (Bassiouny and Ragab (2014، يلاحظ أنه في هذه الدراسة لم يتم تناول فترة احتفاظ أقل من شهر؛ وذلك لأن فترة احتفاظ أقل من شهر لا تكون مجدية لتغطية نفقات التبادل transaction costs والسماسة والمفروضة من قبل البورصة المصرية، البالغة 0.03% (البورصة المصرية، 2017).

ويمكن أن نستخلص من الجدول خمس نتائج أساسية، هي:

أولاً: أن السوق المصري سوق غير كفاء؛ حيث يمكن تحقيق أرباح غير عادية، ويظهر ذلك من معنوية T- test لمتوسط الأرباح غير العادية عند درجة ثقة 5% للخمس والسبعين محفظة محل الدراسة لجميع فترات التكوين وجميع فترات الاحتفاظ. وبذلك فإنه يتم رفض الفرض الأول للدراسة بفروضة الفرعية الثلاثة:

- رفض الفرض الفرعي الأول الذي ينص على ما يأتي: "متوسط الأرباح غير العادية التراكمية للمحافظ الخاسرة = 0"؛ حيث يتضح من النتائج أن قيم المحافظ الخاسرة كانت سالبة ومعنوية.

- رفض الفرض الفرعي الثاني الذي ينص على ما يأتي: "متوسط الأرباح غير العادية التراكمية للمحافظ الربحية = 0"؛ فقيم المحافظ الربحية كانت موجبة ومعنوية.

- رفض الفرض الفرعي الثالث الذي ينص على ما يأتي: "متوسط الأرباح غير العادية التراكمية لمحفظة المراجعة = 0"؛ حيث كانت قيم محافظ المراجعة سالبة ومعنوية.

وبذلك فإنه يتم رفض الفرض الأول الذي ينص على ما يأتي: "يتمتع المستثمرون في السوق المصري بالرشد والعقلانية ولا يوجد أثر لسلوك رد الفعل المبالغ فيه".

ثانياً: لا تؤدي إطالة فترة الاحتفاظ إلى تحقيق أي زيادة في الأرباح؛ إذ إن أفضل عائد تم تحقيقه لمحافظ احتفاظ شهر راوح ما بين 0.972 كحد أقصى للمحفظة الربحية تكوين 48 شهراً و 0.320 كحد أدنى للمحفظة الربحية تكوين 36 شهراً. فعلى سبيل المثال عند فترة تكوين 12 شهراً كان عائد المحفظة الربحية احتفاظ شهر 0.6 وبزيادة فترة الاحتفاظ إلى 3 أشهر انخفض العائد إلى 0.413 ثم إلى 0.347 ثم إلى 0.312 بزيادة فترة الاحتفاظ إلى 9 أشهر ثم 12 شهراً على التوالي. وبعد ذلك تناقص العائد بشكل واضح كلما تم إطالة فترة الاحتفاظ إلى ثلاثة أشهر ثم ستة أشهر وهكذا؛ حيث راوحت الأرباح غير العادية ما بين 0.341 كحد أقصى للمحفظة الربحية تكوين 24 شهراً و 0.223 كحد أدنى للمحفظة الربحية تكوين 60 شهراً، وتظهر هذه النتيجة لجميع فترات التكوين باستثناء فترة تكوين 36 شهراً التي حققت تذبذباً في العائد مع تغير فترة الاحتفاظ. وهذه النتيجة تتعارض مع نتيجة (Bassiouny and Ragab (2014 التي أكدت ارتفاع الأرباح مع زيادة فترة الاحتفاظ.

ثالثاً: إن إطالة فترة الاحتفاظ تؤدي إلى تخفيض المخاطر؛ حيث إن المحافظ احتفاظ شهر كانت الأعلى أرباحاً والأعلى في الخسائر، مقارنة بالمحافظ الأطول في فترة الاحتفاظ

التي كانت أقل في الأرباح والأقل في الخسائر. فعلى سبيل المثال عند ملاحظة المحافظ الخمس التي تم تكوينها على أساس 60 شهراً يتضح أن عائد محفظة المراجعة عند تكوين شهر واحتفاظ شهر كانت الخسائر بمقدار 0.924 وانخفضت هذه الخسائر بإطالة فترة الاحتفاظ إلى 3 أشهر لتصبح 0.651، ويستمر هذا الانخفاض كلما طالت فترة الاحتفاظ لتصل الخسائر إلى 0.091 عند فترة احتفاظ 12 شهراً؛ أي أنه أمكن للمحافظ تكوين 60 شهراً تخفيض الخسائر بنسبة تصل إلى 90% بزيادة فترة الاحتفاظ من شهر إلى 12 شهراً.

