أثر استخدام استراتيجيات الزخم، وتفسير عوائده في سوق دمشق للأوراق المالية

علا البغدادي* أ. د. هزاع مفلح** د.ايام ياسين***

(الايداع:30 تشرين الأول 2022،القبول:17 تشرين الثاني 2022)

الملخص:

هدف البحث اختبار وجود دليل تجريبي لأثر الزخم في عوائد الأسهم، وإمكانية تحقيق عوائد موجبة من خلال اتباع استراتيجيات الزخم المختبرة، إضافة إلى تفسير عوائده في سوق دمشق للأوراق المالية. تم الاعتماد على البيانات التاريخية المتمثلة في سلسلة أسعار الإغلاق اليومية لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2018/1/1 ولغاية 2022/3/31.

توصل البحث إلى وجود أثر ضعيف للزخم، إلا أنه معنوي إحصائياً، وذلك باتباع ست استراتيجيات من أصل ست عشرة استراتيجية، إذ حققت استراتيجية (3،12) أعلى متوسط عائد شهري بمقدار 1%. و أظهرت نتائج البحث أن عائد الزخم يعد تعويضاً عن المخاطر المنتظمة؛ أما المخاطر غير المنتظمة فلا تؤدي لعوائد إضافية، وينسجم ذلك مع التفسيرات العقلانية للزخم، أما من الناحية السلوكية فلا يوجد ارتباط ذاتي بين عوائد الأسهم مما يدل على أن أسعار الأسهم تتبع سيراً عشوائياً، ولا وجود لأثر رد الفعل الضعيف، أو المتأخر من قبل المستثمرين في توليد عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية؛ أي لا يمكن تفسير الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية من وجهة النظر السلوكية.

الكلمات المفتاحية: الزخم –فترة الترتيب –فترة الاحتفاظ –رد الفعل الضعيف–الارتباط الذاتي–تحيز البيانات.

*طالبة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

**أستاذ في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

***أستاذ مساعد في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

The Effect of Using Momentum Strategies and Explaining its Returns in Damascus Stock Exchange

Ola AL Baghdadi* **Prof. Hazaa' Moufleh**** **Dr.Ayam Yassin*****

(Received:30 October 2022,Accepted:17 November 2022)

Abstract:

This study aims to investigate the existence of empirical evidence for the effect of momentum on stock returns and the possibility of achieving positive returns by following the momentum strategies tested by Jegadeesh & Titman (1993), and to explain momentum returns in Damascus Stock Exchange, based on historical data represented by a series of daily closing prices for the shares of all companies listed in Damascus Securities Exchange during the period from 1/1/2018 to 31/3/2022.

The study concludes that there is a weak effect of momentum, but it is statistically significant, by following six strategies out of sixteen strategies, Strategy (12, 3) achieved the highest average monthly return by 1%. as the results of the research showed that momentum returns is a compensation for systematic risks, while unsystematic risks don't generate returns, and this is consistent with rational interpretations of momentum, but from a Perspective of behavioral. The theory also showed that stock prices walk randomly , there is no autocorrelation of own stock returns, which indicates that momentum is not caused by behavioral biases or delayed or underreaction of investors, so, momentum in Damascus Securities Exchange cannot be explained Behavioral theory.

Keywords: momentum – formation period – holding period- underreaction-autocorrelation-data snooping.

*Doctorate student, faculty of economics, HAMA Universiy

**Professor, department of economics, faculty of economics, HAMA University.

***Professor, department of economics, faculty of economics, HAMA University.

1-المقدمة:

أظهرت الاختبارات التجريبية لكفاءة السوق أن أسعار الأصول يمكن أن تتبع أنماطاً معينة في الحركة؛ فهي إما تستمر في الاتجاه ذاته، أو تنعكس في الاتجاه الآخر. وتوصل كلاً من DeBondt& Thaler (1985)؛ إلى أن أسعار الأصول تبدي ميلاً للانعكاس في الاتجاه في الأجل الطويل من ثلاث إلى خمس سنوات؛ ذلك نتيجة لرد الفعل المبالغ به من قبل المستثمرين تجاه الأخبار غير المتوقعة. أكد Jegadeesh&Titman (1993)؛ أن شراء الأسهم ذات العوائد المرتفعة في الأجل المتوسط في الماضي، وبيع الأسهم ذات العوائد المنخفضة في الأجل المتوسط في الماضي يولد عوائد إضافية لمدة تتراوح بين ثلاث إلى اثني عشرة شهراً، وهو ما أطلق عليه أثر الزخم.

تعد استراتيجيات الزخم والانعكاس من أهم التحديات التي واجهت فرضية كفاءة السوق؛ كونها مكنت المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية، والتنبؤ بها من خلال البيانات التاريخية. وقد شغلت مصادر الأرباح المحققة من الزخم، وتفسيرها حيزاً من الأبحاث الأكاديمية في ذلك المجال؛ حيث فسر Fama& French (1996)؛ الزخم على أنه تعويض عن التعرض للمخاطرة، وتسعير للمخاطرة الخاصة بالأصل. ووجد الباحثون في المالية السلوكية أن أرباح الزخم تعود لتأخر، أو ضعف رد فعل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة؛ مما يجعل الأسعار تستمر في ذات الاتجاه.

تحاول الدراسة الحالية اختبار وجود أثر الزخم في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وإمكانية تحقيق عوائد إضافية من خلال اتباع استراتيجيات الزخم المختبرة، وتبحث في التفسيرات العقلانية والسلوكية لعوائده.

2-مشكلة البحث:

تباينت الأدلة التجريبية لوجود أثر الزخم، وتفسير عوائده بين التعويض عن المخاطرة، والتحيزات السلوكية للمستثمرين.

لذا، تتمثل مشكلة البحث الرئيسة كما يأتي: **هل يوجد أثر للزخم في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية؟ وما إمكانية تحقيق عوائد موجبة من اتباع استراتيجيات الزخم؟ وهل يمكن تفسير هذه العوائد بعوامل المخاطرة؛ أو بالتحيزات السلوكية للمستثمرين؟**

وتتفرع عن المشكلة البحثية الرئيسة التساؤلات الآتية:

1-هل يوجد أثر لاستخدام استراتيجيات الزخم في تحقيق عوائد موجبة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2-هل يمكن تفسير عوائد الزخم بأنها تعويض عن المخاطرة؟

3-هل يمكن تفسير عوائد الزخم بالتحيزات السلوكية للمستثمرين؟

3-أهداف البحث وأهميته:

3-1-أهداف البحث: يمكن توضيح أهداف البحث في النقاط الآتية:

-التحقق من وجود ظاهرة الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

-التحقق من إمكانية تحقيق عوائد موجبة باتباع استراتيجيات الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

-تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية من حيث كونها تعويض عن المخاطرة؛ أو التحيزات السلوكية للمستثمرين.

3-2-أهمية البحث:

تكمن الأهمية العملية للبحث في التحقق من وجود أثر الزخم، ومن ثم تحديد الاستراتيجيات التي تسمح بتحقيق عوائد إضافية ناجمة عنه، أي الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية. يعطي تحديد، وتطبيق تلك الاستراتيجيات؛ المستثمرين إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم، وتحقيق عوائد أعلى على محافظهم الاستثمارية.

تتجلى الأهمية العلمية في التأصيل النظري المبني على نتائج التحقق التجريبي من وجود أثر ظاهرة الزخم في عوائد الأسهم في أسواق أقل نمواً، والتحقق من قدرة التفسيرات التقليدية، والسلوكية.

4-فرضيات البحث

تحقيقاً لأهداف البحث، وبناءً على التساؤلات الخاصة بالمشكلة البحثية فإنه يمكن صياغة الفرضية الرئيسة الآتية: **يمكن تحقيق عوائد موجبة عند اتباع استراتيجيات الزخم نتيجة التعرض لمخاطرة إضافية.**

لاختبار تلك الفرضية تم صياغة الفرضيات الفرعية الآتية:

-**الفرضية الأولى:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاتباع استراتيجيات الزخم في تحقيق عوائد موجبة في سوق دمشق للأوراق المالية.

- **الفرضية الثانية:** يوجد أثر لرد الفعل الضعيف لدى المستثمرين في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.
- **الفرضية الثالثة:** يوجد أثر للمخاطر المنتظمة في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.
- **الفرضية الرابعة:** يوجد أثر للمخاطر غير المنتظمة في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

5-منهجية البحث: تم استخدام المنهج الوصفي من أجل تحديد، ودراسة إشكالية البحث، والإجابة عن تساؤلاته المطروحة، وإثبات، أو نفي صحة فرضياته، وذلك من خلال المراجعة الأدبية للنظريات المالية التي تناولت موضوع الزخم، وجمع البيانات المالية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية المتمثلة بأسعار الأغلاق، وحساب عوائد الأسهم الشهرية، وتشكيل محافظ الزخم باستخدام برنامج Excel، واختبار معنوية العوائد، وتفسيرها باستخدام برنامج Eviews.

6-متغيرات البحث:

المتغيرات المستقلة: رد الفعل الضعيف، المخاطرة المنتظمة، المخاطرة غير المنتظمة.

المتغير التابع: عائد الزخم.

7-حدود البحث ومصادر جمع البيانات:

- الحدود المكانية: تم تطبيق الدراسة العملية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- الحدود الزمانية: تم الاعتماد على البيانات التاريخية المتمثلة في سلسلة أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك للفترة الممتدة من 2018/1/1 وحتى 2022/3/31.

وفيما يتعلق بمصادر جمع البيانات فإنه سيتم الحصول عليها من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية.

8-مجتمع البحث وعينته:

يمثل مجتمع البحث جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والبالغ عددها 27 شركة، وتتألف عينة البحث من 24 شركة كما في الجدول أدناه؛ وذلك بعد استبعاد الشركات التي انقطع التداول بها، أو تم إدراجها خلال فترة الدراسة، والبالغ عددها ثلاث شركات.

الجدول رقم (1): أسهم الشركات عينة الدراسة

الرمز	الشركة	الرمز	الشركة
ARBS	البنك العربي –سورية	CHB	بنك الشام
BASY	بنك الائتمان الأهلي	BBSY	بنك البركة –سورية
BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	UIC	الشركة المتحدة للتأمين
BSO	بنك سورية والمهجر	AROP	آروب سورية
IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	NIC	السورية الوطنية للتأمين
SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي
BBS	بنك بيبلوس–سورية	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين
QNBS	بنك قطر الوطني–سورية	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين
BOJS	بنك الأردن –سورية	AHT	الأهلية للنقل
SGB	بنك سورية والخليج	UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق
SHRQ	بنك الشرق	NAMA	الهندسية الزراعية للاستثمارات –نماء
FSBS	فرنسبنك –سورية	AVOC	الأهلية لصناعة الزيوت النباتية

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية

9-الدراسات السابقة:

تناولت الدراسات موضوع الزخم وأثره في تحقيق عوائد غير عادية من خلال تطبيق استراتيجيات زخم مختلفة لتشكيل المحافظ الاستثمارية، تستعرض الباحثة من هذه الدراسات ما يلي:

- **دراسة Zhang, Y., Ma, F., & Zhu, B. (2019) بعنوان: "Intraday momentum and stock return predictability: Evidence from China":**

بحثت هذه الدراسة في أثر الزخم اللحظي في سوق الصين المالي؛ حيث استخدمت البيانات الكثيفة المتوفرة في موقع سوق شنغهاي لتوثيق أثر الزخم اليومي، وإمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم في نهاية اليوم من خلال عوائد الأسهم في بداية اليوم، وقد توصل البحث لوجود أثر الزخم اللحظي، ويعود ذلك الزخم لحجم التداول، وسلوك التداول الذي يمارسه المستثمرون من خلال إعادة توازن محافظهم الاستثمارية بشكل غير منتظم بسبب بطء حركة رؤوس أموالهم، بالإضافة لمعالجة المعلومات الجديدة ببطء من قبل المستثمرين، كما استنتج البحث أن الزخم يكون مرتفعاً في أيام التداول المتوسط، والتقلب المرتفع، والسيولة المنخفضة.

- **دراسة (الربيعي حاكم، الموسوي حيدر، محمد فائز حسين، 2016) بعنوان: "تطبيق استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية ".**

هدفت هذه الدراسة إلى استخدام استراتيجيات الزخم لبناء محفظة رابحة عالية الأداء في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2010 ولغاية2015، وقد قامت بذلك من خلال استخدام الاستراتيجيات المختبرة من قبل (Titman& Jegadeesh)، وذلك من خلال ترتيب الأسهم بناء على عوائدها خلال فترة (3،6،9،12) شهراً حيث تم تصنيف أعلى عشرة أسهم من حيث عوائدها لتشكل المحفظة الرابحة، وأدنى عشرة أسهم كمحفظة خاسرة، من ثم حساب عوائد محفظة الفرق، والتي تمثل محفظة الزخم في الأجل القصير، والمتوسط، والطويل. استنتجت الدراسة عدم إمكانية استخدام استراتيجيات الزخم في بناء محافظ رابحة كون عائد الزخم ضئيل، وتكلفة معاملة الزخم مرتفعة مما يؤدي لإزالة العائد وجعل عوائد المحفظة سالبة.

• **دراسة (2012). Fama, F, E& French, R,K بعنوان "Size, value, and momentum in international stock returns"**

اختبرت هذه الدراسة علاوة القيمة، والحجم، والزخم في أربع أسواق دولية (أمريكا الشمالية-أوروبا-اليابان -آسيا-المحيط الهادي) خلال الفترة من 1989-2011، في محاولة لاختبار فيما إذا كانت نماذج تسعير الأصول التجريبية تضبط العلاوات في متوسط العوائد الدولية أم لا؛ حيث استنتجت وجود علاوة الزخم في كل البلدان عدا اليابان، وأن هذه العلاوة أعلى في الأسهم الصغيرة منها في الأسهم الكبيرة؛ أي أنها تختلف باختلاف الحجم.

• **دراسة (العتيبي محمود، عناسوة محمد، حمدان علام، 2009) بعنوان: "تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية وأثرها في كفاءة السوق والأرباح غير العادية".**

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية استمرارية اتجاه العوائد التي تبنى عليها استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية من أجل تحقيق أرباح غير عادية، وفحص كفاءة السوق على المستوى الضعيف باستخدام عينة مكونة من 49 شركة خلال الفترة من 1987 -2005، خلصت الدراسة إلى إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من خلال اتباع استراتيجية الزخم، وأن سوق عمان غير كفوء على المستوى الضعيف، والعوائد المحققة لا تعود للمخاطر المنتظمة، وإنما لاختلاف سلوك المستثمرين، وردود أفعالهم.

• **دراسة Demir,I., Muthusamy, J&Walter,T.(2004) بعنوان "Momentum returns in Australian equities: The influences of size, risk, liquidity and return computation"**

تحققت هذه الدراسة من وجود عوائد الزخم في الأجل القصير (شهر واحد) والأجل المتوسط (3شهور-12 شهر) في سوق الأسهم الأسترالي خلال الفترة بين 1990-2001. وجدت الدراسة أن ظاهرة الزخم سائدة في السوق الاسترالي، وعوائدها أعلى من عائدها في الأسواق الأخرى الخارجية، وهذه العوائد قوية، ولاتتأثر باختلاف الحجم، والسيولة بين الأسهم، ولا تتأثر باختلاف طرق حساب العوائد سواء كانت حسابية، أو لوغاريتمية، أو عائد فترة الاحتفاظ. كما وجدت أن عوائد الزخم ليست تعويض عن المخاطرة.

الاختلاف عن الدراسات السابقة:

تختلف الدراسة الحالية عن سابقاتها مما تم ذكره أعلاه لجهة مجتمع البحث؛ فقد تناولت أثر الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية، ولناحية الدراسة التطبيقية؛ فقد استخدمت هذه الدراسة الطريقة اللوغاريتمية لاحتساب عوائد الأسهم بدلاً من الطريقة الحسابية المستخدمة في معظم الدراسات السابقة، فضلاً عن اختلاف الأسلوب المطبق في استراتيجيات الزخم؛ حيث اختبرت هذه الدراسة استراتيجيات الزخم كافةً، دون اعتماد أسلوب الفترات المتداخلة، وبدون فترات تخطي إضافةً لاختلاف أساليب تفسير ظاهرة الزخم، حيث تم تشكيل محافظ استثمارية على أساس المخاطرة المنتظمة، ومن ثم اختبار إمكانية تحقيق عوائد إضافية من تلك المحافظ الاستثمارية، وهو مالم يرد في الدراسات السابقة في حدود ما تم الاطلاع عليه من قبل الباحثة.

10-الإطار النظري للبحث:

10-1-فرضية السوق الكفء وشذوذات السوق:

شكلت كلاً من فرضيتي المشي العشوائي (Random Walk) لباشيلير Louis Bachelier (1900)؛ والسوق الكفؤة (Market Efficiency) التي قدمها Eugene Fama (1970)؛ مرتكزاً أساسياً في النظرية المالية الحديثة، وتنص فرضية المشي العشوائي على أن تحركات أسعار الأسهم في السوق عملية عشوائية؛ ومن ثم فإن انحرافاتها عن القيم الحقيقية عملية عشوائية أيضاً، ومستقلة عبر الزمن؛ إذ لا يمكن تحقيق عوائد بمعدل أعلى من متوسط العوائد المحققة من خلال اتباع استراتيجيات الشراء والاحتفاظ البسيطة. إن سعر السهم الفعلي في السوق، في أية لحظة، يمثل التقدير السوقي الأفضل

للقيمة الحقيقية للسهم، وذلك اعتماداً على المعلومات المتاحة؛ إذا فالتغيرات في السعر هي انعكاس للتغير في تقدير السوق للقيمة الحقيقية للسهم، وهو غير مرتبط باتجاهات الأسعار السابقة.[1]

يشير مفهوم كفاءة السوق إلى أن الأسعار السائدة في السوق تشكل دالة function في المعلومات المتاحة، وأي تغير في المعلومات يؤدي لتغير الأسعار.[2]

ميز Fama بين ثلاث مستويات لكفاءة السوق:

1-المستوى الضعيف؛ حيث تعكس الأسعار المعلومات التاريخية فقط، ولا يمكن للمستثمرين التنبؤ بالعوائد المستقبلية من خلال هذه البيانات التاريخية.