رابعاً: أن السوق المصري يعاني من رد الفعل البطيء؛ حيث إن المحافظ الراجعة في الماضي استمرت رابحة والمحافظ الخاسرة في الماضي استمرت خاسرة. ويمكن استخلاص هذه النتيجة من محفظة المراجعة حيث كان عائد محافظ المراجعة سالباً، وكانت قيمة t test معنوية بشكل واضح للخمس والسبعين محفظة محل الدراسة؛ مما يؤكد سلوك رد الفعل البطيء في السوق المصري وذلك مهما اختلفت فترة التكوين للمحافظ ومهما اختلفت فترة الاحتفاظ. خامساً: يتضح أن الاعتماد على فترة تكوين 24 شهراً يحقق أعلى أرباح غير عادية ممكنة في جميع فترات الاحتفاظ باستثناء الاحتفاظ لمدة شهر، والاعتماد على فترة تكوين 36 شهراً يحقق أقل الخسائر مهما اختلفت فترة الاحتفاظ.

جدول 1

متوسط الأرباح غير العادية للمحافظ الراجعة والخاسرة ومحفظة المراجعة (الخاسرة - الراجعة)

فترة التكوين	المحفظة	فترة الاحتفاظ				
		12m	9m	6m	3m	1m
12month	الرابحة	0.312**	0.347**	0.401**	0.413**	0.600**
	t-stat	9.367	8.882	8.007	8.132	5.104
	الخاسرة	-0.107**	-0.120**	-0.140**	-0.165**	-0.202**
	t-stat	-11.094	-9.678	-8.21	-6.713	-5.266
24month	الخاسرة - الراجعة	-0.419**	-0.467**	-0.541**	-0.533**	-0.680**
	t-stat	-10.108	-9.368	-8.281	-8.474	-6.589
	الرابحة	0.341**	0.408**	0.500**	0.680**	0.885**
	t-stat	6.422	6.104	5.803	5.222	4.357
	الخاسرة	-0.089**	-0.093**	-0.103**	-0.129**	-0.157**
	t-stat	-13.863	-12.785	-11.323	-7.696	-5.252
	الخاسرة - الراجعة	-0.428**	-0.501**	-0.603**	-0.809**	-1.041**
	t-stat	-7.458	-6.982	-6.504	-5.61	-4.554

تابع / جدول 1

متوسط الأرباح غير العادية للمحافظ الربحية والخاسرة ومحفظة المراجعة (الخاسرة - الربحية)

فترة التكوين	المحفظة	فترة الاحتفاظ				
		12m	9m	6m	3m	1m
36month	الربحية	0.337**	0.352**	0.341**	0.329**	0.320**
	t-stat	6.477	6.249	6.14	6.054	6.015
	الخاسرة	-0.076**	-0.078**	-0.079**	-0.081**	-0.082**
	t-stat	-13.055	-11.816	-10.516	-9.387	-8.595
	الخاسرة - الربحية	-0.412**	-0.429**	-0.420**	-0.410**	-0.402**
	t-stat	-7.401	-7.148	-7.061	-6.999	-6.962
48month	الربحية	0.281**	0.352**	0.380**	0.499**	0.972**
	t-stat	6.729	5.854	5.442	4.431	2.969
	الخاسرة	-0.115**	-0.137**	-0.147**	-0.171**	-0.207**
	t-stat	-7.142	-6.434	-5.862	-5.286	-4.93
	الخاسرة - الربحية	-0.395**	-0.489**	-0.527**	-0.670**	-1.180**
	t-stat	-6.914	-6.088	-5.735	-4.881	-3.343
60month	الربحية	0.223**	0.250**	0.321**	0.511**	0.746**
	t-stat	6.799	6.350	5.542	4.145	3.255
	الخاسرة	-0.091**	-0.097**	-0.110**	-0.140**	-0.178**
	t-stat	-11.556	-10.981	-10.075	-7.325	-5.112
	الخاسرة - الربحية	-0.091**	-0.348**	-0.431**	-0.651**	-0.924**
	t-stat	-0.314	-7.371	-6.377	-4.604	-3.511

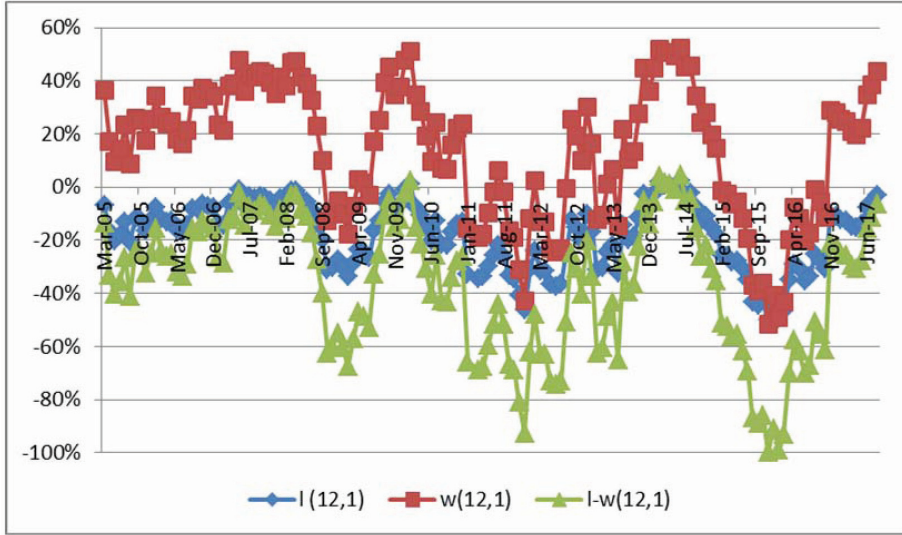
* معنوية عند 10%.

** معنوية عند 5%.

ولدراسة مدى استقرار سلوك رد الفعل أو تذبذبه في السوق المصري عبر الزمن يوضح شكل (6) المتوسط الشهري لمتوسط الأرباح غير العادية التراكمية عند تكوين محفظة المراجعة وفقاً لـ (تكوين سنة احتفاظ شهر)، خلال فترة الدراسة. ويتضح من الشكل تفوق المحفظة الربحية بشكل كبير في الفترة من 2005 حتى 2008، وتراجع هذا التفوق في الفترة من 2008 - 2009، وهي فترة الأزمة المالية، ثم تزايد عائدها بشكل كبير بعد ذلك حتى يناير 2011؛ حيث يظهر بوضوح انخفاضها ثم تذبذبا حتى 2013، وتمثل هذه الفترة فترة عدم استقرار سياسي في البلاد؛ مما أثر على البورصة المصرية، ثم صعودها بعد ذلك حتى تهبط مجدداً بشكل كبير في 2015؛ لتعاود صعودها بعد ذلك حتى نهاية فترة

الدراسة. ويلاحظ أنه على امتداد فترة الدراسة لم تتمكن محفظة المراجعة من تحقيق عوائد موجبة؛ مما يؤكد طبيعة سلوك رد الفعل في السوق المصري وهي أنه رد فعل بطيء بغض النظر عن الظروف أو الأزمات التي يمر بها السوق، ومن ثم يؤكد أيضاً رفض الفرض الأول للدراسة.

شكل 6: متوسط الأرباح غير العادية التراكمية (تكوين سنة احتفاظ شهر).



ولتأكيد هذه النتيجة أجريت دراسة كل سنة على حدة، وجدول (2) يوضح متوسط الأرباح غير العادية للمحافظ الراجعة والخاسرة ومحفظة المراجعة (الخاسرة - الراجعة) - تكوين سنة والاحتفاظ لسنة بعدها - وذلك للفترة من 2005 حتى 2017؛ حيث يتضح من النتائج أن سلوك السوق المصري مستقر ولا يتغير من عام إلى آخر، حتى في فترات الأزمات مثل 2008 و 2011. وتتعارض هذه النتيجة مع نتائج (RAGAB, 2014) الذي أكد اختلاف السلوك في السوق المصري في الفترة قبل ثورة 25 يناير 2011 عنه في الفترة بعدها؛ حيث أكدت الدراسة معنوية رد الفعل البطيء في السوق المصري في الفترة ما قبل ثورة 25 يناير، وحققت محفظة المراجعة عائداً سالباً معنوياً عند 1%، فيما لم تكن النتائج معنوية في الفترة بعد الثورة، وقد فسر ذلك بالحالة النفسية التي كان فيها المستثمرون بعد الثورة.

جدول 2

متوسط الأرباح غير العادية تكوين سنة والاحتفاظ لسنة بعدها

فترة التكوين	الخاسرة	الرابعة	الخاسرة - الرابعة
2005-2006	ACAR	-0.061**	0.1741**
	t- Test	- 18.809	- 21.837
2006-2007	ACAR	- 0.044 **	0.221
	t- Test	- 18.781	- 24.426
2007-2008	ACAR	- 0.3847 **	0.3087 **
	t- Test	- 15.334	- 42.989
2008-2009	ACAR	- 0.09016 **	0.1376 **
	t- Test	- 24.9918	- 23.938
2009-2010	ACAR	- 0.03959 **	0.13645 **
	t- Test	- 13.3185	- 127.32
2010-2011	ACAR	- 0.0596 **	0.0809 **
	t- Test	- 23.644	- 35.149
2011-2012	ACAR	- 0.0786 **	0.04623 **
	t- Test	- 66.52916	- 172.25
2012-2013	ACAR	- 0.0527 **	0.05844 **
	t- Test	- 29.6278	- 116.64
2013-2014	ACAR	- 0.01908 **	0.08367 **
	t- Test	- 5.1663	- 58.024
2014-2015	ACAR	- 0.0364 **	0.07977 **
	t- Test	- 7.6503	- 48.112
2015-2016	ACAR	- 0.0642 **	0.0226 **
	t- Test	- 76.3439	- 91.05
2016-2017	ACAR	- 0.0465 **	0.05767 **
	t- Test	- 20.112	- 32.723

* معنوية عند 10%.