2-المستوى شبه القوي؛ حيث تعكس الأسعار المعلومات التاريخية، والعامة أيضاً، والمتعلقة بإعلانات الأرباح وغيرها، ولا يتيح استخدام المعلومات التاريخية، أو العامة التنبؤ بالعوائد المستقبلية.

3-المستوى القوي؛ حيث أن كافة المعلومات العامة، والخاصة منعكسة في سعر السهم الحالي، ولا يمكن التنبؤ بالعوائد وفقاً لمعلومات احتكارية.[3]

أظهرت النتائج التجريبية عدداً من الشذوذات عن كفاءة السوق أبرزها:

1-أثر الانعكاس طويل الأجل: وجد Debondt&Thaler (1985)؛ أن شراء الأسهم الخاسرة وبيع الأسهم الرابحة يولد عوائد إضافية دالة إحصائياً، خلال 3-5 سنوات من تشكيل المحفظة الاستثمارية، أي أن العوائد ينعكس اتجاهها في الأجل الطويل، وهو مالا تفسره فرضية كفاءة السوق.[4]

2-أثر الانعكاس قصير الأجل: قدم Jegadeesh&Titman (1990)؛ دليلاً تجريبياً على أن شراء الأسهم الخاسرة وبيع الأسهم الرابحة يولد عوائد إضافية دالة إحصائياً في الأجل القصير خلال أسبوع لثلاثة أشهر من تشكيل المحفظة الاستثمارية، حيث استنتج وجود ارتباط ذاتي (تسلسلي) سالب بين عوائد الأسهم الشهرية، ذو دلالة إحصائية مرتفعة؛ مما يدل على أن أسعار الأسهم لا تتبع السير العشوائي، والأسواق غير كفؤة.[5]

3-أثر الزخم متوسط الأجل(momentum): استنتج Jegadeesh&Titman (1993)؛ أن استراتيجية شراء الأسهم الرابحة في الماضي، وبيع الأسهم الخاسرة تولد عوائد إضافية دالة إحصائياً بمعدل 1% شهرياً خلال 3-12 شهراً، من السنة الأولى لتشكيل المحفظة؛ أي أن العوائد تستمر في الاتجاه ذاته خلال الأجل المتوسط.[6]

شكلت الشذوذات السابقة، ومن أهمها الزخم، تحديات قوية لفرضية السوق الكفؤة، مما يستدعي دراسته بشيء من التفصيل.

---

[1]. Van Horne, J. C., & Parker, G. G. (1967). **The random-walk theory: an empirical test**. *Financial analyst's journal*, *23*(6), p.87.

[2]. مفلح، هزاع، خلف، أسمهان، (2020)، **الأسواق المالية**، منشورات جامعة حماه، سورية، ص.506.

[3].Fama, E. F. (1970). **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work.** *The journal of Finance*, Vol. *25*, No. 2, p. 383.

[4].De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). **Does the stock market overreact?** ***The Journal of finance***, vol. *40*, No.3, p. 793.

[5].Jegadeesh, N. (1990). **Evidence of predictable behavior of security returns**. *The Journal of finance*, *45*(3), P. 881,897.

[6]. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993**). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency**. *The Journal of finance*, *48*(1), P.65.

10-2-(مفهوم الزخم):

يعود مفهوم الزخم إلى قانون نيوتن الأول بالحركة والمعروف بقانون الزخم، والذي ينص على أن الجسم يستمر في الحركة باتجاه معين أو في السكون؛ مالم تؤثر به قوة خارجية تغير وضعه السابق، فالزخم مفهوم فيزيائي تم إسقاطه على أسعار الأسهم ويعني الاستمرار في تحرك الأسعار في الاتجاه ذاته.[1]

يعبر الزخم عن سرعة تغير الأسعار خلال مدة من الزمن[2]، فإذا استمرت الأسهم ذات الأداء القوي في الماضي بالتفوق خلال الفترة القادمة، على الأسهم ذات الأداء الضعيف سابقاً؛ دل ذلك على وجود أثر الزخم.[3]

10-3-استراتيجيات الزخم:

بدأت الإشارة لمصطلح الزخم بوضوح في الأدبيات المالية في بحثJegadeesh&Titman (1993)؛ حيث اختبر استراتيجيات التداول القائمة على شراء الأسهم الرابحة في الماضي، وبيع الأسهم الخاسرة مما يولد عوائد إضافية خلال فترة احتفاظ بين 3-12 شهرا، بمعدل 1% شهرياً، أجري البحث على أسهم بورصتي Amex، Nyse خلال الفترة بين عامي 1965 ولغاية 1989، حيث تم تصنيف الأسهم ضمن عشر محافظ استثمارية متماثلة المكونات من حيث القيمة، ومرتبة من الأعلى ربحية (المحفظة الرابحة) إلى الأقل ربحية (المحفظة الخاسرة). تعد المدة الزمنية من أهم مكونات استراتيجيات الزخم، حيث تتضمن كل استراتيجية:

1-مدة الترتيب (التشكيل) (forming period): وهي المدة التي ترتب فيها الأسهم وفقاً لعوائدها بشكل تصاعدي، ويرمز لها J، حيث J=3,6,9,12.

2-مدة الاحتفاظ (holding period): وهي مدة الاحتفاظ بالأسهم بعد تشكيل المحافظ ويرمز لها K، حيث K=3,6,9,12.

أي أن استراتيجية الزخم (3,3) تمثل ثلاثة أشهر ترتيب، وثلاثة أشهر احتفاظ وهكذا، وبذلك ينتج ست عشرة استراتيجية، تضمن بحث Jegadeesh&Titman(1993)؛ ست عشرة استراتيجية أخرى مشابهة، وذلك بإضافة فترة تخطي أسبوع واحد بين فترة الترتيب وفترة الاحتفاظ لتجنب ضغط السعر ورد الفعل المتأخر للسعر.[4]

استخدمت الأبحاث اللاحقة استراتيجيات الزخم المتبعة من قبل Jegadeesh&Titman(1993)؛ مع إجراء بعض التعديلات مثل استخدام فترات ترتيب واحتفاظ مختلفة، تغيير فترات التخطي، تشكيل المحافظ الاستثمارية بأوزان مختلفة، وبذلك نتج العديد من الاستراتيجيات التي يمكن اتباعها لاختبار أثر وجود الزخم.

10-4-قياس الزخم:

تعتمد استراتيجيات الزخم في حسابها ثلاث خطوات وذلك وفقاً Jegadeesh&Titman (1993):

1-حساب العوائد التراكمية للأسهم الفردية خلال فترة التشكيل في الماضي وفقاً للصيغة التالية:

$$CR_i(J) = \sum_{i=-1}^{-j} R_{i,t} \qquad (1)$$

1.Rosebloom, C, (2011), **The Complete Trading Course: Price Patterns, Strategies, Setups, and Execution Tactics, ,** 1st edition, John Wily and Sons, Inc., p: 22-24.

2.Poitras, G,(2010), **Valuation of equity Securities History Theory and Applications**, Simon Fraser University, Canada, World Scientific,p:519.

3. مفلح، هزاع، خلف، أسمهان (2020) **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص.434.

4.Jegadeesh.N&Titman.sh, (1993), **Op.cit**, P.68.

حيث: $C\ R_i(J)$ العائد التراكمي للسهم في الماضي خلال فترة التشكيل؛

$R_{i,t}$: العائد على السهم i في الشهر t والذي يحسب من خلال قانون العائد لفترة الاحتفاظ أو بطريقة اللوغاريتم إذا كانت العوائد صغيرة وذلك من أجل التقليل من حدة التقلبات كما يأتي[1]:

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{p_{i,t}+d_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \qquad (2)$$

حيث: p_{it} سعر إغلاق السهم في الشهر الحالي؛

d_{it}: توزيعات الأرباح ماعدا توزيعات الشهر الحالي؛

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

2-ترتيب الأسهم وفقاً لعوائدها التراكمية ترتيباً تصاعدياً، وتصنيفها في عشر محافظ متماثلة المكونات، حيث المحفظة المكونة من الأسهم الأقل عائداً تسمى المحفظة الخاسرة (loser portfolio)، أما المحفظة المكونة من الأسهم الأعلى عائداً، تسمى المحفظة الرابحة (Winner Portfolio).

يتم تشكيل المحفظة الرابحة-الخاسرة، من خلال شراء أسهم المحفظة الرابحة والاحتفاظ بها أي اتخاذ مركز طويل، وبيع أسهم المحفظة الخاسرة (بيع قصير)، حيث تحسب أرباح هذه الاستراتيجيات من خلال حساب عوائد المحفظتين.