** معنوية عند 5%.

يوضح جدول (3) نتائج تحليل الانحدار لعائد المحفظة مقابل معامل ثابت. ويتضح من النتائج أن α كانت سالبة ومعنوية لجميع فترات التكوين ولجميع فترات الاحتفاظ؛ مما يؤكد أن السوق المصري يعاني من رد الفعل البطيء. وقد تعارضت هذه النتائج مع نتائج Bassiouny and Ragab (2014)، التي وجدت أن السوق المصري يعاني من رد الفعل البطيء

في فترة تكوين 24 شهراً وفترات احتفاظ من أسبوع إلى أربعة أسابيع فقط، ولكنها لم تكن معنوية لفترات احتفاظ أكبر من أربعة أسابيع.

جدول 3

تحليل الانحدار مقابل معامل ثابت لاختبار الاستجابة المبالغ فيها

$$ACAR_{pt} = ACAR_L - ACAR_W = \alpha_1 + n_t$$

فترة التكوين	المحفظة	فترة الاحتفاظ				
		12m	9m	6m	3m	1m
12month الخاسرة - الرباحة	α	-0.004**	-0.005**	-0.005**	-0.005**	-0.0010**
	t-stat	-10.108	-6.19	-8.281	-8.474	-2.858
	Std. Error	0.00	0.00	0.001	0.001	0.004
24month الخاسرة - الرباحة	A	-0.133**	-0.134**	-0.135**	-0.135**	0.134**
	t-stat	-17.931	-17.828	-17.838	-17.898	-17.818
	Std. Error	0.007	0.008	0.008	0.008	0.008
36month الخاسرة - الرباحة	α	-0.127**	-0.126**	-0.123**	-0.120**	-0.118**
	t-stat	-17.660	-17.567	-17.536	-17.585	-17.580
	Std. Error	0.007	0.007	0.007	0.007	0.007
48month الخاسرة - الرباحة	A	-0.106**	-0.107**	-0.105**	-0.105**	-0.106**
	t-stat	-18.587	-18.317	-18.257	-18.143	-17.957
	Std. Error	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
60month الخاسرة - الرباحة	α	-0.085**	-0.085**	-0.086**	-0.086**	-0.086**
	t-stat	-20.076	-20.023	-20.071	-20.120	-19.943
	Std. Error	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004

* معنوية عند 10%.

** معنوية عند 5%.

يوضح جدول (4) متوسط الأرباح غير العادية لكل من المحافظ الرباحة والمحافظ الخاسرة ومحفظة المراجحة (الخاسرة - الرباحة) لقطاعات السوق المصري، وذلك لفترة تكوين 12 شهراً وفترة احتفاظ 12 شهراً⁽¹⁾. وقد استثنيت قطاعات الرعاية الصحية والأدوية

(1) تم التحليل لخمس فترات تكوين (12 شهراً - 24 شهراً - 36 شهراً - 48 شهراً - 60 شهراً) لكل فترة تكوين يتم الاحتفاظ لخمس فترات مختلفة (شهر - ثلاثة أشهر - ستة أشهر - تسعة أشهر - اثنا عشر شهراً) لجميع قطاعات الدراسة، ولكن اختصرت النتائج لتوفير مساحة؛ حيث لم تختلف النتائج باختلاف فترات التكوين أو فترات الاحتفاظ.

جدول 4

متوسط الأرباح غير العادية للمحافظ الربحية والمحافظ الخاسرة ومحفظة المراجعة
(الخاسرة - الربحية) لقطاعات السوق المصري

t-stat	المحفظة	
4.0369	0.0440**	الربحية بنوك
-10.6383	-0.0099**	الخاسرة
-19.536937	-0.0539**	الخاسرة - الربحية
11.0155	0.03141**	الربحية الموارد الأساسية
-9.39785	-0.0180 **	الخاسرة
-27.5363	-0.0494**	الخاسرة - الربحية
-0.0255	0.0316**	الربحية كيميائيات
-1.5530	-0.01653**	الخاسرة
-2.5553	-0.0481**	الخاسرة - الربحية
12.3121	0.0720**	الربحية التشييد ومواد البناء
-3.8059	-0.0114**	الخاسرة
-22.2925	-0.0834**	الخاسرة - الربحية
-3.5118	0.0481**	الربحية خدمات مالية باستثناء البنوك
-16.399	-0.0091**	الخاسرة
-59.759	-0.0572**	الخاسرة - الربحية
-4.8327	0.0693**	الربحية أغذية ومشروبات
-27.4647	-0.0272**	الخاسرة
-28.282	-0.0965**	الخاسرة - الربحية
0.9055	0.0481	الربحية خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
-1.5762	-0.0138	الخاسرة
-3.6656	-0.0653	الخاسرة - الربحية
10.9306	0.0359 **	الربحية منتجات منزلية وشخصية
-14.912	-0.0100 **	الخاسرة
-17.104	-0.0459 **	الخاسرة - الربحية
17.245	0.0776 **	الربحية العقارات
-14.988	-0.0285 **	الخاسرة
-27.733	-0.1061 **	الخاسرة - الربحية
-23.644	-0.0597 **	الربحية سياحة وترفيه
-66.529	-0.0786 **	الخاسرة
-13.319	-0.0396 **	الخاسرة - الربحية

* معنوية عند 10%.