3-قياس عائد المحفظة (الرابحة-الخاسرة)، محفظة الزخم، بطرح متوسط العوائد للمحفظة الخاسرة خلال فترة التشكيل من متوسط العوائد للمحفظة الرابحة خلال فترة التشكيل كما يأتي:

$$\bar{R}_{win-los} = \bar{R}_{win} - \bar{R}_{los} \qquad (3)$$

فإذا كانت عوائد هذه المحفظة موجبة، فذلك دليل على وجود أرباح ناتجة عن الزخم.[2]

لا بد من الإشارة إلى أن الأسلوب السابق لحساب عوائد الزخم هو أحد طرق الحساب، وقد استخدمته معظم الأبحاث، إلا أن أبحاثاً أخرى استخدمت الطريقة الحسابية، والمتوسط الهندسي لحساب العوائد التراكمية، ويختلف أيضاً عدد المحافظ الاستثمارية التي يتم تشكيلها، وأوزانها؛ ذلك وفقاً لحجم السوق المدروس.

10-5-نموذج كارهارت الرباعي:

طور Carhart (1997)؛ نموذج العوامل الأربعة؛ وذلك امتداداً لنموذج فاما فرنش ثلاثي العوامل، مع إضافة عامل الزخم الموثق من قبلJegadeesh&Titman (1993)؛ وبذلك أصبح النموذج منسجم مع نموذج السوق معدلاً بأربع عوامل للمخاطرة، حيث تم التعبير عن النموذج بالصيغة الآتية: [3]

$$r_{it} = a_{it} + b_{it}bRMRF_t + S_{it}SMB_t + h_{it}HML_t + P_{it}PR1YR_t + e_{it} \qquad (4)$$

[1].Hashemi.J&Hussain .A,(2009**), Active Portfolio Management A performance evaluation of Swedish Equity Mutual Funds** ,master thesis, University of Gothenburg ,School of Business, Economics and Low, p:22-23.

[2]. Hon, M., & Tonks, I. (2001). **Momentum in the UK Stock Market. Discussion Paper**, Department of Economics, University of Bristol, No. 516, PP. 8-9.

[3].Carhart.M. Mark,(1997), **On Persistence in Mutual Fund Performance**, the journal of Finance, Vol.52, No.1,p:61

حيث: r_{it} العائد الإضافي (الزائد عن العائد الخالي من المخاطرة) على الأصول؛ $bRMRF_t$علاوة محفظة السوق؛ $S_{it}SMB_t$ علاوة الحجم؛ $h_{it}HML_t$ علاوة القيمة الدفترية إلى السوقية؛ $PR1YR_t$ علاوة الزخم؛ e_{it} الخطأ العشوائي.

10-6-تفسيرات ظاهرة الزخم:

تعددت التفسيرات لأسباب حدوث ظاهرة الزخم في الأجل المتوسط بين (3-12) شهراً، وتباينت تلك التفسيرات بين المداخل الآتية:

1-الارتباط الذاتي بين أسعار الأسهم في الماضي، والمستقبل، وذلك بسبب من عدم كفاءة السوق، ولم يلقى ذلك التفسير قبولاً لدى الباحثين بسبب استمرار تحقيق عوائد الزخم، حتى بعد تحرير أسعار الأسهم من الارتباط الذاتي (تصحيح الارتباط الذاتي).[1]

2-تحيز البيانات، أو صغر حجم البيانات المتاحة، وضيق حجم العينة المدروسة، إلا أن أبحاث Jegadeesh&Titman(2001)؛ أعادت اختبار أثر الزخم على بيانات أكبر وفترة زمنية أطول، وتبين أن عوائد الزخم لا تعود لتحيز البيانات (data snooping).[2]

3-التفسيرات السلوكية: تنسجم التفسيرات السلوكية مع تفسير Jegadeesh&Titman؛ بأن الزخم ناتج عن ضعف رد الفعل من قبل المستثمرين تجاه المعلومات الجديدة. يفسر رد الفعل الضعيف من خلال نظرية التوقع(prospect theory) التي قدمها tevresky&khanmmen (1979)، حيث أشار لعدم التماثل لدى المستثمرين تجاه الربح والخسارة؛ ذلك أن الألم الناتج عن الخسارة يفوق المتعة الناتجة عن الربح، مما يؤثر في توقيت القرارات الاستثمارية، ويدفع بالمستثمرين لبيع الأسهم الرابحة للتو، والاحتفاظ بالأسهم الخاسرة وقتاً أطول؛ تجنباً للخسارة، فعند ورود معلومات مؤاتية جديدة، لا يرتفع سعر السهم للمستوى الذي يعكس تلك المعلومات التي تعبر عن قيمته الحقيقية؛ ذلك بسبب البيع السابق للآوان أو ضعف الشراء، أما عند ورود معلومات غير مؤاتية، فالسعر لا يهبط للمستوى الذي يعكس فيه تلك المعلومات نظراً لضعف البيع، نتيجة كره المستثمرين للخسارة، مما يؤدي لرد فعل بطيء تجاه المعلومات الجديدة والاستمرار في نمط العوائد السابق [3]. فسر كل من Barberies، Shelifer، Vishny (1998)؛ رد الفعل الضعيف من خلال التحيزات السلوكية من مثل، تحيز التحفظ (الاستجابة البطيئة للأحداث الجديدة) وتحيز التمثيل (تصنيف الأحداث بأنها مشابهة لأحداث أخرى حدثت في الماضي القريب) مما يؤدي بالمستثمرين لإبداء رد فعل ضعيف تجاه الاخبار الجديدة مثل إعلانات الأرباح، ومن ثم تمثل نمط العوائد السابق.[4]

---

[1].Zhang, Y. (2010). **Two Essays on Momentum Strategy and Its Sources of Abnormal Returns**, University of Tennessee, p. 7.

[2]. Jegadeesh, N., & Titman, S. (2001). **Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations.** *The Journal of finance*, *56*(2), p. 718.

[3].Dunham.M.L,(2011), **The Hand Book of Equity Market Anomalies, Translating Market Inefficienciencies**, Edited by Leonard Zacks, Canada, John Wily & Sons,Inc,p:195

[4].Barberis.N, Shleifer.A, Vishny. R, (1998), **A Model of Investor Sentiment**, Journal of Financial Economics, vol.49, issue.3, p: 308.

قدم Hirshleifer&Daniel (1998)؛ وجهة نظر أخرى لتفسير الزخم من خلال تحيز الثقة المفرطة، وتحيز الإسناد الذاتي الذي يؤدي بالمستثمرين للتفاعل مع المعلومات الخاصة بهم بشكل أكبر مما يتفاعلون مع المعلومات العامة، واستمرار المبالغة برد الفعل تجاه المعلومات الخاصة يؤدي لحدوث الارتباط الذاتي الموجب، أي حدوث الزخم في الأجل المتوسط.[1]

4-التفسير على أساس العائد والمخاطرة: فسر كل من Green،Berk، Naik (1999) عوائد الزخم بأنها تعويض عن المخاطرة المرتبطة بالاستثمار وفقاً لاستراتيجيات الزخم، إضافةً للمخاطرة الكامنة في محافظ الزخم؛ حيث أن الأسهم الرابحة أكثر مخاطرةً من الخاسرة، كما تعد عوائد الزخم تعويضاً عن المخاطرة المنتظمة؛ مما يفسر ارتفاع عوائد الزخم مع نمو الاقتصاد وانخفاضها في حال الركود.[2]

يعد تفسير الزخم على أساس المخاطرة تفسير ضعيف جداً، لأن عوائد الزخم استمرت بعد تعديل العائد بالمخاطرة، وذلك وفقاً لأبحاث Fama&French (1996)؛ إذ أن نموذجهما ثلاثي العوامل لم يفسر عوائد الزخم متوسطة الأجل، علاوة على ذلك، لا يوجد عامل مخاطرة يفسر الزخم أو عوائده[3]، كما أن الأرباح المحققة نتيجة استراتيجيات التداول التي استخدمتها دراسة Titman&Jegadeesh(1993) لا ترتبط بالمخاطرة المنتظمة، أو برد فعل سعر السهم على العوامل الاقتصادية العامة.[4]

قدم Titman&Jegadeesh (2010)؛ دليلاً تجريباً للزخم خارج حدود الولايات المتحدة، كما اختبر Rouwenhorst (1998،1999)؛ أثر وجود الزخم في الدول الأوروبية، والناشئة، ودلت النتائج على أثر الزخم فيها عدا اليابان، كما تبين أن أرباح الزخم تكون ضعيفة في فترات الركود، والتعافي من الأزمات الاقتصادية إلا أنها تبقى موجودة.[5]

تستنتج الباحثة أن الزخم شذوذ سوقي قوي وله دلائل تجريبية في العديد من الأسواق، وبمختلف الظروف الاقتصادية؛ لذا ستقوم باختبار وجود أثر الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية، وتفسيره.

11-الدراسة التطبيقية:

11-1-حساب عوائد الأسهم الداخلة في تكوين المحافظ:

تم حساب العوائد الشهرية التاريخية لأسهم الشركات عينة البحث بهدف تكوين المحافظ الاستثمارية، وفقاً للصيغة الآتية:

$$R = \ln(\frac{P_t + d_t}{P_{t-1}}) \qquad (5)$$

وذلك بعد الحصول على أسعار الإغلاق اليومية بالاعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، علماً أنه لم يتم أي تجزئة للأسهم خلال فترة الدراسة.

في الخطوة اللاحقة تم حساب العوائد التراكمية للأسهم لتشكيل محافظ استثمارية وفقاً لاستراتيجيات الزخم المذكورة في الجانب النظري، وذلك بدون استخدام الفترات المتداخلة وفترات التخطي.

---

[1].Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). **Investor psychology and security market under-and .overreactions**. *The Journal of Finance*, *53*(6), p.1865.

[2].Grant, A., & Satchell, S. (2020). ***Market Momentum: Theory and Practice***, p.3-297.

[3].Dunham.M.L,(2011), **Op.cit**,p:195

[4]. Jegadeesh.N&Titman.sh, (1993), , **Op.cit**,P:65

[5]. Grant, A., & Satchell, S. (2020), **Op.cit**, p.3.

تم ترتيب الأسهم تصاعدياً وفقاً لعوائدها التراكمية، وقد بلغ عددها 24 سهماً، حيث شكلت أعلى عشرة أسهم؛ المحفظة الرابحة وهي بنسبة 42% من الأسهم، وشكلت أدنى عشرة أسهم؛ المحفظة الخاسرة، تم تشكيل محفظة واحدة رابحة ومحفظة واحدة خاسرة من أجل تفادي صغر عدد الأسهم في المحفظة الواحدة، ومن ثم تم حساب عوائد المحافظ الاستثمارية خلال فترة الاحتفاظ ليكون عائد محفظة الزخم هو الفرق بين عائدي المحفظتين الرابحة والخاسرة. يوضح الجدول التالي عوائد المحافظ الرابحة والخاسرة ومحافظ الزخم:

الجدول رقم (2): عوائد المحافظ الرابحة والخاسرة ومحافظ الزخم

	عدد مرات التشكيل	المحفظة الرابحة	المحفظة الخاسرة	محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
استراتيجية 3-3	1	0.0401	-0.1129	0.1530	0.0510
	2	-0.0270	0.0387	-0.0657	-0.0219
	3	0.0093	-0.0035	0.0129	0.0043
	4	-0.0065	-0.0687	0.0623	0.0208
	5	0.1702	-0.0872	0.2574	0.0858
	6	-0.1052	-0.0827	-0.0225	-0.0075
	7	-0.0218	-0.0449	0.0231	0.0077
	8	0.2110	0.0211	0.1899	0.0633
	9	0.3495	0.0987	0.2508	0.0836
	10	-0.1408	0.0533	-0.1942	-0.0647
	11	0.0373	-0.0142	0.0515	0.0172
	12	0.3111	0.3250	-0.0139	-0.0046
	13	-0.0552	-0.0264	-0.0288	-0.0096
	14	-0.0287	-0.0105	-0.0182	-0.0061
	15	0.1859	0.4769	-0.2911	-0.0970
	16	0.2914	0.2080	0.0834	0.0278
	17	0.0258	0.0357	-0.0099	-0.0033
	متوسط عائد المحافظ	0.0733	0.0474	0.0259	0.0086
	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
استراتيجية 6-3	1	-0.0465	-0.0730	0.0265	0.0044
	2	0.1228	0.0263	0.0965	0.0161
	3	0.0338	-0.0479	0.0817	0.0136
	4	0.0186	-0.1158	0.1344	0.0224
	5	-0.1697	-0.0895	-0.0802	-0.0134
	6	-0.1789	-0.0345	-0.1444	-0.0241
	7	0.1039	0.1824	-0.0785	-0.0131
	8	0.0755	0.3460	-0.2705	-0.0451
	9	0.3264	0.0504	0.2760	0.0460
	10	0.0464	0.0132	0.0332	0.0055
	11	0.4400	0.2414	0.1986	0.0331
	12	0.2779	0.2318	0.0461	0.0077
	13	-0.1609	0.0023	-0.1632	-0.0272
	14	0.1878	0.3775	-0.1897	-0.0316
	15	0.3599	0.6940	-0.3341	-0.0557
	16	0.3824	0.1940	0.1884	0.0314
	متوسط عائد المحافظ	0.1137	0.1249	-0.0112	-0.0019
	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري

	1	0.0200	-0.0820	0.1019	0.0113
	2	-0.0091	0.0153	-0.0244	-0.0027
	3	-0.0223	-0.0724	0.0501	0.0056
	4	-0.0859	-0.1842	0.0984	0.0109
	5	-0.1697	-0.0895	-0.0802	-0.0089
	6	-0.1789	-0.0345	-0.1444	-0.0160
	7	0.1039	0.1824	-0.0785	-0.0087
	8	0.0462	0.2946	-0.2484	-0.0276
	9	0.3453	0.0547	0.2906	0.0323
	10	0.3419	0.3499	-0.0079	-0.0009
	11	0.4014	0.1569	0.2444	0.0272
	12	0.3152	0.1405	0.1747	0.0194
	13	0.2261	0.2017	0.0244	0.0027
	14	0.3453	0.5742	-0.2290	-0.0254
	15	0.3826	0.7575	-0.3749	-0.0417
	متوسط عائد المحافظ	0.1375	0.1510	-0.0135	-0.0015
استراتيجية 3-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	0.0400	-0.1168	0.1567	0.0131
	2	-0.0397	-0.1443	0.1047	0.0087
	3	-0.1409	-0.1517	0.0108	0.0009
	4	-0.0987	-0.2471	0.1484	0.0124
	5	-0.1697	-0.0895	-0.0802	-0.0067
	6	-0.1789	-0.0345	-0.1444	-0.0120
	7	0.1271	0.0481	0.0791	0.0066
	8	0.0811	0.3135	-0.2324	-0.0194
	9	0.3934	0.5567	-0.1633	-0.0136
	10	0.0436	0.3301	-0.2865	-0.0239
	11	0.3042	0.1882	0.1160	0.0097
	12	0.6134	0.5373	0.0761	0.0063
	13	-0.0267	0.0351	-0.0618	-0.0052
	14	0.3852	0.5993	-0.2141	-0.0178
	15	0.0952	0.1303	-0.0351	-0.0029
	متوسط عائد المحافظ	0.0952	0.1303	-0.0351	-0.0029
استراتيجية 3-6	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0316	0.0290	-0.0605	-0.0202
	2	0.0283	-0.0479	0.0761	0.0254
	3	-0.2030	0.0124	-0.2154	-0.0718
	4	0.0136	0.0510	-0.0374	-0.0125
	5	-0.1130	0.0467	-0.1596	-0.0532
	6	0.3281	0.3225	0.0056	0.0019
	7	-0.1003	0.0255	-0.1257	-0.0419
	8	0.3191	0.1835	0.1356	0.0452
	متوسط عائد المحافظ	0.0301	0.0778	-0.0477	-0.0159
استراتيجية 6-6	عدد مرات التشكيل	المحفظة الرابحة	المحفظة الخاسرة	محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0252	0.0200	-0.0453	-0.0075

	2	0.0002	0.0200	-0.0198	-0.0033
	3	-0.2152	-0.0511	-0.1641	-0.0273
	4	0.0294	0.3734	-0.3440	-0.0573
	5	-0.1001	0.0640	-0.1641	-0.0274
	6	0.3165	0.2121	0.1043	0.0174
	7	0.3188	0.2752	0.0436	0.0073
	8	0.0390	0.0044	0.0346	0.0058
	متوسط عائد المحافظ	0.0454	0.1147	-0.0693	-0.0116
استراتيجية 6-9	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0277	-0.0148	-0.0130	-0.0014
	2	-0.1028	-0.2603	0.1575	0.0175
	3	-0.2240	0.0127	-0.2367	-0.0263
	4	0.0658	0.2819	-0.2161	-0.0240
	5	0.4727	0.2762	0.1965	0.0218
	6	0.2712	0.1471	0.1241	0.0138
	7	0.5106	0.5254	-0.0148	-0.0016
	متوسط عائد المحافظ	0.1380	0.1383	-0.0003	0.0000
استراتيجية 6-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0185	-0.1170	0.0985	0.0082
	2	-0.1028	-0.2603	0.1575	0.0131
	3	-0.0207	0.2538	-0.2745	-0.0229
	4	0.0461	0.4240	-0.3780	-0.0315
	5	0.3674	0.2790	0.0884	0.0074
	6	0.5814	0.5549	0.0265	0.0022
	متوسط عائد المحافظ	0.1421	0.1891	-0.0469	-0.0039
استراتيجية 3-9	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	0.0063	-0.0216	0.0279	0.0093
	2	-0.2305	0.0481	-0.2786	-0.0929
	3	0.1287	0.3038	-0.1751	-0.0584
	4	0.4319	0.2062	0.2257	0.0752
	5	0.3106	0.2523	0.0583	0.0194
	متوسط عائد المحافظ	0.1294	0.1578	-0.0284	-0.0095
استراتيجية 6-9	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	0.0038	-0.0550	0.0588	0.0098
	2	-0.2451	-0.0129	-0.2322	-0.0387
	3	0.1706	0.1673	0.0033	0.0006
	4	0.3383	0.1855	0.1528	0.0255
	5	0.5866	0.4573	0.1293	0.0215
	متوسط عائد المحافظ	0.1709	0.1484	0.0224	0.0037
استراتيجية 9-9	عدد مرات التشكيل	المحفظة الرابحة	المحفظة الخاسرة	محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	0.0131	-0.1538	0.1668	0.0185
	2	-0.2504	0.0474	-0.2978	-0.0331
	3	0.1634	0.1478	0.0156	0.0017
	4	0.2851	0.1904	0.0947	0.0105
	5	0.5896	0.4435	0.1460	0.0162