** معنوية عند 5%.

والاتصالات لانخفاض عدد الشركات فيها؛ مما قد يؤدي إلى تحيز النتائج. ويلاحظ من النتائج القيمة السالبة لمحفظة المراجعة لجميع قطاعات السوق، وتؤكد النتائج أيضاً أنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية لجميع قطاعات السوق، ويظهر ذلك من معنوية T- test عند درجة ثقة 95%، وذلك باستثناء قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات؛ حيث كانت محفظة المراجعة سالبة ولكن نتائج T- test كانت غير معنوية للمحافظ الثلاث (الرابعة - الخاسرة - المراجعة)؛ مما يؤكد رفض الفرض الأول للدراسة في جميع قطاعات السوق المصري.

يوضح جدول (5) نتائج التحكم في عامل المخاطرة باستخدام نموذج فاما وفرنش الثلاثي العوامل. يتضح من النتائج أن α_1 قيمة معنوية وسالبة؛ مما يؤكد أن السوق يعاني من رد الفعل البطيء، وذلك لجميع فترات التكوين وفترات الاحتفاظ محل الدراسة.

كما يتضح من عدم معنوية β_1 أن المخاطر المنتظمة لا تفسر الفرق في الأداء بين المحافظ الرابعة والمحافظ الخاسرة، ولا يوجد دليل على تحقيق المحافظ الخاسرة مخاطر منتظمة أعلى من المحافظ الرابعة، أو العكس.

أما β_2 فقد كانت معنوية لجميع المحافظ لفترات تكوين 36 شهراً، ولجميع محافظ فترات تكوين 48 شهراً، وفي ثلاث محافظ لفترات تكوين 12 شهراً، وهي: احتفاظ شهر واحتفاظ 9 أشهر واحتفاظ 12 شهراً. وللجميع محافظ تكوين 24 شهراً ماعدا محفظة احتفاظ 6 أشهر؛ مما يؤكد أهمية عامل الحجم في تفسير الفارق بين أداء المحافظ الرابعة والمحافظ الخاسرة، وأن المحافظ الخاسرة مكونة من شركات صغيرة الحجم. أما خمس المحافظ تكوين 60 شهراً فإن β_2 لم تكن معنوية لجميع فترات الاحتفاظ ويرجع ذلك إلى طول الفترة الزمنية؛ مما قد يؤثر على النتائج. وتتفق هذه النتيجة مع عدد من الدراسات السابقة التي أكدت تأثير الحجم على أرباح الأسهم، من مثل: (Loughran and Ritter, 1996)، ودراسة (Chiao and Hueng, 2005)، ودراسة (Shaker and Elgiziry, 2014)، ودراسة (Farge, 2015)، ودراسة (Clements, et al. (2006)، على سبيل المثال لا الحصر.

وكانت β_3 معنوية لجميع المحافظ تكوين 24 شهراً و48 شهراً ومعظم المحافظ تكوين 12 شهراً و36 شهراً؛ مما يؤكد أن عامل القيمة يفسر الفرق في الأداء بين المحافظ الرابعة والمحافظ الخاسرة. وكما في حالة β_2 فإن β_3 لم تكن أيضاً معنوية لجميع المحافظ تكوين 60 شهراً. وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات السابقة التي أكدت تأثير القيمة على الأرباح غير العادية (Chiao and Hueng, 2005).

جدول 5

تحليل الانحدار لاختبار نموذج فاما وفرنش

$$ACAR_{L-W} = \alpha + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2SMB + \beta_3HML$$