	متوسط عائد المحافظ	0.1602	0.1351	0.0251	0.0028
استراتيجية 9-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0357	-0.2234	0.1876	0.0156
	2	-0.0105	0.2544	-0.2649	-0.0221
	3	0.4079	0.4256	-0.0177	-0.0015
	4	0.7603	0.4134	0.3469	0.0289
	متوسط عائد المحافظ	0.2805	0.2175	0.0630	0.0052
استراتيجية 3-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0019	-0.0334	0.0316	0.0105
	2	-0.0060	0.0480	-0.0539	-0.0180
	3	0.4371	0.2323	0.2048	0.0683
	4	0.2310	0.2765	-0.0455	-0.0152
	متوسط عائد المحافظ	0.1651	0.1308	0.0342	0.0114
استراتيجية 6-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	0.0058	-0.1454	0.1512	0.0252
	2	0.0315	0.3924	-0.3609	-0.0602
	3	0.3308	0.2126	0.1182	0.0197
	4	0.3060	0.2336	0.0724	0.0121
	متوسط عائد المحافظ	0.1685	0.1733	-0.0048	-0.0008
استراتيجية 9-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.0767	-0.2018	0.1251	0.0139
	2	0.0222	0.3299	-0.3076	-0.0342
	3	0.2728	0.2238	0.0489	0.0054
	متوسط عائد المحافظ	0.0728	0.1173	-0.0445	-0.0049
استراتيجية 12-12	عدد مرات التشكيل	عائد المحفظة الرابحة	عائد المحفظة الخاسرة	عائد محفظة الزخم	متوسط عائد محفظة الزخم الشهري
	1	-0.1050	-0.2489	0.1438	0.0120
	2	0.0450	0.4114	-0.3664	-0.0305
	3	0.7137	0.4705	0.2432	0.0203
	متوسط عائد المحافظ	0.2179	0.2110	0.0069	0.0006

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

يُلاحظ من الجدول السابق أن الاستراتيجيات التي حققت عوائد موجبة هي استراتيجية 3–3، استراتيجية 9–6، استراتيجية 9–9، استراتيجية 9–12، استراتيجية 12–3، استراتيجية 12–12، حيث حققت استراتيجية 12–3 أعلى عائداً شهريا بمعدل 1%، مما يتوافق مع نتائج دراسة Jegadeesh& Titman(1993) ، أما الاستراتيجيات الأخرى فقد حققت عائداً ضعيفاً، واستناداً للدراسات السابقة فإن عائد الزخم يكون قوياً في فترات الازدهار، وضعيفاً في فترات الركود، والتعافي من الأزمات، وهذا ما يفسر ضعف عائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية، ولمعرفة معنوية عوائد الزخم وتفسيرها؛ اختبرت الباحثة فرضيات البحث كالآتي:

8–1– اختبار فرضيات البحث:

–**الفرضية الأولى:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لاتباع استراتيجيات الزخم في تحقيق عوائد موجبة في سوق دمشق للأوراق المالية.

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار T–Test للعينة الواحدة بالتطبيق على عوائد محافظ الزخم الشهرية ومدى وجود فروقات تختلف عن الصفر لصالح محفظة الزخم والجدول الآتي يوضح نتيجة الاختبار:

الجدول رقم (3): نتائج اختبار T-test one sample لمعنوية عوائد الزخم

n	df	mean	st.dev	St. Error	t-statistics	p-value
35	34	0.005397713	0.00398777	0.001783	3.026667238	0.0389076**

تشير **، *** لمستويات الدلالة 5%،10%على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

نلاحظ أن معنوية الاختبار t = 3.02 ذات قيمة احتمالية 0.0389<0.05، أي توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد محافظ الزخم والصفر لصالح عوائد محافظ الزخم.

مما يعني صحة الفرضية الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للزخم في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وإمكانية تحقيق عوائد موجبة من خلال اتباع استراتيجيات الزخم.

-**الفرضية الثانية:** يوجد أثر لرد الفعل الضعيف لدى المستثمرين في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

يتم اختبار ضعف رد الفعل لدى المستثمرين على المعلومات والأخبار من خلال اختبار الارتباط التسلسلي لعوائد الأسهم في سوق دمشق خلال فترة الدراسة ومن خلال اختبار نسبة التباين كما يأتي:

الجدول رقم (4): اختبار الارتباط التسلسلي لعوائد الأسهم (Autocorrelation test)

Prob**	Q-Stat	PAC	AC		Partial Correlation	Autocorrelation
0.019	5.4731	0.310	0.310	1	. |** |	. |** |
0.030	7.0117	0.074	0.163	2	. |*. |	. |*. |
0.066	7.1802	-0.137	-0.053	3	.*| . |	. | . |
0.113	7.4630	-0.032	-0.068	4	. | . |	.*| . |
0.113	8.9027	-0.109	-0.153	5	.*| . |	.*| . |
0.171	9.0444	0.145	0.047	6	. |*. |	. | . |
0.247	9.0832	-0.002	0.025	7	. | . |	. | . |
0.296	9.5720	0.032	0.086	8	. | . |	. |*. |
0.186	12.517	0.202	0.209	9	. |*. |	. |*. |
0.190	13.651	-0.013	0.128	10	. | . |	. |*. |
0.189	14.867	0.098	0.132	11	. |*. |	. |*. |
0.223	15.348	0.038	0.082	12	. | . |	. |*. |
0.267	15.679	-0.119	-0.067	13	.*| . |	.*| . |
0.327	15.788	0.082	-0.038	14	. |*. |	. | . |
0.396	15.789	0.006	0.004	15	. | . |	. | . |
0.467	15.797	-0.022	-0.010	16	. | . |	. | . |
0.531	15.897	0.034	0.035	17	. | . |	. | . |
0.509	17.203	0.040	0.125	18	. | . |	. |*. |
0.575	17.214	-0.054	0.012	19	. | . |	. | . |
0.581	18.091	-0.173	-0.099	20	.*| . |	.*| . |
0.640	18.146	0.048	-0.025	21	. | . |	. | . |
0.641	19.062	0.205	0.098	22	. |*. |	. |*. |
0.696	19.097	-0.160	-0.019	23	.*| . |	. | . |
0.735	19.307	0.034	0.046	24	. | . |	. | . |

تشير **، *** لمستويات الدلالة 5%،10%على التوالي.

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews

بتحليل نتائج الارتباط الذاتي يتبين من قيمة معامل AC أنه يختلف عن الصفر وكذلك القيمة الاحتمالية لqـ statistics >0.05 عند فترتي الإبطاء الأولى والثانية فقط، ومن ثم يتناقص معامل الارتباط AC بعد فترة الإبطاء الثانية إلى الصفر،

وتزداد القيمة الاحتمالية لتصبح>0.05، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة أسعار الأسهم، أي أن أسعار الأسهم تسير بشكل عشوائي، ولا يوجد أثر لضعف أو تأخر رد الفعل لدى المستثمرين في سوق دمشق.

استخدمت الباحثة أيضاً اختبار نسبة التباين Variance Ratio test لمعرفة إذا كانت السلسلة تتبع السير العشوائي أم لا، وقد قامت الباحثة باختباره من خلال برنامج Eviews وكانت نتيجة الاختبار كالآتي:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار نسبة التباين (Variance Ratio Test)

Probability	Df	Value	Joint Tests
0.0512**	53	2.482167	Max |z| (at period 2)*

تشير **، *** لمستويات الدلالة 5%،10%على التوالي

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

بالنظر إلى نتائج الاختبار نجد قيمة الاختبار 2.48 بقيمة احتمالية 0.05> (0.0512) p–value، أي أن سلسلة الأسعار عشوائية ولا يوجد بها ارتباط ذاتي.