فترة التكوين	المحفظة	فترة الاحتفاظ				
		12m	9m	6m	3m	1m
12month الخاسرة - الرابحة	α_2	- 0.004**	- 0.005**	- 0.006**	- 0.005**	- 0.010**
	t-stat	- 10.089	- 9.301	- 8.129	- 8.317	- 2.762
	β_1	0.001	-0.002	-0.001	- 0.003	- 0.008
	t-stat	0.189	- 0.334	- 0.181	- 0.056	- 0.189
	β_2	- 0.004**	- 0.005**	0.001	0.000	0.029**
	t-stat	- 2.472	- 2.728	0.212	- 0.204	2.249
	β_3	- 0.005**	- 0.005**	0.000	- 0.001	0.024
	t-stat	- 2.668	- 2.892	0.022	- 0.130	1.856
24month الخاسرة - الرابحة	Std. Error	0.004	0.006	0.008	0.0077	0.04
	α_2	- 0.137**	- 0.138**	- 0.137**	- 0.137**	- 0.136**
	t-stat	- 19.058	- 18.892	- 18.357	- 18.293	- 18.498
	β_1	- 0.042	- 0.017	- 0.012	- 0.004	0.011
	t-stat	- 0.454	- 0.197	- 0.133	- 0.043	0.130
	β_2	- 0.148**	- 0.155**	- 0.119**	- 0.111	- 0.129**
	t-stat	- 3.827	- 4.080	- 3.468	- 3.398	- 3.959
	β_3	- 0.126**	- 0.142**	- 0.107**	- 0.102**	- 0.119**
36month الخاسرة - الرابحة	t-stat	- 3.394	- 3.853	- 3.192	- 3.181	- 3.730
	Std. Error	0.075	0.078	0.081	0.082	0.081
	α_2	- 0.130**	- 0.129**	- 0.126**	- 0.123**	- 0.120**
	t-stat	- 18.472	- 18.317	- 18.238	- 18.219	- 18.403
	β_1	- 0.049	- 0.06	- 0.065	- 0.063	- 0.043
	t-stat	- 0.544	- 0.658	- 0.730	- 0.733	- 0.510
	β_2	- 0.130**	- 0.132**	- 0.127**	- 0.117**	- 0.117**
	t-stat	- 3.426	- 3.467	- 3.406	- 3.202	- 3.294
48 month الخاسرة - الرابحة	β_3	- 0.110	- 0.114**	- 0.108**	- 0.096**	- 0.093**
	t-stat	- 3.017	- 3.102	- 3.011	- 2.736	- 2.737
	Std. Error	0.074	0.074	0.073	0.071	0.069
	α_2	- 0.111**	- 0.112**	- 0.110**	- 0.109**	- 0.109**
	t-stat	- 19.082	- 18.805	- 18.908	- 18.720	- 19.223

تابع / جدول 5

تحليل الانحدار لاختبار نموذج فاما وفرنش

$$ACAR_{L-W} = \alpha + \beta_1(Rm - Rf) + \beta_2SMB + \beta_3HML$$

فترة التكوين	المحفظة	فترة الاحتفاظ				
		12m	9m	6m	3m	1m
	β_1	- 0.014	- 0.003	0.014	0.043	- 0.055
	t-stat	- 0.199	- 0.042	0.195	0.586	0.751
	β_2	- 0.083**	- 0.082**	- 0.086**	- 0.77**	- 0.097**
	t-stat	- 2.472	- 2.352	- 2.554	- 2.280	- 2.962
	β_3	- 0.082**	- 0.073**	- 0.076**	- 0.067**	- 0.080**
	t-stat	- 2.592	- 2.220	- 2.400	- 2.091	- 2.583
	Std. Error	0.056	0.059	0.058	0.059	0.058
60 month الخاسرة – الرباحة	α_2	-0.090**	- 0.090**	- 0.090**	- 0.090**	- 0.089**
	t-stat	- 19.510	- 19.846	- 19.494	- 19.786	- 19.687
	β_1	0.009	0.013	0.027	0.020	0.044
	t-stat	0.152	0.214	0.449	0.329	0.728
	β_2	- 0.038	- 0.052	- 0.036	- 0.042	- 0.036
	t-stat	- 1.174	- 1.621	- 1.128	- 1.349	- 1.162
	β_3	- 0.032	- 0.045	- 0.031	- 0.035	- 0.027
	t-stat	- 1.070	- 1.536	- 1.042	- 1.233	- 0.956
	Std. Error	0.039	0.039	0.040	0.041	0.041

الخاتمة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما كان السوق المصري يعانيه من ظاهرة رد الفعل المبالغ فيه أو رد الفعل البطيء، وذلك للفترة من 2005 إلى 2017 باستخدام متوسط الأرباح غير العادية التراكمية. وقد اتبعت الدراسة (Kovács and Katona, 2009) في استخدام البيانات الشهرية لدراسة رد الفعل المبالغ فيه، وتم بناء المحافظ الرباحة والخاسرة والفرق بين الرباحة والخاسرة وفقاً للمنهجية التي اتبعتها كل من Iihara et al. (2004) و Ali et al. (2011)؛ حيث تم بناء خمس وسبعين محفظة (3 × 5 × 5)، تشمل خمس فترات تكوين (12 شهراً – 24 شهراً – 36 شهراً – 48 شهراً – 60 شهراً)، وخمس فترات احتفاظ (شهر – 3 أشهر – 6 أشهر – 9 أشهر – 12 شهراً)، وتنقسم كل منها إلى 3 محافظ (رباحة – خاسرة – مراجعة). كما استخدمت الدراسة منهجية Clare and Thomas (1995) في اختبار رد الفعل المبالغ فيه / البطيء بعمل تحليل انحدار لمحفظة المراجعة مقابل معامل ثابت. ووفقاً لما

أشارت إليه دراسة (Shaker and Elgiziry 2014) فإن نموذج فاما وفرنش يعدّ أفضل نموذج للتنبؤ بالعائد المتوقع للأسهم في السوق المصرية؛ حيث أثبت تفوقه على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وما أكدته دراسة (Hueng and Chiao 2005)؛ حيث بحث مدى قدرة نموذج فاما وفرنش على تفسير الأرباح غير العادية في السوق المصري.

وقد توصلت الدراسة إلى أن السوق المصري سوق غير كفء، ويعاني من رد الفعل البطيء؛ حيث إن المحافظ الراجعة استمرت رابحة والمحافظ الخاسرة استمرت خاسرة، وظهر ذلك للخمس والسبعين محفظة التي تم تكوينها. كما أن هذا السلوك مستقر ولم يتغير من عام إلى آخر حتى في فترات الأزمات التي تعرض لها السوق مثل الأزمة المالية في 2008 والثورة المصرية في 2011. وبدراسة كل قطاع من قطاعات السوق المصري على حدة يتضح من النتائج أن سلوك رد الفعل البطيء تعاني منه جميع قطاعات السوق المصري، باستثناء قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات؛ حيث كانت محفظة المراجعة سالبة ولكن غير معنوية.

وأكدت نتائج تحليل نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل أن السوق المصري يعاني من رد الفعل البطيء، ويظهر ذلك من خلال القيمة السالبة والمعنوية α_1 ، كما يظهر من النتائج عدم قدرة المخاطر المنتظمة على تفسير الفرق في الأداء بين المحافظ الراجعة والمحافظ الخاسرة، فيما أكدت النتائج أهمية كل من عامل الحجم وعامل القيمة في تفسير الفارق بين أداء المحافظ الراجعة وأداء المحافظ الخاسرة.

وبناء على ذلك يمكن تقديم التوصيات الآتية للمستثمرين في البورصة المصرية:

أولاً: السوق المصري سوق غير كفء، ويمكن التنبؤ فيه بالأسعار في المستقبل، وبذلك ينصح المستثمرون بتحليل المعلومات من الماضي لإمكانية تحقيق أرباح غير عادية في المستقبل.

ثانياً: يُنصح المستثمرون بالاحتفاظ بمحافظهم التي قاموا بتكوينها بناء على المعلومات الماضية لفترة أطول؛ حيث إن إطالة فترة الاحتفاظ أدت إلى تخفيض المخاطر في السوق المصري. كما ينصحون بتكوين محافظهم على أساس المعلومات السابقة لفترة 36 شهراً؛ حيث أظهرت النتائج أن المحافظ تكوين 36 شهراً كانت الأقل خسارة في السوق المصري.

ثالثاً: يُنصح المستثمرون الهجوميون الذين يفضلون الأرباح على حساب الأمان، بتكوين محافظهم على أساس 24 شهراً الماضية؛ حيث حققت محافظ تكوين 24 شهراً أعلى عائداً.

رابعاً: ينصح المستثمرون باتباع إستراتيجية الزخم، وهي شراء الأسهم الراجعة وبيع الأسهم الخاسرة لتحقيق الأرباح؛ حيث يعاني السوق المصري من رد الفعل البطيء.

References

- Ali, R., Ahmad, Z. and Anusakumar, S.V., 2011. Stock Market Overreaction and Trading Volume: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 7(2).
- Alrabadi, D.W.H., 2012. Short-term stock price reaction to shocks: evidence from Amman stock exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(1):770-780.
- Assoe, K. and Sy, O., 2003. Profitability of The Short run Contrarian Strategy in Canadian Stock Markets. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 20(4):311-319.
- Atkins, A.B. and Dyl, E.A., 1990. Price Reversals, Bid-Ask Spreads, and Market Efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(4):535-547.
- Ball, R. and Kothari, S.P., 1989. Nonstationary Expected returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlation in Returns. *Journal of Financial Economics*, 25(1):51-74.
- Bassiouny, A. and Ragab, A., 2014. Testing Short-Term Over/Underreaction Hypothesis: Empirical Evidence from the Egyptian Exchange. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(5):83.
- Blackburn, D.W. and Cakici, N., 2017. Overreaction and the Cross-Section of Returns: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 42:1-14.
- Boubaker, S., Farag, H. and Nguyen, D.K., 2015. Short-term Overreaction to Specific Events: Evidence from an Emerging Market. *Research in international business and finance*, 35:153-165.
- Brown, Keith C., Harlow, W. V., & Tinic, Seha M., 1988. Risk Aversion, Uncertain Information and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 22:355-385.
- Campbell, K. and Limmack, R.J., 1997. Long-term Over-reaction in the UK Stock Market and Size Adjustments. *Applied Financial Economics*, 7(5):537-548.
- Chan, K.C., 1988. On the Contrarian Investment Strategy. *Journal of Business*:147-163.
- Chaudhury, M. and Piccoli, P., 2015. Stock Overreaction to Extreme Market Events. *Proceedings of the European Financial Management Association 2015 Annual Meetings June 24-27, 2015 Amsterdam*.
- Chiao, C. and Hueng, C.J., 2005. Overreaction Effects Independent of Risk and Characteristics: Evidence from the Japanese Stock Market. *Japan and the World Economy*, 17(4):431-455.
- Clare, A. and Thomas, S., 1995. The Overreaction Hypothesis and the UK Stock Market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(7):961-973.
- Clements, A., Drew, M., Reedman, E. and Veeraraghavan, M., 2006. The Death of the Overreaction Anomaly: Multi-Factor Explanations For Contrarian Returns. *Global Conference on Business and Economics*.