مما يدل على عدم صحة الفرضية الثانية وأن أرباح الزخم غير ناتجة عن رد الفعل الضعيف أو المتأخر للمستثمر

–**الفرضية الثالثة:** يوجد أثر للمخاطر المنتظمة في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم إجراء اختبار الانحدار البسيط بين عائد الزخم وعائد السوق لمعرفة إمكانية تفسير عائد الزخم من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، والجدول التالي يوضح نتائج الانحدار الخطي البسيط:

الجدول رقم (6): نتائج الانحدار الخطي البسيط بين عائد الزخم والسوق

Coefficient	t-Statistic	p-value	R-squared	F-statistic	Durbin-Watson stat
0.088983	0.5212	**0.5212	0.011524	0.419712	2.233604

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

بالنظر لقيمة معامل الانحدار والقية الاحتمالية لإحصائية الاختبار يتبين أن الانحدار غير معنوي بالإضافة لأن معامل التحديد صغير جداً، أي لا يمكن تفسير عائد الزخم من خلال عائد السوق ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، كما أن قيمة احصائية Durbin-Watson ضمن المنطقة المقبولة، ولا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي مما يدعم نتائج الفرضية السابقة، ومن أجل معرفة مصدر أرباح الزخم فيما إذا كان تعويضاً عن المخاطرة المرتفعة قامت الباحثة بتشكيل محافظ استثمارية على أساس المخاطرة المنتظمة (بيتا) وذلك بتصنيف الأسهم وترتيبها بشكل تصاعدي من الأدنى مخاطرة إلى الأعلى مخاطرة وتطبيق استراتيجيات الزخم الرابحة السابقة وقد كانت نتائج تلك الاستراتيجيات كالتالي:

الجدول رقم (7): عوائد المحافظ الاستثمارية المصنفة على أساس المخاطرة المنتظمة وفقاً لاستراتيجيات الزخم

	عدد مرات التشكيل	المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	محفظة الزخم	متوسط العائد الشهري
استراتيجية 3-3	1	-0.065042925	-0.013702532	-0.05134039	-0.017113464
	2	0.017530135	-0.013663835	0.03119397	0.01039799
	3	-0.023535539	0.026867023	-0.05040256	-0.016800854
	4	-0.01195109	-0.007646181	-0.00430491	-0.00143497
	5	-0.06492657	-0.017623461	-0.04730311	-0.015767703
	6	0.013631438	-0.190460547	0.204091985	0.068030662
	7	-0.060579893	-0.022962293	-0.0376176	-0.0125392
	8	0.068211596	-0.019120632	0.087332227	0.029110742
	9	0.357195685	0.077984502	0.279211183	0.093070394

	10	-0.14082643	0.047074096	-0.18790053	-0.062633509
	11	0.022253087	0.000915929	0.021337158	0.007112386
	12	0.313649881	0.360031495	-0.04638161	-0.015460538
	13	-0.084359143	-0.0469403	-0.03741884	-0.012472948
	14	-0.077833849	0.015650052	-0.0934839	-0.031161301
	15	0.40021455	0.335931109	0.064283441	0.021427814
	16	0.195139258	0.246563872	-0.05142461	-0.017141538
	متوسط عائد المحافظ	0.053673137	0.048681144	0.004991993	0.001663998
استراتيجية 12-12	**عدد مرات التشكيل**	**المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)**	**المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)**	**محفظة الزخم**	**متوسط العائد الشهري**
	1	-0.224703515	-0.092087833	-0.13261568	-0.011051307
	2	0.334602683	0.09114362	0.243459063	0.020288255
	3	0.594243289	0.579833074	0.014410215	0.001200851
	متوسط عائد المحافظ	**0.234714153**	**0.192962954**	**0.0417512**	**0.003479267**
استراتيجية 12-3	عدد مرات التشكيل	المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	محفظة الزخم	متوسط العائد الشهري
	1	-0.009098257	-0.008652092	-0.00044616	-0.000148722
	2	0.072938675	-0.01994961	0.092888285	0.030962762
	3	0.354914659	0.324858933	0.030055726	0.010018575
	4	0.279995352	0.151741321	0.128254031	0.042751344
	متوسط عائد المحافظ	**0.174687607**	**0.111999638**	**0.062688**	**0.02089599**
استراتيجية 12-9	عدد مرات التشكيل	المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	محفظة الزخم	متوسط العائد الشهري
	1	-0.165463284	-0.113293212	-0.05217007	-0.004347506
	2	0.241458074	-0.014880115	0.256338189	0.021361516
	3	0.622149344	0.255999389	0.366149955	0.030512496
	4	0.594243289	0.596895813	-0.00265252	-0.000221044
	متوسط عائد المحافظ	**0.323096856**	**0.181180469**	**0.1419164**	**0.011826366**
استراتيجية 9-6	عدد مرات التشكيل	المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)	محفظة الزخم	متوسط العائد الشهري
	1	-0.024154355	-0.01580402	-0.00835034	-0.001391723
	2	-0.148788684	-0.110322041	-0.03846664	-0.006411107
	3	0.302649841	0.022778552	0.279871289	0.046645215
	4	0.233311415	0.30024381	-0.0669324	-0.011155399
	متوسط عائد المحافظ	**0.753250754**	**0.525672305**	**0.2275784**	**0.037929741**
استراتيجية 9-9	**عدد مرات التشكيل**	**المحفظة مرتفعة المخاطرة المنتظمة (بيتا)**	**المحفظة منخفضة المخاطرة المنتظمة (بيتا)**	**محفظة الزخم**	**متوسط العائد الشهري**
	1	-0.102138786	-0.030802715	-0.07133607	-0.00792623
	2	-0.117879801	-0.084284115	-0.03359569	-0.003732854
	3	0.223441687	0.037098122	0.186343565	0.020704841
	4	0.159667053	0.30370146	-0.14403441	-0.016003823
	متوسط عائد المحافظ	0.040772538	0.056428188	-0.01565565	-0.001739517

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

يبين الجدول السابق أن استراتيجيات الزخم المتبعة في تصنيف المحافظ على أساس المخاطر المنتظمة تحقق عوائد موجبة ولاختبار معنوية تلك العوائد تم اجراء اختبار t-test للعينة الواحدة وقد كانت النتائج كالآتي:

الجدول رقم (8): نتائج اختبار t-test one sample معنوية عوائد محافظ المخاطرة المنتظمة

n	Df	Mean	st.dev	St. Error	t-statistics	p-value
35	34	0.01234264	0.01496	0.006107	2.020918	0.099254***

تشير **، *** لمستويات الدلالة 5%،10%على التوالي

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

يبين الجدول السابق وبالنظر للقيمة الاحتمالية للاختبار، أنها ذو مستوى دلالة معنوي لقبول الفرضية البديلة، أي توجد فروقات دالة إحصائيا بين عوائد محافظ الزخم مرتفعة ومنخفضة المخاطرة المنتظمة. ويمكن تفسير عوائد الزخم بالتعويض عن ارتفاع المخاطر المنتظمة، وتنسجم تلك النتيجة مع دراسات Chordia & Shivakumar (2002) ، Cooper, Gutierrez and Hameed (2004) and Stivers and Sun(2010), Naik، Berk، Green(1999) بأن الزخم ناتج عن المخاطرة المنتظمة لمحافظ الزخم.

الفرضية الرابعة: يوجد أثر للمخاطر غير المنتظمة في تفسير عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم تصنيف الأسهم تبعاً للمخاطرة غير المنتظمة(الخاصة) وترتيبها ترتيباً تصاعدياً حيث شكلت أعلى عشر أسهم محفظة المخاطرة الخاصة المرتفعة وأدنى عشر أسهم محفظة المخاطرة الخاصة المنخفضة وقد كانت عوائد المحافظ نتيجة تلك الاستراتيجيات كالآتي:

الجدول رقم (9): عوائد المحافظ على أساس المخاطرة الخاصة وفقاً لاستراتيجيات الزخم

	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	محفظة الفرق	متوسط العائد الشهري
استراتيجية 3-3	1	-0.013702532	-0.065042925	0.051340393	0.017113464
	2	-0.013663835	0.017530135	-0.03119397	-0.01039799
	3	0.64052557	-0.023535539	0.66406111	0.221353703
	4	-0.002883133	-0.01195109	0.009067957	0.003022652
	5	-0.01750982	-0.06492657	0.04741675	0.015805583
	6	-0.190460547	0.011621366	-0.20208191	-0.067360638
	7	-0.016957213	-0.060579893	0.04362268	0.014540893
	8	-0.015239923	0.068211596	-0.08345152	-0.027817173
	9	0.077984502	0.357195685	-0.27921118	-0.093070394
	10	0.047074096	-0.14082643	0.187900526	0.062633509
	11	0.037621014	-0.027151967	0.064772982	0.021590994
	12	0.350400627	0.313649881	0.036750747	0.012250249
	13	-0.0469403	-0.084359143	0.037418843	0.012472948
	14	0.015908686	-0.077833849	0.093742535	0.031247512
	15	0.327556039	0.40021455	-0.07265851	-0.024219504
	16	0.243069475	0.195139258	0.047930217	0.015976739
	متوسط عوائد المحافظ	0.088923919	0.050459692	0.038464228	0.012821409
	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	محفظة الفرق	متوسط العائد الشهري
استراتيجية 9-6	1	-0.100223506	-0.024154355	-0.07606915	-0.012678192
	2	-0.110322041	-0.148788684	0.038466643	0.006411107
	3	0.022778552	0.302649841	-0.27987129	-0.046645215
	4	0.30024381	0.233311415	0.066932396	0.011155399
	5	0.525672305	0.753250754	-0.22757845	-0.037929741
	متوسط عوائد المحافظ	0.127629824	0.223253794	-0.09562397	-0.015937328
استراتي	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	محفظة الفرق	متوسط العائد الشهري