- De Bondt, W.F. and Thaler, R., 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3):793-805.
- Degutis, A. and Novickytė, L., 2014. The Efficient Market Hypothesis: A Critical Review of Literature and Methodology. *Ekonomika*, 93(2).
- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2): 383-417.
- Farag, H., 2015. Long-term Overreaction, Regulatory Policies and Stock Market Anomalies: Evidence from Egypt. *Journal of Emerging Market Finance*, 14(2):112-139.
- Iihara, Y., Kato, H.K. and Tokunaga, T., 2004. The Winner-Loser Effect in Japanese Stock Returns. *Japan and the World Economy*, 16(4):471-485.
- Jegadeesh, N. and Titman, S., 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1):65-91.
- Kovács, P., Szép, K. and Katona, T. eds., 2009. Challenges for Analysis of the Economy, The Businesses, and Social Progress. Faculty of Economics and Business Administration.
- Lam, K., Liu, T. and Wong, W.K., 2010. A Pseudo-Bayesian Model in Financial Decision Making With Implications to Market Volatility, Under-and Overreaction. *European Journal of Operational Research*, 203(1):166-175.
- Latif, M., Arshad, S., Fatima, M. and Farooq, S., 2011. Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(9):1-13.
- Li, J. and Yu, J., 2012. Investor Attention, Psychological Anchors, And Stock Return Predictability. *Journal of Financial Economics*, 104(2):401-419.
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C., 2011. *A Non-Random Walk Down Wall Street*. Princeton, New Jersey: Archetype Publishing Inc.
- Lobe, S. and Rieks, J., 2011. Short-Term Market Overreaction on The Frankfurt Stock Exchange. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(2):13-123.
- Loughran, T. and Ritter, J.R., 1996. Long-Term Market Overreaction: The Effect of Low Priced Stocks. *The Journal of Finance*, 51(5):1959-1970.
- Piccoli, P., Chaudhury, M., Souza, A. and da Silva, W.V., 2017. Stock overreaction to extreme market events. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41: 97-111.
- Emambocus, M. A, and Gurjeet Dhesi, 2009. Testing the UK Stock Market Overreaction. Challenges for Analysis of the Economy, the Businesses, and Social Progress
- Safeer, M. and Kevin, S., 2014. A Study on Market Anomalies in Indian Stock Market. *International Journal of Business and Administration Research Review*, 1(3):128-137.

- Saleh, W., 2007. Overreaction: The Sensitivity of Defining The Duration Of The Formation Period. *Applied Financial Economics*, 17(1):45-61.
- Shaker, M.A. and Elgiziry, K., 2014. Comparisons of Asset Pricing Models in The Egyptian Stock Market. *Accounting and Finance Research*, 3(4): 24.
- Shleifer, A., 2000. Inefficient markets: An introduction to behavioural finance. OUP Oxford.
- Tripathi, V., and Aggarwal, S., 2009. The Overreaction Effect in The Indian Stock Market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 2(1): 93-114.
- Wu, C.H., Wu, C.S. and Liu, V.W., 2009. The Conservatism Bias in An Emerging Stock Market: Evidence From Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(4): 494-505.
- Zarowin, P., 1990. Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(1)113-125.

ABSTRACT

Testing Over/Under-reaction Hypothesis in the Egyptian Stock Market

Nesma A. Heshmat
Assiut University

Aim of the Paper: This study aims to investigate the over/under reaction hypothesis in the Egyptian stock market.

Study Design: The study uses the cumulative average abnormal return. Seventy-five portfolios are created. Regression analysis against a constant and Fama-French three factors model are employed.

Sample and Data: The data from Egyptian stock market for the period from 2005 to 2017 provides the sample for this study.

Results: The results shows that the Egyptian market is subjected to an under reaction. This pattern is stable and dose not change from year to year throughout the crisis. Fama and French three-factor model results reveal that systematic risk is not able to explain the difference in performance between the winner and the loser portfolios, but it confirms the importance of size and value factors.

Conclusion: This work can help investors to determine their trading strategies as buying past winners and selling past losers realize significant abnormal profits to the investors.

نسمة أحمد حشمت (دكتوراه في التمويل، جامعة ليدز، المملكة المتحدة، 2004)، تعمل حالياً أستاذاً مشاركاً وقائماً بأعمال رئيس قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة أسيوط، جمهورية مصر العربية. تتركز اهتماماتها البحثية في: التمويل والاستثمار والتمويل السلوكي والمحفظة المالية وتقويم الأصول المالية.

nesma_heshmat@hotmail.com