	1	-0.003422524	-0.102138786	0.098716262	0.010968474
	2	-0.084284115	-0.117879801	0.033595686	0.003732854
	3	0.037098122	0.261664008	-0.22456589	-0.024951765
	4	0.30370146	0.159667053	0.144034407	0.016003823
	متوسط عوائد المحافظ	0.063273236	0.050328118	0.012945117	0.001438346
استراتيجية 9-12	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	الفرق	متوسط العائد الشهري
	1	-0.113293212	-0.165463284	0.052170072	0.004347506
	2	-0.014880115	0.241458074	-0.25633819	-0.021361516
	3	0.46872707	0.622149344	-0.15342227	-0.01278519
	4	0.596895813	0.594243289	0.002652524	0.000221044
	متوسط عوائد المحافظ	0.139312859	0.171558668	-0.03224581	-0.007394539
استراتيجية 12-12	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	الفرق	متوسط العائد الشهري
	1	-0.081653021	-0.224703515	0.143050494	0.011920874
	2	0.09114362	0.334602683	-0.24345906	-0.020288255
	3	0.558351037	0.594243289	-0.03589225	-0.002991021
	متوسط عوائد المحافظ	0.189280545	0.234714153	-0.04543361	-0.003786134
استراتيجية 3-12	عدد مرات التشكيل	مرتفعة المخاطرة	منخفضة المخاطرة	الفرق	متوسط العائد الشهري
	1	-0.008652092	-0.009098257	0.000446165	0.000148722
	2	-0.01994961	0.072938675	-0.09288829	-0.030962762
	3	0.324858933	0.354914659	-0.03005573	-0.010018575
	متوسط عوائد المحافظ	0.09875241	0.139585026	-0.04083262	-0.013610872

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel

يتضح من الجدول السابق أن عوائد استراتيجيات الزخم على أساس المخاطرة الخاصة معظمها سالبة وللتأكد من معنوية العوائد، واختلافها عن الصفر، واختبار مدى تحقيق عوائد إضافية مرتبطة بالمخاطرة الخاصة تم اجراء اختبار t–test وكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار t–test one sample معنوية عوائد محافظ المخاطر الخاصة

n	df	mean	st.dev	St. Error	t-statistics	p-value
35	34	0.001413	0.047743	0.00807	0.175039	0.862087**

تشير **، *** لمستويات الدلالة 5%،10%على التوالي

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

يبين الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية للاختبار 0.86، أي الفروقات غير دالة إحصائياً والفرضية غير صحيحة، ولا يمكن تفسير عوائد الزخم كتعويض عن المخاطر غير المنتظمة، وذلك انسجاماً مع مبدأ التخلص من المخاطر غير المنتظمة بالتنويع، مما لا يبرر وجود علاوة مخاطرة لها. تنسجم النتائج التي توصلت إليها الباحثة؛ مع التفسيرات العقلانية للزخم بأنها تعويض عن ارتقاع المخاطرة المنتظمة؛ أما التفسيرات السلوكية فلا يوجد دليل تجريبي لها في سوق دمشق للأوراق المالية، وفقاً للاختبارات الإحصائية السابقة، ولابد من استخدام اختبارات إحصائية أخرى في أبحاث مستقبلية للتأكد من وجود أثر رد الفعل الضعيف في عوائد الزخم في سوق دمشق للأوراق المالية.

12–النتائج: يمكن تلخيص النتائج التي توصلت إليها الدراسة فيما يلي:

–يوجد أثر للزخم في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مما يمكن المستثمرين من تحقيق عوائد موجبة عند اتباع استراتيجيات الزخم في الاجل المتوسط.

-تفسر عوائد الزخم كتعويض عن المخاطرة المنتظمة للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية؛ مما ينسجم مع التفسيرات العقلانية للزخم.

- لا يوجد أثر لضعف رد الفعل لدى المستثمرين تجاه الأخبار والمعلومات غير المتوقعة في سوق دمشق للأوراق المالية؛ في تحقيق عوائد الزخم.

-تتبع الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية سيراً عشوائياً، ولا يوجد أثر للارتباط الذاتي بين عوائدها.

-لا يمكن تفسير أثر الزخم في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية كتعويض عن المخاطرة الخاصة غير المنتظمة.

13-الاقتراحات:

-قيام المستثمرين باتباع استراتيجيات الزخم في الأجل المتوسط من أجل تحقيق عوائد إضافية.

-ضرورة قيام الشركات بالإعلان عن المعلومات والأخبار كافةً؛ بشفافية وإفصاح أكبر للتمكن من قياس رد فعل المستثمرين عليها.

- قيام الباحثين باختبار وجود ضعف رد الفعل من خلال اختبارات أخرى كمؤشر الأرباح غير المتوقعة.

- قيام الباحثين بتطبيق استراتيجيات الزخم من خلال تجريب الفترات المتداخلة وأسلوب التخطي وفترات الاحتفاظ والتشكيل المختلفة، وبالتطبيق على أسواق عربية أخرى.

14-المراجع:

14-1-المراجع العربية:

1- الربيعي حاكم، الموسوي، حيدر (2017) "تطبيق استراتيجيات الزخم في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 6، العدد 23.

2- العتيبي محمود، عناسوة محمد، حمدان علام (2009) "تطبيق استراتيجية الزخم الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية وأثرها في كفاءة السوق والأرباح غير العادية، المجلة العربية للعلوم الإدارية"، المجلد 16، العدد 3.

3- مفلح، هزاع، خلف، أسمهان (2020) الأسواق المالية، منشورات جامعة حماه، سورية.

14-2-المراجع الأجنبية:

1. Barberis.N, Shleifer.A, Vishny. R, (1998), **A Model of Investor Sentiment**, Journal of Financial Economics, vol.49, issue.3, p: 307-343.
2. Carhart.M. Mark, (1997), **On Persistence in Mutual Fund Performance**, the journal of Finance, Vol.52, No.1, p: 57-82.
3. Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). **Investor psychology and security market under-and overreactions**. The Journal of Finance, 53(6), pp. 1839-1885.
4. De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). **Does the stock market overreact?** .The Journal of finance, vol. 40, No.3, pp.793-805.
5. Demir, I.,Muthuswamy, J.,& Walter, T. (2004). **Momentum returns in Australian equities: The influences of size, risk, liquidity and return computation**. Pacific-Basin Finance Journal, 12(2),143-158.

6. Dunham.M.L,(2011), **The Hand Book of Equity Market Anomalies, Translating Market Inefficienciencies**, Edited by Leonard Zacks, Canada, John Wily & Sons,Inc,p:195.
7. Fama, E. F. (1970). **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work**. The journal of Finance, Vol. 25, No. 2, p. 383.
8. Fama, E. F., & French, K. R. (2012). **Size, value, and momentum in international stock returns**. **Journal of financial economics**, 105(3), 457-472.
9. Grant, A., & Satchell, S. (2020). **Market Momentum: Theory and Practice**, John Wiley & Sons.
10. Hashemi.J&Hussain .A,(2009), **Active Portfolio Management A performance evaluation of Swedish Equity Mutual Funds** ,master thesis, University of Gothenburg ,School of Business, Economics and Low.
11. Hon, M., & Tonks, I. (2001). **Momentum in the UK Stock Market**. Discussion Paper, Department of Economics, University of Bristol, No. 516, PP. 43-70.
12. Jegadeesh, N. (1990). **Evidence of predictable behavior of security returns**. The Journal of finance, 45(3), P. 881-897.
13. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). **Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency**. The Journal of finance, 48(1), P.65-91.
14. Jegadeesh, N., & Titman, S. (2001). **Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations**. The Journal of finance, 56(2), 699-720.
15. Poitras, G, (2010), **Valuation of equity Securities History Theory and Applications**, Simon Fraser University, Canada, World Scientific.
16. Rosebloom, C, (2011), **The Complete Trading Course: Price Patterns, Strategies, Setups, and Execution Tactics**, 1st edition, John Wily and Sons, Inc.
17. Van Horne, J. C., & Parker, G. G. (1967). **The random-walk theory: an empirical test**. Financial analyst's journal, 23(6), p.87-92.
18. Zhang, Y. (2010). **Two Essays on Momentum Strategy and Its Sources of Abnormal Returns**, University of Tennessee.
19. Zhang, Y., Ma, F., & Zhu, B. **(2019). Intraday momentum and stock return predictability: Evidence from China. Economic Modelling,** 76, 319-329.

14-3-المواقع الالكترونية:

1. موقع سوق دمشق للأوراق المالية http://www.dse.gov.sy/.